

# Cross asset investment strategy

Avril 2017

Achevé de rédiger le 4 avril 2017



**Allocation d'actifs**  
Brexit, Trump, élections :  
bien « pricés »  
par les marchés ?  
La BCE en pleine mutation  
Sortie de crise au Brésil ?  
Trump et la Chine  
**France : les marchés  
d'actions n'ont pas fini  
de surprendre**  
Obligations d'entreprises US

## 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 9

#### Trump, Brexit, élections européennes... tout ne se passe pas vraiment comme prévu... État des lieux, scénarios et stratégies

Effet Trump, effet Brexit, effet élections européennes... Et si tout le monde – ou presque se trompait ? Cet article a pour ambition de revisiter l'optimisme sur Trump et sur le Brexit, et le pessimisme sur les élections européennes. L'impact sur les allocations d'actifs pourrait bien être bien plus important qu'on ne le pense.

### Tableaux récapitulatifs

Page 12

### Facteurs de risque

Page 13

### Contexte macroéconomique

Page 20

### Prévisions macroéconomiques et financières

Page 21

## Sommaire

## Politique monétaire

### 1 La communication de la BCE en pleine mutation

Page 22

Avec la remontée de l'inflation ces derniers mois, il est devenu plus difficile pour la BCE de justifier sa politique monétaire ultra-accommodante. Sa communication a déjà beaucoup évolué. La BCE s'est désormais inscrite dans une politique de « risk management » et lie désormais beaucoup plus explicitement l'évolution de sa politique à celle de l'inflation sous-jacente.

**> FOCUS** > L'exemple de la séquence de normalisation choisie par la Fed

## BRICS

### 2 Brésil : sortie de crise en perspective ?

Page 25

Après deux années de récession majeure, le Brésil renouera-t-il avec des taux de croissance positifs en 2017 ? La question revêt une importance capitale au moment où les conditions deviennent plus favorables (une Fed plutôt accommodante, des risques protectionnistes moindres ...). Soutenue par la politique monétaire, l'économie brésilienne devrait être capable de renouer avec une croissance positive. La situation politique et la consolidation budgétaire restent quand même des sujets d'attention.

Avril 2017

## 3 Quelle devrait être la réaction de la Chine aux politiques de D. Trump ?

Page 28



Pour répondre aux politiques de D. Trump, la Chine devrait montrer l'exemple, définir une stratégie pertinente en matière de négociation, se préparer au scénario le plus défavorable dans le domaine des négociations commerciales, envisager une taxe à l'exportation, et faire preuve de bienveillance à l'égard de l'administration Trump sur ce qui a déjà été fait.

## Marchés actions

## 4 CAC 40 : des résultats au plus haut depuis 2010 et qui n'ont pas fini de surprendre !

Page 30

Entre l'amorce de resserrement des banques centrales et le renchérissement de la valorisation des marchés actions, les résultats des entreprises sont devenus un enjeu majeur. Nous revenons dès lors en profondeur sur les résultats du CAC 40. Après avoir bondi de 38% en 2016 et retrouvé leur meilleur niveau depuis 2010, ceux-ci devraient de nouveau connaître une forte hausse en 2017 (+16%) et surprendre le consensus (+5%).

**> FOCUS** > **Marché des actions françaises et régimes politiques**

## Obligations d'entreprises

## 5 Les valorisations des obligations d'entreprises américaines et leur lien avec les rendements obligataires

Page 34

Après le net rebond des derniers trimestres, nous analysons dans cet article les valorisations des obligations d'entreprises américaines sous différents angles : concrètement, nous analysons le lien avec les statistiques macroéconomiques et les taux de défaut, et présentons les résultats de nos régressions dont l'objectif est d'estimer les *spreads* (en juste valeur) et de les interpréter dans le « contexte de faibles rendements » post-crise financière mondiale.



## Allocation d'actifs

### Nos convictions

PHILIPPE ITHURBIDE, *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse*

Trois faits majeurs durant le mois écoulé :

- 1. L'activité économique continue de donner des signes encourageants**, avec une confirmation du frémissement de l'investissement (États-Unis, zone euro et Japon notamment), et une amélioration des échanges commerciaux (notamment en Asie).
- 2. Les politiques monétaires restent accommodantes**, mais les débats sur certaines de leurs composantes (l'ampleur des hausses de taux aux États-Unis, la poursuite du QE ou des taux négatifs en Europe) alimentent – et ne vont pas cesser d'alimenter – chroniques et décisions d'investissement
- 3. La situation politique se complique aux États-Unis** (conflits du Président Trump avec le Congrès, menace de procédure « d'impeachment »...) **et est en voie de clarification en Europe**, avec les partis « extrémistes » moins forts qu'anticipé. Le PVV n'a pas gagné les élections en Hollande, et le Front national n'est plus en tête dans les sondages en France.

**La Fed a relevé ses taux d'intérêt de 25 pb, mais elle avait tellement bien préparé les marchés à cette éventualité que cela n'a surpris personne.** Ce qui a surpris, en revanche, c'est qu'elle n'a relevé ni ses prévisions de croissance du PIB, ni ses prévisions d'inflation, ni ses prévisions de taux. En clair elle n'a validé aucun des espoirs que nombreux mettaient dans l'administration Trump et ses projets de relance budgétaire et fiscale. Nous avons signalé à de nombreuses reprises que l'effet Trump était clairement surestimé par les marchés financiers et, visiblement, la Fed partage notre point de vue. Nous ne sommes pas candides pour autant : nous avons remis quelques espoirs sur les actions et les obligations d'entreprises américaines suite à l'élection de Trump et considérons – encore – qu'une baisse significative de l'impôt sur les sociétés serait de nature à donner un nouveau coup de « boost » sur les actifs risqués américains, mais d'une part l'économie nous semble à bout de souffle (Trump peut provoquer une extension du cycle mais pas créer un nouveau cycle), et d'autre part les actions sont nettement surévaluées, voire même en situation du bulle. La position de la Fed fragilise donc les actifs américains. La bonne nouvelle, c'est que la Fed ne se prépare toujours pas à une normalisation de sa politique monétaire, ce qui n'a rien de surprenant pour nous.

**Non seulement la Fed ne valide pas le scénario de D. Trump, mais ce dernier est de plus en plus en difficulté sur le plan politique :** ses propos à l'encontre du Mexique et de la Chine (et, dans une moindre mesure, du Japon et de l'Europe), les tensions avec Angela Merkel (bien palpables lors de la visite de la Chancelière allemande aux États-Unis), ses remarques contre les services secrets américains, la réticence du Congrès de céder à des mesures détériorant les déficits budgétaires... tout cela l'isole. Comble de ses difficultés, la menace désormais bien présente d'une procédure de destitution (« impeachment »). Cela ne veut pas dire forcément que cela le forcerait à quitter la Maison Blanche : Andrew Johnson (1868) et Bill Clinton (1998) ont fait face à cette procédure, une destitution avait été votée à la Chambre des représentants, et ils avaient été ensuite « blanchis » par le Sénat. Une procédure de destitution avait également été lancée contre Richard Nixon (1974), mais ce dernier avait démissionné avant son issue. Nul ne peut dire ce qu'il adviendra des rumeurs de procédure de destitution à l'encontre de D. Trump, mais il semble bien que cette nouvelle affaire lui complique la tâche. À suivre.

“  
Activité économique :  
des signes encourageants”

“  
La situation de D. Trump  
devient de plus en plus  
compliquée”

“  
La Fed a relevé ses taux  
d'intérêt de 25 pb, mais cela  
n'a surpris personne”

“  
La Fed ne valide pas  
le scénario de D. Trump”



Avril 2017

**Si la Fed a des doutes sur la croissance et la capacité du gouvernement américain à faire accélérer l'activité économique et l'inflation via la politique budgétaire et fiscale, la BCE distille, elle, de la confiance.** Il faut dire que les indicateurs se redressent, que l'accès au financement est plus facile, que les pressions déflationnistes s'éloignent... l'inflation a atteint la barre des 2 % mais l'inflation cœur demeure en dessous de 1 %. Autrement dit, il n'y a pas d'inquiétude sur le front de l'inflation. Nous ne sommes pas candidates sur ce thème non plus. La fin de la désinflation est bien là, et cela justifie notre goût pour les obligations indexées sur inflation, entre autres. Le vrai problème est cependant ailleurs : il s'agit en fait de la capacité de la BCE à sortir des taux négatifs et à sortir du QE. Les conditions économiques ne justifient pas que la BCE prenne de telles décisions à l'heure actuelle, mais ces thèmes vont sans aucun doute animer les marchés financiers.

Deux remarques :

- 1. Sur la politique de taux d'intérêt**, nous avons déjà exprimé notre point de vue bien avant la mise en place effective d'une telle mesure, en réalité. Nous restons convaincus qu'il n'était pas nécessaire d'entrer dans ces « terres inconnues », et la difficulté est bien d'en sortir sans choquer les marchés de taux et les marchés d'actions et sans laisser l'impression que la BCE reconnaît avoir fait une erreur. Notre scénario est simple : c'est la croissance, la reflation et la hausse des prix qui va conduire les taux du marché à la hausse, et la BCE accompagnera ce mouvement et relèvera graduellement ses taux. En clair, elle ne précédera pas le mouvement de hausse des taux, mais elle le suivra. Elle sera bien « derrière la courbe ».
- 2. Sur les programmes d'achats d'actifs (QE)**, nous avons également exprimé notre point de vue à plusieurs reprises, sans la moindre ambiguïté. À l'inverse des taux négatifs, ces programmes ont sans le moindre doute, des vertus bien réelles : des taux ultra-bas et durablement ultra-bas. Mais il y a un revers à la médaille : en achetant bien plus que les émissions nettes des États, la BCE assèche les marchés de taux et crée des problèmes de liquidité, et envoie les taux à des niveaux anormalement bas (au regard de leur valeur d'équilibre hors QE). Autrement dit, un retrait brutal du QE entraînerait une forte hausse des taux 150 pb sur le 10 ans allemand, 250 à 350 pb sur les 10 ans des pays périphériques... en clair, elle provoquerait un véritable krach financier... sans parler ici de l'impact sur la solvabilité de certains États ou de la disparition des marges de manœuvre budgétaires créées par la baisse des coûts de financement de la dette (entre 1,5 % et 2 % de PIB pour les pays périphériques). Au total, la BCE ne pourra pas se retirer du QE de sitôt... au mieux, elle réduira encore ses achats, en expliquant qu'il ne s'agit pas d'un « tapering », mais d'une nécessité de veiller à la liquidité. Sur ce point également, la BCE sera davantage réactive (suiiveuse) qu'active... Pour sortir du QE sans dommage, il faudrait davantage de croissance, davantage de rigueur budgétaire, une plus grande solidité des États en termes de solvabilité, la garantie que les États pourraient faire face à une hausse des taux... autant de conditions non garanties à ce jour.

**La situation politique européenne devient plus claire.** Les Pays-Bas ont voté et une coalition sans le parti d'extrême droite (PVV) se dessine. Sa mise en place prendra un peu de temps, mais elle se profile néanmoins, une bonne chose pour les marchés financiers. En **Allemagne**, deux candidats très pro-européens vont s'affronter (Angela Merkel et Martin Shultz, précédemment président du Parlement européen) et ils représentent à eux seuls plus de 60 % des intentions de vote. Autant dire que cette élection nous inquiète bien peu. En **France**, Emmanuel Macron est passé en tête dans les sondages, la sûreté des intentions de vote en sa faveur s'accroît, et il est le seul à être perçu comme ayant une stature présidentielle (il est en effet le seul candidat pour lequel le pourcentage de personnes considérant qu'il a cette stature est supérieur au pourcentage de celles qui ne le pensent pas). Son programme est pro-européen, pro-réformes, pro-

“  
La BCE distille  
de la confiance”

“  
Comment sortir des taux  
négatifs et du QE sans faire  
de casse ? Voilà la grande  
question pour la BCE...  
mais ce sera pour plus tard”



Avril 2017

entreprises et pro-compétitivité... bref, un programme qui ne déplaît pas aux investisseurs. En matière de clarté, on pensait également au Brexit : le **Royaume Uni** a finalement activé l'article 50 du traité de Lisbonne fin mars, et la prochaine réunion des 28 (fin avril) portera sur les conditions de sortie. On en sait donc davantage sur la décision, mais pas vraiment sur les modalités. Nous recommandons la prudence, considérant que les marchés ont trop tendance à sous-estimer les enjeux et les impacts. Un des points centraux sera bien sûr l'accès – ou non – à l'intégralité du marché unique. La raison veut que ce ne soit pas le cas (à l'image de la Suisse ou du Canada, par exemple), mais les négociations seront longues, les pressions fortes, et les intérêts des institutions basées à Londres risquent bien d'être déterminants. Ce sera donc les financiers contre les politiques, et les politiques contre les électeurs... Affaire à suivre également de très près. La situation de la **Grèce** reste préoccupante. Un rapport récent du FMI insistait sur le peu de crédibilité du scénario officiel, notamment en matière de prévisions budgétaires. Le bras de fer est amorcé entre une organisation internationale qui souhaite davantage d'efforts et un pays qui rejette réformes et austérité supplémentaires... avec comme enjeu, le versement de la prochaine tranche d'aide, un versement indispensable au regard des échéances de remboursements à venir, en juillet prochain.

**Au total, nous avons fait quelques ajustements dans notre allocation d'actifs.**

- **Notre préférence pour les actions européennes est conservée**, et ce même si la perspective d'un rebond aux États-Unis lors de l'annonce des mesures fiscales est possible. Mais le marché américain est beaucoup trop cher (nous parlons de bulle depuis la mi-2016) au regard de la situation économique actuelle (niveau) et au regard de ce que pourra vraiment faire Trump en matière de croissance (anticipation). On voit bien ses difficultés à mettre en place son programme, et les mesures fiscales tant attendues tardent. La baisse de l'impôt sur les sociétés — si elle intervient vraiment — est selon nous la bonne mesure (elle favorise le rapatriement de profits et de plans d'investissement...), et elle devrait booster les actions US, mais cela pourrait n'être que temporaire. À vrai dire, nous craignons qu'une fois de telles mesures annoncées, le marché américain ne prenne le chemin de la baisse (en 2016, il y avait bien peu de raisons d'acheter de l'Europe ou des marchés EMG... ce n'est plus le cas). La question de l'ampleur de cette baisse est cruciale. S'il ne s'agit que de 10 % liés à des réallocations de portefeuilles pour des raisons de valeur relative, les marchés européens et EMG le supporteront... si la baisse est plus forte et liée à l'éclatement de cette bulle américaine, alors ils seront également durement touchés. Notre position (longue en actions européennes) fournit la réponse à cette question... mais cette situation doit être surveillée de près.
- **Les taux longs européens** se sont un peu tendus au cours du mois. Ils 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 : le taux d'inflation a atteint 2 % en zone euro, mais l'inflation « core » reste en dessous de 1 %). Mais ils dépendent aussi de la politique de D. Trump (politique budgétaire et fiscale notamment), des politiques monétaires (plutôt accommodantes) et des élections européennes, et françaises en particulier. Au total, il nous semble légitime de ne pas être long.
- **Nous conservons une surpondération actions vs obligations souveraines.** Notre optimisme sur l'Europe est revenu, car les profits devraient être 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, *dividend yield*, valorisation, profits à venir, politique de dividende, taux d'équilibre plus bas qu'ailleurs...).
- **Nous conservons également notre surpondération obligations d'entreprises vs. obligations souveraines.** À noter toutefois que les

“

Les marchés financiers ont trop tendance à sous-estimer les enjeux et les impacts du Brexit

”

“

France, Royaume Uni, Allemagne, Grèce... les sujets politiques ne manquent pas

”

“

Notre préférence pour les actions européennes est conservée

”

“

Nous conservons une surpondération actions vs obligations souveraines

”

Avril 2017

- obligations américaines, compte tenu du *releveraging* des entreprises américaines, sont plus vulnérables que leurs homologues européennes à toute hausse des taux... et qu'elles sont moins liquides que leurs homologues européennes, conséquence très probable de la nature des investisseurs et détenteurs (de plus en plus *retail* outre-Atlantique, toujours fortement détenues par les institutionnels en Europe).
- **La prise de risque envers les dettes de la périphérie de la zone euro et du semi-cœur (France, Pays-Bas notamment) a été réduite** au cours des mois derniers, et nous ne remettons pas en cause ce choix.
  - **Nous attendons de meilleurs niveaux pour revenir sur le marché des US Treasuries.** Cela fait quelque temps que nous attirons l'attention sur le fait 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. Il convient d'en rappeler les hypothèses sous-jacentes : si les actifs risqués baissent fortement, les obligations souveraines américaines représenteront un bon instrument de *macro-hedging*... sauf si l'inflation est fortement à la hausse et/ou si la Fed continue de relever ses taux d'intérêt. Cela est fort peu probable, néanmoins.
  - **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.**
  - **Les obligations indexées sur inflation conservent nos faveurs.** 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<sup>er</sup> 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,** les difficultés de D. Trump à mettre en application son programme et le point de vue de la Fed (qui garantit la poursuite du gradualisme) représentent deux points favorables pour la poursuite des flux de capitaux vers ces classes d'actifs (devise locale, actions, devises). Nous conservons toutefois 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 Fed ne pousse pas à l'appréciation du billet vert, mais l'inclination reste positive si des mesures fiscales sont annoncées prochainement. À noter qu'en cas de difficultés politiques en Europe, le dollar s'appréciera davantage (un argument de *macro-hedging* à ne pas négliger).
  - **Même si le GBP représente un *macro-hedge* intéressant en cas de remous en zone euro, nous conservons la plus grande prudence envers cette devise.** Comme nous l'avons signalé à plusieurs reprises, le Brexit représente un risque asymétrique et l'expression la plus naturelle et la plus simple du risque (déclaré ou craint) se situera sur le sterling.
  - **L'euro devrait conserver une volatilité plus élevée que d'habitude** si les sondages et élections françaises font craindre l'élection d'un parti non européen, avec un programme politique de nature à affaiblir la devise européenne de façon conséquente et durable. Les sondages, qui deviennent plus représentatifs et plus fiables statistiquement au fur
- “  
Nous conservons également notre surpondération obligations d'entreprises vs. obligations souveraines”

“  
Si les actifs risqués baissent fortement, les US Treasuries devraient représenter un bon instrument de macro-hedging... sauf si l'inflation est fortement à la hausse et/ou si la Fed continue de relever ses taux d'intérêt”

“  
Les obligations indexées sur inflation ont de la valeur dans le contexte actuel”

“  
Les difficultés de D. Trump ? Un « feu vert » pour les marchés émergents”

“  
Les négociations sur le Brexit démarrent ? Prudence sur le GBP”



Avril 2017

et à mesure que l'on se rapproche de l'échéance, vont de moins en moins dans ce sens.

