

Cross asset investment strategy

Juin 2017

Achévé de rédiger le 6 juin 2017



Allocations d'actifs
Banque d'Angleterre et Brexit

Cycle de crédit aux US

Les entreprises US
sont-elles en risque ?

Marchés émergents
et matières premières

**Saison des résultats :
quels enseignements ?**

Deleveraging financier
en Chine: état des lieux

Secteur des biosimilaires

**Commerce mondial :
une nouvelle réalité ?**

Juin 2017

Allocation d'actifs

Nos convictions

Page 4

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

Le thème du mois

Page 9

Après la consommation, l'investissement et les politiques budgétaires et fiscales, le commerce mondial peut-il redevenir un moteur de croissance ?

Le commerce mondial – en repli très net depuis une décennie – peut-il, avec la consommation, l'investissement et les soutiens budgétaires et fiscaux, contribuer à l'accélération de la croissance ? Pas sûr, compte tenu des vents de face structurels.

Tableaux récapitulatifs

Page 15

Facteurs de risque

Page 16

Contexte macroéconomique

Page 22

Prévisions macroéconomiques et financières

Page 23

Sommaire

États-Unis

1 La situation des États-Unis dans le cycle du crédit incite à la prudence

Page 24

L'une des ambitions de Donald Trump était de ramener la croissance économique au-dessus de 3 % sur le long terme. Cependant, la position des États-Unis dans le cycle de crédit (endettement record des entreprises et fort recours au crédit à la consommation des ménages) va vraisemblablement contrarier ces plans.

> FOCUS > L'enquête sur les conditions de crédit réalisée par la Fed auprès des principales banques américaines (« *Senior Loan Officer Opinion Survey* ») confirme un scénario moins optimiste

2 Les entreprises américaines sont-elles en danger ? Où en sommes-nous dans le cycle du crédit américain ?

Page 28

Les entreprises américaines se sont fortement endettées ces dernières années profitant de la faiblesse des taux. Mais l'environnement a changé : la Fed a entamé son cycle de durcissement de sa politique monétaire. Les entreprises américaines sont-elles en danger ?

> FOCUS > Dans le cycle actuel, les dépenses ont été alimentées par les fusions-acquisitions et les rachats d'actions
> Cycle de crédit

Juin 2017

Politique monétaire

3 Comment la Banque d'Angleterre perçoit-elle le Brexit ?

Page 34

La façon dont la Banque d'Angleterre (BoE) perçoit le Brexit a beaucoup changé depuis le début 2016. Après avoir été trop pessimiste et avoir rapidement pris des mesures d'accommodation monétaire, on peut se demander dans quelle mesure elle ne serait pas devenue trop optimiste.

> **FOCUS** > Les élections anticipées du 8 juin

Émergents

4 Rally sur les actifs émergents et baisse des prix des matières premières : faut-il s'en inquiéter ?

Page 38

Les actifs émergents ont aujourd'hui le vent en poupe. Mais les derniers mouvements de prix sur les marchés des matières premières ont généré de nouvelles appréhensions du côté des analystes et intervenants de marchés. À tort ou à raison ?

Chine

5 Chine : les investisseurs doivent-ils s'inquiéter du deleveraging financier ?

Page 41

Le phénomène de désendettement en Chine semble inquiéter les investisseurs, mais cette crainte nous semble exagérée à la fois en termes de resserrement potentiel de la liquidité et de correction des marchés. Le désendettement financier engendre un durcissement des conditions de crédit pour le secteur financier, mais pas dans l'économie réelle, et il n'entraîne pas de resserrement monétaire. Les craintes des marchés concernant le désendettement financier en Chine devraient se dissiper au 2nd semestre 2017, avant qu'une tendance négative fasse son retour au 1^{er} trimestre 2018 lorsque toutes les mesures auront été déployées.

Actions

6 Enseignements de la saison des résultats du T1 2017

Page 44

La saison des publications touchant à sa fin, le moment est venu d'en tirer le bilan. Avec une progression des résultats à deux chiffres pour l'ensemble des régions développées, et des révisions substantielles des BPA, celle-ci aura largement tenu ses promesses. D'ici la fin de l'année, il va devenir plus difficile de surprendre. Dans ce contexte, la zone euro où la reprise s'affirme et où les bases de comparaisons sont plus aisées aura des atouts à faire valoir.

Éclairage sectoriel

7 Les biosimilaires sont maintenant une réalité, même pour les biomédicaments les plus complexes

Page 46

Dans les 5 prochaines années, les biosimilaires sont appelés à jouer un rôle de plus en plus important en tant que moteur majeur de la réduction des coûts de santé aux États-Unis et dans le reste du monde, et en élargissant l'accès des patients à certains biomédicaments très complexes. Sur les dix thérapies les plus vendues au monde, huit pourraient être concurrencées par des biosimilaires, en particulier parmi les traitements contre les maladies inflammatoires.

Allocation d'actifs

Nos convictions

PHILIPPE ITHURBIDE, *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse*

Quoi de neuf ces dernières semaines ?

L'accalmie s'est poursuivie au cours de ces dernières semaines, du fait de la disparition de la quasi-totalité des risques politiques en Europe et des indicateurs économiques encourageants voire même rassurants dans l'ensemble des pays.

1. La croissance se poursuit

Les enquêtes de confiance et les indicateurs économiques continuent de montrer la poursuite de la croissance mondiale, une croissance qui reste tirée par la demande intérieure. Aux États-Unis, les estimations du PIB indiquent un net rebond au deuxième trimestre : après un premier trimestre assez faible (qui a cependant été révisé à la hausse à 1,2 % contre 0,9 % auparavant), il semble bien que cela progresse nettement, les estimations oscillant, en rythme annuel, entre 2,2 % (selon la Fed de New York) et 3,7 % (Fed d'Atlanta), pour le trimestre en cours. Dans le même temps, le taux de chômage a atteint un plus bas sur 10 ans (4,4 % contre un chômage de long terme estimé à 4,7 % par la Fed). Comme l'inflation baisse également (1,9 % pour l'inflation cœur), cela n'inquiète pas les marchés financiers. Même sentiment sur la croissance en Europe avec en plus de bons messages en provenance de l'investissement.

Même le Japon va mieux. L'économie a progressé de 2,1 % annuellement au premier trimestre 2017, soit le 5^e trimestre consécutif d'expansion (au-dessus de la prévision médiane de 1,7 %). Nous avons donc révisé de 1,0 % à 1,2 % notre prévision de croissance pour 2017, mais nous maintenons notre prévision pour 2018.

2. La Chine perd du crédit auprès de Moody's

Moody's a tout récemment dégradé la note de crédit de la Chine, de AA3 à A1. Cette décision est justifiée par le sentiment que « *la force financière de la Chine continue de décliner, la dette augmentant à mesure que la croissance potentielle ralentit* » (voir sur ce point notre article dans le dernier numéro mensuel du cross asset). Moody's note que « *les progrès en cours sur les réformes sont susceptibles de transformer l'économie et le système financier au fil du temps, mais ils n'empêchent pas une augmentation matérielle supplémentaire de la dette et l'augmentation conséquente des passifs éventuels pour le gouvernement* ». La dégradation de la note chinoise n'a pas eu d'impact sur les marchés financiers, et elle aura également peu d'impact sur l'économie chinoise :

- La dégradation de la note ne concerne que les obligations en devises, soit moins de 1,5 % du total des obligations en circulation. Les investisseurs étrangers ne détiennent que 4 % environ des obligations de l'État chinois.
- Alors que Moody's a dégradé la note de crédit de la Chine, l'agence de notation a en même temps révisé à la hausse les perspectives (elles passent de négatives à stables).
- Les quatre principales agences de notation chinoises ont conservé une note supérieure pour le souverain, ce qui a pour conséquence de rassurer les détenteurs domestiques de dette chinoise.

Au total, la décision de Moody's n'a entraîné aucun stress, même si leurs commentaires sur l'endettement et la croissance à long terme ne sont pas totalement rassurants, et nous partageons leurs points de vue depuis bien longtemps.



