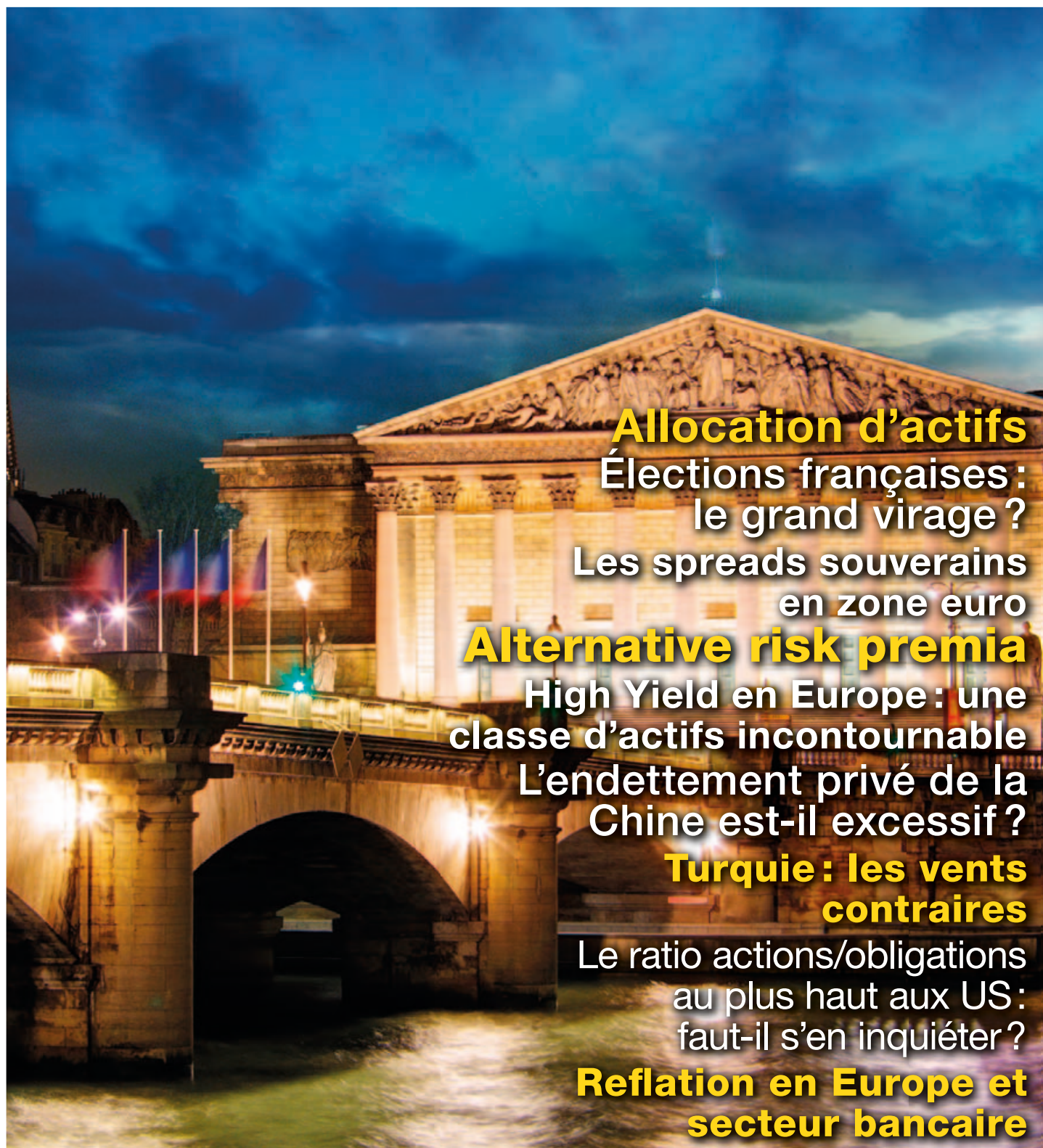


Cross asset investment strategy

Mai 2017

Achevé de rédiger le 4 mai 2017



Allocation d'actifs

Élections françaises :
le grand virage ?

Les spreads souverains
en zone euro

Alternative risk premia

High Yield en Europe : une
classe d'actifs incontournable

L'endettement privé de la
Chine est-il excessif ?

Turquie : les vents contraires

Le ratio actions/obligations
au plus haut aux US :
faut-il s'en inquiéter ?

Reflation en Europe et secteur bancaire

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 10

Élections présidentielles françaises : perspectives et enjeux

Cet article a pour vocation de présenter l'état des lieux sur les sondages, sur les priorités des Français et de rappeler le programme des deux candidats ainsi que les grands enjeux : dégager une majorité parlementaire pour E. Macron, dégager une majorité parlementaire et clarifier sa position sur l'Europe pour Marine Le Pen.

Tableaux récapitulatifs

Page 16

Facteurs de risque

Page 17

Contexte macroéconomique

Page 23

Prévisions macroéconomiques et financières

Page 24

Sommaire

Marché obligataire

1 Quelles perspectives pour les *spreads* souverains euro ?

Page 25

Les *spreads* souverains euro ont évolué au gré des échéances électorales ces six derniers mois mais les évolutions du QE de la BCE joueront également un rôle déterminant. Il est fort probable que nous allions donc vers une période de *spreads* souverains plus élevés en zone euro.

Obligations d'entreprises

2 Euro HY : une classe d'actifs incontournable dans un environnement de taux bas

Page 30

La performance du High Yield Euro enregistrée au cours des derniers mois a été remarquable. L'indice HY Euro s'est resserré de 157pb en 2016 et de 48pb depuis le début de l'année. Dans ce contexte, pourquoi est-il toujours intéressant de se positionner sur le HY Euro ?

- > **FOCUS** > La BCE est un acteur majeur du marché de la dette d'entreprise libellée en Euro
- > La structure du marché HY est plus défensive en Europe qu'aux États-Unis

Primes de risque alternatives

3 Primes de risque alternatives : que savons-nous ?

Page 33



Les primes de risque alternatives renouvellent les méthodes d'allocation d'actifs et sont essentielles pour comprendre le concept de diversification. Tout comme la gestion « smart beta » et l'investissement factoriel qui ont considérablement modifié la construction des portefeuilles actions, les primes de risque alternatives vont largement impacter les méthodes d'allocation stratégique et remodeler en grande partie le paysage de la gestion diversifiée multi-actifs et de la gestion alternative.

Chine

4 L'endettement privé de la Chine est-il annonciateur d'une future crise ?

Page 38

Le repli de la croissance chinoise est limité, mais la montée de l'endettement privé commence à inquiéter les grandes organisations comme le FMI, l'OCDE ou la BRI. Qu'en est-il exactement ? Doit-on craindre une crise financière ?

5 Le cycle d'expansion alimenté par la Chine a-t-il atteint son pic ?

Page 43

Le cycle d'expansion alimenté par la Chine va se poursuivre, car 1) la reprise en cours est généralisée et soutenue, 2) la liquidité va continuer à soutenir cette accélération des investissements, 3) le secteur immobilier chinois devrait de nouveau réserver de bonnes surprises, et 4) les taux d'intérêt réels vont rester négatifs, d'où des révisions à la hausse des résultats des entreprises et une nouvelle réduction des créances douteuses.

Actions

6 Aux États-Unis, le ratio actions/obligations a rejoint son plus haut historique depuis 2000 : que faut-il en penser ?

Page 47

Les fondamentaux plaident pour une poursuite de ce mouvement et la valorisation des actions par rapport au taux reste compatible avec cette idée. Le couple rendement risque pourrait se détériorer au second semestre. Mais pour l'instant, se diversifier sur les actions non américaines est la meilleure option, à commencer par celles de la zone euro.

Turquie

7 Les « vents contraires » vont continuer à souffler

Page 50

Les situations domestique et géopolitique n'augurent rien de bon pour la qualité de crédit de la Turquie.

Éclairage sectoriel

8 Le scénario reflationniste bénéfique aussi aux franchises bancaires de dépôts en Europe !

Page 52

Même si les investisseurs ont conscience que ce sont les activités de prêts à taux variable des banques Espagnoles et Italiennes qui bénéficient le plus d'un environnement de hausse de taux d'intérêt, ils ont assez mal intégré le potentiel d'amélioration de la rentabilité de certaines franchises de dépôts (notamment en France, au Benelux et en Allemagne) provenant des conditions de reflation.



Allocation d'actifs

Nos convictions

PHILIPPE ITHURBIDE, *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse*

Nous avons évoqué à plusieurs reprises à quel point les marchés financiers avaient eu tendance à surestimer les risques des élections européennes, à sous-estimer les craintes liées au Brexit et à surestimer les espoirs sur la politique économique de Trump. On peut même dire que cette thématique a guidé fortement nos choix d'allocation d'actifs et nos stratégies de *macro-hedging*. Et bien, nous y sommes...

Les élections françaises rassurent

Le soulagement des marchés a été significatif, dans un environnement dans lequel, pourtant, les scénarios négatifs n'étaient pas réellement « pricés », sans doute la preuve d'une relative sérénité à l'approche des élections, ou d'une forte sous-pondération des portefeuilles ou encore d'une attitude d'attentisme. Pas de prise de position résolument hostile donc, malgré la course en tête des sondages de Marine Le Pen, puis les déboires de François Fillon, la remontée de Jean-Luc Mélenchon, et enfin les craintes d'un scénario Le Pen – Mélenchon au second tour. Au total l'impact sur les marchés français et européens aura été limité. Mais sur plusieurs points, notamment l'élimination du risque extrême (un duel entre M. Le Pen et J.-L. Mélenchon, un score très élevé de M. Le Pen au premier tour notamment), et l'élimination du risque systémique européen (exit le Frexit, pour résumer), le premier tour des élections a imprimé une tendance sans doute durable. Comme en Espagne, en Italie, en Autriche, et aux Pays-Bas, il n'y a aura pas, vraisemblablement, de parti populiste au pouvoir en France. La difficulté sera, pour E. Macron, s'il est élu, de gagner une majorité aux prochaines élections législatives (11 et 18 juin), ou alors il devra composer un gouvernement de coalition avec des alliés pouvant provenir de gauche comme de droite. Les enjeux sont grands, et rendez-vous à la mi-juin pour des réponses définitives.

Pour l'heure, du fait de la disparition des risques extrêmes sur l'Europe notamment, le retour aux fondamentaux s'impose, et cela va permettre de mettre en évidence une réalité tangible :

- Une situation économique qui s'améliore,
- Un investissement qui repart à la hausse,
- Une progression des crédits bancaire la plus forte en Europe,
- Une progression significative du crédit aux PME – TPE,
- Des indicateurs précurseurs à la hausse,
- De meilleures perspectives de profits,
- Un euro qui s'est déprécié en termes effectifs suite à la forte appréciation des devises émergentes depuis le début de l'année,
- Un environnement de taux bas,
- Des marges de manœuvre budgétaire provenant de la forte réduction du service de la dette...

Trump déçoit... et ce n'est sans doute pas fini

Des discours et commentaires musclés, certes, mais une capacité à mener ses « réformes » assez limitée. Après le revers initial de la suppression de l'Obamacare, tout le monde attendait la réforme fiscale. Cela a pris du temps, car les positions du Congrès sont fermes. Trump a néanmoins annoncé il y a quelques jours une baisse historique des impôts, la plus importante depuis celle des années quatre-vingt (Ronald Reagan). Présentée comme autofinancée, elle doit encore être validée par le Congrès. Cela ne sera pas aisé car si elle est autofinancée pour D. Trump et son Administration (la croissance qui en

“ Les risques extrêmes ont disparu ”

“ Retour aux fondamentaux... et c'est plutôt une bonne nouvelle ”

Mai 2017

découlera permettre de ne pas dégrader les finances publiques), elle n'est pas financée au sens économique du terme, et selon les références du Congrès (une mesure expansionniste se doit de trouver un financement concomitant (une réduction de dépense, par exemple), et non un financement décalé. La dialectique de Trump est proche de celle de R. Reagan mais elle n'est plus utilisable aujourd'hui : le point de départ du mandat de Trump n'a rien à voir, en termes de déficits et de dettes, avec le point de départ de R. Reagan. Par ailleurs, les mesures essentielles favorisent les entreprises et les revenus les plus aisés, ce qui n'est pas du goût de très nombreux congressistes, qui l'ont déjà fait savoir :

- **Impôt sur les sociétés :** baisse du taux de 35 % (soit le taux le plus élevé parmi les pays de l'OCDE) à 15 %. À noter que compte tenu des déductions et aménagements divers le taux plein de 35 % est assez rarement appliqué. Malgré cela, il s'agit d'une mesure importante
- **Impôt sur le revenu :** réduction du nombre de tranches de 7 à 3 (de 10 % à 35 % maximum), baisse du taux maximal de 39,6 % à 35 % (applicable aux revenus supérieurs à 470k dollars), suppression de la taxe de 3,8 % finançant l'Obamacare (appliquée actuellement aux revenus supérieurs à 250k dollars), suppression de pratiquement toutes les possibilités de déductions fiscales dans un souci de simplification.
- **Impôt sur les successions :** baisse de la fiscalité de la transmission de patrimoine quand celui-ci est élevé.

3 maîtres mots pour la réforme fiscale :

- Améliorer la **compétitivité** des entreprises par un système fiscal plus adapté ;
- Accélérer le **rapatriement** des profits, des plans d'investissements et donc amélioration de l'emploi ;
- Favoriser la **simplification**.

On ne peut qu'adhérer à de tels principes, mais on constate que l'aide aux ménages les plus défavorisés n'est pas au centre de la réforme, bien au contraire. Ces réformes seront-elles adoptées par le Congrès en l'état ? Très franchement, on peut en douter. Bien sûr, le risque c'est d'avoir une grande déception sur le « repricing » de la croissance, dont la victime toute désignée serait le marché d'actions américain, dont la valorisation est déjà jugée excessive.

Le Brexit sera un exercice difficile pour le Royaume-Uni

Les dirigeants des 27 pays européens (UE sans les Britanniques) ont tout récemment adopté « à l'unanimité » les grands principes de la négociation à venir avec le Royaume-Uni sur le Brexit. Cela peut paraître étonnant compte tenu des divisions passées, mais le sommet spécial Brexit de 29 avril a montré l'unité de l'Union. « *Orientations adoptées à l'unanimité. Le mandat ferme et équitable de l'UE à 27 pour les discussions sur le Brexit est prêt* », si l'on en croit D. Tusk. « *Nous sommes prêts et nous sommes unis* », a déclaré le chef des négociateurs européens, Michel Barnier, qui a également exclu toute négociation commerciale tant que des « *progrès significatifs* » n'auront pas été enregistrés sur les questions clés.

A son arrivée à Bruxelles, François Hollande avait prévenu Londres que le Brexit « *aurait forcément un coût pour le Royaume-Uni* ». « *L'Europe saura défendre ses intérêts* »

Wolfgang Schäuble, rappelle que le Royaume-Uni ne tirera aucun avantage de son divorce avec l'UE une fois que les négociations sur le Brexit auront été achevées. « *Il n'y a pas de « free lunch ». Les Britanniques doivent le savoir* », a résumé M. Schäuble. « *Nous ne voulons pas affaiblir le Royaume-Uni. Mais nous ne voulons pas davantage que le reste de l'Europe soit affaibli. Le Royaume-Uni, après la sortie de l'UE, ne devrait pas obtenir des avantages que d'autres pays n'ont pas* ». De son côté, Angela Merkel rappelait aux Britanniques de ne pas « *se faire d'illusions* ».



Les mesures essentielles favorisent les entreprises et les revenus les plus aisés, ce qui n'est pas du goût de très nombreux congressistes



Trumpflation : attention aux déceptions éventuelles



Le Royaume-Uni, après la sortie de l'UE, ne devrait pas obtenir des avantages que d'autres pays n'ont pas



Mai 2017

Les grands principes de l'UE sur le Brexit

Si l'on en croit les déclarations des officiels de l'UE 27, les grands principes les plus importants seraient les suivants :

Le divorce avant toute négociation commerciale. Les 27 souhaitent d'abord régler les questions du divorce avant de négocier un accord commercial. Il est en effet impossible de résoudre ces deux questions en moins de 2 ans (il faut en moyenne entre 7 et 10 ans pour tout accord commercial). Le Royaume-Uni aurait souhaité voir ces deux sujets réglés parallèlement, mais cela ne sera pas le cas.

La question de la « relation future » ne pourra être abordée que s'il y a des « progrès suffisants » sur l'accord de retrait. Pour le premier ministre luxembourgeois, Xavier Bettel, « les Britanniques ne sont peut-être plus dans notre famille, mais ils demeurent nos voisins et à ce titre nous devons nous respecter ».

Pas de privilèges à la carte. Le Royaume-Uni, libéré de ses obligations vis-à-vis de l'UE, ne pourra pas avoir les mêmes droits et avantages qu'un État membre de l'UE.

Éviter le chaos. L'UE veut une « sortie ordonnée » du Royaume-Uni afin d'éviter « toutes incertitudes » et « perturbations ». Les 27 souhaitent que le RU reste un « proche partenaire ».

Droits des citoyens. Les 27 veulent régler le sort des trois millions de ressortissants de l'UE qui vivent au RU, et du million de Britanniques résidant dans l'UE. Il s'agit de traiter du droit de résidence, de la reconnaissance des diplômes, du droit à l'emploi, du droit aux retraites, du droit à la protection sociale...

La facture du divorce. Le RU devra solder tous ses engagements financiers (participation aux différents programmes et fonds européens, contribution au budget...). Les Européens évaluent la facture globale du RU à environ 60 milliards d'euros. Cette question sera délicate.

L'Irlande du Nord. À la demande de Dublin, les 26 autres pays de l'UE ont accepté l'idée d'une adhésion automatique de l'Irlande du Nord à l'UE, une fois le Brexit finalisé, mais uniquement dans l'hypothèse prévue par l'accord de 1998 d'une réunification de l'île.

Gibraltar. Régler le conflit entre le RU et l'Espagne est une autre des priorités de l'UE. Le territoire est sous administration britannique depuis 1713, mais il est régulièrement revendiqué par Madrid. Les 27 ont déjà affirmé qu'aucun accord sur une relation future entre l'Union et le Royaume-Uni ne s'appliquera à Gibraltar sans un accord entre Madrid et Londres.

Quelles sont les prochaines étapes ?

- 22 mai 2017 : les directives de séparation devraient être adoptées par les 27 pays de l'UE ;
- 8 juin : date des élections générales britanniques, convoquées par Theresa May afin d'obtenir un soutien politique plus solide ;
- Dès le 9 juin : les Européens souhaitent entamer les négociations avec le Royaume-Uni.

Brexit : les Anglais commenceraient-ils à regretter leur vote ?

Le 27 avril, le quotidien « The Times » a publié le premier sondage (enquête YouGov) qui montre qu'une majorité de Britanniques regrette le résultat du référendum du 23 juin en faveur d'une sortie de l'UE. À la question « Avec du recul, pensez-vous que le RU a eu raison ou tort de voter pour la sortie de l'UE ? », 45 % des personnes interrogées avouent regretter le vote en faveur du Brexit, 43 % l'approuvent et 12 % ont du mal à se prononcer. Preuve du fort clivage sur le sujet, le sondage révèle également que 85 % des personnes ayant voté pour le Brexit sont satisfaites de leur choix, et que 89 % des pro-UE pensent encore que le référendum aurait dû se traduire par un rejet du Brexit.

Que faut-il retenir d'autre au cours du mois passé ?

Les élections françaises et le plan fiscal de Trump étaient sans conteste les événements les plus attendus de ces dernières semaines, mais notre attention a été retenue par d'autres éléments importants :

- Le scénario de « **reflation globale** » reste dominant : nombreux sont ceux qui révisent à la hausse leurs prévisions de croissance, y compris les organisations internationales ;

Mai 2017

- Le **commerce mondial** reprend des couleurs, notamment en Asie : on sait que depuis la crise financière et encore plus depuis 2011, ce n'est plus un moteur de croissance au niveau mondial, mais dans certaines zones, dont l'Asie, la croissance bénéficie encore des échanges commerciaux ;
- La **croissance en zone euro** est révisée à la hausse, grâce notamment à l'amélioration du crédit et de l'investissement. Les PMI sont en zone euro au plus haut depuis 7 ans, et ils sont même actuellement compatibles avec des croissances de PIB supérieures à nos anticipations. Tout cela est de bon augure pour les projections de profits et de marchés boursiers, et ce d'autant plus que les taux restent bas : inflation sous contrôle, élimination de la prime de risque sur Frexit, réduction du risque systémique lié aux élections européennes, doutes quant à la capacité de Trump de « booster » la croissance... ;
- **L'inflation** reste sous contrôle, aussi bien en zone euro qu'aux États – Unis, même si la tendance lourde est un peu haussière ;
- La **croissance chinoise** voit l'investissement redevenir un moteur de croissance, mais l'endettement privé progresse encore (voir article 3 de cette édition) ;
- Les indicateurs économiques concernant les **économies émergentes** n'ont sans doute jamais été aussi solides globalement au cours des cinq années passées ;
- Le **Royaume-Uni** n'est pas (pas encore ?) entré dans les troubles liés au Brexit, mais la croissance fléchit. Elle reste certes supérieure aux attentes initiales, mais les signes négatifs se dessinent, notamment du côté de la consommation. En conséquence, la BoE est loin de tout resserrement monétaire.

Que faut-il regarder désormais ?

Ce retour aux fondamentaux de l'économie française ne doit pas faire oublier l'environnement international :

- **La possible déception quant au rythme de croissance de l'économie américaine** est un atout pour des marchés comme l'Europe ou les émergents ;
- La Fed a amorcé un rythme de resserrement plus prononcé, mais qui dépendra du rythme de croissance et de l'aptitude du gouvernement Trump à utiliser l'arme budgétaire et fiscale : **moins les marges de manœuvre de Trump seront importantes, et moins la Fed sera capable de poursuivre sa politique de hausse des taux ;**
- **La possible déception quant à la « Trumpflation »** : les mesures budgétaires et fiscales ont tardé à venir, preuve que le Congrès et l'Administration peinaient à trouver un terrain d'entente. Les mesures annoncées tout récemment devront être validées par le Congrès : réponse avant la fin de 2017, sans doute ;
- Quant à la **BCE**, elle n'a pas eu à contrer un quelconque mouvement de défiance lié aux élections françaises, ce qui est plutôt bon signe. **La BCE conserve des taux ultra-bas et un programme d'achat d'actifs généreux** (elle achète plus du double des émissions nettes de la zone), mais le débat sur la pérennité de ces dispositifs fera surface en cours d'année.

L'allocation d'actifs d'Amundi est globalement inchangée :

- **Notre préférence pour les actions européennes est conservée** : la situation économique est meilleure, ainsi que les perspectives de profit. La dépréciation de l'euro contre devises émergentes est également un atout pour les profits à venir. Le reflux du risque spécifique France (élections) et du risque systémique Europe (Frexit) devraient redonner de l'intérêt à la zone.
- Les taux longs européens dépendent bien sûr des indicateurs d'activité économique (plutôt bons en ce moment, y compris en Europe) et d'inflation (plutôt légèrement à la hausse, mais l'inflation « coeur » reste en dessous de 1 %).



La reflation globale au cœur des anticipations : elle détermine la soutenabilité de la valorisation (excessive) des actions US et l'orientation de la politique monétaire



Trumpflation et Fed... une combinaison cruciale



Mai 2017

Ils dépendent aussi de la politique de D. Trump (politique budgétaire et fiscale notamment), des politiques monétaires (plutôt accommodantes). Au total, il nous semble légitime de ne pas être long. **Ne pas miser sur de fortes remontées de taux longs en zone euro, mais ne pas s'attendre à de fortes baisses non plus.**

- **Nous conservons une surpondération actions vs obligations souveraines**, notamment parce que le taux d'équilibre est plus bas en Europe qu'ailleurs...
- **Nous conservons également notre surpondération obligations d'entreprises (vs. obligations souveraines).**
- La prise de risque envers les **dettes de la périphérie de la zone euro et du semi-cœur** (France, Pays-Bas notamment) peut être conservée dans l'environnement actuel.
- **Nous attendons de meilleurs niveaux pour revenir sur le marché des US Treasuries.** La Fed continue de relever ses taux, et le niveau des taux longs est plutôt actuellement dans le bas de son « range ». Les obligations souveraines américaines revêtent un intérêt particulier pour le portage qu'elles offrent, mais aussi pour les qualités naturelles de **macro-couverture** en cas de difficultés dans le monde émergent, ou en Europe. Cela est moins intéressant actuellement.
- **Nous sommes revenus graduellement vers les marchés émergents**, et nous poursuivons cette attitude, car à moyen terme, ces marchés 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 la plus grande prudence envers le GBP.** 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. La faiblesse de la demande est enclenchée, nous semble-t-il.
- **Des devises comme les couronnes suédoise et norvégienne restent intéressantes** : elles nous paraissent nettement sous-évaluées à ce stade, avec des politiques monétaires très (voire trop) accommodantes.
- **Les stratégies de macro-couverture sont réduites.** 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 (US Treasuries, volatilité, options de vente sur les marchés d'actions, cash en USD et obligations indexées sur inflation). Réduire cependant les positions de couverture contre les risques européens, i.e. les positions long volatilité, long USD, long yen japonais et long US Treasuries.