- **Des devises comme la SEK et la NOK restent intéressantes** : 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, des puts sur les marchés d'actions, 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. Pour ceux qui veulent exclusivement se protéger contre les risques européens, long volatilité, long USD, long JPY, long US Treasuries.



Conserver des stratégies de *macro-hedging*



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



## Allocation d'actifs

### Le thème du mois

Trump, Brexit, élections européennes...  
tout ne se passe pas vraiment comme prévu...  
État des lieux, scénarios et stratégies

PHILIPPE ITHURBIDE, *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse*

Nous entrons dans le vif du sujet, avec notamment la décision du Premier Ministre britannique Teresa May d'activer l'article 50 déclenchant les négociations sur les modalités de sortie de l'Union européenne, mais aussi avec les élections françaises, puisque nous connaissons désormais le nombre et le nom des candidats.

Nous avons évoqué en fin d'année dernière le risque que des événements clés, comme l'effet Trump, le Brexit, et les élections en Europe soient très mal « *pricés* » par les marchés financiers. Cela nous semble devenir un fait avéré. Explications.

- Le Président Trump fait désormais face à de sérieuses difficultés, avec son Congrès, avec la Fed, avec ses propres services secrets, avec les partenaires étrangers (Chine et Mexique en tête)... Il est même question d'une possibilité de procédure de destitution, de rumeurs de démission... Bref, autant de situations particulières et inédites au bout de 6 mois de gestion. Les mesures annoncées, dont certaines sont véritablement importantes et nécessaires, et parfois souhaitées ardemment par les marchés (infrastructures et réforme fiscale notamment) tardent à venir. Les défaites comme le rejet de sa réforme de l'Obamacare deviennent concrètes. Les projets, comme l'instauration de droits de douane, tombent aux oubliettes. En clair, ceux qui semblaient dans l'optimisme suite à l'élection de D. Trump auront sans doute été « *douchés* » par tous ces récents événements, mais aussi par la décision de la Fed qui, si elle a bien relevé ses taux d'intérêt, n'a décidé de ne tenir compte de rien dans ses propres prévisions de croissance, d'inflation et de taux d'intérêt... un peu comme si la venue de D. Trump ne changeait rien aux perspectives économiques. Cela conforte l'idée que l'effet Trump est surestimé et que l'impact sur la croissance sera modéré. C'est notre point de vue depuis le début.
- Le Brexit est sorti des préoccupations depuis quelques mois, cela paraissant incertain ou abstrait pour certains, ou connu d'avance pour les autres. Nombreux sont en effet ceux qui considéraient (considèrent ?) cela comme étant sans grande importance, les Britanniques obtenant sans doute finalement ce qu'ils désirent, face à la faiblesse d'une Europe incapable de vision unique, ou tout simplement incapable de fermeté ou de capacité à décider. Rien n'est moins sûr. Pour ces personnes également, le risque de déception nous semble réel. Il suffit de regarder le positionnement de la Suisse, de la Norvège ou du Canada à l'égard de l'Union Européenne pour se rendre compte qu'aucun pays n'a pu obtenir à la fois l'indépendance de la politique commerciale, l'indépendance de la politique d'immigration, l'accès total au marché unique (bien et services), et tout cela gratuitement, c'est-à-dire, en clair, sans contribution au budget européen. Notons au passage que la réaction des pays européens à l'annonce du Brexit aura été bien moins chaotique et conflictuelle que certains observateurs pouvaient le craindre, ce qui est sans doute un gage d'assister à des négociations ordonnées.
- Enfin, les élections européennes ont de quoi étonner. Au total, les partis populistes n'ont jusqu'ici pas été en mesure de remporter les élections, pas plus en Espagne, qu'aux Pays-Bas, qu'en Autriche... Et en France, cela sera

## L'essentiel

**Effet Trump, effet Brexit, impact des élections européennes voici sans doute trois des grands facteurs de risque/opportunité pour 2017. Nous avons évoqué les risques de voir ces événements mal « *pricés* » par les marchés financiers, avec une tendance à être indifférent au Brexit, optimiste sur l'effet Trump, et pessimiste sur les élections européennes.**

Ces trois attitudes ne nous semblent pas raisonnables. Ces événements restent majeurs, bien sûr, mais il faut être plus vigilant sur les retombées de l'activation de l'Article 50 du traité européen qui donne le « *go* » aux négociations de sortie du RU ; il faut être plus constructif face aux élections européennes qui, une à une, montrent que le populisme n'est pas suffisamment puissant pour être déterminant (contrairement aux États-Unis et au Royaume Uni). Il faut enfin être plus réservé quant à « l'effet Trump » : ne pas miser sur une accélération de la croissance et rester mesuré sur le « *repricing* » qui découle de la politique économique en cours. Les conséquences sont claires : des hausses de taux moindres, des actions américaines à risque, et des actifs européens moins risqués, un GBP potentiellement en danger, et des classes d'actifs émergents en bonne position.

“ La Fed n'a en rien modifié ses prévisions de croissance, d'inflation et de taux d'intérêt... un peu comme si la venue de D. Trump ne changeait rien aux perspectives économiques ”

“ Le Brexit était sorti des préoccupations... Lourde erreur ”



Avril 2017

très vraisemblablement le cas : le Front National, que tous les investisseurs redoutent, plafonne dans les sondages et est donné largement perdant contre le candidat Macron. Plus encore, jamais l'Allemagne n'aura eu comme candidats au poste de Chancelier deux personnes aussi fortement pro-européennes, et l'on ne parle plus du parti d'extrême droite et des partis populistes, marginaux à ce stade. Et cerise sur le gâteau, ou ironie de l'histoire, ce n'est finalement pas en Europe que les partis populistes ont gagné les élections, mais bien dans les pays anglo-saxons : les pro-Brexit au Royaume Uni (hors Écosse et Irlande du Nord), et D. Trump aux États-Unis. Cela fait penser aux périodes où les déficits budgétaires européens de 4 ou 5 % étaient ardemment commentés et critiqués par des ressortissants de pays à déficits proches de 10 % (États-Unis, Royaume Uni ou Japon en tête)!

En clair, un effet Trump surestimé (en termes de croissance), un effet Brexit sous-estimé (en termes de croissance et sur le plan politique), un effet élections européennes surestimé (ne pas y voir nécessairement un risque systémique sur l'UE et sur l'UEM)), voilà de quoi remettre en cause nombre d'allocations d'actifs dans le monde.

Que faut-il revoir, en réalité ? Cinq choses essentielles doivent être « revisitées » :

- 1. La politique monétaire de la Fed et le contexte de politique monétaire :** la Fed n'est pas en train de normaliser sa politique monétaire. Dans un contexte qui ne la pousse pas à revoir ses propres prévisions, elle tente de restaurer des marges de manœuvre ; tout simplement. D'ailleurs, elle n'a toujours pas terminé l'épisode de « *Quantitative easing* », puisqu'elle continue de réinvestir les papiers qui, dans son bilan viennent à maturité. Si deux hausses des taux sont encore possibles en 2017, faire davantage nous paraît bien peu probable.
- 2. Le niveau des taux longs américains** dépend essentiellement de la politique monétaire, de l'inflation et de la croissance économique. Difficile d'escompter une remontée graduelle et durable dans le contexte actuel.
- 3. Les marchés d'actions américaines** sont des marchés risqués : avant les élections, leur valorisation était élevée. Depuis, cela n'a fait qu'empirer. Sans amélioration en termes de croissance et de profits, il y a fort à parier que les annonces fiscales et budgétaires donnent le dernier coup de fouet sur cette classe d'actifs, avant que les problèmes de valorisation ne viennent refaire surface. La prudence reste de mise. Si les marchés de taux ont intégré la prudence de la Fed, ce n'est pas le cas des marchés d'actions qui n'ont pas pris en compte l'absence de révision à la hausse des perspectives économiques et financières. Un décalage sans doute peu durable. La question de l'ampleur de la correction est cruciale : si celle-ci se limite à 10 % (grâce à la réaction immédiate des banques centrales, des politiques économiques...) et elle sera gérable pour les autres marchés (actions européennes et actifs émergents notamment)... mais si elle est de grande ampleur, alors ce sera une tout autre histoire.
- 4. Les actions européennes** retrouvent de l'intérêt si les perspectives des élections s'éclaircissent, ce que nous croyons. De nombreux investisseurs, notamment étrangers, ont décidé de rester à l'écart compte tenu des incertitudes liées à l'élection. Quand ces incertitudes se seront dissipées, resteront des primes de risque qui seront jugées excessives... et qu'il faudra saisir. Ne pas tarder.
- 5. Les perspectives sur les marchés émergents** dépendent de la politique commerciale des États-Unis, mais aussi des perspectives de hausse des taux (longs) et de resserrement monétaire. Sur ces trois fronts, la situation nous semble plus claire également. L'attitude de la Fed et la quasi-certitude que ne seront pas mis en place les droits de douane américains laissent à penser que les conditions sont remplies pour que l'embellie des marchés émergents se poursuive.

“

Ironie de l'histoire, ce n'est pas en Europe que les partis populistes gagnent des élections, mais dans les pays anglo-saxons : les pro-Brexit au Royaume Uni, et D. Trump aux États-Unis

”

“

Si deux hausses des taux sont encore possibles en 2017, faire davantage nous paraît bien peu probable

”

“

Actions américaines : les problèmes de valorisation excessive referont surface un jour ou l'autre. Prudence obligatoire

”

“

Actions européennes : quand les incertitudes électorales se seront dissipées, resteront des primes de risque excessives... qu'il faudra saisir

”

Avril 2017

Le tableau ci-dessous fournit un récapitulatif concernant les trois événements clef, chacun étant vu sous l'angle des espoirs (Trump et Brexit) et des craintes (Europe), puis sous l'angle de ce qui nous semble devoir représenter la réalité à venir. Attention : décalages importants...

	Politiques monétaires	Taux longs	Spreads de taux en Europe	Actions	Marchés émergents	Dollar	Probabilité
<b>Trump et les doux espoirs sur la croissance</b>	La Fed est en mesure de « normaliser » sa politique monétaire	Hausse des taux... changement de tendance	Effet neutre	Orientées à la hausse, États-Unis et Europe	A priori favorable sauf si politiques commerciale US restrictive	Tendance plutôt haussière	20 %
<b>Trump et la dure réalité</b>	La Fed restaure prudemment des marges de manœuvre mais on ne peut pas parler de normalisation	Pas de changement de régime, taux longs US maintenus dans un « range »	Effet neutre	Avantage pour les actions européennes	Prudence de la Fed, pas de droits de douane, croissance modérée... des atouts clef pour les marchés émergents	Dollar plutôt affaibli	80 %
<b>Brexit et les doux espoirs politiques</b>	Peu d'impact	Peu d'impact	Peu d'impact	Peu d'impact	Peu d'impact	Peu d'impact	20 %
<b>Brexit et la réalité économique</b>	La BoE garde un mode ultra-accommodant	Une prime de risque contre le marché britannique	Impact neutre	Une prime de risque contre le marché britannique	Impact direct limité si Europe peu affectée	Dollar et euro forts contre GBP	80 %
<b>Élections européennes et les craintes de risque systémique</b>	La BCE reste dans un mode ultra-accommodant (QE, TLTRO, taux ultra-bas...)	Territoire inconnu, mais hausse des taux longs partout en Europe (sauf en Allemagne ?)	Élargissement conséquent des spreads de taux	Prime de risque contre les actions européennes	Mauvaise nouvelle pour les nombreuses économies émergentes exportant vers les pays de l'UE	Dollar fort contre euro	10 %
<b>Élections européennes et le scénario de sortie par le haut</b>	Pas d'urgence pour renverser la politique monétaire, plus grande sérénité de la BCE	Peu d'impact sur le noyau dur de l'UEM	Rétrécissement conséquent des spreads de taux... tant que dure le QE de la BCE	Avantage pour les actions européennes jusqu'ici largement délaissées	Plutôt un motif de soulagement et un « feu vert » aux mouvements de capitaux	Plutôt favorable à l'euro et surtout aux devises émergentes	90 %

## Conclusion

2016 a été une année assez négative, avec la décision du Royaume Uni de sortir de l'Union Européenne (les partisans du Brexit et du Bremain étaient tous critiques envers l'Europe mais recommandaient deux issues différentes : la sortie ou la lutte de l'intérieur) et l'adoption par les électeurs américains d'un candidat ayant un programme protectionniste et auto-centré. 2017 pourrait bien être une année plus favorable, avec un scénario européen moins négatif que craint. Réponse dans les quelques semaines à venir avec les résultats des élections françaises... Non pas parce que nous négligeons les autres élections qui ont lieu en Europe, mais parce que jamais une élection nationale n'a autant pesé sur l'avenir de l'Europe que les élections françaises à venir.



Craintes, espoirs et réalité...  
des décalages édifiants



Jamais une élection nationale  
n'a autant pesé sur l'Europe  
que les élections françaises  
de 2017



Avril 2017

## 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	+	++	+++
<b>Actions</b>	Actions US	→			□			
	Actions Japonaises	→			□			
	Actions Euro	→				□		
	Actions UK	→			□			
	Actions Pacifique excl. Japon	→			□			
	Actions Marchés émergents	→			□			
<b>Obligations gouvernementales</b>	US bonds, court	→		□				
	US bonds, long	→			□			
	Euro core, court	→				□		
	Euro core, long	→				□		
	Euro périphériques	→				□		
	UK bonds	→			□			
	Japanese bonds	→			□			
<b>Obligations d'entreprises</b>	IG US	→				□		
	HY US	→				□		
	IG EURO	→				□		
	Euro HY	→				□		
	Dette EMG devises « dures »	→				□		
	Dette locale EMG	→			□			
	<b>Change</b>	USD	→				□	
EUR		→				□		
JPY		→				□		
GBP		→				□		

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

#### Stratégies de Macro Hedging

	Variation sur 1 mois	0	+	++	+++	
Long US Treasuries	→		□			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, des puts sur les marchés d'actions, le cash en USD et les obligations indexées sur inflation sont particulièrement intéressants de ce point de vue. Pour ceux qui miseraiient sur des coups de semonce plus sérieux, avoir également des positions longues en or devient indispensable. Pour ceux qui veulent exclusivement se protéger contre les risques européens, long volatilité, long USD, long JPY, long US Treasuries.
Long Bunds	→	□				
Long USD	→		□			
Long JPY	→	□				
Long volatilité	→		□			
Long cash USD	→		□			
Long Or	→		□			
Long US TIPS	→		□			
Long puts actions	→		□			

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 principaux facteurs de risque probabilisés avec les impacts de marchés qui nous paraissent les plus crédibles.

### [RISQUE # 1] Déception à propos de la politique économique aux États-Unis

[PROBABILITÉ] 75 %

**ANALYSE** L'élection de D. Trump a représenté un grand changement dans la « philosophie » de l'Amérique, moins déterminée désormais par une logique de « gendarme du monde » et davantage aut centrée. Au-delà de cette inflexion majeure, la question était également de savoir si la politique économique allait être fortement infléchie, notamment la politique budgétaire et fiscale. Comment la politique monétaire allait-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. Mais on sait également que le Congrès américain (même s'il est majoritairement républicain) ne souhaite pas donner 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 a apporté 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 lecture des marchés de taux. Les difficultés de Trump avec le Congrès, les services secrets et la Fed ne lui rendent pas la tâche facile. Les discussions sur un éventuel « impeachment » ajoutent encore de l'incertitude. Nous n'avons jamais cru en la mise en place de son programme, mais une incapacité totale de relancer la croissance entraînerait inévitablement de lourdes désillusions pour des marchés financiers qui, c'est notre credo, attendent beaucoup trop du Président américain. 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 avaient 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 une réalité en Italie... comme dans bien d'autres pays. 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** Compte tenu des conflits entre l'Administration Trump et J. Yellen, on doute fort que la gouverneure de la Fed fasse un second mandat (le premier mandat se termine en 2018). D. Trump a critiqué la « complaisance » de la politique monétaire, et le parti républicain a également manifesté son hostilité envers J. Yellen, notamment sur ses positions sur la



Avril 2017

## Facteurs de risque

réglementation, dont l'allègement est un des chevaux de bataille du Président Trump. Il est bien difficile de comprendre le message sur les taux : comment vouloir en même temps 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 est depuis longtemps maintenant un facteur de risque important. 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 ». 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. Plus encore, elle n'a pas modifié ses prévisions de croissance, d'inflation et de politique de taux d'intérêt. En clair, elle ne valide rien des espoirs de voir un « effet Trump » sur la situation des États-Unis. Malgré tout, la Fed devrait relever ses taux deux fois d'ici à la fin 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 enfle, la (faible) compétitivité de l'industrie s'étiole, les gains de productivité sont en retrait... en clair, un fléchissement de la croissance potentielle. La question n'est pas de savoir si la croissance future et potentielle sera plus faible : c'est un fait bien connu. La question est plutôt de savoir si la croissance ne va pas rapidement (et nettement) passer en dessous de sa croissance potentielle (sans doute entre 3 % et 5 % contre 10 % il y a un peu plus de 10 ans)... En clair, 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 de nombreux trimestres entre 6,5 % et 7 % annualisés. Évidemment, la mise en place de droits de douane de 45 % (comme l'avait 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. Surveiller de près l'évolution de la dette chinoise, dont certaines métriques sont devenues, en l'espace de quelques années, particulièrement inquiétantes, comme l'écart entre le crédit\PIB et sa tendance. C'est un des indicateurs préférés de la BRI et, selon l'institution, il s'agirait du meilleur indicateur précurseur de crise financière. L'évolution de cet indicateur depuis moins de 10 ans n'est pas très rassurante.