Les enquêtes de confiance et les indicateurs économiques continuent de montrer la poursuite de la croissance mondiale, une croissance qui reste tirée par la demande intérieure



Moody's dégrade la note de la Chine... une décision sans impact... à tort ou à raison ?



Juin 2017

3. L'inflation progresse, mais reste contenue

L'inflation globale a certes augmenté dans le monde entier (notamment du fait d'un effet de base lié au pétrole), mais l'inflation coeur reste sous contrôle et les anticipations d'inflation sont bien ancrées. La BCE envisage même de revoir à la baisse (une nouvelle fois) ses anticipations d'inflation pour la zone euro. Le pétrole s'est stabilisé dans une fourchette \$50-55, mais on sait bien que l'offre des États-Unis devient cruciale, pouvant entraîner le cours du brut vers une fourchette plus basse, de \$40-50. Sujet d'inquiétude pour les pays producteurs (le Venezuela est au bord de la rupture... i.e. du défaut), mais bonne nouvelle pour les pays consommateurs comme la Chine et l'Inde.

4. Élimination du risque politique en zone euro et apparition des risques aux États-Unis ?

Les risques politiques ont presque disparu des écrans radar en **Europe**, suite à l'élection du pro-européen Emmanuel Macron en France, et à son programme liant réformes, « flexi-sécurité » et élimination progressive des déficits publics.

- Les élections législatives auront lieu en **France** les 11 et 18 juin. Le parti du nouveau président est en tête dans les sondages, avec 31 % des intentions de vote, contre le Front National à 19 %, les partis de droite à 18 %, La France insoumise à 14 %, et le Parti socialiste à 7 %. Avoir la majorité absolue à l'assemblée nationale n'est pas un pari irréalisable pour le nouveau Président français.
- En **Allemagne**, Angela Merkel accroît son avance dans les sondages pour l'élection du 24 septembre : le CDU-CSU est à 34 %, le SPD à 31 %, l'AfD (extrême droite) à 9 %, les verts à 7 %, Die Linke (extrême gauche) à 7 % et le FDP (parti libéral) à 6 %.
- En **Italie**, la situation reste complexe, mais pas forcément inquiétante. Elle est complexe, parce que les clivages sont importants, et que selon les sondages, le parti démocratique et le mouvement 5 étoiles seraient très proches, entre 25 et 30 % chacun. Comme on le sait, le leader du mouvement 5 étoiles veut quitter l'euro mais il n'aura pas les moyens de forcer l'organisation d'un référendum. Une coalition entre le parti démocratique (Renzi) et Forza Italia est toujours le scénario le plus probable. Autrement dit, pas de risque systémique, sachant en outre que l'Italie est sans doute le pays au monde avec la plus grande habitude et capacité à gérer efficacement des coalitions. À noter que La Commission européenne a également adopté une attitude plus conciliante sur le déficit italien.
- En **Grèce**, le Parlement a approuvé la plupart des mesures requises par les créanciers, ce qui devrait ouvrir la voie au décaissement nécessaire pour couvrir les besoins de cet été, ce qui n'est déjà pas si mal.
- De son côté, le **Portugal** est sorti de la procédure européenne pour le déficit excessif.

Aux **États-Unis**, l'augmentation de la pression sur l'administration Trump (sur les allégations d'influence russe) est palpable, et le thème de « *impeachment* » gagne du terrain. À ce stade, les républicains, qui ont une majorité confortable à la Chambre des représentants (55 % des sièges) s'opposeraient probablement à une procédure d'*impeachment* à la Chambre. Ils sont sans doute susceptibles de changer d'avis uniquement si la popularité de D. Trump s'effondre. Rappelons qu'un « impeachment » ne signifie pas la fin de la présidence. En vertu de la constitution, la mise en accusation se produit à la Chambre des représentants si une majorité simple approuve les actes d'accusation précédemment approuvés en comité. Ensuite, la mise en accusation va au Sénat, où un vote à la majorité des deux tiers est nécessaire pour provoquer le départ du président.

L'autre sujet d'inquiétude réside dans la capacité de D. Trump à faire passer son programme. Il a certes obtenu l'accord de la Chambre des Représentants pour l'abrogation de l'Obamacare, mais le Sénat doit encore se prononcer. La Maison Blanche a présenté sa proposition de budget le 23 mai, comprenant de fortes réductions des dépenses publiques, mais il semble bien que la probabilité de voir le projet fiscal adopté par le Congrès durant l'été soit faible. Autrement dit, il y a peu à attendre avant l'automne du côté fiscal. On peut

“ L'inflation progresse, mais n'est pas hors de contrôle ”

“ Les risques politiques ont presque disparu des écrans radar en zone euro ”

“ La probabilité de voir le projet fiscal adopté par le Congrès durant l'été est faible ”



Juin 2017

même ajouter que l'enquête en cours sur une éventuelle influence russe sur l'élection présidentielle) peut ralentir (voire geler) les négociations entre les membres du Congrès sur les questions fiscales. Au total, le risque politique et le risque sur la politique fiscale ont grossi, c'est une évidence.

5. Les politiques monétaires deviennent plus restrictives, mais elles restent accommodantes...

Aux États-Unis, ce sont deux hausses de taux qui sont attendues en 2017 (une en juin et une autre en septembre ou en décembre). Cela nous semble crédible et sans grand risque pour l'économie américaine et les marchés financiers... sauf si l'administration Trump est incapable de mettre en place la politique fiscale envisagée : en effet, la **Fed** peut adopter une politique plus restrictive si la politique fiscale devient plus accommodante. Les États-Unis ne peuvent pas avoir, en même temps, une politique monétaire restrictive, une politique budgétaire restrictive et une politique fiscale neutre, sans que cela soit sans dommages pour l'économie et les marchés financiers (marchés d'actions notamment). Voilà un enjeu particulièrement important pour les marchés obligataires et les marchés d'actions. Cela est d'autant plus vrai que la Fed projette également de revoir sa politique d'achat d'actifs et de procéder aux premières opérations de réduction de son bilan. Les derniers compte rendus de FOMC ont en effet révélé que la Fed envisageait d'introduire des « plafonds » sur les montants en dollars des titres du Trésor et de l'agence qui resteraient en circulation chaque mois (autrement dit, elle cesserait de réinvestir l'intégralité des papiers de son bilan venant à maturité). Ces « plafonds » seraient réévalués tous les trois mois. Cela veut dire que les investisseurs hors Fed devront absorber un surplus d'offre de papiers, et que le marché sera de moins en moins administré/protégé. Indiquons que 427 milliards de dollars des titres du Trésor américain détenus par la Fed viendront à échéance en 2018 et 357 en 2019, dont une partie (à définir par la Fed) ne sera pas réinvestie. Il existe actuellement un consensus large sur le fait que l'annonce d'une modification de la politique de réinvestissement pourrait avoir lieu au cours du quatrième trimestre 2017. S'attendre à une remontée des taux courts et longs aux États-Unis.

La **BCE** a tout récemment changé sa communication du fait de l'équilibre des risques. La BCE est confiante sur la reprise économique, et sur l'inflation. Selon ses différents commentaires, on dit miser sur le maintien de taux bas, « bien plus loin que l'échéance de la politique d'achat d'actifs nets ». Le débat sur l'atténuation du programme d'achats d'actifs est vif, et il n'est pas déraisonnable de penser que la BCE évoquera de nouveaux changements avant la fin de l'année.

Des stratégies d'investissement confortées

De ce qui précède, on peut en déduire quelques conclusions clés.

En premier lieu, **notre préférence pour les actifs risqués doit être conservée**. Les risques politiques en Europe se sont très fortement atténués, et les craintes en matière d'inflation sont amplement compensées par l'amélioration des conditions de croissance.