Ne pas miser sur de fortes remontées de taux longs en zone euro, mais ne pas s'attendre à de fortes baisses non plus



Réduire les positions de couverture contre les risques européens



Mai 2017

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

Type de portefeuille		
> Portefeuilles d'actions	> Portefeuilles obligataires	> Portefeuilles diversifiés
<ul style="list-style-type: none"> • Préférence pour les actions zone euro et Japon vs US • Thème value privilégié en Europe • Au sein des pays émergents : <ul style="list-style-type: none"> - Surpondéré : Pérou, Russie, Mexique - Sous-pondéré : Taiwan, Grèce, Turquie, Afrique du Sud, Chili - Neutre : Chine, Inde, Philippines, Thaïlande 	<ul style="list-style-type: none"> • Légère surpondération en actifs risqués • Sous-exposition en obligations gouvernementales, sauf US (neutre) et pays périphériques (surpondéré) • Surpondération crédit Euro • Surpondération en crédit US • Long financières en Europe (titres à beta élevé en Europe, et titres à plus faible beta aux États-Unis) • Duration : globalement neutre/short, avec un biais <i>short</i> sur les segments à taux négatifs • Long en obligations réelles US et Euro • Dettes émergentes : <ul style="list-style-type: none"> - Préférer la dette en devises dures (long USD) - Poche dette en monnaie locale sous-pondérée mais en graduelle augmentation • Long USD vs EUR et JPY • Peu de positions longues en devises matières premières 	<ul style="list-style-type: none"> • Positions longues « value » et financières en Europe • Globalement positif sur les actions japonaises (hedgées en change) • Augmentation des positions en devises EMG, en dette locale EMG et en actions EMG • Nette préférence pour dette EMG en devises dures • Garder la surpondération en obligations périphériques euro par rapport au cœur • Obligations d'entreprises : positif sur HY et IG • Légèrement positif sur le dollar US



Allocation d'actifs

Le thème du mois

Élections présidentielles françaises : perspectives et enjeux

PHILIPPE ITHURBIDE, *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse*

Le second tour des élections aura lieu ce dimanche, 7 mai. Au moment du bouclage de notre édition, les sondages annonçaient encore E. Macron (président du mouvement « En Marche! ») vainqueur de son duel avec Marine Le Pen (présidente du Front National). À l'approche de l'échéance, l'avance du candidat Macron s'est néanmoins réduite, au gré des événements de campagne et de la volatilité des sondages sur les reports de voix. Les électeurs, notamment ceux du camp de la gauche (parti socialiste et parti de J.-L. Mélenchon (La France insoumise)), ont graduellement réduit leur soutien à E. Macron, pourtant ancien ministre de F. Hollande. Le front républicain (qui jusqu'à présent s'est constitué à chaque élection nationale, régionale, locale, municipale pour faire barrage au Front National) a cédé partiellement, avec le ralliement de Nicolas Dupont-Aignan à la candidate du Front National. Pour rappel, N. Dupont-Aignan était candidat au premier tour (4,7 % des voix), et il serait le futur premier ministre en cas d'élection de Marine Le Pen.

I. Que nous disent les sondages ?

Dès le lendemain du premier tour, un sondage de l'institut Elabe analysait, pour BFMTV et L'Express, les intentions de vote des Français au second tour

Emmanuel Macron battrait Marine Le Pen par 60 % contre 40 % (près de 70 % des sondés sont tout à fait certains d'aller voter). Deux tranches d'âge sont très favorables à l'ancien ministre de l'Économie : les 18-24 ans (64 % en faveur d'E. Macron, 21 % en faveur de M. Le Pen, 15 % d'abstention, vote blanc ou nul) et les plus de 65 ans (respectivement 59 %, 19 % et 22 %). Pour les personnes âgées de 35 et 49 ans, il y a autant d'électeurs pour M. Le Pen que pour E. Macron (43 %).

Les reports de voix sont également instructifs

Selon ce sondage, le lendemain du premier tour, 49 % des électeurs de François Fillon voteraient pour E. Macron, 28 % pour M. Le Pen, et 23 % n'iraient pas voter ou ne voteraient pour aucun des candidats. 53 % des sympathisants de Jean-Luc Mélenchon voteraient pour E. Macron, 16 % pour M. Le Pen et 31 % voteraient blanc, nul ou s'abstiendraient. 17 % des sondés n'expriment ainsi aucun choix lors du sondage.

La campagne va être déterminante pour les reports de voix

Une semaine plus tard, la volatilité de l'électorat, notamment l'électorat de gauche, apparaît clairement, d'après un sondage fait pour le journal « Les Échos ». Le pourcentage d'électeurs de François Fillon qui votera pour E. Macron est stable (44 % lundi, 43 % dimanche 30 avril). Le pourcentage de personnes ne souhaitant pas voter progresse de 10 points, au détriment de Marine Le Pen, qui ne récolterait plus que 32 % de cet électorat (38 % il y a une semaine). E. Macron a en revanche perdu beaucoup de terrain auprès des électeurs de Jean-Luc Mélenchon, passant de 55 % à 40 % en huit jours. 45 % (contre 23 % précédemment) d'entre eux envisagent de ne pas choisir. Ceux qui ont choisi de voter pour Marine Le Pen passent de 22 % à 15 %. C'est la même chose pour l'électorat de Benoît Hamon : Emmanuel Macron perd 15 points (qui passe de 83 à 68 %), le non-choix en gagne 15 (de 14 à 29 %).

L'essentiel

Le second tour des élections présidentielles françaises aura lieu ce dimanche 7 mai. Sans préjuger totalement du résultat, il faut mentionner que tous les sondages donnent E. Macron vainqueur.

Cet article a pour vocation de présenter l'état des lieux sur les sondages, sur les priorités des Français et de rappeler le programme des deux candidats ainsi que les grands enjeux : dégager une majorité parlementaire pour Emmanuel Macron, dégager une majorité parlementaire et clarifier sa position sur l'Europe pour Marine Le Pen. Nos conclusions sont claires : E. Macron devrait être élu président de la République française, et il devrait être en mesure de constituer une majorité parlementaire. Autrement dit, le risque spécifique de la France s'estompe.



E. Macron en tête des sondages



Macron battrait Le Pen par 60 % contre 40 %



E. Macron a perdu beaucoup de terrain auprès des électeurs de Jean-Luc Mélenchon et de Benoît Hamon



Mai 2017

L'affaiblissement d'E. Macron est visible dans les sondages, mais cela ne remet pas en question son élection au second tour

Selon les enquêtes, le seul électorat dans lequel Marine Le Pen gagne plus de voix que lui est celui de Nicolas Dupont-Aignan : 37 % souhaitent aujourd'hui voter pour Marine Le Pen, 32 % pour Emmanuel Macron. Cela semble **insuffisant pour rattraper le million de voix de retard à l'issue du premier tour**. En outre, pour collecter davantage de voix du côté de J.-L. Mélenchon, elle perdrait une partie de l'électorat de F. Fillon (et inversement), ces deux camps étant profondément irréconciliables. C'est sans doute pour cela que **75 % des Français considèrent qu'E. Macron remportera le second tour du scrutin (contre 21 % pour Marine Le Pen)**, et que **56 % d'entre eux souhaitent sa victoire (35 % pour celle de Marine Le Pen)**.

L'analyse des qualités des candidats est également très claire :

E. Macron a la préférence des Français

68 % des personnes interrogées considèrent qu'E. Macron est le plus capable de former une majorité à l'Assemblée (23 % pour Le Pen). 59 % des sondés accordent à E. Macron les qualités nécessaires pour être président, contre 32 % pour M. Le Pen. 58 % des sondés sont convaincus qu'E. Macron a le meilleur projet et qu'il est le plus honnête (33 % pour Le Pen). Même score s'agissant de la proximité avec les idées et valeurs des Français : 56 % pour Macron et 35 % pour Le Pen. E. Macron est également le plus apte à comprendre les électeurs (51 % contre 39 % pour M. Le Pen ; 10 % sans opinion). En ce qui concerne la volonté de vraiment changer les choses, M. Le Pen emporte les suffrages : 47 % contre 45 % pour Macron.

II. Quels sont les grands enjeux de la France... selon les Français ?

Les enquêtes effectuées auprès des Français ont mis en avant leurs préoccupations, et leurs priorités. L'emploi, la protection sociale et le pouvoir d'achat sont les trois priorités exprimées. Cela n'est pas très surprenant quand on connaît le niveau de chômage, l'attachement au modèle social et la perte de pouvoir d'achat (toute relative), toutefois, par rapport aux pays qui ont vraiment connu des politiques d'austérité.

Les enjeux les plus importants actuellement		
1	L'emploi	50 %
2	La protection sociale (santé, retraites...)	48 %
3	Le pouvoir d'achat	45 %
4	L'immigration	40 %
5	La sécurité	39 %
6	L'éducation et la formation	34 %
7	Les inégalités sociales	30 %
8	La fiscalité	30 %
9	La dette et les déficits	25 %
10	L'environnement	24 %
11	La corruption, les affaires	23 %
12	La construction européenne	23 %
13	Le rôle de la France dans le monde	20 %
14	Le logement	14 %
15	La mondialisation	11 %
-	Aucun de ces critères	4 %
-	Ne se prononcent pas	1 %

Les enquêtes vont un peu plus loin. Elles ont fait la distinction entre les électeurs des deux candidats à l'élection présidentielle, et on voit très clairement que les priorités sont différentes : 1) l'emploi, 2) la protection sociale, 3) le pouvoir d'achat, 4) l'éducation et 5) les inégalités sociales pour les électeurs d'E. Macron, plus proches des préoccupations globales des Français ; 1) l'immigration, 2) la lutte contre le terrorisme, 3) la sécurité, 4) le pouvoir d'achat et 5) l'emploi pour l'électorat de M. Le Pen.

“ 75 % des Français considèrent qu'E. Macron remportera le second tour du scrutin ”

“ 68 % des Français considèrent qu'E. Macron est le plus capable de former une majorité à l'Assemblée (23 % pour Le Pen) ”

“ L'emploi, la protection sociale et le pouvoir d'achat sont les trois priorités des Français ”



Mai 2017

Les enjeux du vote au second tour: quels sont les enjeux les plus importants au moment de voter au second tour ?

Rang	Macron	Rang	Le Pen
1	L'emploi 53 %	1	L'immigration 77 %
2	La protection sociale 50 %	2	La lutte contre le terrorisme 62 %
3	Le pouvoir d'achat 46 %	3	La sécurité 57 %
4	L'éducation et la formation 43 %	4	Le pouvoir d'achat 45 %
5	Les inégalités sociales 34 %	5	L'emploi 45 %
6	La construction européenne 34 %	6	La protection sociale 43 %



Emploi et protection sociale (Macron) vs. immigration et lutte contre le terrorisme (Le Pen)



III. Le nouveau président pourra-t-il gouverner la France ?

Dès l'élection du nouveau Président pour la France, se pose la question de l'**aptitude à gouverner**. Une étape importante se profile à l'horizon : les élections législatives. Pour gouverner, il faut une majorité à l'assemblée nationale, qui compte 577 députés. Cette majorité (289 députés) permet l'adoption des lois et des réformes. En l'absence de majorité, une coalition serait nécessaire. Que doit-on anticiper pour les deux candidats ?

E. Macron: vers une majorité parlementaire ou une coalition

E. Macron est en tête dans les sondages et devrait, sauf surprise être élu à la magistrature suprême. Son programme (« et de gauche et de droite », et non « ni de droite, ni de gauche ») est susceptible *a priori* de fédérer des supports de l'ensemble des partis, hors extrême droite. Pourtant, à quelques jours du scrutin, on note une certaine défiance des électeurs, un nombre de plus en plus grand déclarant avoir du mal à choisir entre les deux candidats en lice. Selon un sondage OpinionWay — SLPV analytics fait pour le journal « Les Échos, le mouvement d'**Emmanuel Macron serait le grand vainqueur, totalisant entre 249 à 286 députés sur les 535 postes sous revue**. La droite républicaine obtiendrait entre 200 et 210 sièges, le Front National de Marine Le Pen n'obtiendrait que 15 à 25 sièges (conséquences des reports de voix et de la « vitalité » du front républicain). La gauche socialiste (entre 28 et 43 sièges) et la gauche radicale de Jean-Luc Mélenchon (entre 6 et 8 sièges) seraient les autres grands perdants de ces élections.

Selon cette étude, il y aurait entre 90 et 116 duels « En Marche/Front National », 180 duels « En Marche/droite », 46 duels « En Marche/gauche », 154 duels « droite/Front National », une trentaine de triangulaires et 6 à 32 duels « gauche/Front National ». Si ce scénario s'avère exact, la probabilité que le mouvement « En Marche ! » obtienne à lui seul la majorité est significative.

En plus des ralliements au Président, nous assisterons à des coalitions. Un gouvernement pourra être formé, mais cette « cohabitation » nouvelle formule devra être gérée dossier par dossier, ce qui inévitablement compliquera la tâche du Président et de son premier ministre.

Le Pen: pas de majorité parlementaire, pas de coalition, pas de Frexit

Une élection de M. Le Pen, peu probable à l'heure où nous écrivons, risque de se heurter à trois obstacles :

1. L'impossibilité de dégager une majorité à l'assemblée nationale ;
2. L'impossibilité de former un gouvernement de coalition ayant une majorité à l'Assemblée ;
3. La clarification de son programme sur l'euro.

Le système électoral et l'attitude des autres partis à l'encontre du FN ne favoriseront pas M. Le Pen. **Aussi bien une majorité qu'une coalition majoritaire semblent très improbables**. Il faudra s'attendre à des blocages politiques, l'impossibilité de gouverner et sans doute la dissolution de l'Assemblée.



Élection de Macron = majorité ou gouvernement de coalition



Mai 2017

Une éventuelle dissolution de l'Assemblée Nationale ne donnerait aucune garantie à Marine Le Pen qu'elle obtiendrait une majorité parlementaire. Il y aurait plus de chances de voir la situation politique et les réformes bloquées que de voir la France s'engager dans le processus d'un Frexit. C'est le troisième obstacle de M. Le Pen. **La clarification de sa position sur l'UE et l'UEM deviendrait également indispensable.** Avant les élections, le discours a beaucoup fluctué: initialement très hostile envers l'Europe et l'euro, elle est devenue plus flexible (sans renier son point de vue), sans doute pour plaire à un électorat français plutôt pro-européen. Dès la fin du premier tour de l'élection, le thème de la monnaie nationale a refait surface, et avec lui le Frexit, de façon implicite.

Sortir de l'euro (Frexit) ou opter pour une monnaie nationale liée à l'euro sont les deux seules options évoquée par M. Le Pen... C'est simplement oublier qu'il est impossible pour un pays de l'UEM d'avoir une monnaie parallèle. « *Nous aurons une monnaie nationale comme tous les autres pays et nous aurons ensemble une monnaie commune* », rappelait-elle récemment. L'article 128 du Traité européen est formel sur ce point: la Banque centrale européenne est seule habilitée à autoriser l'émission de billets de banque en euros dans l'Union. Pour avoir une souveraineté monétaire, et une parité fixe ensuite, la France doit d'abord sortir de l'UE et de l'UEM. Comment regagner de la souveraineté monétaire, budgétaire, politique et territoriale tout en restant dans l'UEM et l'UE? Le projet du FN se heurte à toute logique de la construction européenne et de l'UEM. « *On sait déjà que les partenaires européens diront non, car cela revient à revenir en arrière, à remettre un enfant dans le ventre de sa mère* » (Christian Saint-Étienne).

Sans compter que **la dénomination de la dette** sera également un élément déterminant. **Une redénomination de la dette existante en « nouvelle monnaie nationale »** est une condition essentielle de la reconquête de la souveraineté. Mais les agences de notation se sont déjà exprimées sur le sujet. **La redénomination de la dette publique en monnaie nationale sera perçue comme un défaut** (ce sera très vraisemblablement la même chose pour les contrats de CDS). Le passage des notations en « D » pour dettes publiques et dettes privées entraînera des mouvements de vente, à n'en pas douter.

Quoi qu'il en soit, le résultat d'une telle décision serait lourd de conséquences

- Une dépréciation importante de la nouvelle monnaie en circulation ;
- Une perte de pouvoir d'achat ;
- Une perte de compétitivité des entreprises ;
- Une destruction d'emplois et de production ;
- Des sorties des capitaux ;
- Des hausses de taux et de *spreads* obligataires (contre Allemagne notamment)
- Sans doute la mise en place de contrôle des capitaux ;
- ...

Conclusion

Quelques conclusions s'imposent :

- Selon toute vraisemblance, E. Macron sera le prochain Président de la République française ;
- Les premiers sondages indiquent que le mouvement d'E. Macron pourrait obtenir entre 249 et 286 sièges de députés sur les 535 sous revue, soit 53,5 % des sièges dans le meilleur des cas (il y a en réalité 577 députés, soit une majorité absolue à 289) ;
- Avec E. Macron Président, la France se dirige vers une majorité parlementaire ou, au pire, vers une coalition de gouvernement, qui ne devrait pas être difficile à constituer ;
- Une très grande partie de l'incertitude est levée et on peut désormais regarder la France et les marchés français avec une bien plus faible

“
Élection de le Pen :
ni majorité ni coalition”

“
Le projet européen du FN
consiste à remettre un enfant
dans le ventre de sa mère”

“
Redénomination de la
dette publique en monnaie
nationale : les agences de
notation parleront de défaut”



Mai 2017

prime de risque, et se concentrer sur les fondamentaux. Or la situation économique est en voie d'amélioration.

- Cela redonne des couleurs aux actifs risqués français, mais aussi européens : le risque spécifique sur la France disparaît, ainsi que le risque systémique européen (« Frexit ») ;
- Nous restons surpondérés en actions européennes et françaises (vs. États-Unis notamment), et en obligations d'entreprises européennes (vs. obligations souveraines).

IV. Rappel des programmes des deux candidats

Une comparaison des programmes des deux finalistes

(source : Le Monde, programmes de campagne, Amundi)

	E. MACRON	M. LE PEN
Fonctionnaires	Suppression de 120 000 postes	-
Retraites	Maintien des retraites	Augmentation des petites retraites
Allocations-chômage	Les étendre (aux démissionnaires) sous conditions	-
Âge de la retraite	Maintien à 62 ans	Revenir à 60 ans
Minima sociaux	Création d'une allocation unique	Réserver les minima sociaux aux Français
RSI : Régime social des indépendants	Suppression	Réforme
Salaire minimum (SMIC)	Pas de modification	Pas de modification
Taxe d'habitation	Suppression pour 80 % des ménages	Gel de la taxe
Donations et successions	Maintien du régime actuel	Favoriser la transmission de patrimoine
TVA	Maintien des taux actuels	Maintien des taux actuels
Lutte contre la fraude fiscale	Accentuation de la lutte	Accentuation de la lutte
Impôt sur les sociétés	Réduction	Réduction
Impôt sur le revenu	Individualiser l'impôt	Baisse de l'impôt
Crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi	Le transformer en baisse des cotisations	Le transformer en baisse des cotisations
Impôt de solidarité sur la fortune	Exonérer les investissements dans l'économie	Maintien
Made in France	-	Soutenir
Cotisations sociales	Les baisser pour les entreprises et les salariés	Les baisser pour les TPE et PME
Attribution des marchés publics	Favoriser les entreprises européennes en Europe	Favoriser les entreprises françaises
« Ubérisation » du travail	Aligner les droits des indépendants et des salariés	Encadrer
Licenciements	Encadrer les indemnités prud'homales	-
Logements sociaux	En construire davantage	Donner la priorité aux Français
Les rémunérations des patrons	Publier l'écart salariés/dirigeants	-
La durée légale du travail	Assouplir	Maintenir les 35 heures
Loi travail	Maintenir	Abroger

Mai 2017

Une comparaison des programmes des deux finalistes (source : Le Monde, programmes de campagne, Amundi)		
	E. MACRON	M. LE PEN
La politique agricole commune (PAC)	La rendre plus protectrice et plus écologique	Revenir à une politique agricole nationale
Les dépenses publiques	Réduire leur part dans le PIB	Couper les dépenses liées à l'immigration et à l'Europe
Dette publique	Mieux maîtriser et rembourser	Mieux maîtriser et rembourser
L'Aide médicale d'Etat	Maintenir	Supprimer
Les quotas d'immigration	Défavorable	Favorable
Le droit d'asile	Raccourcir le délai de réponse	Durcir les conditions
Contrôle des frontières européennes	Renforcer	Contrôler les frontières nationales
Regroupement familial	Maintenir les conditions actuelles	Durcir les conditions
Le droit du sol	Maintenir	Supprimer
Accords de Schengen	Maintenir	Supprimer
Remboursement des soins de santé	Mieux rembourser avec les mutuelles	Mieux rembourser avec les mutuelles
Allocations familiales	-	Rétablir l'universalité des allocations familiales
Le service civique	Rétablir un service militaire obligatoire	Rétablir un service militaire obligatoire
La déchéance de nationalité	Défavorable	Favorable
La prison	Créer 10 000 à 20 000 places de prison	Créer 40 000 places de prison
Effectifs des policiers et gendarmes	Les augmenter	Les augmenter
La place de la France dans l'OTAN	S'opposer à de nouvelles entrées dans l'OTAN	Sortir du commandement intégré
Le budget de la défense	L'augmenter à 2 % du PIB	L'augmenter à 2 % du PIB
Le nucléaire	Réduire la part du nucléaire	Moderniser et développer le nucléaire
Les traités TAFTA et CETA	Favorable	Défavorable
L'harmonisation fiscale et sociale en Europe	Favorable	-
Le respect du pacte de stabilité européen	Maintenir la règle des 3 %	Rétablir une souveraineté budgétaire
L'euro	Créer une gouvernance de la zone euro	Revenir au franc
L'Union européenne	Renforcer l'Europe actuelle	Proposer un référendum de sortie
Gouvernance UEM	Créer un poste de ministre de l'économie et des finances européen	Retour de la souveraineté nationale (monétaire, budgétaire et fiscale)
Le droit de vote des étrangers aux élections locales	Défavorable	Défavorable
Le nombre de parlementaires	Le réduire	Le réduire
Le mode de scrutin aux législatives	Introduire une dose de proportionnelle	Passer à la proportionnelle intégrale
La durée du mandat présidentiel	Maintenir le quinquennat	Passer au septennat non renouvelable



Allocation d'actifs

Tableaux récapitulatifs

Allocation d'actifs : vues et convictions multi-classes

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

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

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

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

Stratégies de Macro Hedging

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

Le premier tour des élections françaises a plutôt rassuré, ce qui nous a incités à réduire certaines stratégies de *macro-hedging*, celles dédiées au risque systémique européen. Le risque de Frexit ou de scénario extrême ayant disparu, nous avons réduit nos expositions long USD, long JPY, long volatilité et long US Treasuries dédiées à la protection des portefeuilles européens. Nous conservons néanmoins certaines stratégies de hedging car les risques n'ont pas totalement disparu, notamment le risque de déception sur la Trumpflation ou le risque lié au cycle monétaire américain : long volatilité, long put actions et long cash USD nous semblent encore représenter des stratégies intéressantes.

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 autocentrée. 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, mais que celles-ci doivent être autofinancées, car le Congrès américain (même s'il est majoritairement républicain) ne souhaite pas donner un blanc-seing au nouveau président sur ces sujets. D. Trump a annoncé des mesures importantes il y a quelques jours, dont une baisse de l'impôt sur les sociétés. La baisse de cet impôt, si elle est validée, 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 Si elles sont validées par le Congrès, les mesures annoncées devraient donner un nouveau coup de pouce aux marchés d'actions et à la hausse des taux, courts et longs. La Fed serait alors en mesure de poursuivre son resserrement monétaire. Dans le cas contraire, miser sur 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 réglementation, dont l'allègement est un des chevaux de bataille du Président Trump. 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 un taux de chômage au niveau actuel, 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 n'a pas non plus, depuis l'arrivée de D. Trump au pouvoir, 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



Mai 2017

Facteurs de risque

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. Plus la relance budgétaire et fiscale sera forte, et plus la Fed relèvera ses taux, et sera capable de le faire sans trop de dommages sur les marchés financiers.

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'étirole, les gains de productivité sont en retrait... en clair, un fléchissement de la croissance potentielle. La question n'est pas de savoir si la croissance future et potentielle sera plus faible : c'est un fait bien connu. La question est plutôt de savoir si la croissance ne va pas rapidement (et nettement) passer en dessous de sa croissance potentielle (sans doute entre 3 % et 5 % contre 10 % il y a un peu plus de 10 ans)... 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 privée 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.