**IMPACT DE MARCHÉ** Un tel scénario (*hard landing*, éclatement de la bulle de crédit) 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 pourrait 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.

Avril 2017

## Facteurs de risque

### [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 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.

**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. Miser sur un effet très négatif sur les classes d'actifs risqués, et notamment le marché américain, en situation de bulle. 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<sup>er</sup> 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 et/ou du prix des matières premières

[PROBABILITÉ] **20 %**

**ANALYSE** La baisse du prix des matières premières, le repli de la croissance chinoise, le renversement à venir de la politique monétaire (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



Avril 2017

## Facteurs de risque

prix du brut (davantage de cohésion au sein de l'OPEP) le « repricing » de la croissance aux États-Unis au Japon et en Europe, la « sagesse » de la Fed et l'afflux de capitaux (à part pour la Chine) sont autant de facteurs qui ont 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.

**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 activé l'article 50 le 29 mars, et la prochaine grande réunion des officiels européens (fin avril) sera dédiée au début des négociations sur les modalités de sortie du RU de l'UE. Selon les estimations, le RU « pourrait perdre » entre 2,5 % et 9,5 % de son PIB selon le scénario. 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 (le marché des services, pour être plus précis), 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 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, 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 qui ne sera pas facile.

**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



Avril 2017

## Facteurs de risque

généralisé 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 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 une étude de la Banque d'Angleterre menée il y a un peu plus de deux ans). 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 coût du capital reste élevé (il reflète en réalité 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 continuent de peser... 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. Le retour de la croissance est désormais un atout, mais il est légitime de se demander jusqu'à quel point les banques peuvent faire face à un maintien durable des taux en territoire négatif, et ce d'autant plus que les pressions sur la rentabilité sont amplifiées par l'enjeu de la digitalisation. Notons cependant que depuis quelques mois (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 rentabilité 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.



Avril 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 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 entraîne inévitablement 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** 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 de toutes les élections européennes (Pays-Bas, Italie, France, Allemagne) réside dans la pérennité de la construction européenne. Nous ne misons pas sur la prise de pouvoir de parti Front National (Marine Le Pen), qui aviverait de façon certaine le dossier Frexit. 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 ou qualifié pour participer au second tour. Si l'on se fie aux sondages, à l'heure où nous écrivons, Emmanuel Macron (Mouvement « En Marche ! », gauche modérée) devancerait Marine Le Pen, François Fillon (droite conservatrice), Jean-Luc Mélenchon (Gauche) et Benoît Hamon (Parti socialiste), et avec des scores respectifs de 25,5 %, 24 %, 18 %, 15 % et 10 %.

- Ensuite, par le jeu des reports de voix, et selon les sondages actuels, encore une fois, ils vivront l'élimination de Marine Le Pen au second tour des élections présidentielles... Au second tour, E. Macron battra en effet M. Le Pen. 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 (E. Macron (en tête des sondages) attire les électeurs afin d'obtenir une majorité présidentielle aux élections législatives, seule façon d'avoir une stabilité gouvernementale. Nettement pro-européen et son élection laisse augurer d'un couple franco-allemand solide. 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.

**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 si l'on en croit nombre de commentateurs dans la continuité du Brexit et de l'élection de D. Trump aux États-Unis. Ce n'est pas notre avis. 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

Avril 2017

## Facteurs 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 un rétrécissement significatif des spreads et CDS souverains après les élections.

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

[PROBABILITÉ] 20 %

**ANALYSE** Depuis la crise financière, les taux longs ont fortement baissé, et ils sont même entrés en territoire négatif, entraînés par des taux directeurs eux-mêmes négatifs (Europe et Japon notamment), 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*. Depuis 2016 notamment, 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 (cf. Thème du mois « Taux longs : changement de régime, changement de niveau... ? », Cross Asset Investment Strategy, février 2017, p. 7-9). 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 : la situation en matière de croissance, d'inflation, de cycle de politique monétaire, le QE de la BCE et la – relativement – 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.



Avril 2017

## Contexte macroéconomique

AMÉRIQUES		FACTEURS DE RISQUE
<b>ÉTATS-UNIS</b>	<p><b>Prolongation du cycle de croissance dans un contexte de forte incertitude politique</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; La conjoncture économique est toujours favorable. Les indicateurs du climat des affaires sont très bien orientés depuis l'élection de D. Trump et, si certaines données réelles sont plus mitigées, les créations d'emplois continuent à un niveau soutenu, permettant une légère accélération de la hausse des salaires. Cependant, l'inflation sous-jacente reste pour l'instant sous contrôle.</li> <li>&gt; Malgré de fortes attentes, la visibilité sur la politique économique que D. Trump pourra effectivement mettre en œuvre est toujours limitée. Certaines de ses promesses (notamment l'abrogation de l'Obamacare) se sont déjà heurtées aux divisions internes du Parti républicain.</li> <li>&gt; Un accord sera probablement 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 en 2018. La mise en œuvre de mesures protectionnistes significatives reste, en revanche, très incertaine.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; <b>Forte incertitude concernant les décisions de la nouvelle administration</b></li> <li>&gt; <b>Potential de croissance durablement entamé (« stagnation séculaire »)</b></li> <li>&gt; <b>Érosion des marges des entreprises</b></li> </ul>
<b>BRÉSIL</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; Du côté des données macroéconomiques, le PIB du T4 est ressorti à -2,5 en ga contre -2,9 au T3.</li> <li>&gt; 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). La récession en 2016 de l'économie aura encore été marquée: -3,4 %.</li> <li>&gt; 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.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; <b>Forte appréciation du réal</b></li> <li>&gt; <b>Assouplissement de la politique budgétaire</b></li> </ul>
<b>EUROPE</b>		
<b>ZONE EURO</b>	<p><b>Très bon début d'année économique malgré le risque politique</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; Les indicateurs portant sur le début de 2017 ont été nettement meilleurs qu'attendu (certains au plus haut depuis plusieurs années). Cependant le cycle économique européen, en retard sur celui des États-Unis, n'en est pas encore 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.</li> <li>&gt; 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.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; <b>Risque politique (calendrier électoral chargé, montée des partis contestataires, Brexit)</b></li> <li>&gt; <b>Contagion des difficultés économiques et/ou financières des émergents</b></li> <li>&gt; <b>Montée des risques géopolitiques.</b></li> </ul>
<b>ROYAUME-UNI</b>	<p><b>La conjoncture tient mieux que prévu. Mais l'incertitude politique va peser en 2017</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; Le gouvernement a activé l'article 50 du Traité de Lisbonne : le Brexit est désormais irrévocable. Le RU a deux ans pour conclure des accords, ce qui est peu. Le manque total de visibilité concernant les futures relations avec l'UE et la difficulté des négociations à venir finiront par pénaliser l'économie, mais sans doute pas avant 2018. Pour l'heure, la croissance tient bon.</li> <li>&gt; L'investissement privé 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. L'orientation de la politique budgétaire est légèrement expansionniste en 2017-2018 (vs. les deux années précédentes) et le gouvernement a des marges de manœuvre pour l'assouplir si besoin.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; <b>Choc d'incertitude lié au Brexit</b></li> <li>&gt; <b>Déficits (public et externe) très élevés</b></li> </ul>
<b>ASIE</b>		
<b>CHINE</b>	<p><b>L'influence stabilisatrice de la Chine sur l'économie mondiale et les devises se maintiendra en 2017 et probablement en 2018</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; La stabilisation de l'économie chinoise devrait se poursuivre jusqu'à la fin de l'année 2018.</li> <li>&gt; 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.</li> <li>&gt; 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.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; <b>Contribution à la stabilisation de l'économie mondiale et des devises en 2017-2018</b></li> <li>&gt; <b>Émergence d'un cycle mondial plus long du fait d'une stabilisation de l'économie chinoise étalée entre 2016 et 2018</b></li> </ul>
<b>INDE</b>	<p><b>Inde: un moteur de croissance régulier pour l'Asie en 2017, malgré la démonétisation</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 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.</li> <li>&gt; 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.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; <b>La croissance indienne devrait rester stable suite à la démonétisation</b></li> <li>&gt; <b>Le ralentissement de l'inflation est durable</b></li> </ul>
<b>JAPON</b>	<p><b>La reprise se poursuit, avec une croissance supérieure au potentiel</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; L'enquête Tankan de la BoJ, publiée début avril, est venue confirmer la vigueur de la demande interne (investissement), et précise que les taux négatifs n'ont pas eu d'impact significatif sur les conditions de crédit. Le chômage est au plus bas depuis 20 ans, les salaires (temps partiel) sont en hausse et les profits s'améliorent. Le stimulus budgétaire et la baisse de l'impôt sur les sociétés constituent des soutiens importants.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; <b>Exposition au ralentissement chinois</b></li> <li>&gt; <b>Politique de taux d'intérêt négatifs</b></li> </ul>



Avril 2017

## Prévisions macroéconomiques et financières

### PRÉVISIONS MACROÉCONOMIQUES

- États-Unis** : la reprise est toujours solide, permettant une amélioration continue du marché de l'emploi. Toutefois, la croissance des salaires reste modérée, et l'inflation sous-jacente est toujours 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. L'indice trimestriel Tankan de la BoJ indique une croissance solide 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 renforce. Les enquêtes, au plus haut depuis 2011, indiquent un renforcement de la conjoncture au T1 avec des conditions monétaires qui restent accommodantes malgré la remontée des taux. Toutefois le risque politique (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** : Le PIB du T4 est sorti positif (+0,3 % en ga). Au total, en 2016, la récession aura été de 0,2 % soit moins que dans notre scénario (-0,7 %). Il faut dire que l'institut de statistique russe a revu ses données de PIB. Ainsi, en 2015, la récession aurait été que de 2,8 % contre 3,7 % estimé auparavant. Nous maintenons notre scénario de retour à une croissance positive pour l'année 2017 à + 1 %.

Moyennes annuelles (%)	Croissance du PIB réel, %			Inflation (IPC, a/a, %)		
	2016	2017	2018	2016	2017	2018
<b>États-Unis</b>	<b>1,6</b>	<b>2,0</b>	<b>2,2</b>	<b>1,3</b>	<b>2,5</b>	<b>2,3</b>
<b>Japon</b>	<b>1,0</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>
<b>Zone euro</b>	<b>1,7</b>	<b>1,5</b>	<b>1,3</b>	<b>0,2</b>	<b>1,5</b>	<b>1,3</b>
Allemagne	1,9	1,6	1,5	0,4	1,6	1,4
France	1,1	1,3	1,2	0,3	1,3	1,1
Italie	0,9	1,1	1,2	-0,1	1,2	1,1
Espagne	3,2	2,0	1,1	-0,3	1,3	1,1
<b>Royaume-Uni</b>	<b>2,0</b>	<b>1,5</b>	<b>1,3</b>	<b>0,7</b>	<b>2,5</b>	<b>1,9</b>
<b>Brésil</b>	<b>-3,0</b>	<b>-0,5</b>	<b>1,4</b>	<b>8,0</b>	<b>6,0</b>	<b>5,5</b>
<b>Russie</b>	<b>-0,7</b>	<b>1,0</b>	<b>1,8</b>	<b>7,6</b>	<b>5,5</b>	<b>5,0</b>
<b>Inde</b>	<b>7,5</b>	<b>7,6</b>	<b>7,6</b>	<b>5,4</b>	<b>5,2</b>	<b>5,2</b>
<b>Indonésie</b>	<b>5,0</b>	<b>5,2</b>	<b>5,2</b>	<b>4,5</b>	<b>4,5</b>	<b>4,5</b>
<b>Chine</b>	<b>6,7</b>	<b>6,4</b>	<b>6,0</b>	<b>1,2</b>	<b>1,5</b>	<b>1,4</b>
<b>Turquie</b>	<b>1,5</b>	<b>2,2</b>	<b>2,5</b>	<b>8,0</b>	<b>7,8</b>	<b>7,6</b>
<b>Pays développés</b>	<b>1,6</b>	<b>1,7</b>	<b>1,7</b>	<b>0,8</b>	<b>1,9</b>	<b>1,7</b>
<b>Pays émergents</b>	<b>4,1</b>	<b>4,4</b>	<b>4,5</b>	<b>4,0</b>	<b>3,9</b>	<b>3,3</b>
<b>Monde</b>	<b>3,0</b>	<b>3,2</b>	<b>3,3</b>	<b>2,6</b>	<b>3,0</b>	<b>2,6</b>

Source : Recherche Amundi

### PRÉVISIONS DE TAUX DIRECTEURS

- Fed** : la Fed a relevé ses fonds à 0,75/1,00 % en mars. La Fed devrait procéder à deux autres hausses en 2017. La question de la normalisation du bilan est désormais clairement posée.
- BCE** : elle a étendu son QE jusqu'à décembre 2017 à un rythme de 60 Mds €. Peu de changements sont à attendre tant qu'une nette accélération de l'inflation sous-jacente n'aura pas eu lieu.
- BoJ** : elle va poursuivre sa politique de contrôle de la courbe des taux et ne devrait pas changer ses cibles.
- BoE** : la BoE ne remontera pas ses taux si la conjoncture continue à se détériorer.

	06/04/2017	Amundi + 6m.	Consensus T3 2017	Amundi + 12m.	Consensus T1 2018
<b>États-Unis</b>	1,00	1,25	1,30	1,50	1,65
<b>Zone euro</b>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Japon</b>	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10
<b>Royaume-Uni</b>	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25

### PRÉVISIONS DE TAUX LONGS

- États-Unis** : à court terme, la remontée des taux longs est freinée par l'essoufflement des effets de base sur l'inflation, le fait que les données économiques dures ne confirment pas les fortes attentes mesurées dans les enquêtes et les interrogations sur la capacité de la nouvelle administration américaine à mettre en place des mesures de stimulation budgétaire.
- Zone euro** : au fil de l'année, la partie courte de la courbe se pentifiera 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.

	06/04/2017	Taux 2 ans			
		Amundi + 6m.	Forward + 6m.	Amundi + 12m.	Forward + 12m.
<b>États-Unis</b>	1,24	1,60/1,80	1,49	1,80/2,00	1,70
<b>Allemagne</b>	-0,78	-0,80/-0,60	-0,72	-0,80/-0,60	-0,68
<b>Japon</b>	-0,21	-0,20/-0,00	-0,20	-0,20/-0,00	-0,15
<b>Royaume-Uni</b>	0,12	0,00/0,20	0,15	0,00/0,20	0,24

	06/04/2017	Taux 10 ans			
		Amundi + 6m.	Forward + 6m.	Amundi + 12m.	Forward + 12m.
<b>États-Unis</b>	2,35	2,40/2,60	2,49	2,40/2,60	2,61
<b>Allemagne</b>	0,26	0,40/0,60	0,39	0,60/0,80	0,51
<b>Japon</b>	0,06	0	0,11	0	0,17
<b>Royaume-Uni</b>	1,09	1,00/1,20	1,19	1,00/1,20	1,29

### 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 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.

	06/04/2017	Amundi + 6m.	Consensus T1 2017	Amundi + 12m.	Consensus T3 2017
<b>EUR/USD</b>	1,07	1,10	1,06	1,15	1,08
<b>USD/JPY</b>	111	115,00	116,00	115,00	116,00
<b>EUR/GBP</b>	0,86	0,90	0,86	0,90	0,86
<b>EUR/CHF</b>	1,07	1,05	1,08	1,00	1,10
<b>EUR/NOK</b>	9,16	8,70	8,85	8,50	8,83
<b>EUR/SEK</b>	9,59	9,20	9,33	9,00	9,15
<b>USD/CAD</b>	1,34	1,40	1,35	1,40	1,36
<b>AUD/USD</b>	0,76	0,75	0,74	0,75	0,74
<b>NZD/USD</b>	0,70	0,70	0,69	0,70	0,70



## 1 La communication de la BCE en pleine mutation

BASTIEN DRUT, *Stratégie et Recherche Économique*

Avec la remontée de l'inflation ces derniers mois et l'amélioration de la conjoncture, il est devenu plus difficile pour la BCE de justifier sa politique monétaire ultra-accommodante (rappelons que le taux de dépôt est à - 0,40 % et que la BCE achètera pour 780 Mds € d'actifs au total en 2017). La pression pesant sur la BCE, qu'elle provienne de responsables politiques, de représentants des banques et des assureurs, des médias ou de certains gouverneurs eux-mêmes, est de plus en plus forte. Alors qu'il existe déjà beaucoup de discussions au sujet de ce que pourrait faire la BCE à l'avenir, il n'est pas inutile de souligner dans quelle mesure et comment la communication de la BCE a déjà évolué ces derniers mois.