La vigilance ne doit cependant pas être relâchée. La faible volatilité, la chute de la corrélation entre les actions, le repli des spreads souverains, le repli du niveau des CDS souverains... tout semble indiquer que le risque global a diminué... mais ce n'est bien sûr pas aussi simple, notamment quand on met en relation risque et valorisation. On sait depuis bien longtemps déjà que l'environnement de taux bas a bouleversé les valorisations : les taux longs sont bien plus bas que leurs valeurs d'équilibre hors assouplissement quantitatif des banques centrales et que tout débat sur les QE remet en question le niveau des taux d'intérêt. Autrement dit, l'environnement actuel ne saurait masquer le **risque asymétrique** sur ces mêmes *spreads* : le potentiel d'élargissement est bien plus fort désormais que le potentiel de resserrement, dans des marchés en outre à liquidité limitée.

Il faut garder en tête la présence de risques asymétriques, mais **nous conservons néanmoins une préférence nette pour les obligations d'entreprises**

“ Sans doute pas de grands changements avant l'automne sur le plan de la politique fiscale américaine ”

“ La Fed pourrait modifier sa politique de réinvestissement au cours du quatrième trimestre 2017 ”

“ La BCE pourrait évoquer une atténuation de son programme d'achats d'actifs avant la fin de l'année ”

“ Tout semble indiquer que le risque global a diminué ”

Juin 2017

européennes (vs obligations gouvernementales). La recherche de *spreads* a permis un refinancement des entreprises extrêmement favorable: les entreprises ne sont plus très sensibles à une hausse des taux, et cela donne un répit de 18 à 24 mois, sans doute. Aussi bien aux États-Unis qu'en Europe, les taux de défaut implicites et réels sont faibles, et ils devraient le rester.

La recherche de *spreads* et la meilleure tenue de l'activité économique, ainsi que les réformes à venir sur le marché du travail (en France) sont autant de facteurs qui redonnent un peu plus d'intérêt aux obligations d'entreprises, dettes listées et dettes privées. La recherche de *spread* devient moins confortable au regard des discussions autour des politiques monétaires, mais bien plus confortables au regard de la santé et de la profitabilité des entreprises. Compte tenu de nos anticipations concernant la BCE (maintien des taux bas et poursuite d'un QE suffisant en termes de volume d'achats), poursuivre ces investissements nous semble très cohérent à ce stade.

La présence de risque asymétrique joue également sur les marchés d'actions. C'est pour cela que depuis quelque temps déjà, nous préférons la zone euro — ainsi que le Japon et les marchés émergents — aux États-Unis (beaucoup trop chers). La faiblesse des prix des matières premières et du pétrole en particulier sont évidemment des signaux d'alerte pour de nombreux pays, mais il ne fait pas oublier que les zones de croissance dans les pays émergents (nous pensons plus spécialement à l'Asie) sont des zones consommatrices de matières premières.

Nous n'éluons pas non plus le fait que les politiques monétaires deviennent plus restrictives, dans les faits (les taux d'intérêt aux États-Unis), ou dans les anticipations (QE aux États-Unis, QE en Europe notamment), mais l'inflexion n'est pas encore suffisante pour devenir inquiétante. Elle reste limitée à certains pays, et souvent conditionnée à d'autres éléments. En particulier, le resserrement monétaire de la Fed nous semble lié fortement à l'avenir de la politique fiscale... et sur ce point, il n'y a pas lieu d'attendre grand-chose pour l'instant. De même, le débat sur le QE européen grandit, mais les taux vont rester bas et la BCE continuera d'acheter bien plus que le montant des émissions nettes de la zone (lui-même en baisse). Le risque politique, quant à lui, a cédé du terrain. En d'autres termes, on ne trouve pas beaucoup de raisons d'être structurellement court duration sur les pays périphériques de la zone euro.

Une fois n'est pas coutume, nous n'avons pas de vues très tranchées sur les cours de change. Les « *misalignments* » ne nous semblent pas majeurs, et les tendances actuelles ne plaident pas forcément pour des grands mouvements. Certes, certaines devises sont fragilisées par un environnement domestique (re) devenu plus difficile (le real brésilien, la livre turque notamment), d'autres sont aidées par une dynamique de croissance meilleure (le rouble russe), d'autres enfin nous semblent en sursis (le GBP face aux enjeux et aux négociations du Brexit, par exemple), mais les cours de change USD – JPY – EUR devraient peu bouger dans l'immédiat (un petit biais favorable à l'euro nous paraît raisonnable).

“ Regain de croissance, politiques monétaires accommodantes et recherche de *spreads* = un intérêt grandissant pour les obligations d'entreprises, dettes listes et dettes privées ”

“ Depuis quelque temps déjà, nous préférons la zone euro — ainsi que le Japon et les marchés émergents — aux États Unis ”

“ On ne trouve pas beaucoup de raisons d'être structurellement court duration sur les pays périphériques de la zone euro ”

“ BRL et TRY fragilisés, RUB plus solide, GBP en sursis, biais positif pour EUR ? ”



Juin 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"> • Surpondération la plus forte : actions zone euro vs US • Surpondéré Japon et marchés émergents vs US • Surpondéré en facteur value • Choix secteurs Europe <ul style="list-style-type: none"> - Surpondéré : technologie, énergie - Neutre : REITs - Sous-pondéré : utilities, santé, financières • Au sein des pays émergents : <ul style="list-style-type: none"> - Surpondéré : Pérou, Russie, Mexique - Sous-pondéré : Taïwan, 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 restant sélectif : à beta élevé en zone euro, à beta faible aux US • Duration : globalement neutre/short, avec un biais short sur les segments à taux négatifs, et biais long sur les pays périphériques • Court duration en GBP et JPY • Long en obligations réelles US et Euro • Dettes émergentes : <ul style="list-style-type: none"> - Surpondéré en dette en devises dures (long USD) - La poursuite de la reconstitution de la poche dette en monnaie locale s'est poursuivie (désormais également surpondéré) • Réduction du Long USD vs EUR et JPY • Peu de positions longues en devises matières premières 	<ul style="list-style-type: none"> • Surpondéré en actions zone euro • Positions longues en facteur « value » en Europe • Positions longues en facteur qualité aux US • Globalement positif sur les actions japonaises • Sous-pondéré en actions US • Globalement short duration sur la poche obligataire • Garder la surpondération (et long duration) en obligations périphériques euro par rapport au cœur • Légère surpondération en US Treasuries • Obligations d'entreprises : positif sur HY et IG, Europe et US, long financières et industrielles • Surpondéré en dette EMG hard currencies vs. dette locale • Devises : légèrement Long USD et JPY • Positions macro-hedging conservées : volatilité et US Treasuries • Vues positives sur les breakeven inflation toutes zones



Allocation d'actifs

Le thème du mois

Après la consommation, l'investissement et les politiques budgétaires et fiscales, le commerce mondial peut-il redevenir un moteur de croissance ?

PHILIPPE ITHURBIDE, *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse*

La croissance en zone euro progresse, ce qui conforte notre opinion sur les actifs risqués de la zone. L'investissement se redresse peu à peu, la consommation reste solide et les perspectives de soutiens budgétaires et fiscaux améliorent les perspectives... Il ne manque plus que les échanges commerciaux et tous les moteurs de croissance seront alors allumés...

La croissance économique redevient plus solide, notamment en zone euro, et il est légitime d'être relativement optimiste

En effet, les moteurs de croissance s'allument un à un. Certes, rien de bien spectaculaire pour le moment, mais une tendance néanmoins intéressante.

- La **consommation**, déjà plutôt solide, conserve un rythme soutenu ; la faible inflation, le bas niveau des taux d'intérêt mais aussi la capacité du modèle social et fiscal européen à corriger les inégalités, à redistribuer la richesse et à lisser les chocs ont fait de la zone euro une zone à plus forte résilience en période de crise. La rigidité du modèle a cependant un défaut, celui de ralentir les phases de reprises. En somme, l'activité économique de la zone euro est protégée en phase de crise, mais freinée en phase de croissance. Cela explique en partie le retard qu'a pu prendre la zone euro dès 2009, l'autre explication étant bien évidemment la survenance d'une seconde crise, la crise de la dette.
- L'**investissement**, atone depuis la grande récession, pointe également le bout de son nez.
- Les **politiques budgétaire et fiscale** sont en passe d'accompagner un peu plus l'activité économique, fortes 1) des marges de manœuvre obtenues grâce à la baisse des taux (qui n'a pas été mise en danger par les élections françaises, 2) des échéances électorales, qui ont habituellement tendance à relâcher les politiques de rigueur, « 3) de la volonté plus affirmée de mieux lutter contre le creusement des inégalités, visible sur la dernière décennie, et 4) de l'abandon graduel des politiques d'austérité, qui d'une part ne sont plus nécessaires, et d'autre part, n'ont pas montré leur inefficacité, notamment sur le plan politique et social...
- Restent les **exportations**, dernier moteur de la croissance un moteur plutôt en panne au cours de la dernière décennie, et notamment depuis 2001. La tendance reste encore atone, sauf peut-être pour une partie du monde, l'Asie.