[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 %). 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

Mai 2017

Facteurs de risque

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 Jusqu'ici, la Chine a utilisé la politique monétaire, la politique budgétaire, la politique fiscale et la politique de revenus comme outils de relance, veillant à ne pas utiliser la politique de change. Elle s'est d'ailleurs engagée auprès du G20 en ce sens, et le yuan est désormais une des composantes du DTS (depuis le 1^{er} octobre). En 2016, la Chine a modifié son régime de change, et elle gère une dépréciation graduelle du yuan. La mise en place d'une politique protectionniste aux États-Unis serait fatale, les autorités chinoises seraient incapables et peu désireuses de poursuivre cette politique, et ce d'autant plus que le yuan n'est plus, aujourd'hui, visiblement sous-évalué. La Chine ne manipule pas son cours de change, contrairement à ce que dit (pense ?) D. Trump, mais la situation a forcé les autorités chinoises à durcir en janvier dernier 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 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. « Il n'y a pas de « free lunch ». Les Britanniques doivent le savoir », a résumé M. Schäuble. « Nous ne voulons pas affaiblir le Royaume-Uni. Mais nous ne voulons pas davantage que le reste de l'Europe soit affaibli. Le Royaume-Uni, après la sortie de l'UE, ne devrait pas obtenir des avantages que d'autres pays n'auraient pas ». De son côté, Angela Merkel rappelait aux Britanniques de ne pas « se faire d'illusions ». Le ton est donné. Selon les estimations, le RU « pourrait perdre » entre 2,5 % et 9,5 % de son PIB



Mai 2017

Facteurs de risque

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. De nombreux sujets de tensions existent, dont l'accès au marché unique, mais aussi la facture que doit le RU à l'UE (estimée à 60 Mds d'euros).

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. Ce n'est pas le cas aujourd'hui, les 27 pays faisant pour l'instant bloc. 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 généré un environnement de plus grande stabilité. Attention toutefois : i) cette stabilité a des côtés artificiels qu'il ne faut pas sous-estimer. Les banques centrales ne peuvent pas à elles seules résoudre tous les problèmes (emploi, investissement, croissance...) et si les conditions générales ne s'améliorent pas de façon plus nette, une certaine désillusion/déception risque bien de s'installer 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 nombreuses 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.

Mai 2017

Facteurs de risque

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. Le programme d'achat de la BCE contribue à la baisse de la liquidité (point négatif) mais il contribue également à la faible volatilité (point positif)... la question se pose dès que le débat sur la fin du QE refait surface...

[RISQUE # 13] Les banques s'effondrent

[PROBABILITÉ] 5 %

ANALYSE Ce risque nous paraît très largement exagéré. Il est vrai que les taux négatifs pénalisent les banques, que le coût du capital reste élevé (il reflète en réalité le poids des crises passées), et que 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 pessimistes pour autant. Les banques de 2017 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. Notons également 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 gênante : 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, Turquie, flux de migrants, attentats terroristes... autant d'éléments qui ont tendu et fragilisé les relations diplomatiques entre pays, notamment en Europe. Les États-Unis sont entrés officiellement dans ce débat avec l'élection de D. Trump et la perspective de renvoi des migrants. 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.

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.



Mai 2017

Facteurs de risque

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

[PROBABILITÉ] **65 %**

ANALYSE Trois échéances électorales importantes se profilent : le second tour des élections présidentielles (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 du parti Front National (Marine Le Pen), qui aviverait de façon certaine le dossier Frexit. Nous misons plutôt sur la possibilité d'un axe franco-allemand renforcé. Il faudra tout de même que le nouveau président élu (E. Macron) attire les électeurs afin d'obtenir une majorité présidentielle suite aux élections législatives, seule façon d'avoir une stabilité gouvernementale. Il lui faudra gagner les élections législatives (plus de la moitié des 577 députés) ou monter un gouvernement de coalition. Le risque est de se retrouver avec un président sans soutien d'une majorité stable.

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... Il nous semble cependant légitime que les primes de risque (*spreads* contre Allemagne, volatilité, CDS...) restent dégradées en attendant d'y voir plus clair. Miser sur un rétrécissement significatif des *spreads* et CDS souverains après les élections législatives.

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

[PROBABILITÉ] **20 %**

ANALYSE Depuis la crise financière, les taux longs ont fortement baissé. 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. 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. La Fed relève ses taux, la politique budgétaire et fiscale devrait être plus expansionniste, ce qui justifie des mouvements de hausses des taux longs, mais il nous semble encore 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 ont progressé 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, le risque de voir les taux longs progresser significativement est faible en zone euro. Attention dans le cas des États-Unis : la sensibilité aux taux longs a augmenté avec le releveraging des entreprises (à son plus haut historique), ce qui fragilise la croissance et porte en soi les germes d'une future baisse des taux longs. À noter aussi que toute hausse des taux longs devient un frein pour la politique monétaire et pour les éventuelles velléités de hausse des taux directeurs de la Fed. Une autre raison de ne pas croire en une hausse durable et ample des taux longs américains.

Contexte macroéconomique

AMÉRIQUES		FACTEURS DE RISQUE
ÉTATS-UNIS	<p>Croissance décevante au T1, incertitude persistante sur la politique budgétaire</p> <ul style="list-style-type: none"> > La croissance économique décevante du T1 (+0,7 %) ne suffit pas à remettre en cause la poursuite de la reprise. Les enquêtes de conjoncture restent bien orientées. Malgré des créations d'emplois plus faibles qu'attendu en mars, l'amélioration du marché du travail continue et soutient la hausse graduelle des salaires. > D. Trump a réitéré sa promesse d'une importante réforme de la fiscalité. Cependant le thème du protectionnisme (qui constituait l'une des pistes envisagées pour financer les baisses d'impôts) a rencontré de fortes résistances et a désormais moins le vent en poupe. Par conséquent, les négociations budgétaires avec le Congrès, en grande partie hostile à un creusement du déficit budgétaire, s'annoncent très difficiles. > Un accord sera probablement trouvé au sein de la majorité républicaine du Congrès concernant des baisses modérées d'impôts ce qui aura un effet stimulant sur l'économie en 2018. La réforme complète de la fiscalité, en revanche, risque d'être remise à plus tard (2018, voire au-delà) 	<ul style="list-style-type: none"> > Forte incertitude concernant les décisions de la nouvelle administration > Potentiel de croissance durablement entamé (« stagnation séculaire ») > Érosion des marges des entreprises
BRÉSIL	<ul style="list-style-type: none"> > Du côté des données macroéconomiques, le PIB du T4 est ressorti à -2,5 en ga contre -2,9 au T3. > Les deux principaux facteurs de cette baisse du PIB sont l'investissement (contraction de 5,4 % en ga) et la consommation privée (chute de 2,9 % en ga). La récession en 2016 de l'économie aura encore été marquée: -3,4 %. > L'inflation a considérablement diminué et la BCB a entamé un cycle d'assouplissement monétaire qui compte tenu de la faiblesse des indicateurs cycliques pourrait s'accélérer. 	<ul style="list-style-type: none"> > Forte appréciation du réal > Assouplissement de la politique budgétaire et notamment réforme des retraites très limitée.
EUROPE		
ZONE EURO	<p>Très bon début d'année économique malgré le risque politique</p> <ul style="list-style-type: none"> > 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. > 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 complexe du Brexit ne devrait affecter que très modérément la conjoncture en zone euro. 	<ul style="list-style-type: none"> > Risque politique (calendrier électoral chargé, montée des partis contestataires, Brexit) > Contagion des difficultés économiques et/ou financières des émergents > Montée des risques géopolitiques.
ROYAUME-UNI	<p>La conjoncture tient mieux que prévu. Mais l'incertitude politique va peser en 2017</p> <ul style="list-style-type: none"> > Des élections anticipées, prévues le 8 juin, devraient permettre à la Première ministre britannique de renforcer sa position, afin de négocier plus efficacement les modalités du Brexit. Cependant, 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. > 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. 	<ul style="list-style-type: none"> > Choc d'incertitude lié au Brexit > Déficits (public et externe) très élevés
ASIE		
CHINE	<p>L'influence stabilisatrice de la Chine sur l'économie mondiale et les devises se maintiendra en 2017 et probablement en 2018</p> <ul style="list-style-type: none"> > La stabilisation de l'économie chinoise devrait se poursuivre jusqu'à la fin de l'année 2018. > Les raisons de cette stabilisation sont à la fois micro- et macroéconomiques. L'investissement privé comme les dépenses publiques sont en phase de croissance et atteignent des niveaux supérieurs aux attentes. > La stabilisation de l'économie chinoise, qui va finalement s'étaler entre 2016 et 2018, contribue à l'émergence d'un nouveau cycle d'expansion mondiale, qui bénéficie clairement aux secteurs cycliques, aux matières premières et aux marchés émergents. 	<ul style="list-style-type: none"> > Contribution à la stabilisation de l'économie mondiale et des devises en 2017-2018 > Émergence d'un cycle mondial plus long du fait d'une stabilisation de l'économie chinoise étalée entre 2016 et 2018
INDE	<p>Inde: un moteur de croissance régulier pour l'Asie en 2017, malgré la démonétisation</p> <ul style="list-style-type: none"> > Le ralentissement de la consommation cyclique, des ventes de voitures et de l'ensemencement des cultures d'hiver suite à la démonétisation a été moins marqué que prévu. Cependant, son effet est plus sensible dans le secteur immobilier. > En 2017, l'inflation devrait rester modérée. Nous pensons que les effets de la démonétisation sur la croissance et l'inflation ne seront que transitoires. Les principaux points de désaccord concernant la taxe sur les produits et services (TPS) ont été levés et celle-ci devrait être mise en place dès juillet 2017. 	<ul style="list-style-type: none"> > La croissance indienne devrait rester stable suite à la démonétisation > Le ralentissement de l'inflation est durable
JAPON	<p>La reprise se poursuit, avec une croissance supérieure au potentiel</p> <ul style="list-style-type: none"> > L'économie profite de l'amélioration du cycle industriel et du commerce international en Asie. 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 	<ul style="list-style-type: none"> > Exposition à la Chine > Politique de taux d'intérêt négatifs



Prévisions macroéconomiques et financières

PRÉVISIONS MACROÉCONOMIQUES

- **États-Unis** : malgré quelques chiffres décevants en début d'année la reprise reste solide et l'amélioration du marché de l'emploi continue. L'inflation sous-jacente est toujours en deçà de la cible de la Fed. 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) et le thème du protectionnisme a refoulé. Il faut cependant s'attendre à quelques déceptions car D. Trump aura du mal à tenir une grande partie de ses promesses concernant la fiscalité.
- **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
États-Unis	1,6	2,0	2,2	1,3	2,5	2,3
Japon	1,0	1,0	1,0	-0,1	0,3	0,9
Zone euro	1,7	1,6	1,5	0,2	1,5	1,2
Allemagne	1,8	1,7	1,6	0,4	1,6	1,4
France	1,2	1,4	1,3	0,3	1,3	1,1
Italie	0,9	1,1	1,1	-0,1	1,2	1,1
Espagne	3,2	2,3	1,6	-0,2	1,3	1,2
Royaume-Uni	1,8	1,5	1,3	0,6	2,5	1,9
Brésil	-3,6	-0,5	1,4	8,7	4,4	5,4
Russie	-0,2	1,0	1,8	7,0	4,5	5,1
Inde	7,5	7,6	7,6	5,4	5,2	5,2
Indonésie	5,0	5,2	5,2	4,5	4,5	4,5
Chine	6,7	6,4	6,0	1,2	1,5	1,4
Turquie	2,9	3,4	2,5	7,8	10,1	8,9
Pays développés	1,6	1,7	1,8	0,7	1,8	1,7
Pays émergents	4,0	4,3	4,4	4,1	3,9	3,5
Monde	3,0	3,2	3,3	2,6	3,0	2,7

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** : la BCE a étendu son QE jusqu'à décembre 2017 à un rythme de 60 Mds €. Peu de changements concrets sont à attendre tant qu'une nette accélération de l'inflation sous-jacente n'aura pas eu lieu. Toutefois, la communication deviendra graduellement moins accommodante.
- **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.

	03/05/2017	Amundi + 6m.	Consensus T3 2017	Amundi + 12m.	Consensus T1 2018
États-Unis	1,00	1,25	1,40	1,50	1,65
Zone euro	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Japon	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10
Royaume-Uni	0,25	0,25	0,25	0,25	0,30

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.

Taux 2 ans					
	03/05/2017	Amundi + 6m.	Forward + 6m.	Amundi + 12m.	Forward + 12m.
États-Unis	1,28	1,40/1,60	1,50	1,60/1,80	1,68
Allemagne	-0,72	-0,80/-0,60	-0,66	-0,80/-0,60	-0,61
Japon	-0,20	-0,20/-0,00	-0,20	-0,20/-0,00	-0,17
Royaume-Uni	0,08	0,00/0,20	0,13	0,00/0,20	0,23

Taux 10 ans					
	03/05/2017	Amundi + 6m.	Forward + 6m.	Amundi + 12m.	Forward + 12m.
États-Unis	2,29	2,40/2,60	2,44	2,40/2,60	2,55
Allemagne	0,33	0,40/0,60	0,46	0,60/0,80	0,57
Japon	0,02	0	0,08	0	0,14
Royaume-Uni	1,09	1,00/1,20	1,19	1,00/1,20	1,31

PRÉVISIONS DE CHANGE

- **EUR** : avec la remontée des taux allemands et la sortie graduelle des politiques monétaires ultra-accommodantes de la BCE, l'euro devrait finir l'année plus fort.
- **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.
- **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.

	03/05/2017	Amundi + 6m.	Consensus T1 2017	Amundi + 12m.	Consensus T3 2017
EUR/USD	1,09	1,10	1,07	1,15	1,08
USD/JPY	112	115,00	114,00	115,00	115,00
EUR/GBP	0,84	0,90	0,86	0,90	0,86
EUR/CHF	1,08	1,05	1,08	1,00	1,08
EUR/NOK	9,39	8,70	8,99	8,50	8,89
EUR/SEK	9,63	9,20	9,41	9,00	9,19
USD/CAD	1,37	1,40	1,35	1,40	1,35
AUD/USD	0,75	0,75	0,74	0,75	0,74
NZD/USD	0,69	0,70	0,69	0,70	0,68

1 Quelles perspectives pour les *spreads* souverains euro ?

BASTIEN DRUT, *Stratégie et Recherche Économique*

Les *spreads* souverains euro ont évolué au gré des échéances électorales ces six derniers mois (référendum constitutionnel italien, démission de Matteo Renzi, élections présidentielles françaises). Toutefois, ce ne sont pas les seuls facteurs qui influenceront les *spreads* souverains en zone euro sur les trimestres à venir puisque la perspective de la fin du *Quantitative Easing* de la BCE (et donc de son programme d'actifs de titres publics, le PSPP) jouera également un rôle déterminant. Pour y voir plus clair, il convient de prendre un peu de recul et d'analyser les mouvements de *spreads* ces deux dernières décennies mais aussi de tirer les enseignements de la recherche académique sur le sujet, afin d'estimer des valeurs d'équilibre.

Quelles ont été les grandes phases de l'évolution des *spreads* souverains depuis la création de la zone euro ?

Depuis la création de la zone euro, l'évolution des *spreads* souverains a connu grosso modo cinq grandes phases :

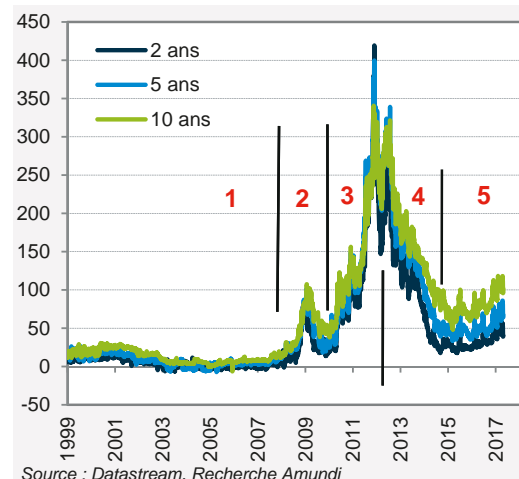
- **Phase n° 1, le calme plat entre 1999 et 2007.** Entre la création de la zone euro et la Grande Récession de 2008, les écarts de taux 10 ans entre les différents pays de la zone euro et l'Allemagne sont restés proches de zéro. Cela a fait dire par la suite à de nombreux commentateurs qu'il s'agissait d'une anomalie et que les marchés sous-estimaient la prime de risque de crédit des pays de la zone euro. Comme nous le verrons par la suite, cette affirmation est sans doute vérifiée pour certains pays (Italie) mais beaucoup moins pour d'autres (France, Espagne).
- **Phase n° 2, Grande Récession de 2008-2009.** Lors de la Grande Récession de 2008-2009, les déficits budgétaires se sont très fortement creusés partout en Europe (toutefois moins en Allemagne que dans les autres pays de la zone euro). Le creusement des déficits couplé à un pic d'aversion pour le risque au niveau mondial a induit une première poussée des *spreads* souverains en 2008. Toutefois, celle-ci est restée d'une ampleur limitée et les *spreads* se sont contractés au long de l'année 2009 avec le rebond des marchés financiers.
- **Phase n° 3, Crise de la zone euro (2010-juillet 2012).** Les *spreads* souverains se sont fortement écartés sur les années 2010, 2011 et sur une partie de l'année 2012. La dégradation plus importante que prévue des données budgétaires en Grèce puis en Irlande et au Portugal, a entraîné une montée des *spreads* d'abord dans ces pays. **Globalement, la dégradation des fondamentaux des pays européens par rapport à l'Allemagne a induit une discrimination beaucoup plus marquée entre les pays. La question de la survie de l'euro a été posée par les marchés lors de ce qui a été appelé la crise de la zone euro.** Le mouvement de montée des *spreads* souverains s'est interrompu en juillet 2012 et avec la fameuse déclaration de Mario Draghi « *Within our mandate, the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro. And believe me, it will be enough.* », qui a apaisé les craintes d'éclatement de la zone euro et calmé les inquiétudes des marchés. Les niveaux de *spreads* souverains étaient alors très élevés pour certains pays. Le *spread* 10 ans avec l'Allemagne a connu un pic d'environ 190 bps pour la France (novembre 2011), de 550 bps pour l'Italie (novembre 2011) et de 635 bps pour l'Espagne (juillet 2012).
- **Phase n° 4, le début de mandat de Mario Draghi, jusqu'aux annonces de mesures non-conventionnelles de la BCE (juillet 2012- mi-2014).** Les *spreads* se sont fortement contractés après l'été 2012 pendant une période d'environ deux ans. Les banques européennes ont acheté massivement des obligations souveraines.
- **Phase n° 5, relative stabilité avec un soutien massif de la BCE (mi-2014, ?).** Les *spreads* souverains sont tout d'abord restés relativement stables, étant régulièrement mus par les événements politiques, mais ont adopté une tendance d'écartement lent et régulier depuis l'été 2016.

L'essentiel

Les *spreads* souverains euro ont évolué au gré des échéances électorales ces six derniers mois. Toutefois, la perspective de la fin du *Quantitative Easing* de la BCE (et donc de son programme d'actifs de titres publics, le PSPP) jouera également un rôle déterminant.

Il est difficile de quantifier de combien le PSPP aura fait baisser les *spreads* souverains mais il est clair que les achats massifs de la BCE ont prévenu une envolée significative des *spreads* lors de plusieurs épisodes de stress (chute des marchés actions début 2016, choc lié au référendum sur le Brexit). Pour certains pays, le *spread* actuel se trouve nettement en deçà des valeurs d'équilibre. Il est donc fort probable que nous allions donc vers une période de *spreads* souverains plus élevés en zone euro. La tendance récente de remontée des *spreads* souverains moyens en période de bonnes performances actions tend à le corroborer.

1 Zone euro: spread souverain composite (pondéré par le PIB)



Mai 2017

Quels sont les déterminants théoriques de l'évolution des spreads souverains ?

La littérature académique récente arrive généralement à la conclusion que les variables budgétaires (déficit budgétaire et ratio dette-sur-PIB) jouent un rôle déterminant dans l'évolution des *spreads* souverains en zone euro: plus la dette est élevée et plus le déficit est élevé, plus la prime de risque est importante. Certaines études établissent une relation non-linéaire entre le niveau de la dette et la prime de risque: au-delà d'un certain seuil, la prime de risque serait encore plus sensible aux variables budgétaires. Un certain nombre de travaux s'accordent pour dire que les variables budgétaires ont joué un rôle beaucoup plus marqué dans l'évolution des *spreads* souverains euro à partir de début 2010. Notons toutefois qu'il n'existe pas de consensus définitif sur les variables budgétaires déterminantes pour les *spreads* souverains. De plus, le lien entre ces variables et les *spreads* souverains dépendent du groupe de pays considéré.

Le risque politique joue également un rôle significatif dans l'évolution des *spreads* souverains. La littérature académique s'est surtout penchée sur ce lien dans le cas des pays émergents (voir par exemple « *Is it (still) mostly fiscal? Determinants of sovereign spreads in Emerging markets?* », working paper FMI, 2008). Plus le risque politique est élevé, plus les *spreads* souverains s'écartent. Toutefois, il convient d'être prudent avec l'expression « risque politique » car celle-ci peut recouvrir des notions très différentes: elle est utilisée pour évoquer les risques de violence politique, les risques d'expropriation, la dégradation de certains facteurs institutionnels tout comme pour évoquer l'incertitude liée aux élections ou aux remaniements ministériels. Dans le cas de la zone euro, le risque politique que l'on évoque correspond généralement à la possible arrivée au pouvoir d'un gouvernement favorable à la sortie de la zone euro.

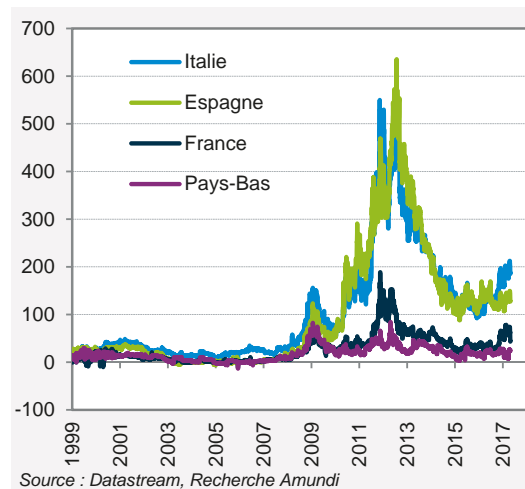
Les mesures non-conventionnelles de la BCE ont également eu un impact sur les *spreads* souverains. Depuis mars 2015, l'Eurosystème s'est lancé dans un programme d'achats d'actifs de grande ampleur, qui a eu un fort impact sur l'équilibre offre/demande d'obligations souveraines. Les rares études académiques qui se sont penchées sur le sujet montrent généralement que les annonces liées aux programmes non conventionnels de la BCE ont fait baisser les *spreads* souverains en zone euro. Falagiarda et Reitz estiment que les annonces relatives aux programmes SMP et OMT ont fait baisser les *spreads* de façon significative (2015, « *Announcements of ECB unconventional programs: Implications for the sovereign spreads of stressed euro area countries* »). Un working paper de la BCE estime que l'annonce du programme PSPP a fait baisser les taux 10 ans de 30 à 50 pbs (selon l'approche considérée) pour les pays du cœur de la zone euro et deux fois plus pour des pays tels que l'Italie et l'Espagne (2015, « *Asset purchase programmes and financial markets: lessons from the euro area* »). Toutefois, les études se focalisant sur l'effet du PSPP sur les *spreads* souverains ne sont généralement que des études d'événements.

La position relative de l'Allemagne dans la zone euro a changé

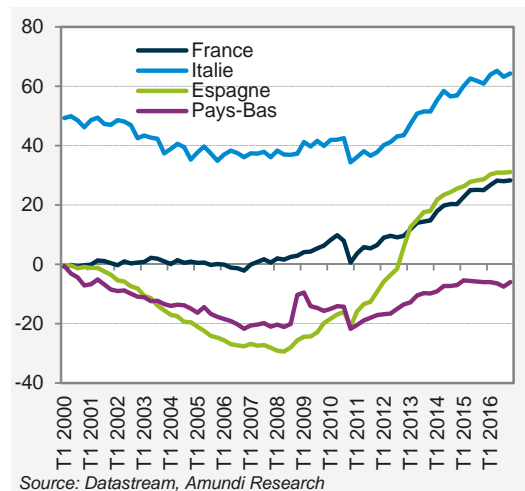
Les implications du fait que l'Allemagne fasse office de référence pour les marchés

Depuis la création de la zone euro, les marchés obligataires ont considéré et considèrent encore l'État allemand comme la référence en termes de sérieux budgétaire (les marchés exigent une prime de risque pour les autres pays par rapport à l'Allemagne). L'un des éléments souvent négligés dans l'analyse est que l'Allemagne a longtemps été l'« homme malade » de l'Europe, la croissance y étant égale ou plus faible qu'ailleurs sur la première décennie d'existence de la zone euro. Au contraire, on a souvent évoqué souvent un « miracle économique » en Espagne à cette période. Si l'on fait l'hypothèse que les primes de risque sont fonction des fondamentaux économiques, il est logique que les *spreads* souverains d'un grand nombre de pays aient été proches de zéro puisque seuls la Belgique et l'Italie avaient un ratio dette-sur-PIB nettement supérieur à celui de l'Allemagne jusqu'à 2008. En conséquence,

2 Ecart de taux 10 ans avec l'Allemagne



3 Ratio dette-sur-PIB (différence avec l'Allemagne, en pp)



“ L'un des éléments souvent négligés dans l'analyse est que l'Allemagne a longtemps été l'« homme malade » de l'Europe ”

Mai 2017

à l'exception de la Belgique et de l'Italie, il n'est pas anormal que les *spreads* souverains aient été très faibles entre 1999 et 2008.