### Des risques perçus comme plus faibles

L'analyse de la « Déclaration introductive » (« *Introductory statement* ») faite lors des derniers Conseils des Gouverneurs est très claire à ce sujet. Au fil des derniers mois, la communication sur la perception des risques pesant sur les perspectives de croissance a beaucoup évolué. **Les risques sont désormais perçus comme « moins prononcés » et sont directement associés à des facteurs internationaux, et non pas domestiques.**

#### Références aux risques pesant sur les perspectives de croissance dans la déclaration introductive

- 20/10/2016** « Globalement, toutefois, le scénario de référence reste soumis à des risques à la baisse. »
- 08/12/2016** « Les risques pesant sur les perspectives de croissance de la zone euro demeurent orientés à la baisse. »
- 19/01/2017** « Les risques entourant les perspectives de croissance de la zone euro demeurent orientés à la baisse et reflètent principalement des facteurs mondiaux. »
- 09/03/2017** « Les risques entourant les perspectives de croissance de la zone euro sont aujourd'hui moins prononcés, mais restent orientés à la baisse et reflètent principalement des facteurs mondiaux. »

### L'affirmation que le caractère d'urgence s'est dissipé

Lors du Conseil des Gouverneurs du 9 mars 2017, la mention au fait que la BCE pourrait utiliser « tous les instruments à notre disposition dans le cadre de son mandat pour atteindre son objectif » d'une inflation inférieure mais proche de 2 % à moyen terme a disparu. Cela a d'ailleurs été souligné lourdement par Mario Draghi en conférence de presse, qui a expliqué que cela montrait que le « caractère d'urgence » s'était dissipé selon la BCE. Par ailleurs, de nombreux gouverneurs et Mario Draghi lui-même ont indiqué récemment que le risque de déflation avait disparu. **C'est l'une des premières fois que la BCE a indiqué qu'il n'y aurait plus d'extension de son arsenal d'outils de politique monétaire.**

### La BCE en mode « risk management », prête à ré-intensifier sa politique si besoin

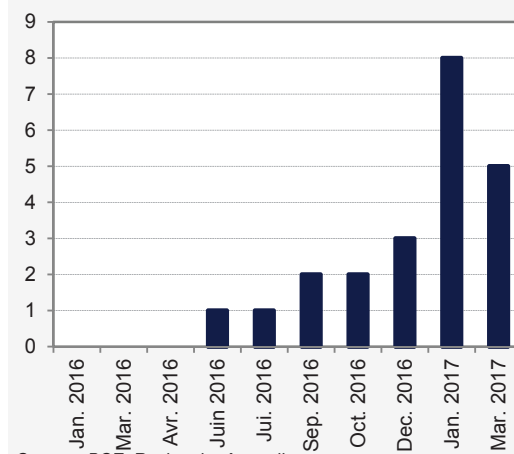
Alors que la BCE indique qu'elle n'étendra plus son arsenal d'outils de politique monétaire, elle souhaite toutefois préserver l'option de renforcer sa politique via les outils dont elle dispose déjà actuellement (taux directeurs et achats d'obligations). En mars, la déclaration introductive indiquait encore que « les taux d'intérêt devraient rester à leurs niveaux actuels ou à des niveaux plus bas sur une période prolongée, et bien au-delà de l'horizon fixé pour nos achats nets d'actifs. » De plus, la BCE indique qu'elle conserve l'option d'« accroître le volume et/ou à allonger la durée du programme d'achats d'actifs ». Pourquoi conserver cette *forward guidance*? **Avec une situation du marché du travail encore morose dans de nombreux pays et avec un certain nombre de risques politiques, la BCE ne veut pas fermer la porte**

## L'essentiel

**Avec la remontée de l'inflation ces derniers mois et l'amélioration de la conjoncture, il est devenu plus difficile pour la BCE de justifier sa politique monétaire ultra-accommodante. La pression pesant sur elle est de plus en plus forte.**

En réalité, la communication de la BCE a déjà beaucoup évolué, notamment en ce qui concerne sa perception des risques. Cela dit, même si le caractère d'urgence s'est dissipé (il n'y a plus de références à l'extension de l'arsenal de politique monétaire), la BCE s'est désormais inscrite dans une politique de « *risk management* » (elle n'est pas encore prête à renoncer à ses outils actuels). Elle lie désormais beaucoup plus explicitement l'évolution de sa politique à celle de l'inflation sous-jacente, ce qui « normalise » en un sens sa communication.

### 1 Nombre de fois où « inflation sous-jacente » est mentionnée dans la déclaration introductive



Source : BCE, Recherche Amundi



Alors que la BCE indique qu'elle n'étendra plus son arsenal d'outils de politique monétaire, elle souhaite toutefois préserver l'option de renforcer sa politique via les outils dont elle dispose déjà actuellement



Avril 2017

**trop tôt.** Mario Draghi a reconnu qu'un débat avait eu lieu lors du Conseil des Gouverneurs du 9 mars à ce sujet et que, même si les gouverneurs estimaient un bon moment que de nouvelles baisses de taux n'étaient plus justifiées, la BCE souhaitait garder cette option en cas de détérioration des perspectives ou de durcissement trop prononcé des conditions financières.

## Une forward guidance de plus en plus explicitement liée à l'inflation sous-jacente

La remontée de l'inflation totale a poussé la BCE à préciser sa communication sur les perspectives d'inflation. Alors qu'elle se bornait encore en octobre 2016 à indiquer sans plus de précisions que l'inflation devait continuer d'accélérer sur les années à venir grâce à « ses mesures de politique monétaire et la reprise économique attendue », la BCE calibre désormais sa politique sur l'inflation sous-jacente. Alors que l'expression « inflation sous-jacente » n'était même pas évoquée par la déclaration introductive début 2016, elle l'a été de plus en plus au fil des Conseils des Gouverneurs. **La BCE lie désormais explicitement sa politique à l'évolution de l'inflation sous-jacente, et l'évolution de l'inflation sous-jacente à la « résorption progressive de la sous-utilisation des capacités productives », en d'autres termes à la baisse du chômage.** Cela se rapproche de la *forward guidance* quantitative qu'avaient adoptée la Fed et la Banque d'Angleterre il y a quelques années.

### Références aux perspectives d'inflation dans la déclaration introductive

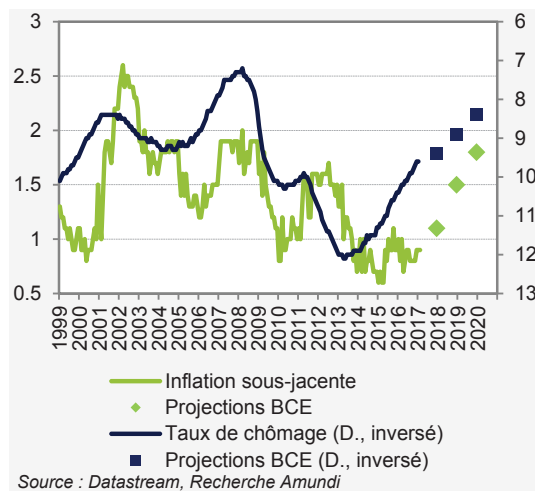
<b>20/10/2016</b>	Confortés par nos mesures de politique monétaire et par la reprise économique attendue, les taux d'inflation devraient continuer de s'accélérer en 2017 et 2018.
<b>08/12/2016</b>	Confortés par nos mesures de politique monétaire, la reprise économique attendue et la résorption progressive correspondante de la sous-utilisation des capacités productives, les taux d'inflation devraient poursuivre leur hausse en 2018 et 2019.
<b>19/01/2017</b>	Les mesures de l'inflation sous-jacente devraient toutefois progresser plus graduellement à moyen terme, confortées par nos décisions de politique monétaire, la reprise économique attendue et la résorption progressive correspondante de la sous-utilisation des capacités productives.
<b>09/03/2017</b>	Les mesures de l'inflation sous-jacente sont toutefois restées basses et ne devraient augmenter que graduellement à moyen terme, confortées par nos décisions de politique monétaire, la poursuite attendue de la reprise économique et la résorption progressive correspondante de la sous-utilisation des capacités productives.

## Quelle séquence pour la sortie de la politique monétaire non-conventionnelle ?

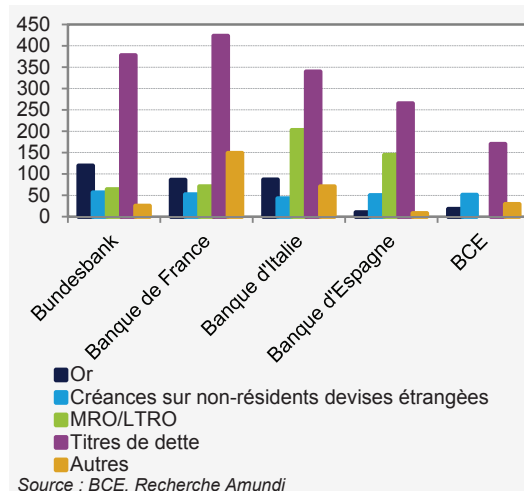
En faisant l'hypothèse que les conditions économiques restent favorables, la question d'une sortie des politiques non-conventionnelles finira par se poser. **Dans ce cas, la question suivante serait : quelle séquence de normalisation la BCE adoptera-t-elle ? Que modifier en premier ? Forward guidance, QE ou taux directeurs ?** Pour rappel, la BCE indique actuellement que les taux directeurs resteront à leurs niveaux actuels ou plus bas, « *bien au-delà de l'horizon fixé pour nos achats nets d'actifs.* » Toutefois, plusieurs déclarations de gouverneurs ont semé le trouble par rapport à cette séquence :

- Yves Mersch, membre du directoire, a déclaré qu'il ne fallait pas attendre pour modifier la *forward guidance* (10 février).
- Jens Weidmann, le président de la Bundesbank, a déclaré qu'une hausse de taux en 2019 n'était « pas absurde » (23 février).
- Ewald Nowotny, le président de la banque centrale d'Autriche, a déclaré que la BCE pourrait remonter son taux de dépôt avant son taux de refinancement et que cela pourrait se produire avant la fin de ses programmes d'achats d'actifs.
- Ignazio Visco, le président de la Banque d'Italie, a indiqué qu'il était concevable que la remontée de taux directeurs intervienne peu de temps après la fin du

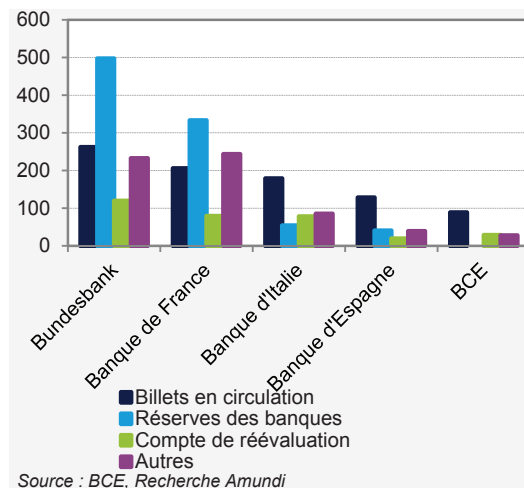
### 2 Zone euro: taux de chômage et inflation sous-jacente (et projections BCE)



### 3 Actifs des banques centrales (Mds €, hors engagements TARGET2)



### 4 Passif des banques centrales (Mds €, hors engagements TARGET2)



Avril 2017

QE. De plus, il a souligné que le QE, les taux négatifs et la *forward guidance* formaient un ensemble cohérent (20 mars).

**Le problème des taux négatifs.** L'implémentation du QE de la BCE a été de pair avec une augmentation rapide des réserves excédentaires des banques, et en particulier des banques allemandes. Ces réserves excédentaires sont rémunérées au taux de dépôt, actuellement à -0,40 %. En 2016, les banques allemandes ont versé 1 Md € de taux négatifs sur les dépôts à la Bundesbank. Ce montant devrait passer à 2 Mds € en 2017, ce qui commence à rogner significativement sur les profits. De l'aveu même de Peter Praet, qui est sans doute le membre le plus colombe du directoire, la négativité du taux de dépôt a aplati la courbe des taux et nuï à la rentabilité des banques en compressant les marges entre leurs taux de prêts et les taux qu'elles facturent à leurs clients sur leurs dépôts. **Les gouverneurs pourraient donc être tentés de remonter le taux de dépôt plus tôt que prévu pour essayer de favoriser la distribution de crédit au secteur privé, ce qui ne sera pas réellement assimilable à une hausse de taux pour des raisons économiques.**

**Cela dit, remonter le taux de dépôt aurait de fortes implications pour les banques centrales nationales.** Pour bien comprendre les enjeux de la séquence de normalisation, il faut regarder ce que l'on trouve au bilan de ces dernières. À l'actif, on trouve essentiellement de l'or, les titres achetés dans le cadre du QE et les prêts aux banques (MRO et surtout LTRO).

Alors que les titres détenus par la Fed lui rapportent un rendement moyen tournant autour de 2,60 % (voir encadré), le rendement à maturité moyen des obligations achetées dans le cadre du PSPP tourne, selon nos estimations, autour de :

- 0 % pour la Bundesbank
- 0,25 % pour la Banque centrale des Pays-Bas
- 0,40 % pour la Banque de France
- 1,50 % pour la Banque d'Italie et la Banque d'Espagne.

Par ailleurs, les LTRO, inscrits principalement à l'actif de la Banque d'Italie et de la Banque d'Espagne, auront un rendement nul ou négatif pendant plusieurs années. **Le rendement des actifs du bilan des banques centrales nationales est donc figé pour plusieurs années à des niveaux très bas et hétérogènes.**

Au passif, les principaux postes sont la monnaie en circulation et les réserves excédentaires des banques (rémunérées au taux de dépôt). **Une remontée du taux de dépôt, qui rémunère les réserves excédentaires, exercerait un effet ciseau sur le résultat des banques centrales des pays du cœur et en particulier sur celui de la Bundesbank. Dans ces conditions, une remontée du taux de dépôt ne peut être que d'une ampleur faible et devrait aller de pair avec de nouveaux ajustements sur le PSPP (abandon de la règle de la clé de capital).**

**> L'exemple de la séquence de normalisation choisie par la Fed**

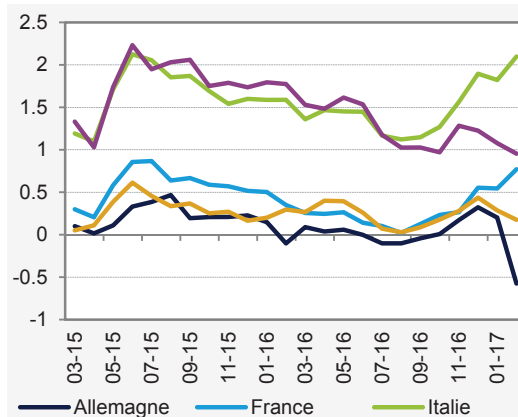
Pour la normalisation de sa politique monétaire, la Fed a opté pour la séquence suivante :

1. Arrêt progressif des achats d'actifs (« QE tapering »),
2. Remontée des taux directeurs,
3. Réduction progressive du bilan (Étape qui n'a pas encore commencé).

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 : celles-ci sont au centre du débat et au cœur de la stratégie de la Fed. Le fait que ces réserves excédentaires (inscrites au passif de la Fed) soient rémunérées par la Fed au taux correspondant à la borne haute de la cible de *fed funds* (1 % depuis le FOMC de mars) dans un contexte de relèvement progressif des taux directeurs pose la question de moyen terme de l'équilibre entre revenus et dépenses d'intérêt et va précipiter le besoin de réduire la taille du bilan. En particulier, il est important d'avoir en tête que les 4230 Mds \$ de titres détenus par la Fed ont rapporté 111 Mds \$ de revenus d'intérêt en 2016, soit un rendement moyen de 2,6 %.

Il existe par ailleurs une volonté politique de réduire le bilan de la Fed prochainement : l'augmentation de la rémunération des réserves excédentaires fait craindre à certains que la Fed ne « subventionne » les banques, dont certains politiciens estiment qu'elles ne prêtent pas suffisamment à l'économie réelle.

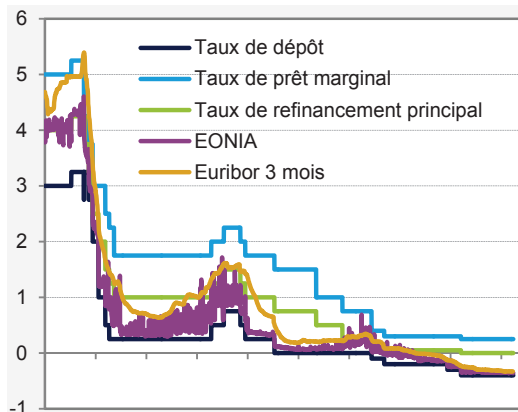
**5 Estimation du rendement des achats PSPP**



Source : Datastream, Recherche Amundi

“ Le rendement des actifs du bilan des banques centrales nationales est figé pour plusieurs années à des niveaux très bas et hétérogènes ”

**6 Taux monétaires et taux BCE**



Source : Datastream, Recherche Amundi



## 2 Brésil : sortie de crise en perspective ?

KARINE HERVE, *Stratégie et Recherche Économique*

### L'économie brésilienne s'est enlisée dans une récession sans précédent

Depuis le deuxième trimestre 2014, l'économie brésilienne s'est enlisée dans la récession. La publication du dernier chiffre de PIB trimestriel (2016 T4) ne fait que prolonger une longue série de 10 trimestres de recul de l'activité brésilienne. Sur la période, le PIB par tête à prix constants aura chuté de 9,5 % soit bien plus que les 7,6 % perdus au cours des années 80 surnommées la « décennie perdue ». Il faut dire qu'entre la forte chute des prix du pétrole et le scandale politique qui aura conduit à la destitution de la Présidente D.Rousseff, rien n'aura épargné le Brésil. Entre 2015 et 2017, le PIB aura chuté de plus de 7,5 % en prix constants, le point bas de la crise ayant été atteint au dernier trimestre 2015 (cf. graphique 1). Le secteur privé aura été particulièrement affecté : l'investissement a baissé de près de 25 % en deux ans et la consommation privée de plus de 8 %. Le secteur public n'aura que très peu participé à l'effort d'ajustement. Après avoir atteint un point haut en janvier 2016 (-10,7 % du PIB), le déficit public n'aura pas beaucoup diminué en un an. En janvier 2017, il était encore de -8,5 % du PIB. Cette faible amélioration du solde public s'explique à la fois par une diminution des recettes de l'État liée la chute des prix du pétrole et de l'activité et par une augmentation des dépenses courantes de sécurité sociale avec l'explosion du chômage.