Il faut noter qu'au cours des toutes dernières années, la croissance – faible – reposé essentiellement (voire exclusivement) sur la consommation. C'est en ce sens que le relais de l'investissement, des politiques fiscales et éventuellement du commerce mondial est crucial, car cela a des conséquences majeures pour les actifs financiers :

Tout cela conforte les investisseurs – dont nous sommes – qui ont décidé de rester surpondérés en actions européennes malgré l'environnement électoral de la France ;

- Les valeurs cycliques devraient tirer parti de la situation,

L'essentiel

La croissance en zone euro progresse, ce qui conforte notre opinion sur les actifs risqués de la zone. L'investissement se redresse peu à peu, la consommation reste solide et les perspectives de soutiens budgétaires et fiscaux améliorent les perspectives... Il ne manque plus que les échanges commerciaux et tous les moteurs de croissance seront alors allumés... Le commerce mondial – en repli très net depuis une décennie, peut-il contribuer à l'accélération de la croissance ?

Pas sûr, compte tenu des vents de face structurels que nous avons identifiés dans cet article. Concernant le commerce mondial, le « nouveau normal » pour les 15 ans à venir pourrait bien ressembler aux cinq années qui viennent de s'écouler (croissance du commerce mondial bien inférieur à la croissance de l'économie mondiale), et non aux 30 années qui ont précédé cette période (croissance du commerce deux fois supérieure à la croissance mondiale). Il ne reste donc que la consommation, l'investissement et les politiques budgétaires et fiscales... ce n'est déjà pas si mal.



Les politiques budgétaire et fiscale sont en passe d'accompagner un peu plus l'activité économique



L'environnement actuel conforte les investisseurs – dont nous sommes – qui ont décidé de rester surpondérés en actions européennes malgré l'environnement électoral de la France



Juin 2017

- Les thèmes « value » gardent leur intérêt, surtout en comparaison avec les marchés américains,
- Les perspectives de profit s'améliorent (voir article n° 6 de cette revue).

Le commerce mondial peut-il, avec l'investissement, assurer une accélération de ces tendances ?

Avant toute chose, revenons sur les déterminants du repli du commerce mondial. Pas moins de dix facteurs de contraction peuvent être mis en lumière (pour plus de détails, se référer à notre Discussion Paper : « Commerce mondial : vers un « new normal » ? », Amundi DP series #22, mai 2017) :

- 1. Le repli de la croissance potentielle.** Partout celle-ci a fléchi, que ce soit en Europe, au Japon, aux États-Unis, en Chine ou dans la plupart des pays émergents. Parmi les facteurs « lourds », structurels, rappelons i) la baisse de la population en âge de travailler et/ou la baisse des taux d'activité ; ii) l'accroissement massif des inégalités qui pèse sur la croissance économique potentielle ; iii) la baisse ou à la stagnation du salaire réel disponible (on retrouve ici le rôle des politiques de salaires et celui de la fiscalité) ; iv) l'impact du poids de la dette (contraintes par les dettes, les États ne peuvent plus contrer les cycles économiques comme avant).
- 2. La faiblesse de l'investissement,** un des grands facteurs de développement des échanges. Certains considèrent que cette faiblesse est liée à la sévérité de la crise financière et à la faible disponibilité du crédit pour les nouvelles entreprises. D'autres évoquent la faiblesse de la demande interne, d'autres mettent l'accent sur les grandes tendances démographiques.
- 3. Le niveau des droits de douane a quasiment atteint sa limite,** ce qui explique pourquoi les progrès réalisés dans la réduction des droits de douane et la libéralisation des politiques commerciales ont stagné. Les négociations du GATT et de l'OMC ont abouti à des réductions tarifaires substantielles après la Seconde Guerre mondiale. Depuis le début des années 90, les taux moyens des pays émergents ont baissé de trois quarts pour se situer en dessous de 10 % ; Les tarifs entre les économies avancées ont été divisés par deux à un niveau inférieur à 2,5 %. Depuis la crise financière mondiale, toutefois, les taux de droits de douane sont demeurés globalement stables entre les pays émergents, avec des baisses plutôt modestes parmi les pays avancés. Les droits de douane ont baissé considérablement au cours des deux ou trois dernières décennies. Comme ils sont désormais à des niveaux faibles, les accords commerciaux ont moins d'impact : ils fixent davantage des cadres d'échange plus qu'ils n'en améliorent les volumes.
- 4. Alors que les droits de douane ont cessé de baisser, les mesures non tarifaires (MNT) sont à la hausse depuis 2012.** Les MNT englobent des mesures qui restreignent ou faussent les flux commerciaux, comme les subventions à l'exportation, les clauses nationales dans les marchés publics et les restrictions à l'octroi de licences, au transfert de technologie ou aux FDI. La crise financière et la période dite de « grande récession (2008-2010) ont eu des conséquences importantes. On montre aisément que les pays poursuivent des politiques commerciales plus restrictives pendant les récessions ou dans les périodes où leur compétitivité s'est détériorée. Sur les dernières années, ce sont les pays du G20 (États-Unis et Russie en tête qui ont adopté le plus massivement des mesures non tarifaires. Ces mesures ont affecté le commerce mondial : les catégories de produits qui ont connu les plus fortes baisses d'échange ont en effet été celles qui ont proportionnellement plus de restrictions commerciales. Mais n'exagérons pas le rôle des MNT, car elles ont eu au total un effet relativement modeste sur le volume du commerce mondial : les équivalents tarifaires estimés moyens de toutes les mesures restent faibles. Mais la tendance est claire, l'Allemagne, le Royaume Uni, la Chine et la France par exemple, qui avaient une

“ Les droits de douane ne baissent plus, et les mesures non tarifaires se multiplient ”



Juin 2017

cinquante de MNT en 2009, en ont créé plus de 200 depuis. Quant aux États-Unis et à la Russie, ils ont mis en place plus de 500 MNT (États-Unis) ou plus de 400 (Russie) en 2016 (moins de 100 chacun en 2008). Ce qui est frappant, c'est que depuis 2009, le nombre de mesures discriminatoires et contraignant le commerce mondial est devenu bien supérieur aux mesures en faveur de la libéralisation des échanges.

5. La modération des flux d'investissements directs étrangers (FDI) a également joué un rôle dans l'explication de la faible croissance du commerce.

Les données empiriques tendent à suggérer que les FDI et le commerce ont une relation complémentaire. Après une forte croissance dans les années 90, les entrées mondiales de FDI ont diminué au cours des dernières années, ce qui a peut-être également été un facteur expliquant la modeste expansion du commerce mondial.

6. La tendance à la production locale influe sur le volume des échanges.

L'interaction dynamique entre le commerce et l'investissement étranger est au cœur de la mondialisation : les investissements à l'étranger génèrent des échanges, mais ils peuvent aussi le réduire. Au cours des toutes dernières décennies, la stratégie de bon nombre d'entreprises a également été de se rapprocher des consommateurs. Cette proximité requiert de passer à une production locale. Des échanges disparaissent ainsi. En effet, entre le 20^e siècle et le 21^e siècle, on est passé d'un commerce qui aide à « vendre » des biens à un commerce qui aide à « fabriquer » des biens (ce phénomène est formalisé par l'expression « chaînes de valeurs mondiales » (Global Value Chain). Au cours des dernières décennies, l'intégration rapide des marchés émergents dans l'économie mondiale a stimulé l'expansion des chaînes de valeurs mondiales. Ce processus de fragmentation de la production transfrontalière semble mûr car les coûts de la main-d'œuvre dans les principaux marchés émergents ont augmenté. Les entreprises ont également reconsidéré les risques liés aux longues chaînes d'approvisionnement et elles ont de plus en plus tendance à produire à l'intérieur des marchés d'exportation.