L'Allemagne, du statut d'« homme malade de l'Europe » à celui de référence économique de la zone euro

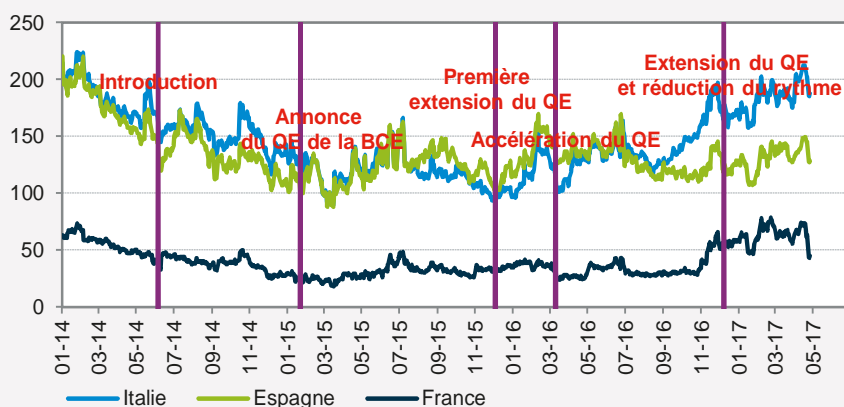
À l'occasion de la Grande Récession de 2008-2009, la hiérarchie des fondamentaux économiques des pays de la zone euro a été bouleversée. **La crise a notamment mis en lumière que le modèle économique de certains pays de la zone euro avait des bases très fragiles, contrairement à celui de l'Allemagne.** À des degrés divers, la croissance économique allemande a été bien plus forte que dans les autres pays après 2009. En conséquence, l'Allemagne a accumulé les excédents primaires alors que de nombreux pays ont connu des déficits primaires très importants. **Cela a naturellement amené les investisseurs à réclamer une prime de risque bien plus forte qu'auparavant.**

Le QE de la BCE a pesé sur les *spreads* souverains mais il est difficile de dire de combien

Il n'est pas inutile de rappeler quelques éléments au sujet du PSPP de la BCE :

- **L'Eurosystème achète des obligations d'État en fonction de la règle de la clé de capital —> les achats de titres en % du PIB sont donc approximativement les mêmes pour chaque pays.** Les achats de dette en % de la dette publique sont donc plus importants pour les pays à dette relativement faible (Allemagne) que pour les pays à dette plus élevée (France, Espagne et surtout Italie). D'un point de vue théorique, il ne va donc pas absolument de soi que le PSPP doive contribuer à une compression des *spreads* souverains.
- **Le PSPP comprend une limite de détention par titres et par émetteurs,** l'Eurosystème ne devant pas posséder plus de 33 % des titres de dette d'un Etat. Cette limite est proche pour le Portugal et l'Irlande (pour lesquels l'Eurosystème détient encore des titres achetés dans le cadre du programme SMP. L'approche de cette limite a fait grimper le *spread* portugais à partir du début de l'année 2016.

Spread 10 ans et annonces de la BCE

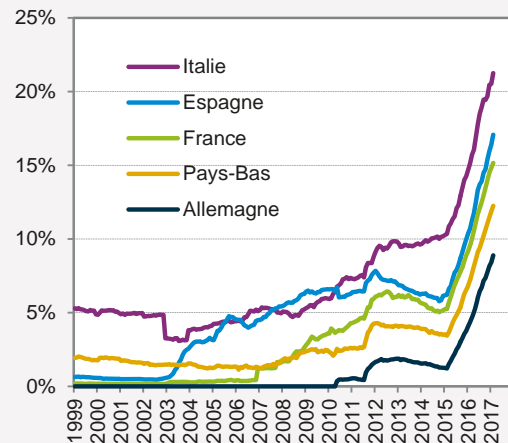


Source : Datastream, Recherche Amundi

Le PSPP semble avoir joué un rôle significatif sur les *spreads* souverains pour les pays pour lesquels la base d'investisseurs était relativement moins solide mais la quantification de cet impact est très compliquée pour les raisons évoquées ci-dessous mais aussi car l'impact des opérations de *Quantitative Easing* a généralement été anticipé par les marchés avant même leurs annonces, tout du moins avant leur mise en application effective.

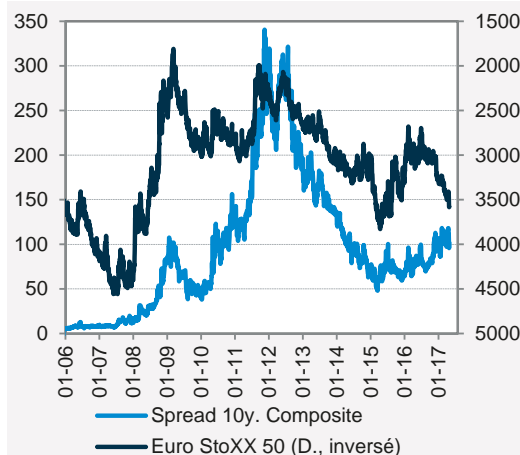
Toutefois, on ne peut que constater que la période de PSPP a coïncidé avec un maintien à un niveau très bas des *spreads* souverains, probablement en dessous des valeurs d'équilibre. Les *spreads* ont baissé de façon très spectaculaire sur

4 Dette souveraine détenue par chaque banque centrale nationale en % du PIB



Source : BCE, Recherche Amundi

5 Spread 10 ans composite vs Eurostoxx



Source : Datastream, Recherche Amundi

“ La remontée des *spreads* souverains liée au référendum sur le Brexit a été contenue grâce au programme PSPP ”



Mai 2017

la période qui a précédé l'annonce du PSPP en janvier 2015.

Par ailleurs, le PSPP a contenu une nouvelle remontée des *spreads* souverains début 2016 lorsque les marchés d'actions ont chuté : les *spreads* souverains avaient commencé à s'élargir pour atteindre un pic mi-février 2016. Le retour de l'appétit pour le risque et la perspective de l'accélération du rythme de QE en mars (passage de 60 à 80 Mds € mensuels) ont ensuite entraîné une baisse significative des *spreads* souverains (de l'ordre de 50 pbs pour l'Italie entre mi-février et mi-mars).

Dans une certaine mesure, on peut également penser que la remontée des *spreads* souverains lié au référendum sur le Brexit a été contenue grâce au programme PSPP.

Quelle prime de risque d'équilibre ?

Si les études académiques ayant analysé les déterminants des *spreads* souverains en zone euro sont nombreuses, celles se focalisant sur l'estimation d'une valeur d'équilibre sont beaucoup plus rares. Un document de travail de la Banque d'Italie (« *Recent Estimates of Sovereign Risk Premia for Euro Area Countries* », 2012) énumère un certain nombre d'entre eux, du plus simple au plus complexe. Plusieurs remarques s'imposent :

- La modélisation la plus simple consiste à régresser le *spread* souverain sur le ratio dette-sur-PIB. Certains modèles prennent en compte un degré de non-linéarité en régressant le *spread* souverain sur le ratio dette-sur-PIB et sur le carré de cette valeur.
- La quasi-totalité des modèles de *spreads* souverains sont des régressions de panel.
- De nombreux modèles utilisent des prévisions des variables fondamentales explicatrices, comme la prévision du ratio dette-sur-PIB à un ou la prévision du déficit budgétaire à un an.
- De nombreux modèles utilisent les variables fondamentales (dette-sur-PIB, déficit budgétaire, croissance) en différence par rapport à l'Allemagne.

Sur cette base, nous avons donc fait tourner un modèle de *spreads* souverains en panel à une fréquence mensuelle depuis janvier 1999, avec les caractéristiques suivantes :

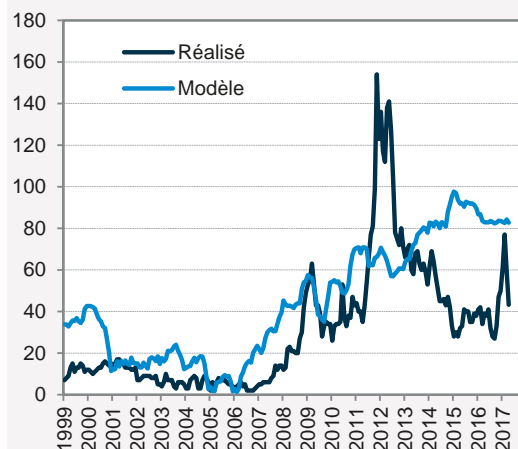
- **Variables explicatives :** dette publique en % du PIB, déficit budgétaire en % du PIB, croissance potentielle et taille de la dette dans la dette publique de la zone euro.
- **En différence par rapport à l'Allemagne :** Les variables sont prises en différence par rapport à l'Allemagne (sauf pour la taille relative de la dette)
- **Variables anticipées :** la dette publique et le déficit budgétaire sont pris en anticipation à un an (données de la Commission Européenne).

L'un des points les plus ardu dans la modélisation des *spreads* souverains est le choix d'inclure ou non des effets fixes pays. Il y a évidemment des raisons objectives pour inclure des effets fixes pays. Par exemple, le *spread* de la France a longtemps été plus faible que ne l'indiquent les fondamentaux car il n'existe que deux grands pays de la zone euro avec une notation de crédit d'excellente qualité (l'Allemagne et la France), ce qui a conduit certains investisseurs internationaux à préférer la dette française, plus rémunératrice pour une qualité quasi-équivalente. Mais on ne peut être certain que la dette française conservera ce statut éternellement. Autre exemple : le Portugal a connu une période étendue d'éloignement des marchés et il apparaît comme logique d'inclure une indicatrice pays. Toutefois, cette situation n'avait pas lieu avant la crise de la zone euro et n'a pas vocation à durer. **Pour ces raisons, nous avons fait tourner un modèle avec et un modèle sans effets fixes pays, et de faire la moyenne des deux valeurs d'équilibre.**

L'équation du modèle est la suivante :

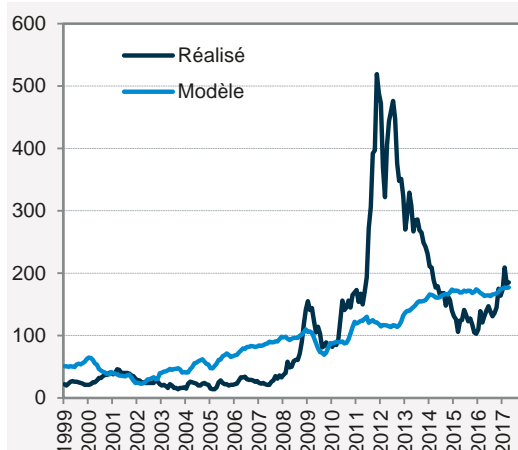
$$SPREAD_{it} = c + \alpha_1 + DEBT_{it} + FB_{it} + POTGROWTH_{it} + SIZE_{it}$$

6 France : spread 10 ans contre modèle



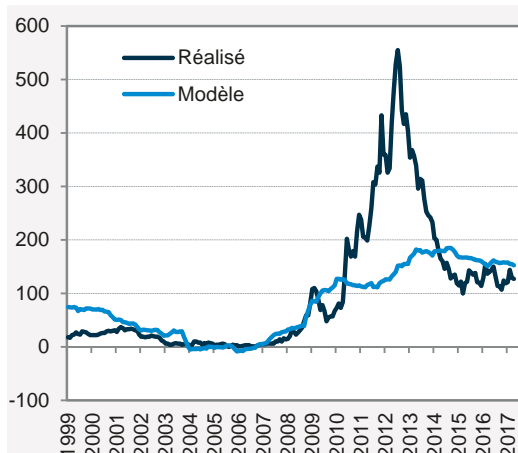
Source : Recherche Amundi

7 Italie : spread 10 ans contre modèle



Source : Recherche Amundi

8 Espagne : spread 10 ans contre modèle



Source : Recherche Amundi

Mai 2017

Où SPREAD est l'écart de taux 10 ans du pays avec l'Allemagne, DEBT le différentiel de ratio dette-sur-PIB anticipé à un an avec l'Allemagne, FB le différentiel de solde budgétaire anticipé à un an avec l'Allemagne, POTGROWTH le différentiel de croissance potentiel avec l'Allemagne et SIZE la part de la dette publique du pays dans la dette publique de la zone euro.

Ce faisant, les valeurs d'équilibre tournent autour :

- 80 pbs pour la France,
- 180 pbs pour l'Italie,
- 150 pbs pour l'Espagne,
- 200 pbs pour le Portugal,
- 120 pbs pour la Belgique.

Conclusion

Les *spreads* souverains euro ont évolué au gré des échéances électorales ces six derniers mois mais il ne faut pas perdre de vue que les anticipations de la fin prochaine du Quantitative Easing de la BCE (et donc de son programme d'actifs de titres publics, le PSPP) joueront également un rôle déterminant. Il est difficile de quantifier de combien le PSPP aura fait baisser les *spreads* souverains mais il est clair que les achats massifs de la BCE ont prévenu une envolée significative des *spreads* lors de plusieurs épisodes de stress (chute des marchés actions début 2016, choc lié au référendum sur le Brexit). Pour certains pays, le *spread* actuel se trouve nettement en deçà des valeurs d'équilibre. Il est donc fort probable que nous allions donc vers une période de *spreads* souverains plus élevés en zone euro. La tendance récente de remontée des *spreads* souverains moyens en période de bonnes performances actions tend à le corroborer.



Il est difficile de quantifier de combien le PSPP aura fait baisser les *spreads* souverains mais il est clair que les achats massifs de la BCE ont prévenu une envolée significative des *spreads* lors de plusieurs épisodes de stress



2 Euro HY : une classe d'actifs incontournable dans un environnement de taux bas

VALENTINE AINOUIZ, *Stratégie et Recherche Économique*
MARINA COHEN, *Responsable Gestion Obligation Haut Rendement*

La performance du HY Euro enregistrée au cours des derniers mois a été remarquable. L'indice HY Euro s'est resserré de 157pb en 2016 et de 48pb depuis le début de l'année. Dans ce contexte, pourquoi est-il toujours intéressant de se positionner sur le HY ? Pour répondre à cette question nous regarderons les facteurs techniques, les fondamentaux et la valorisation de ce marché.

L'environnement économique demeure favorable aux marchés du crédit

Les données les plus récentes confirment notre scénario de reprise graduelle de la croissance économique dans la zone euro. L'indice PMI de l'activité globale qui mesure chaque mois l'activité du secteur privé a atteint un plus haut de près de 6 ans. Pour reprendre les mots de Mario Draghi : « Les risques entourant les perspectives de la zone euro sont aujourd'hui moins prononcés ».

En même temps, le message de la banque centrale est clair : « Une orientation très accommodante de la politique monétaire reste indispensable ». Cette position s'explique par l'absence de signe convaincant jusqu'à présent de remontée de l'inflation sous-jacente. La lenteur de la mise en œuvre des réformes structurelles et les besoins d'ajustement des bilans freinent également la croissance économique dans certains pays de la zone euro en particulier l'Italie.

La politique monétaire accommodante menée par la BCE est un soutien important pour les marchés du crédit :

- Le supplément de rendement offert par la dette d'entreprise est intéressant pour l'investisseur dans un environnement de taux bas.
- La BCE via son programme d'achat d'obligation d'entreprise le CSPP est un acteur important du marché Euro *Investment Grade*.

> La BCE est un acteur majeur du marché de la dette d'entreprise libellée en Euro

Le programme de rachat de dette d'entreprise par la BCE (CSPP, *Corporate Sector Purchase Programme*) a été annoncé en mars 2016 et mise en place en juin dernier. L'efficacité de ce programme tient à plusieurs facteurs :

1. **Flexibilité** : la BCE ne donne pas de volume prédéfini pour ses achats mensuels. La banque centrale se garde une marge de manœuvre maximale pour ajuster ses achats en fonction de l'évolution des marchés.
2. **Taille** : les achats sont nettement supérieurs aux attentes du marché. Le montant moyen des achats hebdomadaires effectués depuis le début du programme est d'environ 1,8 Md d'euros. Si ce taux reste stable, la BCE devrait avoir près de 17 % de l'univers éligible d'ici la fin de 2017.
3. **Largeur** : la BCE intervient sur le marché IG mais aussi sur le marché du HY. Les émetteurs HY qui ont une note IG sont éligibles.
4. **Profondeur** : les achats de la BCE couvrent l'ensemble des secteurs sauf les banques.

Les facteurs techniques du marché du High Yield Euro restent très convenables

Les flux nets enregistrés par le HY Euro au cours des douze derniers mois ont été légèrement négatifs, d'après les données publiées par l'EPFR. Attention, ces chiffres ne comprennent pas les achats de titres pour les fonds non-dédiés au High Yield. Nombreux sont, en effet, les gérants *Investment Grade* qui pour renforcer la rentabilité de leurs fonds constituent des poches

L'essentiel

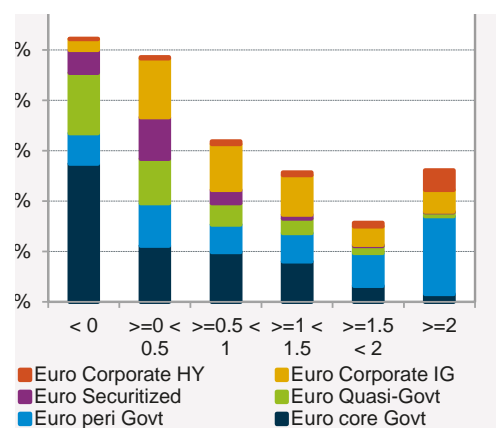
La performance du High Yield Euro enregistrée au cours des derniers mois a été remarquable. L'indice HY Euro s'est resserré de 157pb en 2016 et de 48pb depuis le début de l'année. Dans ce contexte, pourquoi est-il toujours intéressant de se positionner sur le HY Euro ?

- Les facteurs techniques sont corrects.
- Les fondamentaux des émetteurs demeurent favorables à l'investisseur obligataire. Le taux de défaut du segment high yield a reculé ces dernières années pour toucher un point bas historique à 2 %. Nous sommes au cœur d'un cercle vertueux : 1) la forte demande pour le crédit aide les émetteurs à refinancer facilement leur dette et à allonger la maturité moyenne de leur dette 2) les taux d'emprunt historiquement bas permettent également de réduire fortement les coûts d'emprunt.
- Le High Yield Euro offre, dans un environnement de taux bas, des stratégies de portage intéressantes.



Le High Yield est intéressant dans le cadre d'une stratégie de portage

1 Marchés obligataires euro
Distribution du rendement 23/03/2017



Source : Bloomberg, Recherche Amundi

Mai 2017

de titres High Yield. La recherche de rendement généré par l'environnement de taux bas continue d'offrir un support technique important. De plus, ces flux doivent être mis en perspective avec l'évolution des encours de dette High Yield.

Le volume net de nouvelles émissions a été négatif en 2016. Les encours du marché du High Yield Euro ont baissé de 7 % en 2016 après une forte croissance sur la période 2009-2015. Ce mouvement peut s'expliquer par :

- La préférence des entreprises pour le marché du loan où les refinancements se réalisent plutôt à l'avantage des emprunteurs avec un relâchement des clauses protectrices. L'activité sur le marché du loan s'est accélérée en 2016 aux dépens du marché obligataire.
- Le faible nombre d'opérations de fusions acquisitions qui sont généralement un bon facteur de croissance pour les levées de dette risquées.

Nous pensons que ces tendances devraient perdurer en 2017. Par conséquent, l'offre limitée de papier restera un facteur positif de soutien de la valorisation du marché High Yield Euro.

Les fondamentaux des émetteurs High Yield Euro sont stables

Les entreprises européennes se situent au début du cycle d'expansion. La hausse du levier d'endettement des émetteurs en catégorie spéculative est restée contenue pour les émetteurs notés BB. Le levier d'endettement des entreprises de catégories B est resté stable en 2016, après une hausse en 2015 qui s'explique par une baisse des profits dans les secteurs liés à l'énergie. L'environnement de croissance molle n'a pas incité les entreprises européennes à s'endetter lourdement. Les entreprises restent prudentes et ont davantage recours au marché pour refinancer de la dette existante, que pour financer des acquisitions ou des nouveaux investissements. Les entreprises visent davantage à réduire leur coût de financement, contribuant de ce fait à diminuer le risque de défaut. Les montants de dette levés pour financer des opérations de LBO restent limités par rapport à des moyennes historiques. Les opérations de fusions et acquisitions demeurent peu nombreuses et sont surtout financées sur le marché du loan.

En même temps, les entreprises américaines approchent de la fin du cycle d'expansion. Les leviers d'endettement des entreprises américaines de l'univers IG et HY ont considérablement augmenté ces dernières années. Les émetteurs ont levé des montants records sur les marchés financiers pour financer principalement des activités de fusions et acquisitions et des opérations de rachats d'actions. Les dépenses d'investissement sont globalement restées atones. Notons que la taille du marché obligataire IG a quasiment doublé depuis la crise de Lehmann.

Le taux de défaut du segment high yield a reculé ces dernières années pour toucher un point bas historique à 2 %. Le principal risque associé aux obligations du High Yield est le risque de défaut et nous sommes au cœur d'un cercle vertueux : 1) la forte demande pour le crédit aide les émetteurs à refinancer facilement leur dette et à allonger la maturité moyenne de leur dette 2) les taux d'emprunt historiquement bas permettent également de réduire fortement les coûts d'emprunt. Moody's anticipe que cette tendance perdure et que le taux de défaut des émetteurs Euro HY se maintienne à 2 % en 2017 et en 2018.

> La structure du marché HY est plus défensive en Europe qu'aux États-Unis

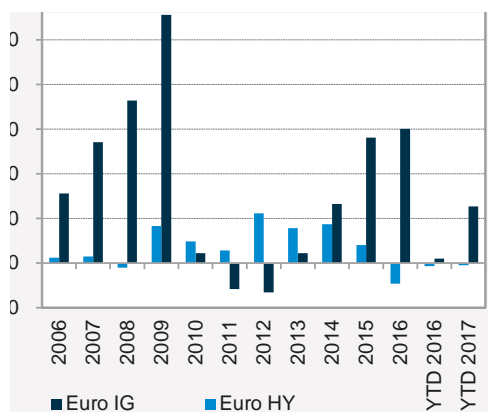
- Le marché américain du haut rendement est plus important en termes de volume. Le marché du HY US pèse 1 300 Mds USD. Le marché HY euro pèse 300 Mds €.
- 66 % des obligations sont notées BB contre seulement 46 % aux États-Unis. Les émissions notées CCC totalisent 6 % de l'univers européen contre 14 % outre-Atlantique.
- Aux États-Unis, le marché du haut rendement est dominé par des entreprises du secteur des communications (18 %), suivie de celui de l'énergie (14 %). En Europe, la classe d'actifs présente l'avantage d'être très diversifiée en termes sectoriels.



Le levier d'endettement des entreprises notées BB est resté très stable ces dernières années



2 Taille du marché HY Euro (variation de la valeur faciale en Mds €)



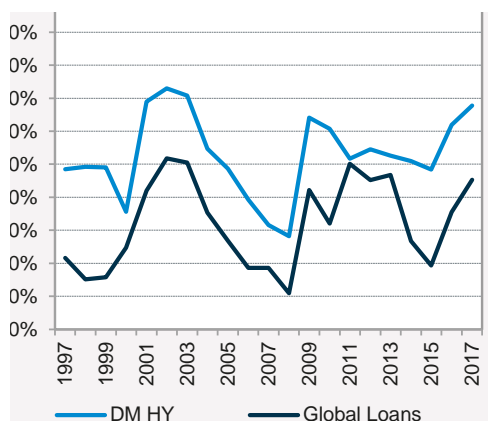
urce: Bloomberg, Recherche Amundi



La politique monétaire restera accommodante dans la zone euro et contribuera à maintenir les taux d'intérêt à un niveau bas



3 Marché primaire : part du refinancement dans le volume total de nouvelles émissions



urce : Bloomberg, Recherche Amundi



Mai 2017

Le HY euro est une classe d'actifs incontournable dans un environnement de taux bas

Stratégie de portage. Le potentiel de resserrement des spreads est limité. Le spread de l'indice HY euro s'est considérablement resserré de 150pb depuis l'annonce du CSPP pour atteindre 323pb début mai 2017. Il se situe maintenant au-dessous du niveau médian enregistré sur la période 2011-2016 (447pb) mais au-dessus du point bas atteint en juin 2014 (298pb). Nous n'anticipons pas à ce niveau de resserrement significatif des spreads mais dans un environnement de taux bas le HY Euro offre des stratégies de portages intéressantes.

Protection en cas de remontée (modérée) de l'inflation et des taux d'intérêt.