Il y a plus d'un an nous avons prédit que la sortie de crise serait longue et que 2017 serait sans doute encore une année de récession. Même si depuis le deuxième trimestre 2016 la détérioration de l'investissement et de la consommation privés ralentit, l'acquis de croissance pour 2017 (i.e le niveau du PIB resterait égal à celui du quatrième trimestre 2016) est très mauvais -1,1 %. Les indicateurs conjoncturels sont ressortis mixtes en janvier. La production industrielle, après 34 mois de baisse consécutive, est repassée en territoire positif avec une hausse de 1,4 % en ga. Les indicateurs de confiance des ménages et des affaires restent en territoire négatifs mais se redressent, de même pour les PMI (composite, manufacturier et services). En revanche, du côté des ventes au détail, la baisse est toujours conséquente (-4,9 % en ga). Les progrès à réaliser sont encore importants mais un certain optimisme prévaut dans le consensus de marché qui table sur un taux de croissance de +0,8 % en 2017 et 2,2 % en 2018. Le Gouvernement brésilien vient cependant de réviser à la baisse pour la seconde fois depuis novembre ses prévisions pour 2017 de 1 % à 0,5 %. En revanche, il se montre très optimiste sur une sortie lente mais robuste avec un quatrième trimestre qui croîtrait de 2,7 % en ga.

### Soutenue par un assouplissement monétaire, l'économie brésilienne devrait pouvoir renouer avec des taux de croissance positifs au second semestre 2017

L'inflation a surpris à la baisse les marchés en février. En effet, elle est ressortie à 4,76 % en ga contre 5,35 % en janvier c'est-à-dire proche des 4,5 % (milieu de la fourchette de la cible fixée par la banque centrale brésilienne, BCB) (cf. graphique 2). Cette tendance est également vérifiée pour les prix non-administrés (+4,8 % en février contre 5,6 % le mois précédent). Le ralentissement de l'inflation sous-jacente est moins marqué (+6,2 % en janvier et 5,8 % en février) mais celle-ci passe en dessous de la borne supérieure de la cible de la banque centrale fixée depuis peu à 6 %. La BCB a ainsi procédé en février à une nouvelle baisse de son taux directeur de 75 points de base le portant à 12,25 %. Dans la mesure où les anticipations d'inflation apparaissent aujourd'hui ancrées et bien que l'appréciation du réal explique une partie de la surprise du mois de février, les facteurs inflationnistes sont limités de sorte que la BCB devrait poursuivre son cycle d'assouplissement monétaire. Le consensus prévoit un Selic à 9,5 % à la fin 2017. Sans choc externe majeur, la BCB pourrait bien aller au-delà et nous n'excluons pas que le Selic puisse passer sous la barre des 9 % d'ici la fin de l'année 2017.

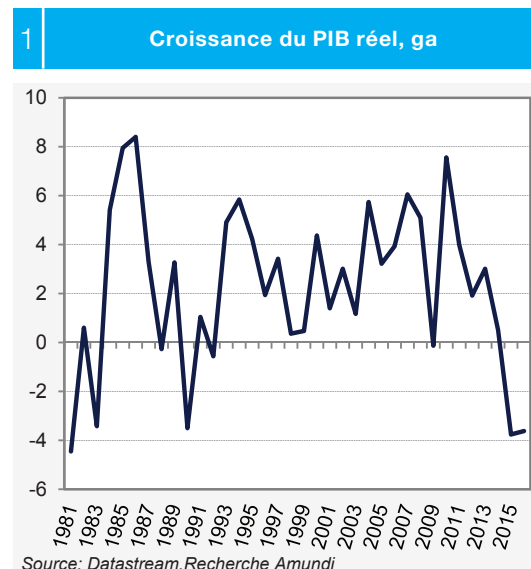
### L'essentiel

L'inflation bat en retraite et le consensus est relativement optimiste sur une sortie de récession de l'économie brésilienne en 2017. Il convient pourtant de ne pas brûler les étapes. En effet, à ce stade le Gouvernement est loin d'avoir délivré la consolidation budgétaire nécessaire ni même les réformes structurelles tant attendues par les marchés.

Enfin, nul doute que les élections présidentielles de 2018 s'inviteront dans le débat d'ici la fin de l'année 2017 et constitueront une nouvelle source d'incertitude en l'absence de l'émergence d'un candidat fédérateur.



Le premier semestre 2017 restera sans aucun doute très dégradé



La forte baisse de l'inflation redonne des marges de manœuvre à la banque centrale





Avril 2017

Cette baisse de taux devrait avoir un effet bénéfique sur les ménages et les entreprises en diminuant le service de leur dette et en améliorant leur bilan financier. L'investissement pourrait reprendre dès le premier semestre dans la mesure où il est à un niveau historiquement bas et que le déstockage a été important. La stabilisation du réal devrait aussi accroître les participations étrangères dans certains secteurs tels que l'énergie et l'aéronautique. Toutefois, dans un contexte où le marché du travail demeure très détérioré, les ménages resteront plus enclins à se désendetter (épargner) qu'à consommer. Il ne faut donc pas s'attendre à une reprise rapide et encore moins massive de la consommation privée avant le second semestre. Toutes choses égales par ailleurs, l'économie brésilienne devrait donc enregistrer des taux de croissance positifs au second semestre. Cependant, en moyenne annuelle, nous pensons qu'en 2017, le taux de croissance restera négatif et ce d'autant que la stabilisation de l'économie dépend de notre point de vue de la politique budgétaire et de sa crédibilité auprès des marchés.

**À condition que la consolidation budgétaire et les réformes de la sécurité sociale soient votées**

Depuis un an le réal s'est fortement redressé. Il a ainsi limité les pressions inflationnistes via les effets pass-through et l'accroissement du poids de la dette libellée en dollars. Force est de constater cependant que ce mouvement est essentiellement dû à des facteurs de crédibilité du policy-mix. La BCB, en maintenant une politique restrictive, a amplement participé de ce mouvement. Aujourd'hui, alors que l'inflation baisse, la BCB assouplit sa politique monétaire afin de soutenir l'activité qui peine à se redresser dans un contexte de taux aussi élevés. Nul doute que les marchés auront maintenant les yeux rivés sur la politique budgétaire. Deux points d'achoppement subsistent : l'ampleur du déficit et de la dette publics. Cette dernière a augmenté de près de 18 points de pourcentage en trois ans pour se situer à 69.7 % du PIB en janvier 2017 (cf. graphique 3). Consolidation budgétaire et adoption des réformes fiscales sont donc aujourd'hui les deux points clés pour une sortie de crise ordonnée. Or la consolidation budgétaire prendra du temps. Tout d'abord, dans le contexte actuel, elle ne peut se faire que par des baisses de dépenses publiques et non des hausses d'impôts. Ensuite, les orientations relatives aux dépenses ne seront votées que fin 2017. Enfin, quand bien même les dépenses seraient fortement réduites notamment en limitant l'augmentation des dépenses sociales à la hausse des prix, seul le déficit primaire serait impacté. Les taux d'intérêt à 5 et 10 ans étant toujours élevés (aux alentours de 10 %), le service de la dette continuera de peser sur le déficit total. Le consensus semble toutefois en ligne avec cette analyse dans la mesure où il prévoit un déficit public de 8,2 % à fin 2017 (soit 3 points de pourcentage de moins qu'en janvier). De ce point de vue, le risque apparaît donc limité à l'horizon fin 2017.

En revanche, la stabilisation de la dette en pourcentage de PIB est pour les marchés une condition *sine qua non* à la pérennité de la solvabilité du Brésil. Les marchés attendent notamment que les autorités brésiliennes votent une réforme d'ampleur de la sécurité sociale et plus particulièrement des retraites. Le régime de retraites brésilien actuel est perçu par les marchés comme trop généreux dans la mesure où il est possible de partir à la retraite après 35 années de cotisations sans condition d'âge avec une pension égale à 80 % du dernier salaire. La principale mesure attendue repose sur la mise en œuvre d'un âge minimum pour le départ, fixé à 65 ans pour les deux sexes. Ainsi, un salarié pourrait partir en retraite après 35 ans de cotisations seulement s'il a atteint 65 ans. Par ailleurs, le montant de l'indemnité serait également moindre : 65 % du dernier salaire. Une telle réforme permettrait de baisser chaque année les dépenses publiques de 2 % du PIB. Deux dates sont à retenir dans le calendrier : début mai premier tour du vote sur la réforme à l'assemblée nationale et fin septembre approbation du congrès.

**La situation politique demeure très compliquée et pourrait nuire à la sortie de crise**

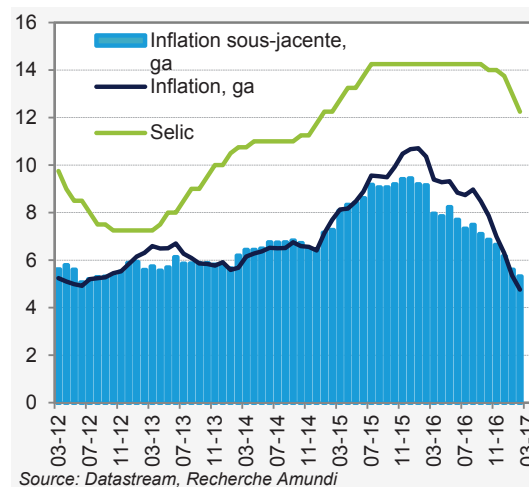
Bien que le Gouvernement affiche sa vocation à réformer le pays, cette réforme a déjà conduit dans la rue des millions de Brésiliens. Par ailleurs, la poursuite des scandales politiques ne facilite pas les choses : 5 Ministres du Gouvernement



L'assouplissement monétaire n'est pas une condition suffisante pour sortir de la récession



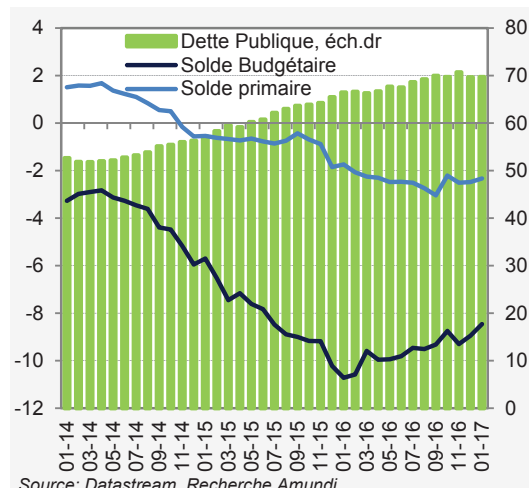
**2 Politique monétaire (en %)**



La crédibilité de la politique budgétaire et son corollaire i.e la stabilité du réal sont des conditions nécessaires à une sortie de crise pérenne



**3 Finances publiques % PIB**



Avril 2017

actuel ainsi que de nombreux membres de la coalition pourraient être impliqués dans des affaires de corruption. L'absence de l'émergence d'un candidat fédérateur pour les élections présidentielles de 2018 d'ici la fin de l'année ne serait pas de meilleur augure.

En outre, le 22 mars, le Gouvernement brésilien a annoncé que les employés régionaux et municipaux ne seraient pas concernés par la réforme. Chaque état sera amené à voter sa propre législation dans ce domaine. Cette annonce a surpris les marchés et le réal n'a pas été épargné. Il faut dire qu'il s'agit d'un changement inattendu par rapport à la réforme initiale qui renforce le sentiment d'incertitude. Cette mesure introduit un clivage entre secteur public et privé mais aussi entre les états. En fonction de leurs marges de manœuvre budgétaires, les états pourraient être plus ou moins généreux et introduire des inégalités supplémentaires qui seraient mal perçues et pourraient conduire à de nouvelles manifestations. Par ailleurs, d'ici la fin de l'année, l'élection présidentielle de 2018 reviendra au-devant de la scène. Les divers Gouverneurs pourraient ne pas voter en faveur de réformes suffisantes en vue de satisfaire leur électorat.

En conclusion, le contexte économique est favorable à une sortie de crise au second semestre de cette année. Toutefois, les risques politiques et sociaux ne peuvent être ignorés et un scénario baissier ne peut être exclu.



Les obstacles politiques et les risques sociaux sont encore nombreux



## 3 Quelle devrait être la réaction de la Chine aux politiques de D. Trump ?

JI MO, *Stratégie et Recherche Économique*

Le détail des politiques de D. Trump concernant la Chine reste incertain. Les marchés et les autorités chinoises ne devraient pas sous-estimer les mesures potentielles de l'administration Trump. Ainsi, il est primordial de préparer des réponses adéquates, pour le pays lui-même, pour ses relations avec les États-Unis et pour l'économie mondiale.

60 jours après la nomination de D. Trump, le marché continue à penser que les politiques de D. Trump vis-à-vis de la Chine auront un impact plus fort sur les États-Unis que sur la Chine : 1) l'administration Trump a déjà renoncé à entamer une relation « duale » avec la Chine (et affirmé son soutien à la « politique d'une seule Chine »), puisque cela n'est pas négociable avec les autorités chinoises ; 2) pour l'heure, l'administration Trump n'accuse la Chine de manipuler sa devise et le yuan s'apprécie ; 3) elle n'a pas non plus imposé les tarifs douaniers de 45 % sur les biens exportés par la Chine vers les États-Unis, et le marché anticipe en la matière une faible probabilité, à l'image de la majorité du gouvernement chinois. Les intervenants de marché sont-ils encore en train de se tromper, en particulier sur le 3<sup>e</sup> point abordé dans ce document, à savoir les négociations commerciales bilatérales ? Ce qui est sûr, c'est que le marché n'a pas vraiment réfléchi au sujet, ce qui pourrait créer des risques futurs.

Selon nous, la Chine devrait se préparer de manière proactive aux politiques potentielles de D. Trump. Voici nos suggestions.

### La Chine doit montrer l'exemple

L'administration Trump veut imposer des relations commerciales bilatérales et non plus multilatérales, alors qu'il est généralement reconnu que ces dernières génèrent des jeux à somme positive, contrairement aux relations bilatérales. Pour les relations commerciales bilatérales entre la Chine et les États-Unis, la Chine devra faire preuve de vertu morale, même si ce n'est pas le cas de l'administration Trump.

Le marché et le gouvernement chinois doivent prendre conscience que la mondialisation n'explique qu'en partie les pertes d'emplois aux États-Unis. Ces dernières sont dues à l'intensité du capital qui sous-tend les exportations américaines vers la Chine par opposition à l'intensité de main-d'œuvre nécessaire aux importations américaines. Les pertes d'emplois ne devraient pas être la priorité des négociations commerciales, ni pour l'administration Trump ni pour l'ensemble des pays. Il devrait plutôt s'agir des bénéfices pour la population. Les consommateurs américains bénéficient largement des relations commerciales entre les deux pays, avec des biens de consommation à faibles coûts.

Même si aucune institution internationale n'est parfaite, l'OMC s'efforce de mettre tous les pays sur un pied d'égalité. Les règles de droit établies par l'OMC doivent être respectées et la Chine devrait assumer un rôle moteur en la matière. L'administration Trump ne peut en aucun cas réécrire ces nouvelles règles.

### La Chine doit se fixer une stratégie pertinente en matière de négociation

Les autorités chinoises doivent s'efforcer de comprendre la vraie nature de l'administration Trump et surtout de Donald Trump lui-même. Par exemple, quel est leur degré de rationalité et combien de temps vont-ils respecter leurs engagements ? À chaque négociation, le mieux à faire pour la Chine serait de s'accorder du temps. Lorsque la Chine réfléchit à sa manière de répondre, elle doit tenir compte du risque de volte-face de D. Trump. De fait, la Chine ne doit pas s'impliquer excessivement dans les négociations, sinon elle en sortira perdante et en pâtira sur le long terme.

## L'essentiel

**Pour répondre aux politiques de D. Trump, la Chine devrait selon nous,** 1) montrer l'exemple ; 2) définir une stratégie pertinente en matière de négociation de façon mesurée et en tenant compte des risques de changement des politiques ; 3) se préparer au scénario le plus défavorable en matière de négociations commerciales, l'OMC étant l'interlocuteur idéal ; 4) lever une taxe à l'exportation et non une taxe à l'importation comme les États-Unis, pour collecter elle-même ses revenus ; 5) faire preuve de bienveillance à l'égard de l'administration Trump sur ce qui a déjà été fait, par exemple en s'engageant à ne pas manipuler sa devise et en contribuant aux créations d'emplois.