7. Le développement des services (notamment) financiers joue un rôle non négligeable.

Décider d'exporter des produits à l'étranger implique des coûts initiaux substantiels, comme l'analyse des marchés d'exportation et la mise en place de réseaux de distribution étrangers. Les besoins en fonds de roulement sont souvent plus élevés en raison des plus grands délais associés aux transactions internationales. Les entreprises ont dû faire face à ces développements et à ces coûts au début de leur contribution à la globalisation, et ils sont – à moins d'être un nouvel entrant – bien identifiés et amortis. A noter également que les expéditions internationales prennent plus de temps que les expéditions intérieures, ce qui implique que les producteurs doivent engager des coûts de production avant de percevoir des revenus. Les exportateurs s'adressent aux banques pour obtenir une assurance et des garanties de paiement. Le développement du secteur financier a toujours été considéré comme un facteur important dans le renforcement des capacités d'exportation dans de nombreux secteurs industriels. En effet, la finance joue deux rôles essentiels : fournir du fonds de roulement pour soutenir les transactions commerciales internationales et fournir les moyens de réduire les risques de paiement. Les systèmes bancaires se sont développés fortement dans tous les pays : i) il n'est plus nécessaire de s'adresser aux banques étrangères pour cela, contrairement aux périodes dominées par les banques britanniques ou américaines ; ii) mais depuis la crise financière, ces développements ont marqué une pause et cela ne favorise plus autant qu'avant les échanges commerciaux. iii) partout, y compris dans les pays émergents, le taux d'endettement a nettement progressé : plus des deux tiers des pays ont atteint un ratio dette privée/PIB supérieur à 100 %, un seuil qui limite l'activité et le commerce. Si le tiers des pays ayant un ratio en dessous de 100 % comblaient cet écart, l'impact sur le commerce serait marginal.



La tendance à la production locale influe sur le volume des échanges internationaux



Le rééquilibrage actuel de l'économie chinoise, le changement de modèle vers une économie davantage tirée par la consommation que par les exportations, a graduellement atténué la croissance des importations de la Chine



Juin 2017

8. Le rôle de la Chine dans le commerce mondial a beaucoup évolué en une décennie.

Pendant plus de 20 ans, la Chine est restée le principal fournisseur et le principal consommateur de biens. À ce titre, le développement – rapide – de la Chine a accru l'offre et la demande d'échanges commerciaux. Pendant cette période, ce développement a agi comme un choc global de l'offre. Il a contribué à la baisse du prix relatif des biens échangeables et il a stimulé le commerce mondial. Elle est enfin rapidement devenue le principal pays consommateur de matières premières. À l'exception du pétrole et du gaz, la Chine est le plus grand consommateur mondial de la plupart des produits de base.

Avant la Grande Récession, la Chine a considérablement élargi sa capacité d'exportation; elle s'est spécialisée dans les industries à forte intensité de main-d'œuvre pour lesquelles elle avait un avantage comparatif dans la production. Cette stratégie de croissance tirée par les exportations a entraîné une expansion rapide de la base manufacturière en Chine, ce qui a soutenu la croissance du commerce mondial. Mais ces facteurs se sont affaiblis: le rééquilibrage actuel de l'économie chinoise, le changement de modèle vers une économie davantage tirée par la consommation que par les exportations, a graduellement atténué la croissance des importations de la Chine, mais aussi de ses exportations et de ses parts de marché. C'est la faiblesse de la compétitivité au cours de cette période qui en est à l'origine, et notamment la hausse des salaires, la montée de nouveaux concurrents et l'appréciation du taux de change effectif réel de la Chine (près de 25 % depuis 2005). Le secteur des exportations de la Chine (10 % des exportations mondiales), pourrait tout simplement être arrivé à maturité (le ratio exportations/PIB ne cesse de diminuer depuis 2010). Sa capacité exportatrice a été graduellement réduite du fait de son développement et de la hausse de ses coûts de production (la Chine n'est plus réellement compétitive face au Vietnam, ou au Mexique par exemple). Son modèle de croissance a évolué, et il est moins lié au commerce mondial.

9. La structure du commerce mondial changé.

Les données empiriques montrent que les effets de composition ont joué un rôle important dans le ralentissement du commerce mondial. En premier lieu, le glissement de l'activité économique des économies avancées vers les économies émergentes, qui affichent généralement des élasticité commerciales plus faibles, a pesé sur l'élasticité du commerce mondial. Ce facteur de composition géographique a contribué à peu près à la moitié de la baisse de l'élasticité du commerce mondial au cours des dernières années. On constate par ailleurs que les élasticité commerciales ont également baissé dans les pays. Ces effets de composition de la demande ont été un frein pour le commerce mondial.

10. La montée du protectionnisme de comportement et l'hostilité envers le libre-échange et la globalisation sont devenues des réalités tangibles.

Les pays émergents ou en développement sont les plus favorables aux échanges commerciaux, et les États-Unis n'y voient pas beaucoup d'avantages, pas plus en termes de créations d'emplois, que de perspectives de hausses des salaires... La tentation du « acheter national » (voire désormais local), caractéristique « historique » du Japon a pris de l'ampleur sur tous les continents.

Conclusion

Au total, le commerce mondial n'est plus un facteur de croissance et parmi les nombreux facteurs expliquant la plus faible croissance des échanges (montée du protectionnisme et recours massif aux mesures non tarifaires, nouveau rôle de la Chine, faiblesse de l'investissement, plancher atteint sur les droits de douane...), certains d'entre eux, et non des moindres, sont structurels. Ceci nous incite à penser que **le « nouveau normal » pour les 15 ans à venir pourrait bien ressembler aux cinq années qui viennent de s'écouler** (croissance du commerce mondial bien inférieure à la croissance de l'économie mondiale), et non aux 30 années qui ont précédé cette période.

“

La montée du protectionnisme de comportement et l'hostilité envers le libre-échange et la globalisation ont contribué au fléchissement des échanges

”

“

Le « nouveau normal » pour les 15 ans à venir pourrait bien ressembler aux cinq années qui viennent de s'écouler (croissance du commerce mondial bien inférieure à la croissance de l'économie mondiale), et non aux 30 années qui ont précédé cette période (croissance du commerce deux fois supérieure à la croissance mondiale)

”

Juin 2017

Le FMI s'est penché sur la question, et évalue les « challenges » des trois groupes de pays, les pays avancés, les pays émergents, et les pays en développement et les pays à faible revenu :

- Les **économies avancées** peuvent encore réduire la protection restante dans des secteurs traditionnels, par exemple, l'agriculture et les textiles, ouvrir davantage leurs marchés de services (par exemple, les transports), rendre leurs systèmes de réglementation plus cohérents et faire reculer les frontières de la politique commerciale. Pour y parvenir, ces pays devraient plutôt adopter des approches non discriminatoires qui minimiseront la fragmentation et faciliteront les initiatives au niveau multilatéral.
- De nombreux **pays émergents** et **pays en développement**, y compris l'Amérique latine et l'Asie du Sud, peuvent encore bénéficier grandement de l'intégration par la libéralisation traditionnelle, y compris sur une base unilatérale. Ils devraient s'efforcer d'ancrer leurs économies vers les chaînes de valeurs mondiales, s'éloigner des politiques de substitution des importations et d'éviter le protectionnisme par des mesures non tarifaires opaques. La réforme du commerce viendrait compléter le renforcement des cadres politiques et institutionnels.
- Pour favoriser le développement et la croissance, la plupart des **pays à faible revenu** doivent accorder la priorité à la facilitation du commerce afin de s'intégrer aux chaînes de valeurs mondiales, notamment en améliorant leurs infrastructures commerciales et leurs structures institutionnelles. Ils devraient également s'attaquer aux barrières commerciales traditionnelles et promouvoir la concurrence dans les industries de services qui sont essentielles à la participation locale dans les chaînes de valeurs mondiales, telles que les services de transport et de financement. L'assistance technique (des organisations internationales par exemple, peut soutenir le développement des infrastructures nécessaires à cette organisation commerciale, bien identifier les implications budgétaires de la réforme et aider à bien séquencer et coordonner le processus de réforme.