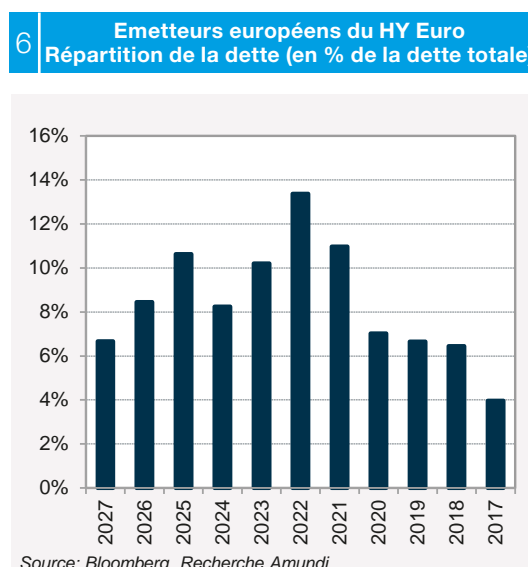
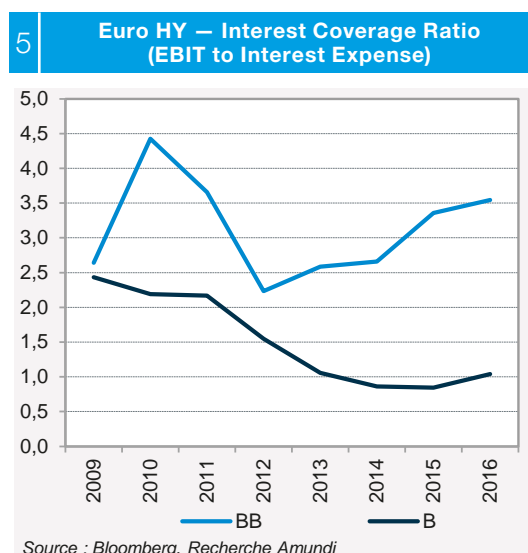
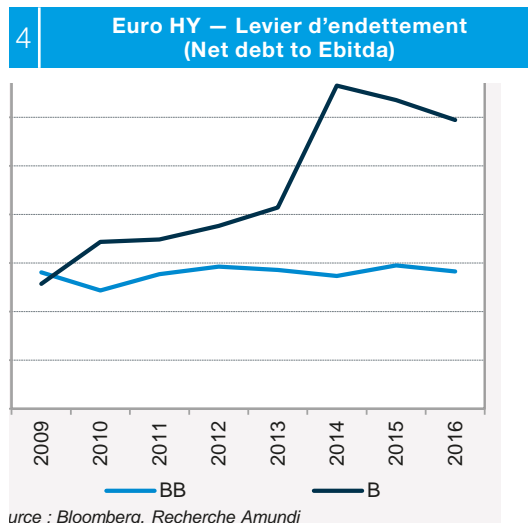
Un positionnement sur les titres du High Yield nous semble particulièrement pertinent dans un contexte de remontée (très graduelle) des taux. Dans l'univers du HY, on constate généralement une corrélation négative entre la performance des bons du trésor et celle des obligations High Yield. Ceci s'explique par le fait que

- Le spread offert par les titres HY constitue un coussin de protection contre une remontée (modérée) des taux sans risque.
- Le comportement des actions et celui des obligations high Yield sont proches durant les phases de hausse des taux d'intérêt. Une croissance économique modérée contribue à l'amélioration des fondamentaux des entreprises et donc au resserrement des spreads.

Nous pensons que le marché du haut rendement européen offre un couple rendement/risque intéressant dans un univers de taux bas et où les fondamentaux des entreprises sont stables. Nous pensons que le potentiel de resserrement des spreads est limité : l'investisseur doit favoriser des opérations de portage. Quels sont les risques liés à cette stratégie :

- 4. Une récession.** Les performances du High Yield seraient sanctionnées par une hausse de l'aversion au risque et une détérioration des fondamentaux des entreprises.
- 5. Une accélération de la croissance et de l'inflation dans la zone euro.** Le High Yield serait pénalisé par la remontée brutale des taux, le positionnement massif des investisseurs sur les actions, l'arrêt du programme de rachat d'actifs de la BCE, un comportement plus agressif des entreprises avec à la clé un durcissement des conditions de financement et une hausse du taux de défaut du marché HY Euro.

Tant que nous n'envisageons pas un de ces deux scénarios le HY euro reste une classe d'actifs attrayante.



3 Primes de risque alternatives : que savons-nous ?

THIERRY RONCALLI, *Recherche Quantitative*

Dans un environnement de taux bas, repenser l'allocation des actifs financiers est un défi commun à tous les investisseurs et détenteurs d'actifs, qui cherchent à diversifier leurs portefeuilles et capter de nouvelles sources de rendement. Le concept de primes de risque alternatives (« alternative risk premia » ou ARP) est un prolongement de l'investissement factoriel en actions. Ainsi, ces deux concepts permettent de mieux comprendre ce que signifie la diversification des risques d'un portefeuille. Dans ce document, nous résumons brièvement les conclusions principales développées dans le dernier document de recherche d'Amundi, « Primes de risque alternatives : que savons-nous ? ».

Définition de la notion de « prime de risque alternative »

Une prime de risque rémunère les investisseurs prenant des risques qui ne peuvent pas être couverts ou diversifiés. Traditionnellement, nous considérons qu'il existe deux primes de risque principales : une exposition longue aux actions et une exposition longue aux obligations¹. C'est sur la base de ce constat que s'est organisé le secteur de la gestion multi-actifs et que les investisseurs institutionnels positionnent leurs allocations stratégiques. Cependant, depuis les années quatre-vingt-dix, des chercheurs universitaires ont montré qu'il existe d'autres sources de prime de risque, qui ont été regroupées sous le nom générique de « primes de risque alternatives ». Ainsi, les obligations catastrophe (« cat bonds ») doivent offrir une prime de risque car l'investisseur prend un risque systématique qui ne peut pas être couvert.

Nous faisons une distinction entre deux familles de primes de risque alternatives : les primes de risque alternatives sur les actifs réels et les primes de risque alternatives sur les actifs financiers traditionnels. Les premières concernent les investissements alternatifs comme l'immobilier, le capital-investissement, les investissements d'infrastructure et la dette privée. La seconde catégorie concerne les facteurs de risque liés aux positions longues et courtes sur actions, emprunts d'État, obligations d'entreprise, devises et matières premières. Dans cette étude, nous nous concentrons sur les primes de risque alternatives liées aux actifs financiers traditionnels. Dans le cas qui nous intéresse, le concept de prime de risque alternative est une extension de la gestion factorielle mise en œuvre par les investisseurs sur le marché des actions. Ainsi, le facteur de risque « momentum » présent sur les actions peut également s'appliquer aux emprunts d'État, aux matières premières ou aux devises.

Quelle est la différence entre l'investissement factoriel et les primes de risque alternatives ?

L'investissement factoriel consiste à construire des expositions longues aux actions directement exposées à certains facteurs de risque communs (ou systématiques) comme la taille, la valorisation ou le momentum. Par construction, ces portefeuilles incluent un risque directionnel ou une composante bêta du marché actions. Ces facteurs de risque expliquent en grande partie la surperformance des portefeuilles actions diversifiés. En d'autres termes, l'alpha n'est pas compatible avec la diversification et les portefeuilles doivent être concentrés sur un nombre limité de positions pour révéler cet alpha.

Les primes de risque alternatives découlent des primes de risque non traditionnelles liées aux actions, aux emprunts d'État, aux obligations d'entreprise, aux devises ou aux matières premières. Elles correspondent à des portefeuilles « long/short » et sont réputées être indépendantes des primes de risque traditionnelles. La prime de risque actions « cross-section momentum » est un exemple connu de prime de risque alternative. Cela consiste à adopter un positionnement long sur les actions les plus performantes et un positionnement

L'essentiel

À l'inverse des primes de risque traditionnelles, qui découlent d'une exposition longue aux actions et aux obligations, les primes de risque alternatives concernent toutes les classes d'actifs (actions, emprunts d'État, obligations d'entreprise, devises et matières premières) et correspondent à des portefeuilles combinant des positions longues et des positions courtes. En fait, les primes de risques alternatives peuvent être considérées comme une extension de l'approche factorielle mise en œuvre par les investisseurs pour construire leurs expositions en actions. Plus précisément, les primes de risque alternatives regroupent deux types de stratégies : les stratégies consistant à exploiter les primes de risque de *skewness*, qui rémunèrent les investisseurs prenant des risques systématiques dans les périodes difficiles (par exemple, la prime « carry » ou de portage et la prime « value »), et les stratégies consistant à profiter des anomalies de marché (par exemple la prime de risque liée au momentum des marchés).

Les rendements des primes de risque alternatives révèlent aussi des caractéristiques hétérogènes en termes de propriétés statistiques, de profil optionnel et de perte maximale. Dans ce contexte, les investisseurs ne doivent pas se contenter de diversifier le risque de volatilité, car il s'agit d'une décision d'allocation tactique. La bonne approche pour construire une allocation stratégique consiste à définir un budget de risque en fonction du risque de *skewness*. Un autre challenge concerne la convexité des primes de risque alternatives et la façon dont celle-ci modifie la construction des portefeuilles de performance en présence de contraintes de passif. Tout comme l'investissement factoriel en actions, les stratégies d'investissement en primes de risque alternatives représentent un domaine de recherche majeur pour le secteur de la gestion d'actifs, et met en évidence la convergence croissante entre la gestion active traditionnelle et la gestion alternative.

¹ Comportant les primes de risque de duration, de qualité de crédit et de liquidité.



Mai 2017

court sur les actions les moins performantes jusqu'alors. La prime de risque de portage sur devises est un autre exemple de prime de risque alternative. Cela consiste à prendre des positions longues sur les devises assorties de taux d'intérêt élevés et des positions courtes sur les devises assorties de taux d'intérêt faibles. La prime de risque de portage sur volatilité est un troisième exemple de prime de risque alternative et consiste à capter la prime entre la volatilité implicite d'un actif et sa volatilité réalisée. En fait, ces primes de risque alternatives ont été identifiées il y a longtemps et l'industrie des hedge funds les utilise depuis toujours.

En quoi les primes de risque alternatives sont-elles si importantes pour les investisseurs de nos jours ?

Les investisseurs doivent mieux structurer leurs portefeuilles autour de facteurs faiblement corrélés et la diversification est l'objectif principal des investisseurs institutionnels afin de mieux gérer le risque de leurs portefeuilles mais aussi la performance associée. Dans un environnement de taux bas, il est vain d'escompter une prime de risque obligataire aussi élevée que celle observée ces vingt dernières années. Par ailleurs se pose la question de la corrélation entre les actions et les obligations, qui doit être positive sur le long terme. La déflation, la crise financière mondiale de 2008 et l'orientation historique de la politique monétaire font partie des facteurs expliquant la corrélation négative entre actions et obligations observée depuis les années quatre-vingt-dix. Cette tendance est-elle vouée à perdurer ou bien assistera-t-on à une inversion de tendance qui permettra au coefficient de corrélation entre actions et obligations de se rétablir en territoire positif ? La réponse dépend fortement du régime de croissance économique et de la politique monétaire.

Alors que les obligations (souveraines) étaient considérées comme des actifs de performance durant la dernière décennie, de nombreux investisseurs les considèrent désormais comme des actifs de couverture, renforçant de fait leur statut de valeurs refuge. On est ainsi passé de portefeuilles actions-obligations diversifiés à des portefeuilles actions avec un effet de levier moindre, qui provient de l'utilisation d'obligations souveraines comme classe d'actifs de couverture et d'obligations d'entreprise moins sensibles au bêta du marché actions². Cette manière d'appréhender l'investissement obligataire est particulièrement acceptée par les investisseurs institutionnels de premier plan comme les fonds souverains.

Cela conduit à élargir la manière d'introduire les expositions aux primes de risque alternatives dans le cadre d'une allocation stratégique d'actifs. L'essor des actifs réels depuis 2008 s'inscrit dans ce contexte. L'émergence récente des primes de risque alternatives est également une réponse au défi de la diversification. Elles contribuent à élargir l'univers des actifs traditionnels et amènent les investisseurs à repenser l'allocation classique du capital entre actions et obligations au sein de leurs portefeuilles. L'investissement en primes de risque permet également aux investisseurs de s'appuyer sur un processus de construction de portefeuille rigoureux et structuré. L'émergence du concept de primes de risque alternatives en parallèle de ceux du « smart beta », du « risk parity » et de l'investissement factoriel n'est donc pas une coïncidence, car ces différents concepts permettent de mieux comprendre ce que signifie la diversification de portefeuille.

Quelles sont les principales conclusions de cette étude ?

Dans ce document, nous faisons une distinction entre les facteurs d'arbitrage et les facteurs de risque. Nous montrons notamment que l'optimisation classique de portefeuille à la Markowitz se concentre principalement sur les facteurs d'arbitrage, tandis que l'approche fondée sur la budgétisation des risques consiste à cibler en priorité les facteurs de risque systématiques. Si nous définissons l'allocation stratégique d'actifs comme la combinaison d'un univers de primes de risque et d'une méthode d'allocation, cela signifie que les modèles classiques d'optimisation



La diversification est l'objectif principal des investisseurs institutionnels afin de mieux gérer le risque de leurs portefeuilles mais aussi la performance associée



L'investissement en primes de risque permet également aux investisseurs de s'appuyer sur un processus de construction de portefeuille rigoureux et structuré



² Cela explique également l'importance croissante qu'occupent les obligations d'entreprise « investment grade » et à haut rendement dans l'allocation stratégique des portefeuilles des investisseurs institutionnels.

Mai 2017

de portefeuille ne sont pas la bonne approche pour construire un portefeuille stratégique à long terme. Les méthodes reposant sur la budgétisation des risques produisent de meilleurs résultats car elles sont beaucoup plus sensibles aux facteurs de risque communs et moins dépendantes des facteurs d'arbitrage.

Nous montrons également que les modèles d'optimisation inter-temporelle de la consommation permettent de mieux caractériser le concept de prime de risque. Plus précisément, une prime de risque correspond à la rémunération attendue par l'investisseur pour s'exposer à des risques systématiques dans les périodes difficiles. Dans la mesure où ce risque ne peut pas être couvert et dans la mesure où le marché a besoin que certains investisseurs supportent ce risque dans les moments les plus critiques, le marché doit rémunérer ces investisseurs. L'étude des stratégies de retour à la moyenne et de suivi de tendance est particulièrement intéressante car elle permet de comprendre si ces stratégies offrent une prime de risque ou non. Nous montrons que les distributions de probabilité de rendement de ces deux stratégies diffèrent fortement (voir Graphique 1). Les stratégies de suivi de tendance affichent un coefficient de *skewness* positif, une perte limitée et bornée et une probabilité élevée de gain illimité. À l'inverse, les stratégies contrariantes affichent un coefficient de *skewness* négatif, un gain borné et une probabilité importante de perte illimitée. Par ailleurs, le profil optionnel des stratégies contrariantes est généralement concave, ce qui signifie que les pertes des stratégies contrariantes surviennent lors des périodes difficiles³. À l'inverse, les stratégies de suivi de tendance affichent un profil optionnel convexe. Par conséquent, les stratégies contrariantes peuvent offrir une prime de risque, ce qui n'est pas le cas des stratégies de suivi de tendance.

En pratique, les primes de risque alternatives englobent deux types de stratégies :

- 1. Primes de risque de *skewness*.** Elles correspondent à la définition ci-dessus. Par exemple, les facteurs de risque taille et « value » correspondent à deux primes de risque de *skewness*.
- 2. Anomalies de marché.** Elles correspondent à des stratégies d'investissement qui ont produit de bonnes performances par le passé, mais leurs performances ne peuvent provenir de l'existence d'un risque systématique lors de périodes difficiles. Leurs performances ne peuvent s'expliquer qu'à la lumière des théories comportementales. Par exemple, les facteurs de risque « *momentum* », « low beta » et qualité sont trois anomalies de marché.

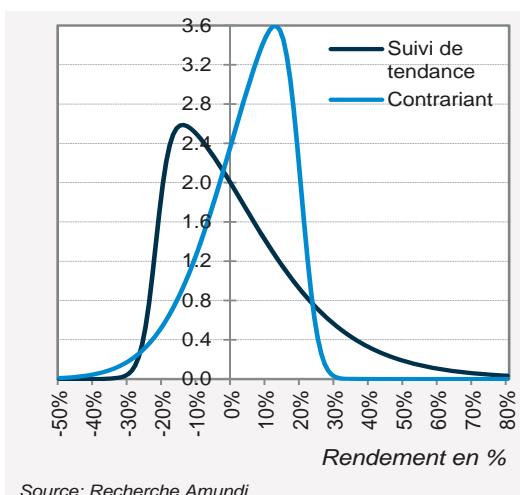
Dans le contexte précédent des stratégies contrariantes et de suivi de tendance, il est évident que le marché a besoin d'investisseurs « value » (ou contrariants) pour exister et fonctionner efficacement. Il n'a en revanche pas besoin d'investisseurs « *momentum* ». Là encore, cela explique pourquoi le marché doit rémunérer les investisseurs « value » et non les investisseurs « *momentum* ». Si le facteur de risque *momentum* a produit des bonnes performances par le passé, il ne peut donc s'agir que d'une anomalie de marché.

Le graphique 2 présente une taxonomie des primes de risque par classe d'actifs. Les différentes catégories de primes de risque sont les suivantes : portage ou « carry », « event », croissance ou « growth », liquidité, « low beta », « *momentum* », qualité, « *reversal* », taille ou « size », « value » et volatilité. Il convient de garder à l'esprit que certaines primes de risque peuvent être mises en œuvre de plusieurs manières et correspondent à différentes stratégies de prime de risque. Par exemple, deux stratégies définissent la prime de risque « *momentum* » : « *cross-section* » et « *time-series* ». Ces deux stratégies de primes de risque sont fondées sur l'hypothèse que les tendances passées présagent des tendances futures. Toutefois, la stratégie *momentum* « *cross-section* » consiste à construire un portefeuille avec un positionnement long sur les actifs qui ont surperformé et un positionnement court sur les actifs qui ont sous-performé. La stratégie *momentum* « *time-series* » consiste à construire un portefeuille avec un positionnement long sur les actifs affichant une tendance historique positive et un positionnement court sur les actifs affichant une tendance historique négative.



Une prime de risque correspond à la rémunération attendue par l'investisseur pour s'exposer à des risques systématiques dans les périodes difficiles.

1 Fonction de densité des stratégies contrariantes et de suivi de tendance



Source: Recherche Amundi



Les primes de risque alternatives englobent deux types de stratégies : les primes de risque de *skewness* et les anomalies de marché.

³ Lorsque les performances des primes de risque traditionnelles sont médiocres.



Mai 2017

Cartographie des primes de risque alternatives					
Stratégie	Actions	Taux	Crédit	Devises	Matières premières
Carry	Dividend Futures High Dividend Yield	Forward rate bias Term structure slope Cross-term-structure	Forward rate bias	Forward rate bias	Forward rate bias Term structure slope Cross-term-structure
Event	Buyback Merger arbitrage				
Growth	Growth				
Liquidity	Amihud liquidity	Turn-of-the-month	Turn-of-the-month		Turn-of-the-month
Low beta	Low beta Low volatility				
Momentum	Cross-section Time-series	Cross-section Time-series	Time-Series	Cross-section Time-series	Cross-section Time-series
Quality	Quality				
Reversal	Time-series Variance	Time-series		Time-series	Time-series
Size	Size				
Value	Value	Value	Value	PPP Economic model	Value
Volatility	Carry Term structure	Carry Term structure		Carry	Carry

Source : Amundi Research

Il convient de garder à l'esprit que certaines catégories de primes de risque ne sont pas présentes dans toutes les classes d'actifs. Par exemple, rien ne prouve clairement que les facteurs « *low beta* », taille et qualité sont des primes de risque de crédit alternatives, probablement parce que ces stratégies de primes de risque peuvent être considérées comme une reformulation des primes de risque traditionnelles de durée, liquidité et notation de crédit.

Nous avons également constaté que les stratégies de portage et momentum sont les primes de risque alternatives les plus pertinentes. Nous les trouvons dans quatre classes d'actifs, même si elles sont mises en œuvre différemment. À l'inverse, la prime de risque « *value* » joue un rôle moins important, sauf pour les actions. Cela tient à la propriété de retour à la moyenne des marchés obligataires, des changes et des matières premières, dont la fréquence est plus longue que celle constatée sur le marché des actions.

La principale conclusion de l'étude concerne la gestion de portefeuille des primes de risque alternatives. Nous montrons que la diversification en *skewness* diffère de la diversification en volatilité. Notamment, contrairement à la volatilité, le coefficient de *skewness* n'est pas une mesure de risque convexe. Cela signifie qu'il existe un niveau plancher à la diversification du risque de *skewness*. Par ailleurs, alors qu'il est assez facile de couvrir le risque de volatilité, il est en revanche difficile, voire impossible, de couvrir le risque de *skewness*. Par conséquent, en accumulant des primes de risque dans le cadre d'une allocation stratégique d'actifs, nous renforçons grandement la diversification en volatilité, mais le risque d'asymétrie relative peut rester élevé. Ceci explique que le ratio de Sharpe n'est pas valide pour appréhender le risque/rendement d'un portefeuille ARP⁴. Autre conséquence : nous devons conjuguer primes de risque de *skewness* et anomalies de marché ou, en d'autres termes, stratégies de primes de risque concaves et convexes (par exemple, portage et *momentum*). Par conséquent, la bonne solution pour définir une allocation stratégique d'actifs consiste à budgétiser le risque de *skewness* et non pas à mettre en œuvre une approche d'optimisation de portefeuille.

“ Les stratégies de portage et *momentum* sont les primes de risque alternatives les plus pertinentes ”

“ Le ratio de Sharpe n'est pas valide pour appréhender le risque/rendement d'un portefeuille ARP ”

⁴ Un meilleur indicateur consiste à comparer le rendement espéré et la perte maximale escomptée.

Mai 2017

Quelles sont les conséquences de l'essor des primes de risque alternatives pour les investisseurs ?

Par-delà la construction d'une allocation stratégique d'actifs, les primes de risque alternatives ont une forte incidence sur deux secteurs de la gestion d'actifs : la gestion multi-actifs et les *hedge funds*.

Dans la mesure où les primes de risque alternatives et la diversification des risques sont étroitement liées, les primes de risque alternatives représentent une nouvelle façon d'appréhender la diversification des risques entre les classes d'actifs. En effet, les primes de risque alternatives concourent à élargir l'univers des primes de risque traditionnelles et s'imposent comme des composantes à part entière de la gestion multi-actifs. Cela signifie que la diversification de portefeuille ne se limite pas à un processus d'allocation du capital entre actions et obligations et/ou à un positionnement géographique. En outre, l'essor des primes de risque alternatives conduit à accélérer le processus en cours qui a débuté avec l'émergence des fonds « *risk parity*⁵ » et contribue à la convergence entre les gestions multi-actifs et multi-stratégies. Dans ce cadre, la diversification couvre deux dimensions : les classes d'actifs et les stratégies de primes de risque.

En incorporant des stratégies de prime de risque dans les portefeuilles diversifiés, nous introduisons de la convexité dans la performance et le comportement de ces investissements. Cela pose la question de la gestion de portefeuille dans le cadre de la gestion actif-passif. Les investisseurs tenus par des engagements de long terme peuvent prendre en compte ces propriétés de convexité pour construire des portefeuilles de performance optimaux. C'est la raison pour laquelle le cadre des primes de risque alternatives remet en question l'articulation entre les portefeuilles de couverture du passif et les portefeuilles diversifiés de performance. Par-delà le paradigme de la gestion « *liability-driven investment* », c'est toute la gestion de portefeuille sous contraintes de passif qui est touchée, y compris les fonds à échéance et les stratégies de gestion du cycle de vie.

Les primes de risque alternatives alimentent également le débat entre alpha et bêta. Aussi, ce n'est pas une coïncidence si les primes de risque alternatives sont appelées bêtas alternatifs dans l'industrie des *hedge funds*, dans le sens où une partie de l'alpha traditionnel s'explique par les bêtas alternatifs. Pendant longtemps, le succès des investissements alternatifs reposait principalement sur deux promesses : la promesse d'une diversification des risques et la promesse d'un alpha. La crise financière de 2008 a montré les limites de ce cadre d'analyse. Premièrement, les *hedge funds* ont confondu diversification en volatilité et diversification en *skewness*. Deuxièmement, ils n'ont pas mis en avant la question des périodes difficiles, pendant laquelle l'alpha est négatif. Si une part importante des rendements des *hedge funds* est due aux primes de risque alternatives, alors la diversification et l'alpha sont étroitement liés. Cette assertion est d'autant plus vraie que la prime de risque de portage est le bêta alternatif le plus important pour comprendre les rendements des stratégies de *hedge funds*⁶.