“ La Chine doit montrer l'exemple ”

“ La Chine doit se fixer une stratégie pertinente en matière de négociation ”

Avril 2017

### La Chine doit se préparer au scénario du pire sur le front des négociations commerciales

Selon le consensus, les États-Unis ne devraient pas imposer à court terme une taxe de 45 % sur les produits chinois, et pourraient même ne jamais le faire. L'administration Trump insiste toutefois sur sa fermeté en matière de négociation. Selon les marchés et le gouvernement chinois, l'administration Trump pourrait commencer par imposer une taxe douanière anti-dumping aux divers secteurs d'activité chinois. Depuis peu, l'administration Trump parle en revanche, de plus en plus du secteur automobile chinois, alors que les exportations de voitures de la Chine vers les États-Unis sont insignifiantes. Le gouvernement américain a choisi le mauvais secteur et il ne gagnera rien dans cette négociation.

Toutefois, ils se montreront assez durs sur les négociations liées aux secteurs en surcapacité, comme l'acier chinois. La meilleure façon dont la Chine pourrait gérer cette situation est de solliciter l'OMC. La Chine prendrait alors les rênes du sujet en respectant la primauté du droit, alors que l'OMC met généralement 3 à 5 ans pour traiter ce genre de cas. À notre avis, c'est la meilleure manière de traiter avec l'administration Trump, qui souhaite des résultats rapides.

### La Chine pourrait imposer une taxe à l'exportation et non lever une taxe à l'importation comme les États-Unis

Il est selon nous très peu probable que le Congrès américain vote en faveur d'une taxe à l'importation (*border adjustment tax*). Toutefois, tous les pays, y compris la Chine, doivent préparer leur réponse. Selon nous, la meilleure stratégie pour la Chine serait de lever une taxe sur les exportations, ce qui lui permettrait de collecter la taxe lorsque les biens et les services exportés passent la frontière chinoise, et non de laisser les revenus profiter aux États-Unis via le projet de taxe à l'importation de D. Trump.

### La Chine doit faire preuve de bienveillance vis-à-vis de l'administration Trump sur ce qui a déjà été fait

Il faut bien cerner la nature de l'administration Trump, qui a à cœur de parvenir à des résultats malgré ses nombreux échecs depuis son entrée en fonction il y a une soixantaine de jours. La prochaine réunion entre les présidents Xi Jinping et D. Trump en avril sera l'occasion pour la Chine de rassurer l'administration américaine.

Selon nous, le geste le plus pragmatique que la Chine peut faire serait de continuer à ne pas manipuler sa devise. C'est d'ailleurs une tendance réelle puisque les autorités chinoises ont stabilisé leur devise, qui s'est même appréciée face à un dollar en repli. La Chine peut aussi fournir des emplois supplémentaires à la reprise économique américaine, en finançant et menant à bien des projets de construction, si les États-Unis acceptent qu'elle y participe.

### Conclusion

Selon nous, en réponse aux politiques de D. Trump : 1. La Chine devrait montrer l'exemple ; 2. La Chine devrait définir une stratégie pertinente en matière de négociation de façon mesurée et en tenant compte d'un risque de changement brutal dans les politiques américaines ; 3. La Chine devrait se préparer au scénario du pire sur le front des négociations commerciales et l'OMC est l'interlocuteur idéal ; 4. La Chine pourrait imposer une taxe à l'exportation pour collecter les revenus correspondants, et non lever une taxe sur les importations, comme l'envisagent (l'envisageaient ?) les États-Unis. 5. La Chine devrait faire preuve de bienveillance à l'égard de l'administration Trump sur ce qui a déjà été fait, en s'engageant à ne pas manipuler sa devise et en contribuant aux créations d'emplois.



La Chine doit se préparer au scénario le plus défavorable en matière de négociations commerciales



La Chine pourrait imposer une taxe à l'exportation et non une taxe à l'importation, comme les États-Unis



## 4 CAC 40 : des résultats au plus haut depuis 2010 et qui n'ont pas fini de surprendre !

IBRA WANE, *Stratégie et Recherche Économique*

### Les résultats du CAC 40 au plus haut depuis 2010

En 2016, **les résultats nets cumulés du CAC 40 ont bondi de 38 %<sup>1</sup>**. Avec un total de 73 Mds d'euros, ceux-ci ont retrouvé leur meilleur niveau depuis 2010 (cf. graphique 1). De même, **la structure financière du CAC 40 s'est nettement détendue**. Ainsi, hors secteur bancaire, le ratio de dettes nettes sur fonds propres est tombé à 30 % contre 36 % en 2015 ; un plus bas depuis dix ans ! (cf. graphique 2).

Parmi **les plus gros bénéficiaires**, on retrouve le même trio qu'en 2015, à savoir BNP-Paribas (7,5 Mds, +17 %), Axa (5,7 Mds, +7 %) et Total (5,6 Mds, +23 %). Du côté des **progressions les plus spectaculaires**, on relève des visages nouveaux comme ArcelorMittal, LafargeHolcim et Safran, tous trois sortis du rouge. Par ailleurs, Technip, Peugeot, Bouygues et Solvay connaissent des progressions de plus de 50 %. Enfin, **on ne compte plus que trois sociétés en perte** (Engie, Nokia, et Publicis) contre quatre en 2015 (ArcelorMittal, Engie, LafargeHolcim et Safran) et si Engie (ex GDF-Suez) demeure dans le rouge pour la seconde année consécutive, le gazier a néanmoins réduit ses pertes de près de 90 % d'une année sur l'autre.

**Ces progrès spectaculaires doivent toutefois être relativisés** car ils reposent largement sur une réduction des charges exceptionnelles, passées de 25 à 10 Mds d'un exercice sur l'autre. Rappelons qu'en 2015, ArcelorMittal, Engie et LafargeHolcim avaient passé, ensemble, pour près de 18 Mds de dépréciations d'actifs correspondant pour l'essentiel à des dépréciations d'actifs sur fond de chute des cours des métaux et de l'énergie

**De même, l'érosion du chiffre d'affaires 2016 du CAC 40** (-1,1 % en déclaré, -2,7 % à périmètre comparable) **relativise l'effet tant vanté de l'amélioration de la conjoncture en Europe**. À rebours du redressement cyclique du Vieux Continent, les valeurs du CAC 40 ont en effet souffert de la chute des devises émergentes ou de la baisse des taux d'intérêt, qui ont, selon les cas, pénalisé les valeurs internationales ou les financières.

**S'il convient de relativiser les progrès réalisés en 2016, la tendance est toutefois clairement encourageante.**

- On constate tout d'abord que **cette hausse des résultats a été plus largement partagée qu'à l'accoutumée**. Ainsi, sur les 40 sociétés de l'indice, seul 11 ont connu une baisse de leurs résultats en 2016 contre 15 l'année précédente et jusqu'à 26 en 2008 !

- Par ailleurs, **les vents contraires** qui ont pesé sur le chiffre d'affaires du CAC 40 **ont commencé à se résorber au second semestre** (S2). On note ainsi une nette amélioration au fil de l'année avec un CA comparable s'inscrivant à -0,5 % au S2 contre -4,9 % au S1.

- Enfin, **la forte baisse des charges exceptionnelles en 2016 n'est pas qu'un simple phénomène comptable** mais traduit aussi une amélioration réelle de l'environnement. Depuis début 2016, suite à la dissipation des inquiétudes sur la croissance chinoise, les cours des métaux et de l'énergie se sont en effet nettement repris. Ainsi, les cours du pétrole sont passés de 36 \$ fin 2015 à 57 \$ fin 2016. Idem pour l'acier et le gaz qui ont rebondi respectivement de 56 et 59 % en 2016 (cf. graphique 3).

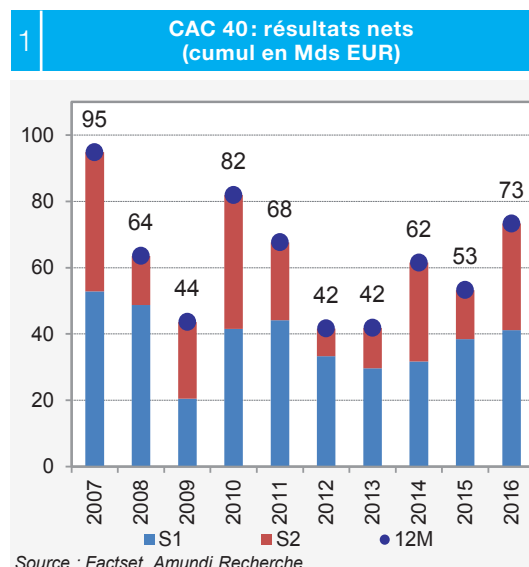
Au plan sectoriel, **le redressement de +20,1 Mds et +38 % des résultats du CAC 40 en 2016 s'explique avant tout par la sortie du rouge du pôle**

### L'essentiel

**En 2016, les résultats nets cumulés du CAC 40 ont bondi de 38 % et retrouvé leur meilleur niveau depuis 2010. Ce rebond doit encore beaucoup à la raréfaction des charges exceptionnelles qui avaient grevé 2015 mais la tendance est clairement encourageante. On note ainsi une nette amélioration de l'activité entre le premier et le second semestre. Par ailleurs, la poursuite de la normalisation des cours des matières premières devrait conduire à un nouveau tarissement des dépréciations.**

Les résultats du CAC 40 devraient ainsi de nouveau surprendre positivement en 2017, d'autant que les attentes du consensus sont réduites (+5 % selon IBES). Entre l'accélération de la croissance nominale, un effet change moins défavorable, la poursuite de la normalisation des pôles Énergie & Matières premières et le redressement mécanique d'Airbus, Engie, Nokia et Publicis, une progression de +16 % des résultats du CAC 40 semble tout à fait plausible.

“ Des résultats 2016 au plus haut depuis 2010 ”



<sup>1</sup> +38 % en masse et +20 % en pondéré de la capitalisation



Avril 2017

**Énergie & Matières premières** ( $\Delta +10,1$  Mds), la réduction des pertes des **Utilities** ( $\Delta +4,1$  Mds) et la nette progression de **l'Industrie & Chimie** ( $\Delta +5,1$  Mds et  $+58\%$ ) et des **Biens de consommation** ( $\Delta +3,2$  Mds et  $+22\%$ ) (cf. graphique 4); ces différents secteurs représentant ensemble  $58\%$  de la capitalisation du CAC 40.

Pour juger de l'impact des matières premières, en 2016 le résultat cumulé d'ArcelorMittal, Total et Technip a progressé de **10 Mds** d'euros et contribué pour moitié à la hausse des résultats du CAC 40! De même, s'agissant des **Utilities**, la réduction des  $90\%$  des pertes de **Engie** doit largement à la baisse des provisions pour dépréciation, dont l'impact sur le résultat net est revenu de  $-6,8$  Mds en 2015 à  $-3,8$  Mds en 2016.

**Les Biens de consommation (+22%) se sont également distingués du fait de l'Automobile.** Porté par le rebond des immatriculations ( $+6,5\%$ ) en Europe, ce sous-secteur a connu une hausse de  $+2,1$  Mds de ses bénéfices, soit une progression moyenne de  $+38\%$ , dont  $+21\%$  pour Renault  $+27\%$  pour Valeo,  $+43\%$  pour Michelin et  $+92\%$  pour Peugeot! Parmi les autres valeurs du secteur Biens de Consommation, les résultats déclarés de l'Oréal ont baissé de  $6\%$  alors que ceux de LVMH, Pernod Ricard (exercice à fin juin) et Danone ont progressé respectivement de  $11\%$ ,  $+34\%$  et  $+43\%$ . En retraité de l'exceptionnel, les écarts se resserrent cependant. Ainsi, le résultat net retraité de Pernod Ricard aurait progressé de  $+2\%$ , celui de l'Oréal de  $+5\%$  (dépréciation de deux filiales Magic et Clarisonic), de Danone de  $+7\%$  et de LVMH de  $+11\%$ .

**Le secteur Industrie & Chimie (+58%)** est quant à lui parvenu à surmonter la stagnation de Saint-Gobain ( $+1\%$ ) ou d'Air Liquide ( $+5\%$ ) et, surtout, le plongeon d'Airbus ( $-63\%$ ), lié aux provisions massives ( $2,2$  Mds) sur l'A400 M. Son **rebond** s'est appuyé sur la sortie du rouge de LafargeHolcim et de Safran, le redressement de Bouygues ( $+81\%$ ) et de Solvay ( $+53\%$ ) et la bonne lancée de Legrand ( $+14\%$ ), Vinci ( $+22\%$ ) et Schneider ( $+24\%$ ).

**À l'opposé des secteurs précédents, les Services aux consommateurs** ( $\Delta -2,3$  Mds,  $-41\%$ ) **et la Technologie** ( $\Delta -2,1$  Mds,  $-78\%$ ) **ont connu des résultats à la baisse.** En dépit des progrès de Accor ( $+9\%$ ) et de Kering ( $+17\%$ ), les Services aux consommateurs ont pâti du recul simultané de Sodexo ( $-9\%$ ), Carrefour ( $-24\%$ ), Vivendi ( $-35\%$ ) et surtout **Publicis** ( $-158\%$ ); le publicitaire ayant dû passer une dépréciation d'actifs de  $1,4$  Mds suite aux difficultés de sa filiale américaine spécialisée dans le numérique, Sapient, rachetée fin 2014 pour  $3,0$  Mds. Concernant la Technologie, **Nokia** a fait pencher la balance avec une perte nette de  $-0,9$  Mds contre un bénéfice de  $+1,2$  Mds en 2015. Corrigé des charges exceptionnelles consécutives au rachat d'Alcatel Lucent, le résultat net déclaré (non IFRS) de l'équipementier télécom n'aurait toutefois baissé que de  $10\%$ .

**Entre les secteurs en forte progression et ceux en repli, en milieu de peloton, on retrouve les Financières** ( $\Delta +1,3$  Mds,  $+6\%$ ), la **Santé** ( $\Delta +0,5$  Mds,  $+9\%$ ) et les **Télécom** ( $\Delta +0,3$  Mds,  $+11\%$ ). S'agissant des Financières, celles-ci ont été pénalisées par un contexte de taux d'intérêt défavorable. Par ailleurs, leur base de comparaison était élevée; leurs résultats 2015 ayant doublé, après disparition de l'amende record de la **BNP** en 2014. Dans la Santé, le résultat net consolidé de **Sanofi** a progressé de  $10\%$ , à  $4,3$  Mds. Ce résultat a toutefois été flatté du fait de moindres dépréciations qu'en 2015 ( $\Delta -0,5$  Mds). La performance économique de Sanofi, pénalisé par des coûts de lancement élevés et un effet change défavorable, est donc moindre, avec un résultat retraité en baisse de  $1\%$ . S'agissant des Télécom, les résultats d'**Orange** ( $+11\%$ ) ont amplifié les progrès réalisés en 2015 ( $+187\%$ ) et s'inscrivent au plus haut depuis 2011.

**Le redressement des résultats va s'amplifier en 2017**

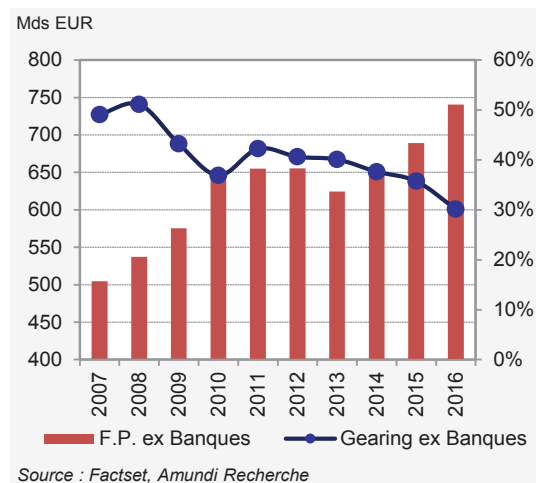
Après ce tour d'horizon des résultats du CAC 40 en 2016, sur quoi faut-il tabler en 2017? Le consensus IBES prévoit une nouvelle progression des BPA du CAC 40 de  $+5\%$  contre  $+13\%$  pour l'ensemble de la zone euro. Hors circonstances politiques exceptionnelles, comme le Brexit, qui pourraient



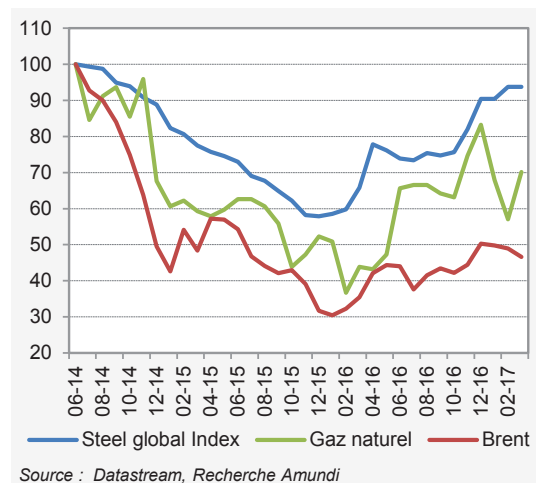
La normalisation des matières premières explique l'essentiel du rebond des résultats 2016



**2 CAC 40: Fonds propres en Mds EUR et Gearing en % (Ech D, Dettes nettes/Fonds propres)**



**3 Cours des matières premières base 100 au 30 juin 2014**



Avril 2017

effectivement changer la donne, **le consensus nous apparaît bien timoré**. En combinant les aspects macro et microéconomiques, **une nouvelle progression des résultats cumulés de l'ordre de +16 %<sup>2</sup>** nous apparaît à portée du CAC 40.

**Au plan macroéconomique:**

- **La croissance du PIB réel en 2017 devrait être un peu plus porteuse qu'en 2016**, tant en France (+1,3 % contre +1,1 %) que dans le Monde (+3,2 % contre +3,0 %). Ceci sera donc favorable pour le *top-line* des sociétés du CAC 40 et, partant, pour leurs marges.