Pour donner une nouvelle impulsion au commerce mondial, il faudra de nouveaux accords commerciaux et une intégration plus étroite des pays de l'hémisphère sud dans l'économie mondiale. Il faudra également que les tentations protectionnistes visibles dans de nombreux pays s'effacent derrière les intérêts collectifs : il s'agit bien du combat entre les tentations au repli sur soi et la nécessaire coopération internationale. **Autrement dit, la croissance dépendra davantage désormais de la consommation, de l'investissement et du policy-mix mené par les gouvernants, politiques budgétaires et fiscales notamment.**



Pour favoriser le développement et la croissance, la plupart des pays à faible revenu doivent accorder la priorité à la facilitation du commerce afin de s'intégrer aux chaînes de valeurs mondiales



Pour donner une nouvelle impulsion au commerce mondial, il faudra de nouveaux accords commerciaux et une intégration plus étroite des pays de l'hémisphère sud dans l'économie mondiale



Juin 2017

Les 10 facteurs de contraction du commerce mondial et les perspectives d'évolution

Facteur de contraction du commerce mondial	Rationnel	Facteurs de renversement	Un renversement de tendance est-il crédible ?
1. Plus faible croissance potentielle	La croissance mondiale tire à la baisse la croissance des échanges mondiaux	Recours intensif aux politiques de relance	Oui et non, car des facteurs lourds (démographie, inégalités, poids des dettes...) ont tiré la croissance potentielle à la baisse
2. Faiblesse de l'investissement	L'investissement est un moteur puissant des échanges entre pays	Taux bas, perspectives de profit...	Oui, car l'investissement refait surface
3. Point bas atteint sur les droits de douane	La baisse des droits de douane a eu lieu... désormais, les accords commerciaux fixent davantage les contraintes pesant sur les échanges que l'abaissement des droits de douane	Une nouvelle vague de libre échange	Pas vraiment, sauf pour les accords commerciaux entre pays émergents, où les droits de douane sont en moyenne 4 à 5 fois plus élevés que dans les pays développés
4. Multiplication des mesures non tarifaires (MNT)	Les pays, notamment les États-Unis et la Russie ont créé de nouvelles MNT au cours de la dernière décennie, ce qui a représenté un frein (modéré) aux échanges	Un renversement des attitudes protectionnistes	Non... cette tendance semble bien établie dans de nombreux pays
5. Fléchissement des flux d'investissement directs (FDI)	Les flux d'investissement directs s'accompagnent habituellement de flux commerciaux	Une reprise des FDI	Oui
6. Recours plus important à la production locale	La volonté de se rapprocher des consommateurs locaux, la nécessité de produire moins cher, et la décision de produire localement éliminent par définition une partie des échanges	Un repli vers le pays domestique, la décision de produire dans le pays et d'exporter ensuite... incitations fiscales, nivellement des salaires, qualité du produit ?	Probablement pas même si incitations fiscales en cours
7. Développements des services financiers locaux	Faire appel aux services financiers locaux évite les échanges de services	Manque de confiance dans les institutions locales	Non
8. Nouveau rôle pour la Chine et nouveau modèle de croissance	Le modèle de croissance de la Chine change, et le niveau des salaires n'est plus aussi compétitif	Un nouveau changement de modèle	Non, aucun risque... La Chine s'est engagée dans une croissance plus équilibrée, plus diversifiée...
9. Changement dans la structure du commerce mondial	Basculement de la croissance vers les pays émergents, à élasticités commerciales plus faibles	Effondrement des pays émergents, pas de relais de la part des pays « new frontier »...	Assez peu envisageable... c'est une tendance lourde
10. Hostilité envers la globalisation	Le protectionnisme de comportement s'étend, ainsi que la méfiance envers la globalisation, surtout dans les pays avancés, un peu moins dans les pays émergents, et pas du tout dans les pays en développement	Un regain de confiance en la mondialisation	Très peu probable, car les impacts négatifs sont désormais bien visibles (emploi, salaires, répartition de la richesse...)



Juin 2017

Allocation d'actifs

Tableaux récapitulatifs

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

Allocation d'actifs : vues et convictions relatives par grande classe d'actifs									
		Variation sur 1 mois	---	--	-	0	+	++	+++
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	→		□			L'élection d'E. Macron à la présidence française et la perspective d'une majorité absolue lors des élections législatives ont quasiment éliminé le risque politique français de l'environnement des marchés financiers. Les discussions sur la fin des QE (aux États-Unis, la Fed préparerait la réduction de son bilan) ou l'atténuation des programmes d'achats (la BCE préparerait une nouvelle réduction de son programme d'achats d'actifs) sont, avec les resserrements monétaires de la Fed et les risques d'une mauvaise communication, les risques actuellement les plus importants. Nous conservons quelques stratégies de macro-hedging afin d'y faire face si besoin est, notamment les stratégies long volatilité, long US Teasuries.
Long Bunds	→	□				
Long USD	→		□			
Long JPY	→	□				
Long volatilité	→		□			
Long cash USD	→		□			
Long Or	→	□				
Long US TIPS	→	□				
Long puts actions	→		□			

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



Facteurs de risque

PHILIPPE ITHURBIDE, *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse*

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

[RISQUE # 1] **Déception à propos de la politique économique aux États-Unis** [PROBABILITÉ] **75 %**

ANALYSE L'élection de D. Trump a représenté un grand changement dans la « philosophie » de l'Amérique, moins déterminée désormais par une logique de « gendarme du monde » et davantage aut centrée. Au-delà de cette inflexion majeure, la question était également de savoir si la politique économique allait être fortement infléchie, notamment la politique budgétaire et fiscale. Comment la politique monétaire allait-elle accompagner ces changements ? Autant de questions cruciales. On sait que sont prévues des baisses d'impôt et une relance des dépenses d'infrastructures, 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 semaines, 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

Juin 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 15 ans)... 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 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.



Juin 2017

Facteurs de risque

[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. 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. Les autorités chinoises ont été contraintes de 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 une part importante 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 « 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 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.

Juin 2017

Facteurs de risque

[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 interviennent 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] **50 %**

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 sont jamais sans conséquence pour la volatilité des actifs financiers.

IMPACT DE MARCHÉ Une plus grande instabilité financière se traduirait par une remontée de la volatilité et des *spreads* de crédit, particulièrement en Europe où le marché de l'emploi est plus déprimé et les risques politiques et sociaux plus élevés.

[RISQUE # 12] Une crise de liquidité

[PROBABILITÉ] **20 %**

ANALYSE Outre les scénarios de risque présentés ci-dessus et qui pourraient inciter à des liquidations de positions et/ou de portefeuilles, il convient de rappeler encore une fois que les contraintes actuelles de liquidité incitent à une prudence supplémentaire : depuis la crise financière de 2008, la baisse des inventaires des banques d'investissement, les contraintes réglementaires qui ont poussé des grands acteurs à acheter beaucoup d'obligations et à les conserver, la réduction des activités de *prop-trading* et *market-making*, la domination des banques centrales via les QE... tout cela a « asséché » les marchés de taux, et fermer une position ou un portefeuille prend désormais davantage de temps (7 fois plus de temps qu'avant la crise financière de 2008 si l'on en croit une étude de la Banque d'Angleterre menée il y a un peu plus de deux ans). Même si les *bid-offer spreads* se sont resserrés depuis la crise financière (du fait notamment de la chute des taux d'intérêt), les quantités que l'on peut traiter sont en net repli, ainsi que la rapidité d'exécution, deux critères majeurs reflétant l'absence de liquidité. Rappelons que moins les marchés sont liquides, et moins les prix reflètent les fondamentaux, plus ils sont manipulables, plus les risques de contagion sont forts, plus la volatilité est élevée et instable, et moins leur capacité d'absorption des chocs est élevée. Rien de bien rassurant.