La gestion « smart beta » et l'investissement factoriel challengent fortement la gestion active traditionnelle, tandis que les primes de risque alternatives défient les fonds d'investissement alternatifs. Cela explique pourquoi certains *hedge funds* ont développé des solutions ARP et ont segmenté leur offre en stratégies de bêta alternatif et stratégies d'alpha pur. Le développement des primes de risque alternatives accélère donc la convergence entre la gestion traditionnelle et la gestion alternative.

⁵ Nous rappelons aux lecteurs que le terme originel est « *risk premium parity* » et non pas « *risk parity* ». En effet, la parité des risques puise ses racines dans la théorie originelle des primes de risque traditionnelles formulées par William Sharpe. À l'optimum, la prime de risque d'un actif est proportionnelle à son risque marginal.

⁶ Par exemple, les stratégies « *relative value* » et « *event-driven* » mises en œuvre par les *hedge funds* sont très sensibles à la prime de risque de portage.



Les primes de risque alternatives représentent une nouvelle façon d'appréhender la diversification des risques entre les classes d'actifs



Les primes de risque alternatives alimentent également le débat entre alpha et bêta



Le développement des primes de risque alternatives accélère donc la convergence entre la gestion traditionnelle et la gestion alternative



4 L'endettement privé de la Chine est-il annonciateur d'une future crise ?

PHILIPPE ITHURBIDE, *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse*

Certains économistes attendent un atterrissage en catastrophe de la Chine... depuis 15 ans ! Il n'y a pas eu d'atterrissage forcé, mais le modèle d'affaires de la Chine a changé au cours de la dernière décennie. La croissance n'est pas aussi axée sur les exportations qu'auparavant, et la demande intérieure est devenue le moteur principal de la croissance. Cela donne à la croissance un caractère plus équilibré, et plus favorable pour la stabilité financière mondiale, mais cette transition (encore en cours) se traduit par un recours excessif au crédit (plus de la moitié de la hausse de la dette d'entreprises du monde émergent a eu lieu en Chine), la dette publique a fortement progressé, la compétitivité industrielle s'est érodée et les gains de productivité sont en baisse. Autrement dit, la croissance potentielle a fortement baissé (10 % il y a 15 ans, autour de 5 % actuellement), et l'endettement a progressé, une combinaison peu flatteuse.

Un changement de modèle...

L'économie chinoise ralentit au fur et à mesure que le pays passe d'un modèle de croissance tiré par l'investissement et l'exportation à un modèle de croissance tirée par la consommation. Ces phases de transition ont toujours été délicates. Après des années de surinvestissement, viennent la surcapacité et le déficit de compétitivité des entreprises de la « vieille économie ». La tendance du gouvernement à promouvoir l'expansion du crédit auprès des entreprises publiques a conduit à une accumulation de dettes. Ces entreprises vivent avec des contraintes budgétaires souples, une faible rentabilité... bref, des situations que nous avons déjà connues dans les périodes de grande transition de l'Union soviétique et de nombre de pays de l'Europe centrale et orientale.

La question n'est donc pas de savoir si la croissance future et potentielle sera plus faible. C'est déjà une donnée... Il s'agit plutôt de savoir si la croissance peut aller bien en deçà de son potentiel actuel et si l'endettement excessif peut générer une crise financière. En d'autres termes, la Chine va-t-elle subir une crise économique à grande échelle ? Les indicateurs les plus récents ont permis de réduire ce risque, la croissance annualisée du PIB se stabilisant autour de 6,7 % au cours des trois derniers trimestres. Un atterrissage forcé/des craintes d'atterrissage forcé aurait un impact très négatif et ses effets en cascade seraient particulièrement désastreux :

- Vulnérabilité des systèmes bancaires,
- Vulnérabilité du système financier international,
- Vulnérabilité de la dette publique et privée de la Chine,
- Impact sur les matières premières et les pays émergents,
- Impact sur les devises des pays exportateurs de matières premières (pays avancés et pays EMG)...
- La Fed cesserait de « resserrer », tandis que la BCE poursuivrait/accélérerait son QE.

La hausse de l'endettement : un facteur de risque important pour la stabilité financière mondiale

La Chine a changé de modèle, c'est un fait. Sa croissance est désormais davantage tirée par la demande interne. Cela ne veut pas dire qu'elle est moins vulnérable, cela veut dire que sa vulnérabilité provient désormais davantage de facteurs internes. Parmi ces facteurs, l'endettement est l'un des plus critiques. La Chine a pu traverser assez aisément la crise de 2007-2008 et la période de grande récession (2008-2010) grâce à l'expansion monétaire et le recours au crédit. Ce fut l'un des prix à payer.

Le Fonds monétaire international (FMI) et la Banque des règlements internationaux (BRI) ont d'ailleurs récemment (fin 2016) alerté la communauté financière au sujet de l'envolée de la dette chinoise. Le FMI s'était préoccupé

L'essentiel

L'économie chinoise ralentit au fur et à mesure que le pays passe d'un modèle de croissance tiré par l'investissement et l'exportation à un modèle de croissance tirée par la consommation. Ces phases de transition ont toujours été délicates. Après des années de surinvestissement, viennent la surcapacité et le déficit de compétitivité des entreprises de la « vieille économie ».

La tendance du gouvernement à promouvoir l'expansion du crédit auprès des entreprises publiques a par ailleurs conduit à une accumulation de dettes. Ces entreprises vivent avec des contraintes budgétaires souples, une faible rentabilité... bref, des situations que nous avons déjà connues dans les périodes de grande transition de l'Union soviétique et de nombre de pays de l'Europe centrale et orientale. La question n'est donc pas de savoir si la croissance future et potentielle sera plus faible. C'est déjà une donnée... Il s'agit plutôt de savoir si la croissance peut aller bien en deçà de son potentiel actuel et si la montée de l'endettement peut provoquer une vraie crise financière. Il est encore trop tôt pour se prononcer, mais nul doute que cette situation doit être suivie de très près, tant la progression de l'endettement privé est spectaculaire depuis la crise financière. Cette tendance n'est nullement soutenable, ni saine...



La question n'est pas de savoir si la croissance future et potentielle sera plus faible. C'est déjà une donnée... Il s'agit plutôt de savoir si la croissance peut aller bien en deçà de son potentiel actuel et si l'endettement excessif peut générer une crise financière

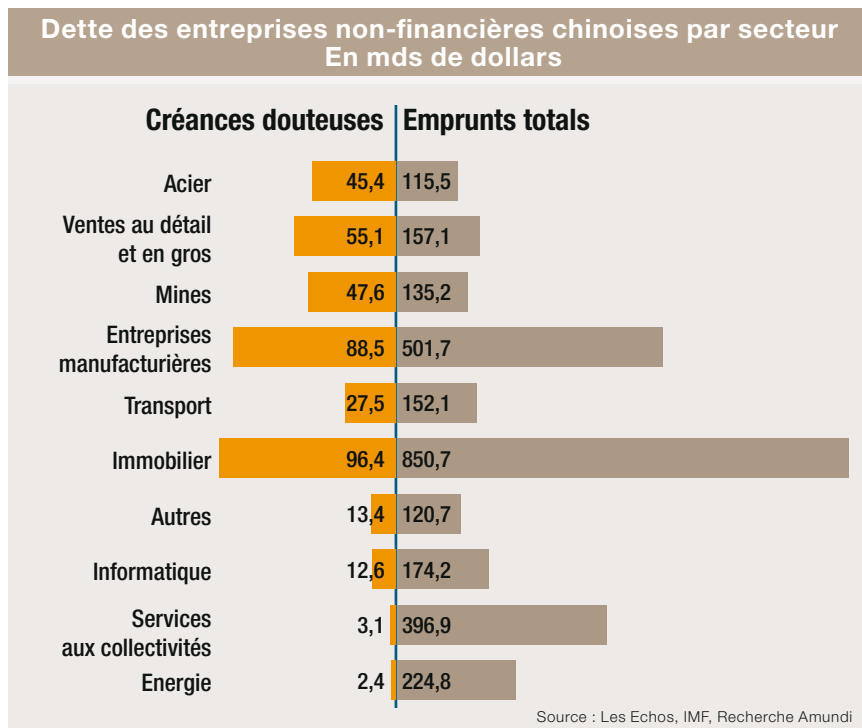


Mai 2017

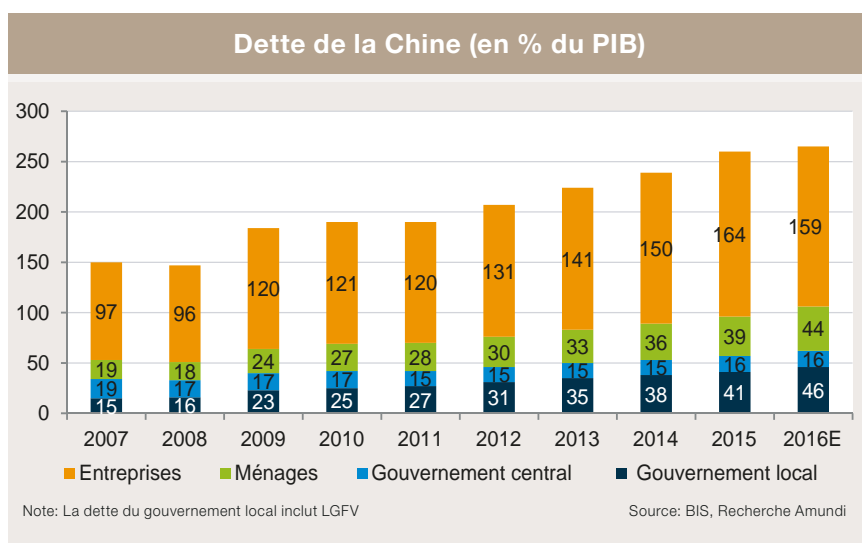
principalement de l'endettement privé, qui atteint 145 % du PIB, alimenté notamment par les entreprises des secteurs traditionnels, où, précisément, les surcapacités demeurent importantes. Selon les données du FMI, le total des créances douteuses serait, en 2016, de l'ordre de près de 400 milliards de dollars (pour un total d'emprunts de 2800 milliards de dollars, soit environ 14 % du total). Les quatre plus grandes banques commerciales chinoises (contrôlées par l'État), ont d'ailleurs affiché une hausse conséquente des créances douteuses à leur bilan au premier semestre 2016.



La Chine a pu traverser assez aisément la crise de 2007-2008 et la période de grande récession (2008-2010) grâce à l'expansion monétaire et le recours au crédit. Ce fut l'un des prix à payer



La BRI a quant à elle opté pour un spectre plus large, celui de la dette globale et prend donc en compte l'endettement du secteur privé et du secteur public. Parmi les composantes de la dette, c'est bien la dette des entreprises qui a le plus progressé depuis la crise financière.

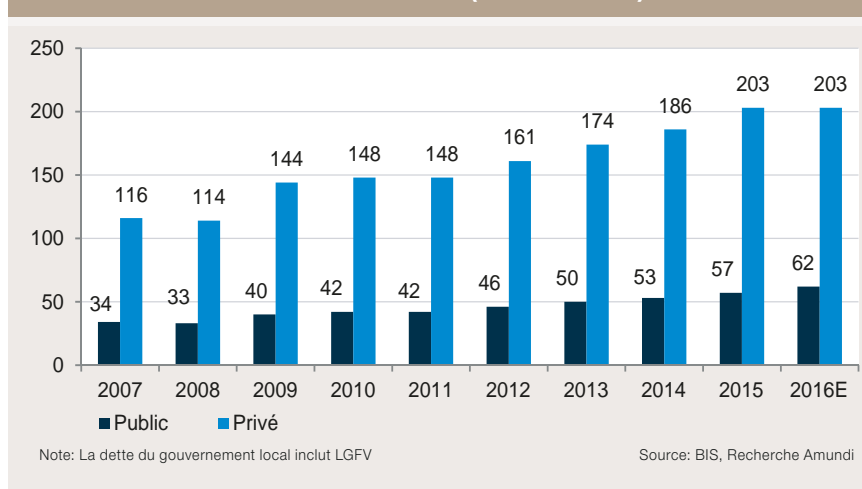


Selon l'Académie chinoise des sciences sociales, la dette totale de la Chine atteignait près de 170 000 milliards de yuans (soit 25 000 milliards de dollars) à la fin de 2015, un équivalent de 250 % du PIB national.



Mai 2017

Dettes de la Chine (en % du PIB)



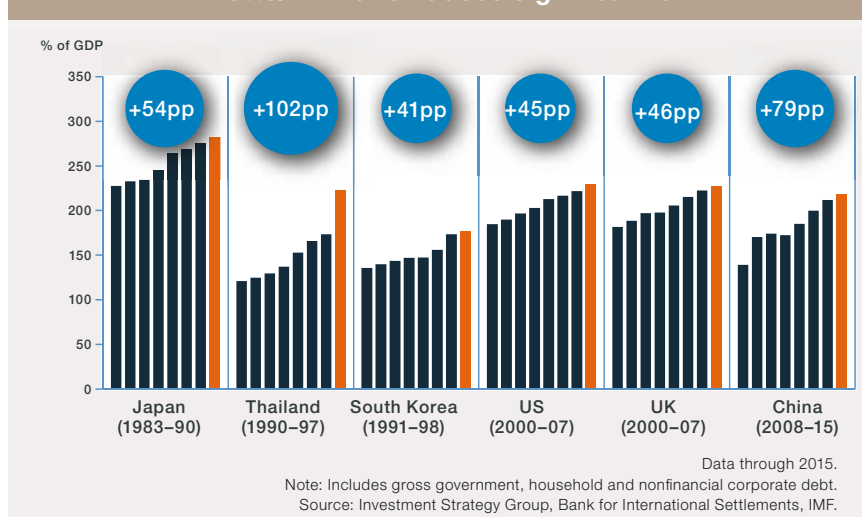
Trois remarques :

1. Le niveau d'endettement de la Chine calculé par la BRI dans son rapport est le plus élevé des 43 pays étudiés, parmi lesquels figurent les États-Unis, la Grèce, ou encore le Royaume-Uni.
2. Ce qui est encore plus inquiétant, c'est la progression de la dette : de 120 % environ il y a à peine 10 ans, le ratio dette totale/PIB a atteint la barre de 250 %, ce qui fait de cette progression l'une des plus élevées de l'histoire récente. C'est ce que montre clairement le graphique suivant, qui met en perspective les épisodes retraçant les plus fortes hausses d'endettement de ces dernières années... des épisodes qui ne se sont pas très bien terminés sur le plan économique et financier.



Le ratio dette totale/PIB a atteint la barre de 250 %, ce qui fait de cette progression l'une des plus élevées de l'histoire récente

Dettes/PIB : une hausse significative

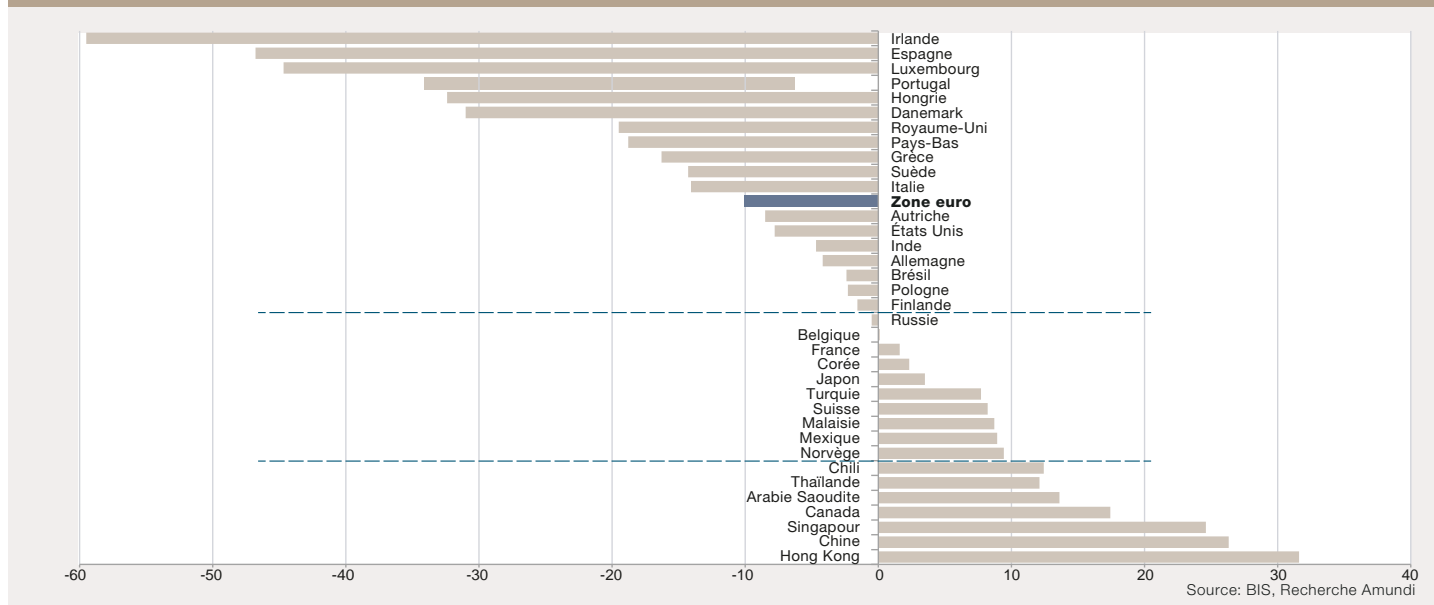


3. Des articles académiques et empiriques mettent l'accent sur la comparaison entre le ratio crédit/PIB et sa tendance à long terme, communément appelé le « credit-to-GDP gap », et montrent qu'il s'agit du meilleur indicateur de crise financière. En substance, et au regard des expériences passées, tout niveau au-dessus de 10 signale une probable crise à venir dans l'une des trois années à venir. Le ratio chinois, à zéro en 2009, est désormais de 30 ! ce niveau est, de loin, le plus élevé au monde : il est inférieur à 2 % en France, inférieur à 5 % au Japon, en Argentine, en Corée, proche de 5 % en Suisse et en République Tchèque, inférieur à 10 % au Brésil et en Russie, autour de 15 % en Thaïlande et à Singapour, inférieur à 20 % au Chili... et proche de 25 % à Hong Kong.



Credit-to-GDP gap : la Chine est hors normes

« Credit-To-GDP Gaps » au T3 2016



Le graphique ci-dessus donne des résultats spectaculaires, et montre à quel point le cas de la Chine et de Hong Kong est atypique, notamment au regard de la situation de l'Europe. Il faut pourtant se garder de tout jugement hâtif et regarder tous ces indicateurs avec prudence, surtout dès que l'on se lance dans les comparaisons entre pays. Plusieurs raisons à cela :

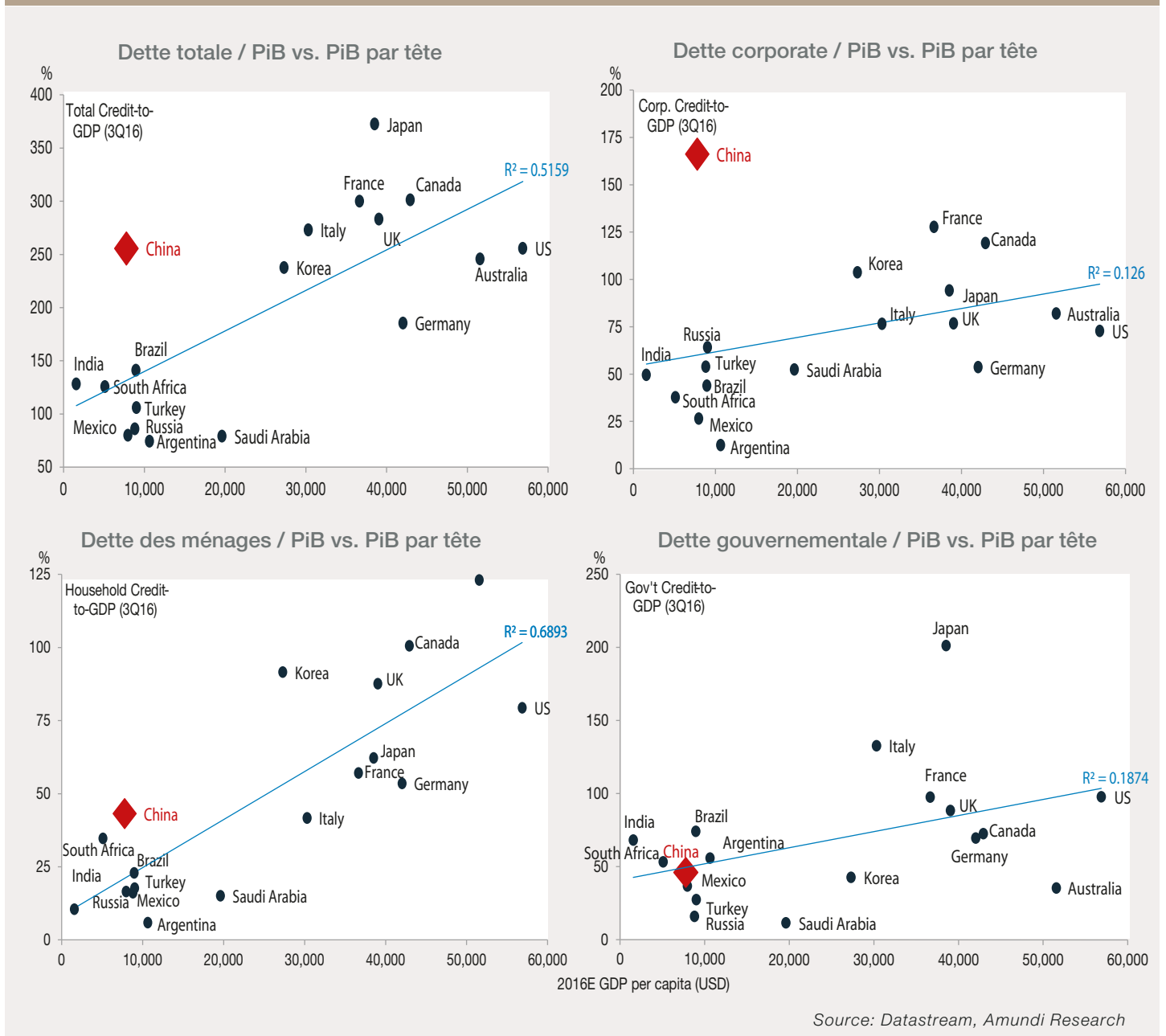
- Tout d'abord, il convient de noter que le ratio « credit-to-GDP gap » de certains pays est actuellement extrêmement faible parce que des pays viennent de sortir d'une situation d'excès d'endettement et de désendettement forcé et violent. Leur endettement actuel peut être encore élevé en volume, mais faible par rapport à la tendance. Ceci explique pourquoi l'indicateur est si faible dans des pays comme l'Irlande, l'Espagne ou encore le Portugal.
- Un ratio peut ensuite être très faible (et jugé peu inquiétant) parce que le pays en question est structurellement faiblement endetté (le cas de l'Allemagne), ou parce que le pays est durablement en excès d'endettement... deux situations bien différentes, mais un niveau similaire pour l'indicateur.
- Enfin, un ratio peut être très élevé si la tendance passée a été particulièrement faible. Le développement des marchés financiers, l'impact de la globalisation, une croissance tirée par l'investissement ou la consommation sont autant de facteurs qui peuvent être à l'origine de la progression de l'indicateur « credit-to-GDP gap » sans que cela soit pour autant particulièrement inquiétant. Pour ce type de pays, souvent les pays en émergence, c'est plutôt la dynamique de l'indicateur l'ampleur qui doit être surveillée. La Chine en est un bon exemple (cf. graphique ci-dessous).

“ Pour les pays en émergence, la dynamique de l'endettement doit être surveillée. La Chine en est un bon exemple ”

« Credit-to-GDP gap » depuis 1995



**Endettement de la Chine.
Une comparaison des pays du G20**



Conclusion

L'observation de l'ensemble des graphiques montre de façon évidente le caractère exceptionnel de la progression de l'endettement privé chinois. Il est bien évidemment difficile de prévoir le moment exact d'une crise financière, mais l'analyse d'autres indicateurs de vulnérabilité met en évidence la fragilité de la Chine sur ce point :

- Le service de la dette dans le secteur privé non financier est passé de 14 % en 2009 à plus de 20 % à la fin de 2015. À titre de comparaison, ce ratio est plus élevé que celui des États-Unis — et similaire à celui du Royaume-Uni — au moment de la crise des « subprimes » de 2007-2008.
- Les crises bancaires ont également tendance à se produire lorsque l'exposition à la chute des prix des actifs est élevée, notamment immobiliers.



Il est bien évidemment difficile de prévoir le moment exact d'une crise financière, mais l'analyse de nombreux indicateurs de vulnérabilité met en évidence la fragilité de la Chine



5 Le cycle d'expansion alimenté par la Chine a-t-il atteint son pic ?

JI MO, Stratégie et Recherche Économique

Pourquoi l'inquiétude des marchés augmente-t-elle ?

1. Les marchés financiers ont bien réagi aux statistiques économiques de la Chine au 1^{er} trimestre 2017 et au mois de mars. Ils restent néanmoins inquiets et doutent de plus en plus de la capacité de l'économie à conserver cette dynamique en raison de divers signes augurant un probable pic. Les prix du **minerai de fer** ont chuté de 28 % par rapport à leur plus haut de février 2017, faisant craindre aux marchés l'imminence d'un pic et une poursuite de la baisse.