- La croissance des ventes sera d'autant mieux orientée que, après +0,2 % en 2015 et +0,8 % en 2016, **l'inflation des pays développés devrait se rapprocher de 2 %** pour la première fois depuis cinq ans! Après des années de menaces déflationnistes et de chute des matières premières, cela redonnera du *pricing power* aux entreprises. Ceci est d'autant plus crucial que pour les résultats, l'effet d'une hausse des prix est plus important que celle des volumes.

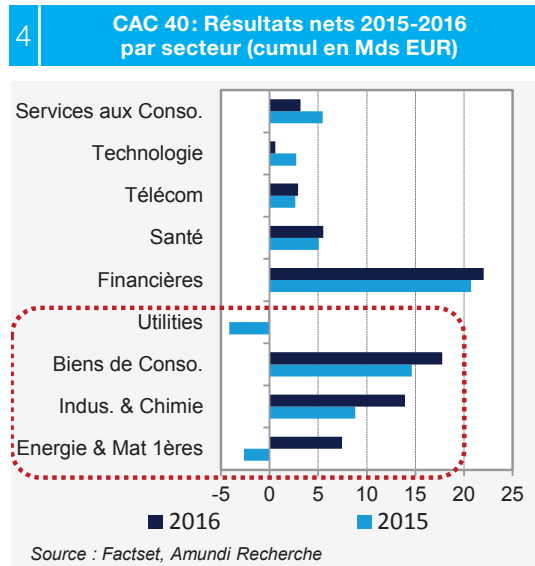
- Par ailleurs, **l'effet change 2017 devrait être un peu plus favorable que l'an dernier**. En 2016, si le dollar était demeuré stable contre euro, la baisse de la livre (12 % en année pleine) s'était conjuguée à celle des monnaies émergentes. Cette année, l'euro sera un peu plus faible contre dollar (1.08 contre 1.11) et, si la livre devait continuer de peser (-5 % en année pleine), les monnaies émergentes devraient – hors dérapage protectionniste – légèrement s'apprécier.

**Enfin, au plan microéconomique, nous tablons (cf. graphique 5) sur:**

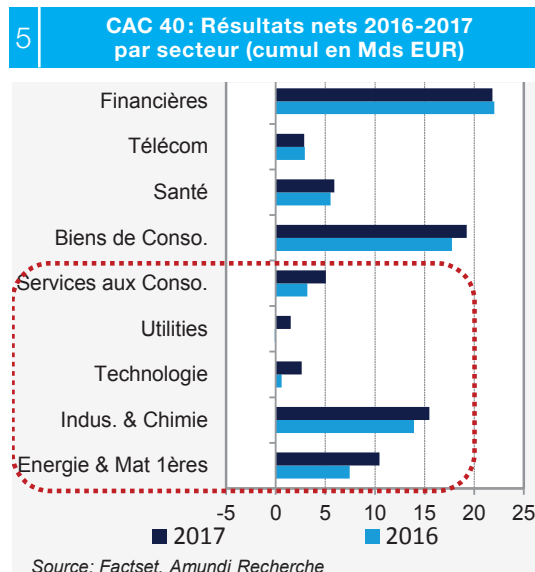
- la **poursuite du redressement des pôles Energie & Matières premières** ( $\Delta$  +3,0 Mds, +40 %) **et Industrie & Chimie** ( $\Delta$  +1,5 Mds, +11 %). Pour le premier, la stabilisation des cours du Brent, aux environs de 50 \$ contre 44 \$ en 2016, et de la croissance chinoise devrait autoriser une nouvelle baisse des dépréciations d'actifs. Par ailleurs, la base de comparaison du pôle Energie & Matières premières demeure aisée. Ainsi, à fin 2016, ses résultats cumulés ne représentaient que 36 % de ceux de 2007 (77 % pour le CAC 40). S'agissant du pôle Industrie Chimie, en sus de l'accélération de la croissance nominale, celui-ci sera porté par le redécollage d'Airbus. À propos de ce dernier, par mesure de prudence, nous avons intégré des hypothèses très en dessous du consensus (soit 1,6 Mds en 2017 contre 2,6 Mds selon le consensus et 1,0 Mds en 2016) compte tenu du manque de visibilité persistant de certains programmes.

- **la sortie du rouge de Nokia, Engie et Publicis** qui l'an dernier avait connu des charges exceptionnelles d'un montant cumulé de plus de 7 Mds. En retour, ceci devrait engendrer un puissant **rebond de la Technologie** ( $\Delta$  +2,0 Mds, > 100 %), **des Utilities** ( $\Delta$  +1,6 Mds, après des pertes de 0,1 Mds en 2016) **et des Services aux consommateurs** ( $\Delta$  +1,9 Mds, +59 %). S'agissant de Engie, nos hypothèses 2017 sont là encore inférieures au consensus (1,0 Mds contre une fourchette de 2,1 à 2,4 Mds). À propos des Services aux consommateurs, si Vivendi devait demeurer sous pression, Accor, Carrefour et Kering devraient être en mesure d'améliorer leurs résultats. Plus généralement, on soulignera que la **base de comparaison** des résultats 2016 (versus 2007) de ces trois secteurs est très favorable, puisqu'elle est de 42 % pour les Services aux Consommateurs, voire 8 % pour la Technologie et -3 % pour les Utilities!

- **pour le reste, la croissance cumulée des autres secteurs ne serait que de +3 %**, dont +8 % pour les Biens de Consommation (contre +22 % en 2016), +7 % pour la Santé (+9 % en 2016), -1 % pour les Financières (+6 % en 2016) et -3 % pour les Télécom (+11 % en 2016). S'agissant des Financières, on est un peu surpris de les retrouver en bas de classement; la baisse attendue du nombre de prêts non performants et la pentification de la courbe des taux étant censées dynamiser les résultats des banques.



“Reflation, effets change, et nouvelles baisse des provisions devraient se conjuguer en 2017”



<sup>2</sup> +15 % pondéré des capitalisations

Avril 2017

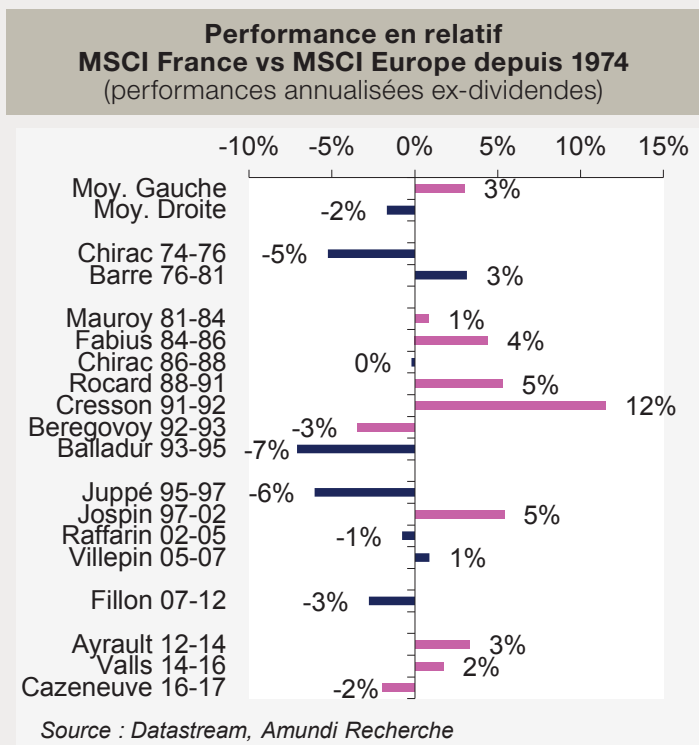
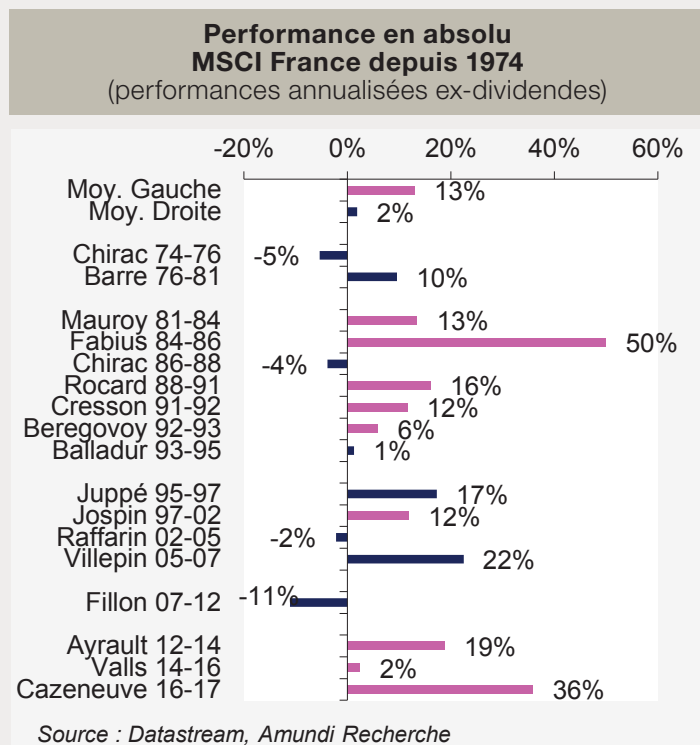
Est-ce la conséquence d'une base de comparaison assez difficile car, contrairement aux idées reçues, les Financières ont plutôt mieux résisté que la moyenne<sup>3</sup>? Ou bien, les analystes vont-ils continuer de revoir leurs prévisions à la hausse, comme ils le font depuis six mois? L'avenir tranchera!

Pour finir, en dépit des réserves que l'on peut émettre sur tel ou tel secteur, ce mouvement de rebond des résultats entamé en 2016 devrait s'amplifier en 2017. Étant donné la défiance à l'égard des marchés d'actions en général, et l'ombre qui pèse sur la France du fait des élections, il n'est pas indifférent que le CAC 40 puisse faire ainsi la preuve de sa bonne santé.

**> Marché des actions françaises et régimes politiques**

L'élection du prochain Président de la République française se déroulera du 23 avril au 7 mai prochain. Le second tour devrait vraisemblablement opposer Marine Le Pen (Front national) à Emmanuel Macron (En Marche) ou François Fillon (Les Républicains). Selon toute vraisemblance, celle-ci devrait être battue au second tour mais, après le référendum sur le Brexit puis l'élection de Donald Trump, les investisseurs demeurent sur leur garde. Alors que la question politique, habituellement secondaire, est redevenue d'actualité pour les marchés, il est intéressant d'observer comment les actions françaises se sont comportées sous les différentes majorités depuis 1974 (\*). Empiriquement, on constate que le marché français performe généralement mieux sous des gouvernements de gauche, y compris en période de cohabitation, que de droite (cf. graphique). Et ce, aussi bien en valeur absolue qu'en relatif aux autres marchés européens. La disqualification de la gauche dès le premier tour et la possible victoire d'un candidat « de droite et de gauche » constituerait cependant un cas de figure inédit.

(\*) Cours du 19 mai 1974 au 30 mars 2017.



<sup>3</sup> Fin 2016, les résultats des Financières représentaient 115 % de leur point de départ 2007, voire 95 % ex-affaire Kerviel, contre 77 % pour le CAC 40



## 5 Les valorisations des obligations d'entreprises américaines et leur lien avec les rendements obligataires

SERGIO BERTONCINI, *Stratégie et Recherche Économique*

### Les spreads des obligations d'entreprises américaines sont à la traîne par rapport aux indicateurs avancés macroéconomiques

L'« effet Trump » sur les marchés financiers et les indicateurs de confiance des entreprises a été soudain et prononcé : les actifs risqués américains ont réagi de manière positive à la perspective d'un assouplissement de la politique budgétaire (en particulier les obligations d'entreprise à haut rendement) et, parallèlement, les indices ISM des secteurs manufacturier et non-manufacturier ont entamé une trajectoire haussière qui leur a permis de rebondir par rapport à leurs niveaux précédents. Si l'on compare les tendances des valorisations des obligations d'entreprise américaines et celles des indicateurs avancés macroéconomiques, on constate que les *spreads* sont restés relativement corrélés à l'indice ISM du secteur manufacturier pendant la crise des matières premières et la reprise qui a suivi. En revanche, les *spreads* se sont dissociés de l'ISM non-manufacturier (même si l'on exclut les secteurs de l'énergie et des matériaux) et semblaient « bon marché » lors de la crise des matières premières. Toutefois, l'effet Trump sur les indices ISM a creusé l'écart entre d'une part l'optimisme avéré des entreprises et la performance du crédit, d'autre part : ainsi, les *spreads* des obligations américaines IG et HY semblent « bon marché » par rapport aux indices macroéconomiques. Cependant, selon nous, si cet écart doit diminuer, ce sera davantage en raison d'un retournement de l'indice ISM lié à une déception sur la politique budgétaire, que d'un resserrement prononcé des *spreads*. En outre, une hausse des résultats des enquêtes de conjoncture n'entraîne pas automatiquement une augmentation correspondante des données réelles. À cet égard, la comparaison n'augure pas vraiment un potentiel important de resserrement des *spreads*.

### Que nous indiquent nos modèles de régression des justes valeurs ?

#### • Les données de nos modèles

Les régressions réalisées pour estimer les *spreads* (en juste valeur) payés par les entreprises américaines reposent sur des données fondamentales (concrètement, les ratios bénéfiques des entreprises non-financières/PIB et dette des entreprises non-financières/PIB), la volatilité implicite des actions (indice VIX) et, dans le cas des titres à haut rendement, uniquement sur les résultats des enquêtes sur les pratiques des banques en matière de prêts menées auprès des responsables de cette activité, qui témoignent du durcissement ou de l'assouplissement des conditions appliquées par les banques aux prêts commerciaux et industriels. La volatilité implicite des actions est un indicateur particulièrement fiable pour justifier les niveaux des *spreads* lors des phases de récession ou de crise. Les conditions de crédit bancaire ont un rôle plus important pour les émetteurs à haut rendement. En effet, ces derniers sont plus vulnérables que leurs homologues Investment Grade aux phases d'assèchement du crédit ou aux phases prolongées marquées par une d'aversion élevée au risque. Les calculs reposent sur des données trimestrielles et couvrent plus de 30 ans d'historique, qui englobent les trois derniers cycles macro et micro.

#### • Les résultats de nos modèles et comment les interpréter dans le « contexte de faibles rendements » post-crise financière mondiale

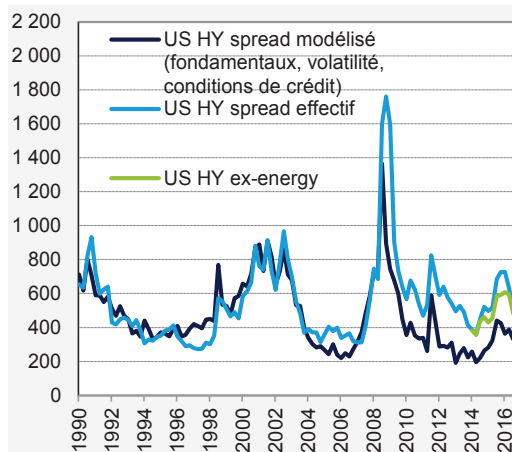
Les graphiques présentés ici montrent qu'avant la crise de Lehman Brothers les modèles de calcul des justes valeurs généraient des signaux plus fiables que lors des années qui ont suivi la crise financière mondiale. Avant cette crise, les écarts entre la juste valeur des *spreads* des obligations d'entreprises américaines et leur valeur de marché avaient tendance à revenir vers zéro après avoir évolué dans une fourchette allant de -100 pb à +100 pb, laquelle ne

### L'essentiel

**Les marchés américains du crédit ont enregistré des performances solides depuis la mi-février 2016 : les spreads se sont sensiblement resserrés, passant d'un plus haut de 900 pb à un plus bas de 355 pb en l'espace d'un an ; ils sont actuellement de 400 pb.**

Après une telle progression, nous analysons dans cet article les valorisations des obligations d'entreprises américaines sous différents angles : les spreads actuels n'intègrent pas entièrement l'optimisme des entreprises qui transparait des enquêtes mais, dans le même temps, ils ne présentent pas de prime par rapport à leurs moteurs habituels. En résumé, nous avons à nouveau appliqué nos régressions pour estimer les *spreads* (en juste valeur) payés par les entreprises américaines. Nous présentons également les résultats de nos modèles et expliquons comment les interpréter dans le « contexte de faibles rendements » post-crise financière mondiale. Alors que le cycle des défauts vient de s'inverser et de retrouver une trajectoire positive, nous abordons également le lien entre les valorisations des obligations spéculatives et le cycle de défaut à court et long terme.