IMPACT DE MARCHÉ Cela doit être intégré dans les décisions d'investissement et faire partie des contraintes de construction de portefeuille et des tests de résistance (stress tests). Prévoir des plans de sortie ou de *macro-hedging* pour les segments de portefeuilles moins liquides ou susceptibles de le devenir en cas de crise. 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)... Les inquiétudes refont surface dès que le débat sur la fin du QE alimente les chroniques, une tendance qui va sans doute désormais s'amplifier...



Juin 2017

Facteurs de risque

[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 trimestres (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] 30 %

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 : 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 ? Suite aux récentes élections (Espagne, Italie, Autriche, France notamment), ce risque a été réduit : aucun pays européen n'a envoyé au pouvoir un tel parti, et sans mésestimer l'importance de ces partis et de cette tendance, nous misons plutôt sur la possibilité d'un axe franco-allemand nettement renforcé.

IMPACT DE MARCHÉ Les risques politiques actuels sont bien identifiés, mais les questionnements sur la gouvernance et le *leadership* futur de l'UE semblent bien plus importants aujourd'hui que la montée du protectionnisme ou des velléités d'abandon de l'Europe. Un moindre mal. Cela peut-il affecter les perspectives de croissance et les orientations des marchés financiers ? La réponse est non, désormais.

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

[PROBABILITÉ] 10 %

ANALYSE Deux échéances électorales importantes se profilent : les élections législatives (les 11 juin et 18 juin). Il faut désormais que le nouveau président élu (E. Macron) attire les électeurs afin d'obtenir une majorité présidentielle suite aux élections législatives, seule façon

Juin 2017

Facteurs de risque

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, mais compte tenu des récentes évolutions, des ralliements de ténors de la politique française au nouveau président, cela nous paraît peu probable.

IMPACT DE MARCHÉ Les élections françaises représentaient un risque majeur pour les marchés financiers car elles étaient 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... La montée des primes de risque (*spreads* contre Allemagne, volatilité, CDS...) était légitime, mais on peut considérer comme durable l'amélioration significative qui a suivi le second tour de l'élection présidentielle.

[RISQUE # 17] Une remontée durable et significative 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 (réalité, mesures annoncées, ou craintes) ont pris de l'ampleur aux États-Unis. 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 et conséquente** 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... Cela protège, certes, mais n'est sans doute pas suffisant pour empêcher les taux longs de progresser (une croissance plus solide, des indices de prix légèrement à la hausse, un débat sur la fin des taux négatifs et du QE de la BCE (et de la Fed), des mesures budgétaires et fiscales plus favorables à la croissance...), tout cela suffit sans nul doute pour amener les taux longs à un plus haut niveau.

IMPACT DE MARCHÉ Une forte remontée des taux longs serait une mauvaise nouvelle pour des économies sensibles (France, Allemagne notamment). Cela serait sans aucun doute pire aux États-Unis, où la sensibilité aux taux longs a augmenté avec le *releveraging* des entreprises: cela 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.



Juin 2017

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 (+1,2 %) ne suffit pas à remettre en cause la poursuite du cycle. Les enquêtes de conjoncture restent bien orientées et le marché de l'emploi est tonique. > Les difficultés politiques de D. Trump ne remettent pas en cause, non plus, la poursuite du cycle d'expansion. Elles ne font qu'accroître sa difficulté à tenir ses promesses de campagne, mais il est tout de même probable que le camp républicain parviendra à s'entendre sur des baisses d'impôts. Les velléités protectionnistes du Président et des Républicains de la Chambre des Représentants, en revanche, paraissent sérieusement affaiblies après avoir rencontré d'importantes résistances. 	<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"> > L'inflation a considérablement diminué et la BCB a entamé un cycle d'assouplissement monétaire qui devrait se poursuivre toutes choses égales par ailleurs. > Les indicateurs d'activité économiques s'améliorent doucement. > L'émergence d'un nouvel épisode dans la crise politique qui touche une fois de plus directement le Président et de nouvelles détériorations de la note souveraine mettent en péril la reprise économique. 	<ul style="list-style-type: none"> > Assouplissement de la politique budgétaire et notamment réforme des retraites très limitée > Forte dépréciation du réal > Enlèvement dans la récession
EUROPE		
ZONE EURO	<p>Baisse du risque politique après l'élection présidentielle française</p> <ul style="list-style-type: none"> > Les indicateurs économiques continuent de surprendre positivement (certains au plus haut depuis plusieurs années). Nous avons remonté nos prévisions de croissance (1,6 % pour 2017, 1,5 % pour 2018, contre 1,5 % et 1,3 % précédemment). 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. > Le risque politique a diminué, le résultat de l'élection présidentielle française ayant fait disparaître le risque de Frexit qui préoccupait les marchés. Une incertitude politique subsiste en Italie (élections prévues en mai 2018 au plus tard dans un contexte de fort euroscepticisme), mais le scénario le plus probable est que ce pays restera gouverné par une coalition généralement pro-européenne. Les élections générales en Allemagne (septembre) ne devraient pas générer de tensions sur les marchés. 	<ul style="list-style-type: none"> > Risque politique (montée des partis contestataires, Brexit) > Contagion des difficultés économiques et/ou financières des émergents > Montée des risques géopolitiques.
ROYAUME-UNI	<p>L'économie a tenu mieux que prévu. Mais l'incertitude politique commence à peser</p> <ul style="list-style-type: none"> > L'issue des élections anticipées, prévues le 8 juin, est très incertaine. À ce stade, le manque total de visibilité concernant les futures relations avec l'UE et la difficulté des négociations à venir pèsent sur la confiance. pénaliser l'économie > La conjoncture commence à s'affaiblir avec la remontée de l'inflation liée à la dépréciation de la livre et 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 mondial, qui bénéficie clairement aux secteurs cycliques, aux matières premières et aux marchés émergents. 	<ul style="list-style-type: none"> > Contribution à la stabilisation de l'économie mondiale et des devises en 2017-2018 > Émergence d'un cycle mondial plus long du fait d'une stabilisation de l'économie chinoise étalée entre 2016 et 2018
INDE	<p>Inde: un moteur de croissance régulier pour l'Asie en 2017, malgré la démonétisation</p> <ul style="list-style-type: none"> > Le ralentissement de la consommation cyclique, des ventes de voitures et de l'ensemencement des cultures d'hiver suite à la démonétisation a été moins marqué que prévu. Cependant, son effet est plus sensible dans le secteur immobilier. > En 2017, l'inflation devrait rester modérée. Nous pensons que les effets de la démonétisation sur la croissance et l'inflation ne seront que transitoires. Les principaux points de désaccord concernant la taxe sur les produits et services (TPS) ont été levés et celle-ci devrait être mise en place dès juillet 2017. 	<ul style="list-style-type: none"> > La croissance indienne devrait rester stable suite à la démonétisation > Le ralentissement de l'inflation est durable
JAPON	<p>La reprise se poursuit, avec une croissance supérieure au potentiel</p> <ul style="list-style-type: none"> > L'économie profite de l'amélioration du cycle industriel et du commerce international en Asie. Le chômage est au plus bas depuis 20 ans. Mais la baisse des rémunérations des salariés en termes réels risque de peser sur la consommation. Le stimulus budgétaire et la baisse de l'impôt sur les sociétés constituent des soutiens importants. Mais la croissance devrait se tasser en 2018, après une croissance revue en hausse en 2017. 	<ul style="list-style-type: none"> > Exposition à la Chine > Politique de taux d'intérêt négatifs