Les marchés doivent toutefois garder à l'esprit que le minerai de fer a bondi de +147 % entre décembre 2015 et février 2017. La correction en cours est nécessaire en raison de l'offre excédentaire et elle sera selon nous provisoire.

2. **La croissance de l'IPP chinois** (Inflation des Prix à la Production) a légèrement reculé à 7,6 % en mars 2017 (vs. 7,8 % en février 2017). Les marchés en ont conclu que l'IPP avait atteint un pic après 18 mois consécutifs de hausse initiée avec les données de septembre 2015 (publiées en octobre 2015) qui nous avaient incités pour la première fois à affirmer que l'économie chinoise avait « passé le creux de la vague ».

Nous pensons toutefois que ce léger repli de l'IPP **sera temporaire** et qu'il est dû à la correction des prix des matières premières. Tant que la reprise généralisée de l'économie réelle chinoise se poursuivra (c'est-à-dire qu'elle se stabilisera à son niveau actuel), nous pensons que l'IPP sera en mesure de reprendre sa trajectoire ascendante.

3. Entre le début de l'année et le 23 avril, **les ventes de biens immobiliers en Chine** ont sensiblement diminué dans les 22 plus grandes villes pour lesquelles des données sont disponibles. En volume, ces ventes ont baissé de 17 % en glissement annuel, avec des replis de 31 % et 27 % dans les villes de catégorie 1 et 2, respectivement.

Elles ont toutefois remonté de 11 % dans les villes de 3^e catégorie. La question est donc de savoir si la progression des ventes dans les villes de catégorie 3, 4 et 5 (et dans les villes plus petites et les villages) pourra compenser le ralentissement dans les villes de catégorie 1 et 2. Ce doute assombrit les perspectives du marché. Nous répondons par l'affirmative à cette question et présentons nos arguments dans un autre paragraphe.

Ventes immobilières			
Depuis le début de l'année, au 23 avril 2017	Nb. de villes	Volumes des ventes immobilières (ksqm*)	GA %
Major cities	22	45 890,5	-17 %
Beijing	1	1 717,3	-29 %
Shanghai	1	4 172	-44 %
Shenzhen	1	474,5	-73 %
Guangzhou	1	3 799,3	14 %
Tier-1	4	11 050,7	-31 %
Tier-2	8	16 394,7	-27 %
Tier-3	10	18 445,1	11 %

* Milliers de mètres carrés

Source : Bloomberg, Recherche Amundi, Soufun

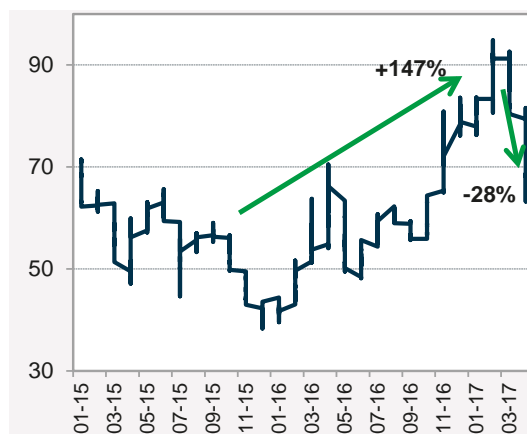
4. Le **durcissement des réglementations** va-t-il réduire la liquidité et se traduire par une nouvelle correction des prix des matières premières et, partant, par une chute des marchés financiers? Lorsque les prix des matières premières baissent, les institutions financières n'ont d'autres choix

L'essentiel

Selon nous, le marché s'inquiète trop de la correction des prix des matières premières, du pic potentiel de l'IPP chinois (Inflation des Prix à la Production), de la baisse des ventes immobilières dans les villes chinoises de 1^{er} et 2^e catégorie (Tier 1 et Tier 2) et de la diminution de la liquidité, dans le sillage du durcissement des réglementations.

Nous pensons que le cycle d'expansion alimenté par la Chine va se poursuivre pour les raisons suivantes: 1. La reprise en cours de l'économie chinoise est généralisée et soutenue car l'augmentation des investissements des entreprises tant publiques que privées est robuste; 2. À l'image de ces derniers temps, la liquidité va continuer à soutenir l'accélération des investissements des entreprises privées et publiques, puisque la croissance de la masse monétaire M1 reste bien plus vigoureuse que celle de la masse monétaire M2; 3. Le secteur immobilier chinois, seul secteur d'activité majeur réservant encore de bonnes surprises, va rester bien orienté compte tenu d'une offre insuffisante, qui réduit les stocks; 4. L'IPP, l'indicateur de prix de référence dans le cadre de la reprise actuelle de l'économie chinoise, va continuer à évoluer dans une tendance très positive (synonyme de taux d'intérêt réels négatifs), ce qui entraînera des révisions à la hausse des résultats des entreprises et une nouvelle réduction des créances douteuses.

1 Chine : Prix du minerai de fer (dollar USD/tonne)



Source : Bloomberg, Recherche Amundi

Mai 2017

que d'alléger leurs positions, une démarche susceptible de renforcer la tendance baissière.

Le renforcement des réglementations va selon nous réduire la liquidité de manière temporaire, probablement au 2^e trimestre, mais certainement pas au 3^e. En effet, le 3^e trimestre interviendra juste avant la transition politique (octobre/novembre) et, à cette période, la liquidité doit être abondante pour assurer une transition aussi stable que possible. Des raisons plus fondamentales existent également.

Pourquoi pensons-nous que le cycle d'expansion alimenté par la Chine n'a pas atteint son pic ?

1. **La reprise économique actuelle est généralisée et dynamique.** Selon nous, sans la demande fondamentale, l'augmentation des investissements serait **généralisée** dans les secteurs privé et public.

a. **L'augmentation de l'investissement privé en Chine** est un bon exemple. Le marché s'est inquiété de l'évolution de **l'investissement privé** après son plus bas en juillet dernier, mais il a atteint de nouveaux plus hauts depuis et laisse présager une augmentation très prononcée des investissements privés.

b. Les **ventes d'excavateurs** sont un bon substitut de l'augmentation des investissements publics. Depuis le mois de mai dernier, les ventes d'excavateurs de l'entreprise Komatsu ont renoué avec une trajectoire positive (+25 %), elles se sont envolées à partir de septembre (+97 %) et ont bondi de +262 % en février. Sans des carnets de commandes aussi remplis pour les deux à trois prochaines années, une augmentation massive des investissements publics ne serait pas possible.

2. **La liquidité a et va continuer à soutenir l'augmentation des investissements des secteurs privé et public.**

a. **La croissance de l'agrégat monétaire M1 en Chine** a atteint un plus bas en mars 2015, avant de se redresser et de dépasser celle de la masse monétaire M2 en octobre 2015, au moment même où nous avons commencé à affirmer que l'économie avait passé le creux de la vague. **Quelles peuvent être les conséquences d'une croissance de M1 supérieure à celle de M2 ?**

L'agrégat monétaire M1 inclut simplement les liquidités et les dépôts à vue, alors que M2 englobe M1 et les dépôts à terme. La différence entre les dépôts à vue et les dépôts à terme témoigne clairement de la propension des ménages, des entreprises ou de l'État à utiliser leurs liquidités maintenant ou à l'avenir.

La très forte accélération de la croissance de M1 (+ 25,3 % en août 2016 par exemple) **témoigne clairement des perspectives d'augmentation des investissements privés et publics, ce qui est très important.** C'est aussi pourquoi nous prévoyons une augmentation des dépenses d'investissements depuis le mois de septembre dernier.

L'écart entre la croissance de M1 et de M2 reste élevé. Il a atteint 15,2 % en juillet dernier et s'établit actuellement à 8,2 %. **Il faudra du temps pour que cet écart se résorbe. Le principal catalyseur de cette tendance sera selon nous le ralentissement de l'augmentation des investissements (scénario sur lequel nous ne tablons pas avant très longtemps) puisque cette augmentation est actuellement bien réelle et généralisée.**

Lorsque les taux de croissance de M1 et de M2 se rejoindront de nouveau, ce sera le signal d'une inflexion du cycle.

b. **Le financement social total** en Chine a atteint 6900 milliards CNY au 1^{er} trimestre 2017 (vs. 6700 milliards CNY au 1^{er} trimestre 2016 et seulement 4600 milliards CNY au 1^{er} trimestre 2015). Le marché doit surtout s'intéresser à l'ampleur de ce système de financement, et pas tant à sa croissance. En effet, il est déjà suffisamment important pour procurer de la liquidité au système et contribuer à l'augmentation des dépenses d'investissement.



Les villes de 3^e et 4^e catégorie vont-elles compenser l'atonie des ventes immobilières dans les villes de 1^{re} et 2^e catégorie ?



2 Chine: Indice des prix à la production (IPP, glissement annuel, %)



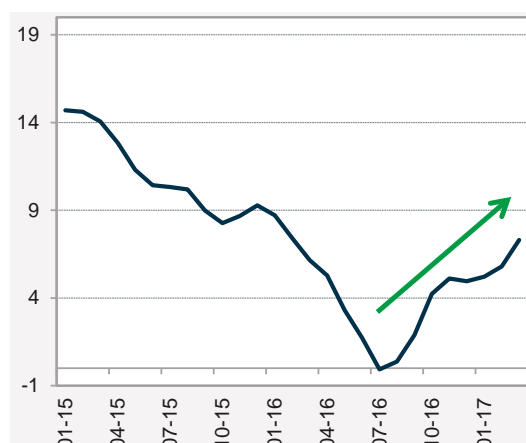
Source : Bloomberg, Recherche Amundi



Le durcissement des réglementations va-t-il finir par amoindrir la liquidité ?



3 Chine: Investissement privé (glissement annuel, %)



Source : Bloomberg, Recherche Amundi

Mai 2017

3. Le secteur immobilier chinois est le seul secteur d'activité majeur réservant encore de bonnes surprises. En octobre dernier, sur fond de durcissement des réglementations, le marché avait anticipé un ralentissement **des investissements immobiliers en Chine**, mais il s'est trompé. En mars 2017, leur croissance a même été très soutenue, à 9,4 % en glissement annuel. Pourquoi ?

Comme nous l'affirmons depuis septembre 2016, les stocks de biens immobiliers dans les villes de catégorie 1 et 2 sont bas. En outre, compte tenu du déstockage important au 1^{er} trimestre 2017 dans les villes de catégorie 3, 4 et 5, les stocks y sont également faibles.

Selon les données existantes sur les **mois de stocks disponibles**, la plupart des villes de catégorie 1 et 2 sont face à une offre insuffisante (Shanghai, Guangzhou, Hangzhou, Nanjing), Beijing est proche d'un équilibre et seul Shenzhen connaît une offre légèrement excédentaire.

Selon nous, cette faiblesse des stocks est le principal déterminant des investissements en capital fixe dans l'immobilier, des nouvelles mises en chantier, voire des ventes. Le rebond des ventes dans les villes de catégorie 3, 4 et 5 est robuste et devrait compenser le léger ralentissement des ventes dans les villes de catégorie 1 et 2. Il convient également de s'intéresser aux volumes (mètres carrés vendus) et pas seulement à la valeur des biens, car les prix dans les villes de catégorie 1 et 2 sont trop élevés, même s'ils augmentent dans toutes les villes d'environ 10 % depuis le début de l'année (au 23 avril 2017).

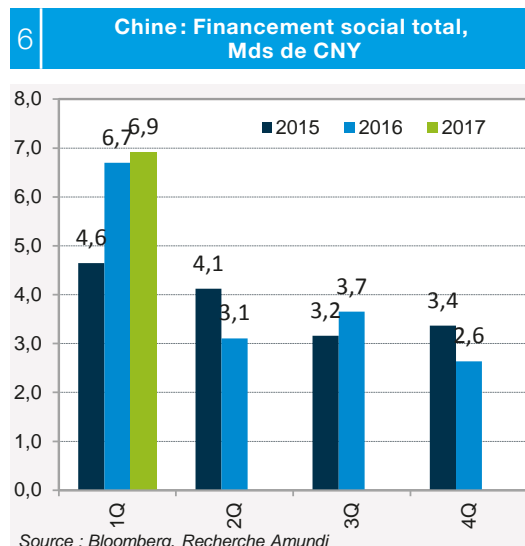
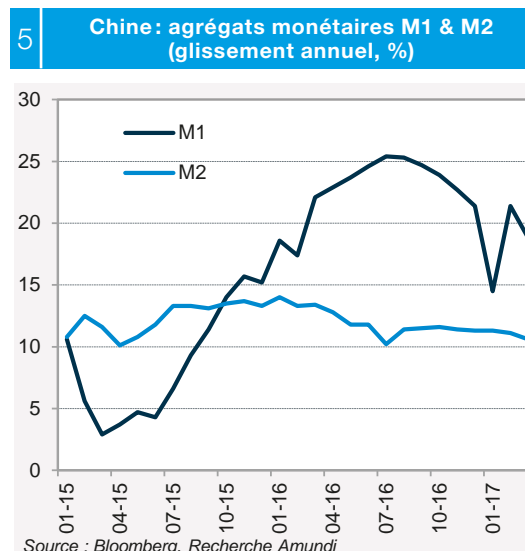
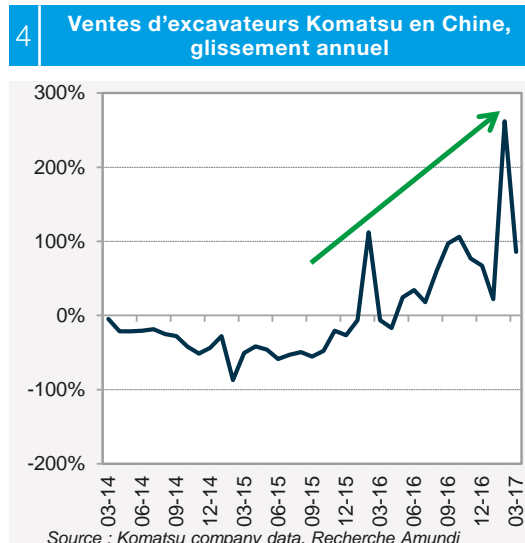
Biens immobiliers en Chine, stocks restants (en mois)						
		Pic	Moyenne*	Actuel (mars 2017)	Écart à la moyenne	Interprétation
Tier 1	Beijing	50,4	12,8	13,7	0,9	Autour de l'équilibre
	Shanghai	20,2	7,5	5,7	-1,8	Insuffisance de l'offre
	Shenzhen	75,8	13	23,8	10,8	Excédent d'offre
	Guangzhou	35,7	10,1	5,3	-4,8	Insuffisance de l'offre
Tier 2	Hangzhou	23,3	6	2,7	-3,3	Insuffisance de l'offre
	Nanjing	42,2	9,1	4	-5,1	Insuffisance de l'offre
Tier 3	Ningbo	129,6	24,7	3,5	-21,2	Insuffisance de l'offre
	Suzhou	34,3	9,5	7,3	-2,2	Insuffisance de l'offre
Tier 4	Huizhou	42,2	9,1	5,5	-3,6	Insuffisance de l'offre

* Sur 2007-2017

Source : Bloomberg, Recherche Amundi, Soufun

4. L'IPP, l'indicateur de prix de référence dans le cadre de la reprise actuelle de l'économie chinoise, va continuer à évoluer dans une tendance très positive. Il a surtout entraîné une forte baisse des **taux d'intérêt réels** (de +10,3 % à -3,25 %, soit un recul de 13,6 %!).

Selon nous, tant que l'IPP reste supérieur à 4,35 % (le taux de référence des prêts à 1 an en Chine), le taux d'intérêt réel chinois restera négatif ou proche de zéro. Cette tendance restera très positive et se traduira par des révisions à la hausse des résultats des entreprises et une nouvelle diminution des créances douteuses.



Mai 2017

Taux de prêt référence à 1 an	-	IPP	=	4,35%	-	7,60 %	=	-3,25%
Taux de prêt référence à 1 an	-	ICP	=	4,35%	-	0,90 %	=	3,45%
Taux de dépôt référence à 1 an	-	ICP	=	1,50%	-	0,90 %	=	0,60%

Source : Bloomberg, Recherche Amundi

Conclusion

Selon nous, le marché s'inquiète trop de la correction des prix des matières premières, du pic potentiel de l'IPP chinois, de la baisse des ventes immobilières dans les villes chinoises de 1^{re} et 2^e catégorie (Tier 1 et Tier 2) et de la diminution de la liquidité, dans le sillage du durcissement des réglementations. Nous pensons quant à nous que le cycle d'expansion alimenté par la Chine va se poursuivre pour les raisons suivantes : 1. La reprise en cours de l'économie chinoise est généralisée et soutenue car l'augmentation des investissements des entreprises tant publiques que privées est robuste ; 2. À l'image de ces derniers temps, la liquidité va continuer à soutenir l'accélération des investissements des entreprises privées et publiques, puisque la croissance de la masse monétaire M1 reste bien plus vigoureuse que celle de la masse monétaire M2 ; 3. Le secteur immobilier chinois est le seul secteur d'activité majeur réservant encore de bonnes surprises compte tenu d'une offre insuffisante, qui réduit les stocks ; 4. L'IPP, l'indicateur de prix de référence dans le cadre de la reprise actuelle de l'économie chinoise, va continuer à évoluer dans une tendance très positive (synonyme de taux d'intérêt réels négatifs), ce qui entraînera des révisions à la hausse des résultats des entreprises et une nouvelle réduction des créances douteuses.



6 Aux États-Unis, le ratio actions/obligations a rejoint son plus haut historique depuis 2000 : que faut-il en penser ?

ÉRIC MIJOT, *Stratégie et Recherche Économique*

Comme escompté dans ces colonnes au mois de mars, l'élection française semble, au moment où nous écrivons, effectivement déboucher sur une opportunité plutôt qu'un risque. L'attention des investisseurs devrait donc à nouveau se focaliser sur la situation américaine et les discussions autour de la réforme fiscale proposée par D. Trump. Précisons notre analyse sur ce marché, en observant notamment le comportement des actions par rapport à celui des obligations.

Les fondamentaux plaident encore en faveur des actions par rapport aux obligations

Aux États-Unis, le ratio de l'indice des actions rapporté à celui des obligations a rejoint son plus haut historique de 2000 (voir graphique 1). Le mouvement s'est accéléré avec la hausse impulsive des taux longs qui a suivi l'élection de Donald Trump en novembre 2016. En effet, depuis la fin des années 1990, les corrélations entre actions et taux se sont inversées et sont devenues positives ; plus précisément, quand les taux longs ont quitté la fourchette de fluctuation entre 4 % et 6 % (voir graphique 2), le risque est devenu plus déflationniste qu'inflationniste. Une diminution de ce risque est donc à la fois haussier taux et actions. D'où l'accélération à la hausse du ratio actions/obligations. Par ailleurs, on peut imaginer que, compte tenu des phénomènes d'anticipation, réinverser les corrélations entre actions et taux, requerra un niveau de taux inférieur à 4 % (3 % ?).

Le ratio actions/obligations évolue aussi parallèlement à l'amélioration du taux de chômage (voir le graphe 1). Ce taux de chômage (4,5 %) vient juste de passer en dessous du NAIRU¹ (voir graphique 3) qui est censé par définition être le niveau d'équilibre en deçà duquel l'inflation peut commencer à accélérer (estimé à 4,7 % par le CBO). Passé ce seuil est historiquement un prérequis avant de parler de fin de cycle mais ne signifie aucunement qu'elle est imminente. En général, la courbe des taux s'inverse aussi avant une récession, ce qui n'est là non plus absolument pas le cas à l'heure actuelle (voir la courbe du bas sur ce même graphe 3).

La valorisation des actions relative aux taux laisse encore de la place pour une progression des actions par rapport aux obligations

- La prime de risque est pourtant inférieure à la moyenne de très long terme

La prime de risque *ex-ante* correspond au différentiel de performance attendue des actions par rapport à un actif sans risque, en l'occurrence aux obligations d'État.

Une façon simple d'estimer le potentiel des actions à long terme revient à considérer l'inverse du PER ajusté du cycle. Ce PER, calculé sur le MSCI USA, ressort à 26x, et indique donc un potentiel à long terme (performance réelle annuelle) de $1/26 = 3,8\%$ auquel il faut ajouter l'inflation estimée à 2,2 % par les taux *forward* à 5 ans pour avoir une estimation en nominal. Soit un potentiel annuel de 6 %.

Une autre approche, celle de Bogle², fait également ressortir un potentiel de 6 % l'an. Cette méthode, là aussi très simple, part du rendement des actions

¹ NAIRU: Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment (Taux de chômage n'accéléralant pas l'inflation)

² John C. Bogle & Michael W. Nolan, Jr, 2015 — *Occam's Razor Redux: Establishing Reasonable Expectations for Financial Market Returns*, *The Journal of Portfolio Management*

L'essentiel

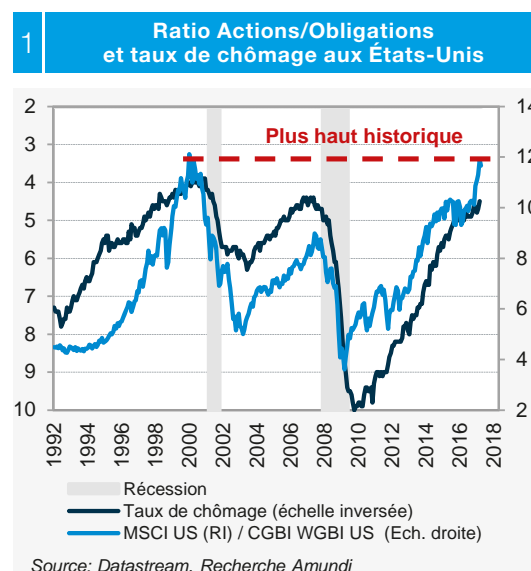
Aux États-Unis, le ratio de l'indice des actions rapporté à celui des obligations a rejoint son plus haut historique de 2000.

Les fondamentaux plaident pour une poursuite de ce mouvement et la valorisation des actions par rapport aux taux reste compatible avec cette idée.

Tant que la dynamique des profits tient et que les discussions sur la réforme fiscale entretiennent l'espoir d'une prolongation du cycle, rester investi sur les actions a du sens. Ces discussions risquent d'aboutir au moment même où les comparaisons annuelles deviendront moins faciles (fin du troisième trimestre) pour les profits. Le couple rendement risque pourrait donc se détériorer au second semestre.

Pour l'instant, se diversifier sur les actions non américaines est la meilleure option, à commencer par celles de la zone euro. Il faudra sûrement envisager une posture plus défensive par la suite.

“ Actions/obligations : record historique ”



Mai 2017

(2,4 %) auquel on ajoute la croissance des profits, correspondant à la moyenne à 10 ans des profits passés (+4,5 %), et un retour du PER, calculé sur les profits des 12 derniers mois (19,5x), vers sa moyenne à 30 ans (17,5x), soit une baisse annualisée de -1 %. Donc, un espoir de rentabilité des actions de +5,9 %.

Si on soustrait le niveau des taux longs, la prime de risque se situerait ainsi à environ 3,6 % (6 %-2,4 %), un niveau 18 % inférieur à la prime de risque moyenne ex-post de 4,4 % depuis 1900³. À première vue, les actions américaines ne sont donc pas spécialement bon marché par rapport aux taux.

- Mais des simulations sur la base de l'Earnings Yield ratio (EYR) montrent qu'il reste quand même de l'espace pour aller encore plus loin sur les actions

Le EYR correspond à l'inverse du PER, calculé sur la base des profits estimés pour les 12 prochains mois, diminué du niveau des taux à 10 ans.

Depuis les années 1980 (voir graphique 4), ce ratio a trouvé 3 zones d'équilibre : 1) autour de 0 jusqu'à la bulle internet, 2) proche de 2 entre la bulle internet et la crise des subprimes, 3) 4,7 depuis. On remarque au passage que les corrélations actions-taux se sont inversées quand on est passé du régime 1 au régime 2.

Si on admet que le risque déflationniste s'éloigne, on peut envisager de repasser du régime 3 au régime 2, donc vers la moyenne de 2, qui correspond d'ailleurs aussi à la moyenne sur l'ensemble de la période depuis les années 1980. Changer de régime de valorisation accompagnerait logiquement la sortie progressive du régime de QE.

Dans ce cas, plusieurs chemins sont possibles en faisant varier les taux et/ou les PER (calculés sur la base des profits attendus sur les 12 prochains mois) dans notre tableau de simulations (voir tableau 5). Par exemple, un retour des taux un peu au-dessus de 3 % (ce qui pourrait entraîner une inversion des corrélations et in fine stopper la hausse du marché des actions) et une hausse concomitante de 2 points de PER (en supposant que les profits attendus ne soient pas révisés). Dans ce cas, le S & P 500 pourrait progresser au-delà de 2600 points. Des taux s'arrêtant à 2,9 % autoriseraient même 3 points de hausse de PER, soit un niveau cible au-delà de 2700 pour le S & P 500 selon cette méthode.