### 1 US HY spread effectif vs valeur d'équilibre

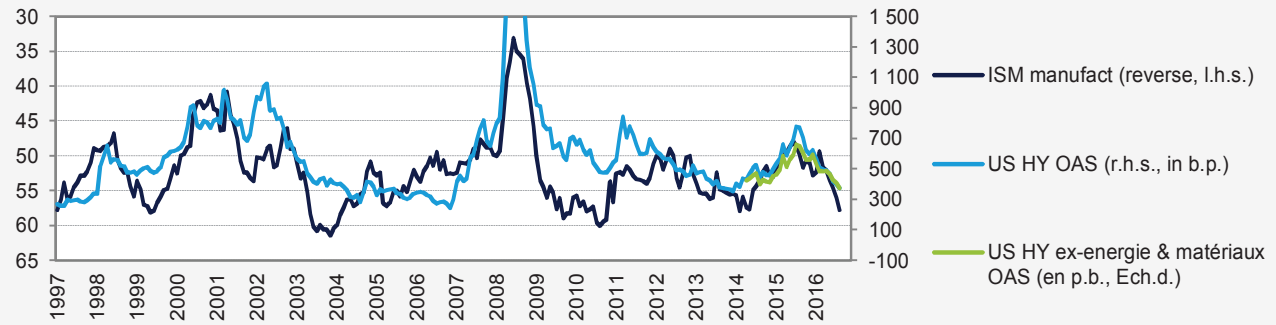


Source : Bloomberg, Recherche Amundi

## Spread des sociétés américaines HY et IG vs les principaux indicateurs macro : lien historique et dernières tendances

1

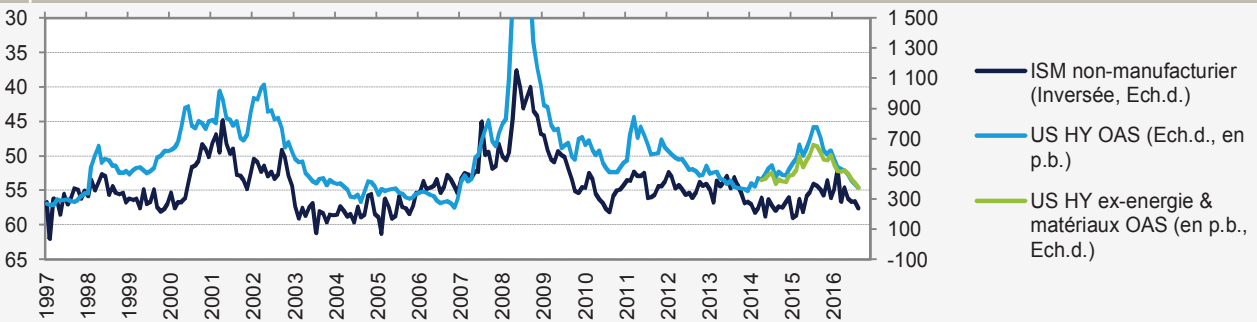
US HY spreads vs ISM manufacturier



Source : Bloomberg, Recherche Amundi

2

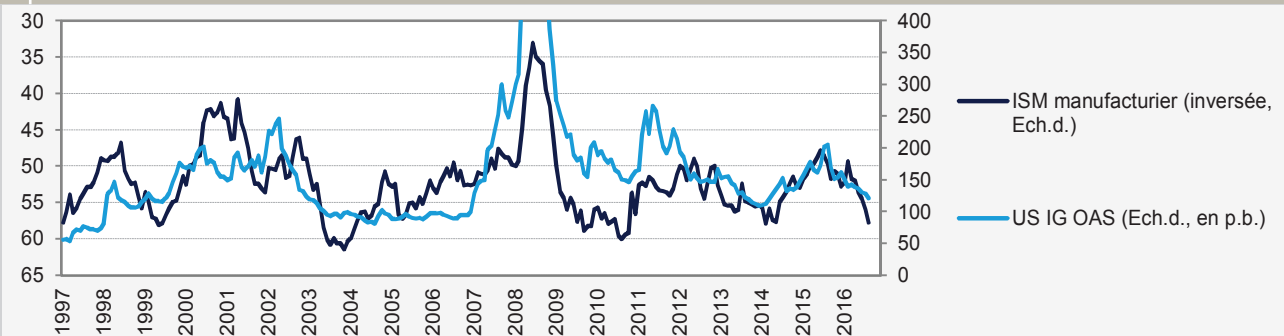
US HY spreads vs ISM non-manufacturier



Source : Bloomberg, Recherche Amundi

3

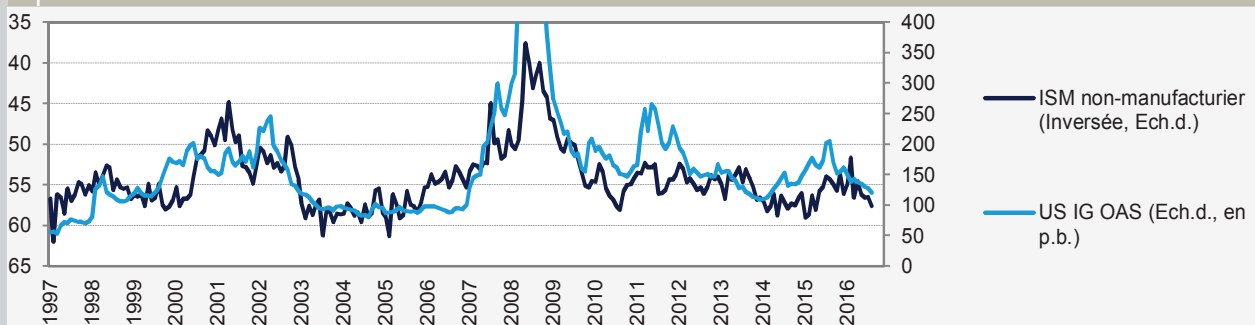
US IG spreads vs ISM manufacturier



Source : Bloomberg, Recherche Amundi

4

US IG spreads vs ISM non-manufacturier



Source : Bloomberg, Recherche Amundi





Avril 2017

semble pas très large au regard du niveau global des obligations spéculatives. Mais après la crise de Lehman, ces divergences entre la juste valeur des *spreads* et leur valeur de marché ont augmenté et sont restées en territoire positif. Au début de la crise, la hausse s'expliquait essentiellement par le niveau historiquement élevé atteint par la prime de liquidité. Mais lors des années suivantes, un nouvel écart moyen a été atteint (légèrement supérieur à 200 pb) et la fourchette des écarts-types a aussi augmenté, s'établissant entre -200 pb et +200 pb par rapport à la nouvelle moyenne. Même en tenant compte de l'impact du secteur énergétique sur les données des dernières années (tendance exceptionnelle, nous le savons), les *spreads* sont restés plus élevés que les justes valeurs calculées par nos calculs de régression. Il est important de noter que l'écart a régulièrement diminué ces derniers mois et qu'il semble avoir atteint son plus bas niveau du nouveau régime. Ce qui tend à indiquer que les valorisations ont fini par augmenter, parallèlement à une hausse partielle des rendements obligataires.

Pourquoi ce nouveau régime s'est-il mis en place ? Selon nous, cette évolution est due au lien entretenu par les valorisations et les niveaux des rendements. La prime persistante payée par les émetteurs d'obligations spéculatives par rapport à leur juste valeur est probablement liée au niveau inhabituellement bas des rendements des bons du Trésor, dans le sillage de la politique de taux nuls (ZIRP) et des programmes d'assouplissements quantitatifs. La faiblesse des rendements empêche les *spreads* de diminuer car les investisseurs exigent une prime relative plus élevée. Pour passer des valorisations en termes absolus à celles en termes relatifs, il faut comparer les rendements des titres du Trésor américain (axe des abscisses sur le graphique) au ratio entre les rendements des obligations *corporate* et les rendements des titres d'emprunt d'État (axe des ordonnées). Comme le montre le graphique, la prime de risque de crédit, en pourcentage des rendements, n'est pas stable mais dépend des niveaux des rendements. Les investisseurs tendent à accepter de plus faibles valorisations en valeur relative quand les rendements sont élevés, mais exigent une prime élevée en valeur relative quand les rendements sont faibles. Le graphique montre très bien que la relation n'a pas évolué après le défaut de Lehman. Le ratio vient de s'inscrire en baisse passant de 5,7 en septembre 2016 (points orange) à 3,9 avant l'« effet Trump » en octobre 2016 (points verts), et pour s'établir récemment 2,6 (en rouge). La baisse de ce ratio est attribuable simultanément à l'augmentation des rendements des bons du Trésor américain (qui est passé de 1,35 % en septembre 2016 à 2,62 % actuellement) et à la baisse des *spreads* de crédit, de 632 Pb à 377 pb. En résumé, au cours des dix dernières années, une sorte de « nouveau régime » est apparue : la baisse des rendements obligataires dans un nouveau « corridor » (2 % en moyenne) a coïncidé avec le nouveau « régime » des ratios de rendement, avec de nouvelles médianes et de nouveaux écart-types.

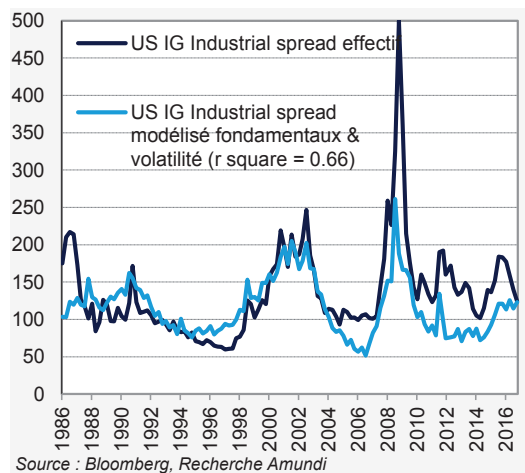
L'augmentation de la prime de liquidité a probablement joué un rôle après la crise : avec la faillite de Lehman, le pic atteint par le ratio entre les *spreads* de marché et les justes valeurs était essentiellement dû à une prime de liquidité maximale, probablement la plus élevée de l'histoire. Par ailleurs, lorsque le taux sans risque est plus faible, il existe selon nous trois raisons majeures expliquant pourquoi les investisseurs exigent une prime plus élevée aux obligations d'entreprise par rapport aux bons du Trésor :

1. pour **maintenir une prime de risque de crédit adéquate** (aujourd'hui, le risque de crédit représente près de deux tiers du rendement global offert par une obligation à haut rendement, soit bien plus que par le passé (28 % en 1997 et 33 % en 2007))
2. pour **se couvrir contre une hausse du risque de pertes en cas de défaut** (dans un contexte de rendements très faibles, l'écart entre le prix des obligations et le taux de recouvrement augmente)
3. Dans un environnement marqué par des rendements très faibles, la croissance et le *pricing power* des entreprises sont structurellement plus faibles, exposant ainsi les investisseurs à des risques **macro et micro-économiques plus élevés**.

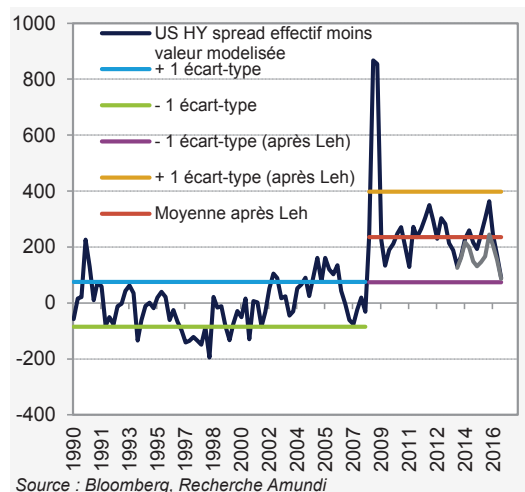


La faiblesse des rendements empêche les *spreads* de diminuer car les investisseurs exigent une prime relative plus élevée

2 US IG *spread* effectif vs valeur d'équilibre



3 US HY : *spreads* effectifs au-dessus des valeurs d'équilibre depuis la crise de Lehman



Avril 2017

**Spreads des titres à haut rendement vs taux de défaillance**

Le taux de défaut des obligations à haut rendement américaines a probablement atteint un pic en janvier 2017, à 5,9 %, puisque pour la première fois depuis plusieurs trimestres, il est retombé à 5,4 % en février. Notre régression avait prévu un pic à 6 % au 1<sup>er</sup> trimestre 2017 et continue à anticiper un retour à 3,7 % d'ici décembre 2017. Dans ses dernières prévisions, Moody's entrevoit des tendances très semblables au cours des prochains mois, avec une baisse du taux de défaut à 3,6 % d'ici décembre 2017.

Une ventilation des toutes dernières tendances par catégorie de notation témoigne toutefois de chiffres et de phases bien différents. Intéressons-nous aux chiffres et comparons les spreads avec le taux de défaut à un an : les *spreads* des obligations notées CCC se sont resserrés, renouant avec les 800 pb après avoir atteint 2000 pb il y a un an, alors que les taux de défaut ont tout juste commencé à baisser, celui des titres CCC s'établissant en février à 18 %, contre 21 % en janvier.

Les *spreads* de la dette BB sont retombés à 270 pb, mais leur taux de défaut était déjà retombé à zéro en janvier et février, après un pic à 1,4 % en juin dernier. Enfin, le taux de défaut des titres notés B a rapidement baissé, passant de 5,2 % en octobre 2016 à 1,7 % en février, parallèlement à un resserrement des *spreads*, à 390 pb.

Nous avons réalisé une analyse axée sur un horizon de 5 ans en utilisant deux hypothèses de taux de recouvrement : une moyenne à long terme de 40 % ou de 20 %, un niveau qui coïncide davantage avec les tendances récentes. Avec un taux de recouvrement de 40 %, les *spreads* actuels de la dette des entreprises américaines de qualité faible à moyenne intègrent un taux de défaut très légèrement supérieur à sa moyenne à long terme. En revanche, les *spreads* des titres BB intègrent quasiment le taux de défaut sur 5 ans le plus élevé de l'histoire. Avec un taux de recouvrement de 20 %, les *spreads* des titres CCC (qui présentent une prime) ne couvrent pas les pertes moyennes historiques subies en cas de défaut. Les *spreads* des titres notés B en sont assez proches, alors que ceux des obligations BB offrent une certaine sécurité, en se positionnant entre les moyennes et les pires taux de défaut historiques.

**Conclusion**

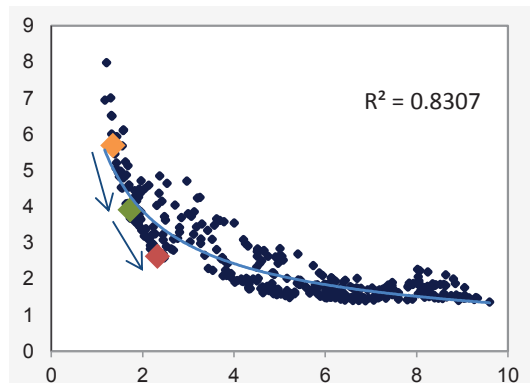
Les marchés américains du crédit ont enregistré des performances solides depuis la mi-février 2016 : les *spreads* se sont sensiblement resserrés, passant d'un plus haut de 900 pb à un plus bas de 355 pb en l'espace d'un an ; ils sont actuellement de 400 pb. Du fait de cette performance très solide, les *spreads* actuels sont inférieurs aux niveaux à partir desquels la crise des matières premières et la dévaluation de la devise chinoise les avaient propulsés dès l'été 2015 vers leurs pics de février 2016 (en juin 2015, ils étaient proches de 450 pb).

Dans cet article, nous analysons les valorisations des obligations d'entreprises américaines sous différents angles : les *spreads* actuels n'intègrent pas entièrement l'optimisme des entreprises qui transparait des enquêtes mais, dans le même temps, ils ne présentent pas de prime par rapport à leurs moteurs habituels. Nos modèles d'estimation de justes valeurs montrent que les *spreads* se situent dans le bas de leur fourchette d'évolution de ces dernières années même si, grâce au régime actuel marqué par des taux faibles, ils ne semblent pas non plus particulièrement « faibles ». En termes de catégories de notation, la seule affichant des tensions par rapport aux taux de défaut est celles des titres à haut rendement les moins bien notés, alors que le segment des obligations BB reste le plus attractif de la catégorie des titres spéculatifs. Aux États-Unis, nous continuons donc à privilégier les obligations IG par rapport aux titres spéculatifs.



Le taux de défaut des obligations à haut rendement américaines a probablement atteint un pic en janvier 2017, à 5,9 %, puisque pour la première fois depuis plusieurs trimestres, il est retombé à 5,4 % en février.

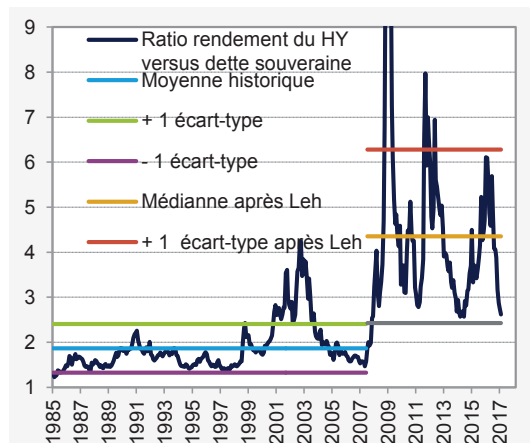
**4 Ratio rendement HY US vs dette Gov US (axe Y) vs rendement dette Gov US (axe X)**



Données depuis '85, le pic de Lehman exclu, dernier en rouge, Oct 2016 en vert et Juin 2016 en orange

Source : Bloomberg, Recherche Amundi

**5 Ratio du rendement du HY versus la dette souveraine**



Source : Bloomberg, Recherche Amundi









# Amundi Research Center

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



Foreign Exchange  
Money Markets  
Equities

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

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

## Publications récentes

### Working Papers

- **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 BENICHO, *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*

### Éditions spéciales\_ Élection présidentielle française 2017

- #5 **Dettes publiques françaises : liquide et sûre**  
BASTIEN DRUT — *Stratégie et Recherche Économique*
- #4 **Les candidats et la politique budgétaire : une analyse des divergences**  
VALERIE LETORT — *Stratégie et Recherche Économique*
- #3 **Les problèmes structurels de l'économie française vus par les organisations internationales et les 4 principaux candidats**  
TRISTAN PERRIER — *Stratégie et Recherche Économique*
- #2 **Économie française : un état des lieux**  
TRISTAN PERRIER — *Stratégie et Recherche Économique*
- #1 **Élections françaises\_ État des lieux et décryptage**  
PHILIPPE ITHURBIDE — *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse*

### Correspondants

#### Rédacteur en chef

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

#### Rédacteurs en chef adjoints

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

#### Support

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

### AVERTISSEMENT

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

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

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

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

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

Crédit photo : iStock by Getty Images - TomasSereda