Ceci ne constitue pas des prévisions, mais démontre simplement que le niveau actuel des taux est encore compatible avec une poursuite de la hausse des actions, qui pourrait accompagner l'amélioration économique jusqu'à son apogée.

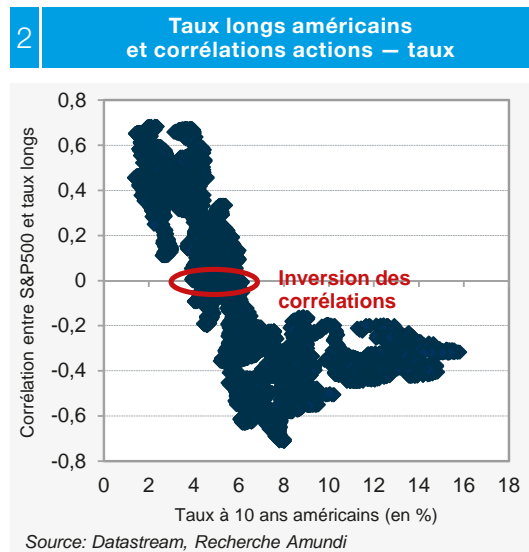
Le couple rendement-risque pourrait néanmoins se détériorer au second semestre

Si la valorisation relative aux taux est toujours portée par la politique non conventionnelle de la Fed et la prudence avec laquelle la banque centrale remonte ses taux directeurs, le niveau du PER (19,5x les profits passés) est excessif par rapport à la formule 20-inflation (*rule of 20*)⁴ et peut même être qualifié de « bulle » ce qui n'est bien sûr pas sans risque.

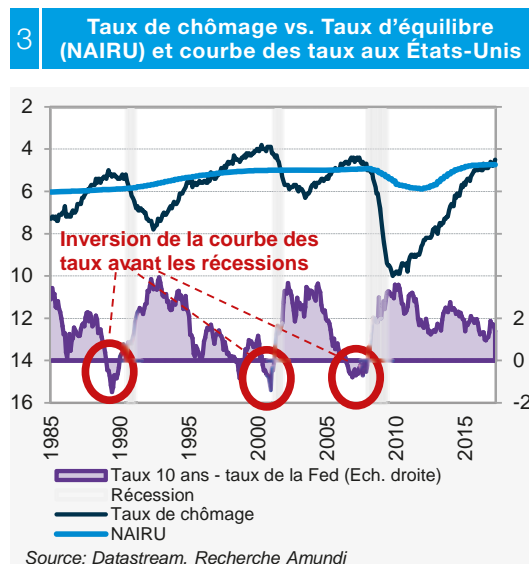
Dans ces conditions, en fin de cycle, il faudra bien corriger à la fois une valorisation excessive des actions et un niveau élevé de profitabilité. Il existe deux possibilités. La première consisterait à corriger les deux dans la foulée autour de la récession qui finira par se produire (a priori pas avant 2019) ; ce qui s'est par exemple déroulé lors des deux dernières fins de cycle de 2000 et 2008. La seconde consisterait à corriger la survalorisation bien avant les profits ; ce qui s'est passé en 1987. À l'époque, le marché a fortement corrigé suite au krach d'octobre avant de se reprendre et la récession ne s'est matérialisée que 11 trimestres après le krach. Ce second scénario, avec lequel on peut dresser

³ Selon Dimson E., Marsh P., Staunton M., 2016. *Global Investment Returns Sourcebook*, la rentabilité réelle annualisée des actions américaines de 1900 à 2015 s'établit à +6,4 % contre +2 % pour les obligations d'État

⁴ Voir l'article « France ou États-Unis : où est le vrai danger pour les marchés d'actions ? » du Cross Asset de mars 2017. Cela a déjà été le cas en octobre 1987 par exemple, ou quand Greenspan a évoqué « l'exubérance irrationnelle » du marché en décembre 1996



“ Chômage, inflation et courbe des taux : encore en faveur des actions ”



Mai 2017

plusieurs parallèles pour comparer la situation actuelle (contre choc pétrolier, rebond temporaire des marges des sociétés) n'est pas à exclure et constitue un scénario de risque crédible pour la seconde partie de l'année. Nous avons largement détaillé ce risque dans notre revue du mois de mars.

Pour que ce risque se matérialise, il faudrait que les taux longs montent par exemple vers les fameux 3 % (le scénario central d'Amundi fait ressortir des prévisions à seulement 2,4-2,6 % à 6 et 12 mois) ce qui dépendra notamment de la capacité de Donald Trump à faire passer son programme de baisse d'impôts et à surprendre positivement les marchés. En quelque sorte, de trop bonnes nouvelles pourraient finalement faire trébucher les actions.

On peut bien sûr aussi envisager un autre scénario de risque, où aucune relance fiscale n'arrive à être passée et où tous les espoirs des marchés retombent en matière de soutenabilité du cycle et donc des profits, ce qui conduirait finalement à un éclatement de ce qu'on pourrait appeler la « bulle Trump », autrement dit des espoirs de prolongation du cycle sur lesquels les marchés ont misé après les élections présidentielles américaines de novembre 2016.

Entre les deux, il existe un chemin idéal, où les mesures fiscales passées sont suffisantes pour maintenir la croissance américaine au-dessus des 2 % en 2018, mais où les taux restent quand même inférieurs au seuil critique des 3 %.

Pour l'instant les marchés d'actions sont portés par une reprise des profits liée au contre-choc pétrolier et l'espoir d'une réforme fiscale entretenu par les dernières propositions de Donald Trump à ce sujet. Les scénarios de risque seront à prendre davantage en compte dans la seconde partie de l'année, alors que les négociations budgétaires n'aboutiront vraisemblablement pas avant l'automne, le moment où les comparaisons annuelles de résultats des sociétés, jusque-là assez faciles, commenceront à se compliquer. Le risque sera alors d'autant plus asymétrique si le S & P 500 a entre-temps poursuivi sa progression.

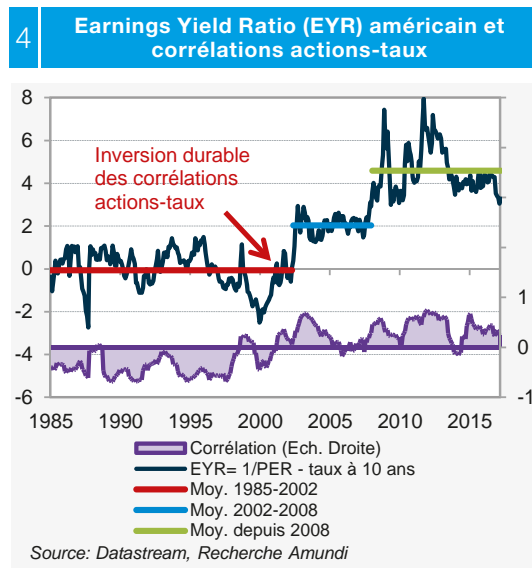
Conclusion : préférer les actions de la zone euro aux États-Unis pour l'instant, et envisager une posture plus défensive par la suite

Le marché américain des actions est cher en termes de PER, mais tant que la dynamique des profits et des taux n'est pas remise en cause, il reste de l'espace pour qu'il surperforme encore le marché obligataire et que la « bulle » des actions continue de gonfler. Les discussions sur la réforme fiscale américaine devraient entretenir l'espoir sans tomber dans l'euphorie, ce qui est également porteur pour les actifs risqués.

Dans un premier temps, rester positionné sur le marché des actions, en privilégiant les autres zones géographiques nous paraît être la solution adéquate. Il s'agit de capter un différentiel de valorisation de moins en moins justifié.

Parmi ces marchés, les actions de la zone euro sont en train de regagner au moins une partie de la prime de risque politique qui existait avant le premier tour des élections présidentielles françaises, ce qui correspond parfaitement à nos attentes, exprimées dans ces mêmes colonnes au mois de mars. Au-delà de la baisse de cette prime de risque politique, elles peuvent profiter de leur plus fort effet de levier opérationnel pour bénéficier davantage que le marché américain de la période d'amélioration des profits en cours, d'autant que les flux qui avaient quitté le navire pourraient saisir toute consolidation pour revenir, et entretenir le mouvement de rattrapage.

Il faudra cependant revisiter cette position au second semestre, car le risque pourrait devenir plus asymétrique, notamment si les taux longs devaient monter plus que prévu. Il conviendrait alors d'adopter une posture plus défensive.



“ Earnings Yield Ratio : changement de régime ? ”

5 Simulation du Earnings Yield (EYR) américain en fonction des taux longs et du PER

PER	Taux						S&P 500
	1,7	2,0	2,3	2,6	2,9	3,2	
14,8	5,1	4,8	4,5	4,2	3,9	3,6	1986
15,8	4,6	4,3	4,0	3,7	3,4	3,1	2120
16,8	4,3	4,0	3,7	3,4	3,1	2,8	2254
17,8	3,9	3,6	3,3	3,0	2,7	2,4	2389
18,8	3,6	3,3	3,0	2,7	2,4	2,1	2523
19,8	3,4	3,1	2,8	2,5	2,2	1,9	2658
20,8	3,1	2,8	2,5	2,2	1,9	1,6	2792

 Niveau actuel du EYR (28/04/2017)
 Moyenne historique EYR = 2

Source: Datastream, Recherche Amundi



7 Turquie : les « vents contraires » vont continuer à souffler

SOSI VARTANESYAN, *Stratégie et Recherche Économique*

Les résultats du référendum et leurs conséquences

Le 16 avril dernier, les électeurs turcs ont, d'une courte tête, voté « oui » à l'occasion d'un référendum portant sur une réforme constitutionnelle, qui prévoit notamment l'instauration d'une présidence exécutive accordant davantage de pouvoirs au président Recep Erdogan. Le résultat du référendum (51,4 % de « oui ») a été largement contesté par l'opposition et les observateurs de l'OSCE (Organisation pour la sécurité et la coopération en Europe). Alors que des élections nationales sont prévues en novembre 2019, la victoire étriquée du « oui » exclut très certainement des élections anticipées. De fait, la nouvelle constitution permettrait à Recep Erdogan de rester président jusqu'en 2029.

L'issue de ce référendum a certes stabilisé les marchés à court terme, mais cette réaction positive pourrait ne pas durer. Les actifs financiers du pays, y compris la lire turque, qui étaient à la peine depuis quelque temps, ont bénéficié du résultat du référendum. Les perspectives à moyen terme restent néanmoins assez incertaines pour plusieurs raisons.

- I. **Les tensions géopolitiques et domestiques** ainsi que les sujets de sécurité vont probablement peser sur la croissance et la confiance des investisseurs.
- II. **Des politiques budgétaire et monétaire accommodantes** : compte tenu du ralentissement de la croissance, les autorités vont probablement adopter des politiques budgétaire et monétaire expansionnistes.
- III. **Les négociations d'adhésion à l'Union européenne en danger** : l'instauration de la peine de mort, actuellement en discussion, pourrait exacerber les tensions entre la Turquie et l'UE, voire entraîner une suspension des pourparlers en vue d'une accession.
- IV. **Affaiblissement du cadre institutionnel** : une présidence exécutive pourrait menacer davantage le fonctionnement des institutions (presse et justice) et affaiblir le système d'équilibre des pouvoirs.
- V. **Une liquidité extérieure faible** : la Turquie affiche un compte courant structurellement déficitaire et une liquidité extérieure faible. Cette situation ne devrait pas s'améliorer en raison du contexte géopolitique actuel, qui pèse sur l'activité touristique.

Évolution de la qualité de crédit

Le résultat du référendum n'augure rien de bon pour la qualité de crédit de la Turquie, qui s'est détériorée ces douze derniers mois, incitant les agences de notation à réviser à la baisse la note du pays. Actuellement, en tant qu'émetteur souverain, la Turquie est classée dans la catégorie spéculative (Ba1 négative/BB négative/BB + stable) par les trois principales agences de notation (Moody's/S & P/Fitch).

La dégradation de la note de crédit du pays est due à des raisons à la fois institutionnelles et économiques :

Fitch : Les principales inquiétudes de Fitch sont liées à la situation politique et à la sécurité, notamment des attentats terroristes susceptibles de peser davantage sur la confiance des investisseurs et des ménages et sur le tourisme, ainsi qu'à l'érosion de l'équilibre des pouvoirs. La vulnérabilité de la Turquie à l'évolution de la confiance des investisseurs, liée à une « position tendue sur le plan de la liquidité extérieure », est également mentionnée parmi les facteurs ayant justifié la dégradation de la note du pays en janvier 2017. En outre, l'agence pense que la croissance du PIB va retomber à 2,3 % en moyenne par an entre 2016 et 2018, contre 7,1 % lors des cinq années précédentes.

L'essentiel

Le 16 avril dernier, les électeurs turcs ont, d'une courte tête, voté « oui » à l'occasion d'un référendum portant sur une réforme constitutionnelle, qui prévoit notamment l'instauration d'une présidence exécutive accordant davantage de pouvoirs au président Recep Erdogan.

L'issue de ce référendum a certes stabilisé les marchés à court terme, mais cette réaction positive pourrait ne pas durer.

“ Les perspectives à moyen terme restent néanmoins assez incertaines pour plusieurs raisons...” ”

“ La qualité de crédit de la Turquie s'est détériorée ces douze derniers mois, incitant les agences de notation à réviser à la baisse leur note ” ”

“ Les principales inquiétudes de Fitch sont liées à la situation politique et à la sécurité, susceptibles de peser sur la confiance des investisseurs et des ménages et sur le tourisme, ainsi qu'à l'érosion de l'équilibre des pouvoirs ” ”

Mai 2017

Standard and Poor's : En revanche, S & P s'inquiète davantage du niveau élevé des besoins de financement extérieur et des engagements extérieurs nets du souverain, ainsi que des réserves de changes assez limitées (24 % du PIB). Si la perspective de la note a été ramenée à « négative » en janvier 2017, cela est dû à l'augmentation des risques liés à la balance des paiements et à la situation budgétaire.

Moody's Investor Service : Les inquiétudes de Moody's sont assez proches de celles de Fitch et S & P : des besoins importants de financement extérieur et un « contexte géopolitique perturbé », qui freine la croissance et la confiance des investisseurs. L'agence de notation table sur une poursuite des incertitudes politiques et une marge de manœuvre très limitée pour lancer des réformes structurelles dans un tel contexte.

Conclusion

Malgré le répit procuré par le résultat du référendum, nous pensons que l'économie turque va continuer à affronter des « vents contraires », étant donné les tensions persistantes sur les plans géopolitique et de la politique intérieure, affaiblissement des institutions, faiblesse de la liquidité extérieure et ralentissement de la croissance, dans un contexte mondial de remontée des taux d'intérêt. À moyen terme, ces tensions vont probablement peser sur la qualité de crédit et les performances des actifs turcs.



La dégradation de la note de Moody's s'explique par le niveau élevé des besoins de financement extérieur et un « contexte géopolitique perturbé », qui freine la croissance, la confiance des investisseurs et les réformes structurelles.



8 Le scénario reflationniste bénéfique aussi aux franchises bancaires de dépôts en Europe !

THOMAS LAPEYRE, *Analyse Financière*

Les tendances reflationnistes vont probablement continuer à jouer un rôle essentiel pour les banques européennes au cours des prochaines années. L'amélioration des fondamentaux, dans le sillage de la révision à la hausse du PIB 2017-2018, devrait renforcer la confiance dans la hausse des taux d'intérêt.

Les banques espagnoles et italiennes sont les plus sensibles à une remontée des taux courts car leurs structures de portefeuilles de prêts sont adossées à des taux variables courts termes (Euribor 3 mois). Selon notre analyse, les bénéfices des banques européennes pourraient augmenter de 15 % en moyenne à un horizon de deux ans si les taux d'intérêt augmentaient de 100 pb. Ce sont les établissements espagnols et certaines banques italiennes qui en profiteraient le plus (bénéfices cumulés sur deux ans en hausse de 20 %-25 % en moyenne), contre moins de +10 % pour certaines banques scandinaves et du Benelux.

Même si « le taux forward » de l'Euribor 3 mois anticipe une hausse d'environ 100 pb au cours des 5 prochaines années (ce qui maintiendrait ce taux à court terme en territoire négatif pendant 1 à 2 ans encore), ce sont les premières hausses de taux d'intérêt de 30 à 50 pb qui sont les plus rentables pour les banques d'Europe du sud (Italie et Espagne). Elles bénéficieraient dans ce cas d'une amélioration de leur marge de crédits sans affecter leur marge de dépôts. En effet la répercussion de la hausse des taux courts serait mécanique sur les prêts alors que dans le même temps, la rémunération des dépôts resterait inchangée car les taux courts seraient encore négatifs après la première hausse de 30 pb, et encore faibles même en cas d'une augmentation de 50 pb. S'agissant d'une hausse supplémentaire de 50 pb, les dépôts sur les comptes courants (quasiment non rémunérés) seraient placés sur des dépôts à terme rémunérés, ce qui impliquerait une sensibilité moins forte à une amélioration des résultats que dans le cas de la première hausse de 50pb des taux d'intérêt.

Les banques des pays du sud de l'Europe ne seraient pas les seules à bénéficier de la remontée des taux courts.

Les banques françaises, du Benelux et les banques allemandes possédant de larges franchises de dépôts seraient également sensibles à l'augmentation des taux courts. Les banques françaises devraient voir leurs bénéfices augmenter de 15 % en moyenne à un horizon de deux ans, en ligne avec la moyenne des établissements européens. Toutefois, la modification de la formule de calcul du Livret A (en septembre prochain) pourrait faire baisser son taux de rémunération de 25 pb (fixé à 75 pb actuellement) et par conséquent accroître les bénéfices des banques françaises de 4 % à 5 % supplémentaires (hypothèse non intégrée dans notre prévision de hausse de 15 % des bénéfices). Même si la nouvelle formule de calcul du Livret A donne plus de poids aux données de marché et fait baisser implicitement l'influence politique sur le niveau de la rémunération du livret A, il est peu probable que le nouveau gouvernement français après les élections décide d'abaisser le taux du Livret A en janvier prochain.

Les banques françaises et allemandes, ayant dans leurs portefeuilles une large part de prêts immobiliers à taux fixe, sont également sensibles à une hausse des taux longs sur leur marché domestique. Les dépôts domestiques des banques françaises sont réinvestis sur la durée moyenne (7 ans actuellement) de leurs prêts immobiliers à taux fixe et le rendement de ce réinvestissement devrait progressivement augmenter à mesure de la pentification de la partie longue de la courbe des taux.

Alors que les anticipations de hausse de taux courts se maintiennent, la BCE pourrait probablement être amenée à relever son taux de rémunération négatif facturé aux banques qui lui octroient leurs excédents de dépôts. Deux raisons à cela : Premièrement, les excédents de dépôts des banques placés au jour le jour auprès de la BCE assortis d'une charge de -40 pb ont eu finalement un impact positif limité sur la croissance des prêts des banques, comme l'avait

L'essentiel

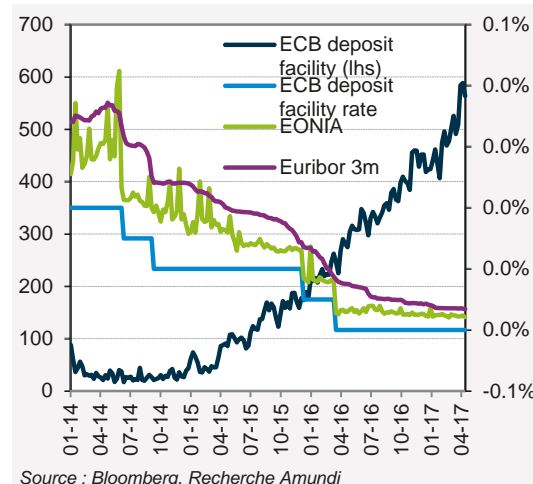
Même si le marché n'a pas encore complètement intégré les avantages de la tendance reflationniste susceptible de se matérialiser dans les cinq prochaines années, les investisseurs ont conscience que ce sont les activités de prêts à taux variable des banques espagnoles et italiennes qui en bénéficieraient le plus.

En revanche, les investisseurs ont à ce stade assez mal intégré le potentiel d'amélioration de la rentabilité de certaines franchises de dépôts (notamment en France, au Benelux et en Allemagne) dans des conditions reflationnistes. Ainsi, il reste de la valeur cachée pour les franchises de dépôts en Europe particulièrement dans un environnement de hausse de taux d'intérêt mais comme d'habitude la sélection de valeurs reste essentielle.



Les banques françaises devraient voir leurs bénéfices augmenter de 15 % en moyenne à un horizon de deux ans pour une remontée des taux de 100 pbs

1 **Corrélation entre le taux de facilité de dépôts BCE et le taux EONIA**



Mai 2017

souhaité initialement la BCE. Deuxièmement, il existe une corrélation historique très marquée ente les taux d'intérêt à court terme et le taux de facilité de dépôts de la BCE. En conséquence une remontée du taux de facilité de dépôts de la BCE de 15 à 20pbs au cours des douze prochains mois passant d'un taux de rémunération négatif de -40pbs à -20pbs semble vraisemblable compte tenu des anticipations de hausse de taux à court terme.

Pour les banques françaises qui placent une partie significative de leurs excédents de dépôts auprès de la BCE, une remontée du taux de facilité de dépôts de la BCE de 40pbs d'ici 2 à 3 ans (de -40pbs à 0pb) améliorerait mécaniquement leur marge d'intérêt et doperait leurs bénéfices de 5 % en moyenne.

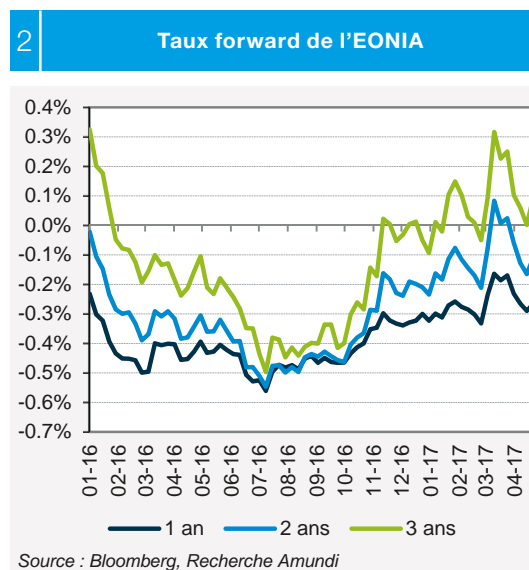
À long terme, un environnement de hausse des taux est favorable aux *business models* diversifiés des banques françaises, sur leurs activités de banques domestiques mais également pour la banque d'investissement et aussi pour leurs métiers d'épargne et d'assurance. À court terme, la perspective d'une hausse des taux longs pourrait continuer à inciter les clients à renégocier leurs prêts immobiliers, maintenant une pression sur les marges des activités domestiques de détail des banques françaises.

Conclusion

Même si le marché n'a pas encore complètement intégré les avantages de la tendance reflationniste susceptible de se matérialiser dans les cinq prochaines années, les investisseurs ont conscience que ce sont les activités de prêts à taux variable des banques espagnoles et italiennes qui en bénéficieraient le plus. En revanche, les investisseurs ont à ce stade assez mal intégré le potentiel d'amélioration de la rentabilité de certaines franchises de dépôts (notamment en France, au Benelux et en Allemagne) dans des conditions reflationnistes. Ainsi, il reste de la valeur cachée pour les franchises de dépôts en Europe particulièrement dans un environnement de hausse de taux d'intérêt mais comme d'habitude la sélection de valeurs reste essentielle.



Il reste de la valeur cachée parmi les franchises bancaires de dépôts en Europe dans un environnement reflationniste



Mai 2017

NOTES





Amundi Research Center

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



Foreign Exchange
Money Markets
Equities

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

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

Publications récentes

Working Papers

- **Alternative Risk Premia: What Do We Know?**
THIERRY RONCALLI — *Recherche Quantitative*
- **Portfolio optimisation in an uncertain world**
MARIELLE DE JONG — *Recherche Quantitative*
- **The Reactive Covariance Model and its implications in asset allocation**
EDUARDO ABI JABER — *Quantitative Analyst – ENSAE ParisTech* – DAVE BENICHOU, *Portfolio Manager*, HASSAN MALONGO — *Recherche Quantitative*

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

- #8 — **Second tour de l'élection présidentielle: Macron vs. Le Pen: enjeux et risques**
PHILIPPE ITHURBIDE — *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse*
- #7 — **Premier tour de l'élection présidentielle: Les scénarios de risque extrême disparaissent et l'incertitude se dissipe**
PHILIPPE ITHURBIDE — *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse*
- #6 — **Les candidats et l'Europe: loyauté, protestation, défection?**
PHILIPPE ITHURBIDE — *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse*, VALERIE LETORT — *Stratégie et Recherche Économique*
- #5 — **Dette publique française: 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

Amundi, Société anonyme au capital de 746262615 € - Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 04000036 – Siège social: 90 boulevard Pasteur – 75015 Paris – France – 437 574 452 RCS Paris www.amundi.com

Crédit photo: iStock by Getty Images - Essentials