Prévisions macroéconomiques et financières

PRÉVISIONS MACROÉCONOMIQUES

- **États-Unis** : l'expansion se poursuit et l'amélioration du marché de l'emploi continue. Les difficultés politiques de D. Trump ne remettent pas en cause la poursuite du cycle. Des baisses d'impôts sont probables avant les élections mi-mandat de 2018, ce qui devrait permettre à la croissance de se stabiliser aux alentours de 2 %
- **Japon** : la croissance a surpris à la hausse au 1^{er} trimestre (+2,1 %). Il s'agit du 5^e trimestre consécutif d'expansion. La politique budgétaire demeure un facteur de soutien et la politique de la BoJ permet de conserver des conditions monétaires accommodantes. Mais la croissance du PIB nominal est très faible en raison d'un recul des prix (déflateur du PIB) et les rémunérations réelles de salariés sont en baisse pour le 2^e trimestre consécutif. La croissance va probablement décélérer.
- **Zone euro** : la reprise se renforce. Les enquêtes, au plus haut depuis 2011, indiquent une amélioration de la conjoncture avec des conditions monétaires qui restent accommodantes malgré la remontée des taux. Le risque politique (en Italie notamment) reste à surveiller.
- **Brésil** : la croissance du PIB au T1 est ressortie à -0,4%, soit mieux que le trimestre précédent (-2,5% yoy). Toutefois, cette amélioration s'explique essentiellement par la recomposition des stocks. Nous révisons notre prévision à la hausse pour 2017 à 0% contre -0,5% avant. Compte tenu de la faiblesse de la demande et des incertitudes politiques et sur les réformes budgétaires, nous restons prudents.
- **Russie** : le PIB aurait crû de +0,5 % en ga au T1 2017 contre +0,3 % en ga au T4 2016 selon une estimation préliminaire.. Ce chiffre conforte notre scénario de retour à une croissance positive pour l'année 2017. Toutefois, compte tenu du manque d'informations sur les composantes à cette date et ii) de la fragilité des indicateurs conjoncturels, nous maintenons notre chiffre de croissance à + 1 % en ga en 2017.

Moyennes annuelles (%)	Croissance du PIB réel, %			Inflation (IPC, a/a, %)		
	2016	2017	2018	2016	2017	2018
États-Unis	1,6	2,0	2,0	1,3	2,5	2,3
Japon	1,0	1,2	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	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	1,8	1,7	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	3,2	2,6	3,0	2,7

Source : Recherche Amundi

PRÉVISIONS DE TAUX DIRECTEURS

- **Fed** : elle devrait procéder à une autre hausse de taux en juin après celle de mars. Elle annoncera en fin d'année qu'elle débute le processus de non-réinvestissement de ses actifs arrivant à maturité.
- **BCE** : le QE sera poursuivi à un rythme de 60 Mds € jusqu'à déc. 2017. La BCE devrait annoncer plus tard dans l'année que le rythme du QE sera réduit en 2018. La communication deviendra graduellement moins accommodante. Mais peu de changements concrets sont à attendre tant qu'une nette accélération de l'inflation sous-jacente n'aura pas eu lieu.
- **BoJ** : elle va poursuivre sa politique de contrôle de la courbe des taux et ne devrait pas changer ses cibles.
- **BoE** : la BoE ne remontera pas ses taux si la conjoncture continue à se détériorer.

	02/06/2017	Amundi + 6m.	Consensus T4 2017	Amundi + 12m.	Consensus T2 2018
États-Unis	1,00	1,50	1,50	1,75	1,85
Zone euro	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Japon	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10
Royaume-Uni	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25

PRÉVISIONS DE TAUX LONGS

- **États-Unis** : la fin de cycle approchant, la courbe américaine va continuer à s'aplatir. La question de la substitution entre hausses de *fed funds* et réduction du bilan sera déterminante.
- **Zone euro** : les taux allemands remonteront avec la sortie graduelle des politiques monétaires ultra-accommodantes de la BCE. Les point-morts d'inflation restent (trop) bas.
- **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					
	02/06/2017	Amundi + 6m.	Forward + 6m.	Amundi + 12m.	Forward + 12m.
États-Unis	1,28	1,40/1,60	1,44	1,60/1,80	1,57
Allemagne	-0,72	-0,80/-0,60	-0,71	-0,80/-0,60	-0,64
Japon	-0,15	-0,20/-0,00	-0,15	-0,20/-0,00	-0,13
Royaume-Uni	0,11	0,00/0,20	0,14	0,00/0,20	0,19

Taux 10 ans					
	02/06/2017	Amundi + 6m.	Forward + 6m.	Amundi + 12m.	Forward + 12m.
États-Unis	2,15	2,40/2,60	2,27	2,40/2,60	2,38
Allemagne	0,27	0,40/0,60	0,43	0,60/0,80	0,55
Japon	0,06	0	0,09	0	0,15
Royaume-Uni	1,04	1,00/1,20	1,14	1,00/1,20	1,26

PRÉVISIONS DE CHANGE

- **EUR** : avec la sortie graduelle des politiques monétaires ultra-accommodantes de la BCE, l'euro devrait finir l'année plus fort.
- **USD** : le dollar est revenu au niveau où il était lors des élections américaines. Davantage de déceptions au sujet des mesures de stimulation budgétaire pourraient peser sur le dollar.
- **JPY** : le yen est encore sous-évalué. Dans un contexte de volatilité très faible, le yen peut être intéressant en couverture de risque.
- **GBP** : nous avons un biais légèrement négatif sur la livre, qui devrait souffrir de la détérioration progressive de l'économie.

	02/06/2017	Amundi + 6m.	Consensus T4 2017	Amundi + 12m.	Consensus T2 2018
EUR/USD	1,13	1,15	1,10	1,20	1,12
USD/JPY	110	115,00	115,00	110,00	115,00
EUR/GBP	0,87	0,90	0,87	0,90	0,88
EUR/CHF	1,09	1,05	1,10	1,05	1,11
EUR/NOK	9,50	9,20	8,99	9,00	9,23
EUR/SEK	9,73	9,60	9,41	9,40	9,71
USD/CAD	1,35	1,37	1,35	1,40	1,33
AUD/USD	0,74	0,72	0,74	0,70	0,75
NZD/USD	0,71	0,70	0,68	0,70	0,71



1 La situation des États-Unis dans le cycle du crédit incite à la prudence

VALENTINE AINOZ, *Stratégie et Recherche Économique*
BASTIEN DRUT, *Stratégie et Recherche Économique*

L'élection de Donald Trump a induit une forte remontée des indicateurs d'optimisme aux États-Unis. Les enquêtes ont surpris à la hausse comme très rarement lors des dernières décennies. L'une des ambitions de Donald Trump était de ramener la croissance économique au-dessus de 3 % sur le long terme, notamment grâce à une réforme fiscale de grande ampleur. Il convient toutefois de constater que les données dures ont été pour le moins mitigées ces dernières semaines. Mais c'est surtout la position des États-Unis dans le cycle du crédit qui rend improbable une réelle accélération de la croissance aux États-Unis. En conséquence, nos prévisions sur les segments obligataires restent relativement prudentes.

Un cycle économique inhabituel à plusieurs titres

• **Le cycle de reprise que connaissent les États-Unis depuis la Grande Récession de 2008-2009 est inhabituel à plusieurs titres.** Il se caractérise par :

- sa longueur et sa mollesse : 8 ans depuis la fin de la crise. Croissance faible (avec même deux trimestres négatifs). La croissance tendancielle s'est petit à petit stabilisée sur un rythme de 2 % : la croissance moyenne du PIB depuis le T2 2009 a été de 2,1 %, contre 2,8 % sur la période d'expansion 2002-2007.
- l'absence d'accélération des salaires alors que l'économie se rapproche du plein-emploi : la progression du salaire horaire moyen tourne autour de 2,5 % par an alors que le taux de chômage est de 4,4 %, alors qu'elle était autour de 4 % pour des niveaux de chômage comparable en 2007-2008.
- la très faible contribution de l'investissement privé, en particulier de l'investissement des entreprises. Les entreprises sont peu incitées à investir face à un environnement de demande atone : la contribution de l'investissement des entreprises a été proche de zéro sur les années 2015 - 2016.
- la consommation des ménages a été le principal moteur de la croissance : en 2016, la consommation des ménages a été le seul poste du PIB ayant une contribution sensiblement différente de zéro. Sur le cycle actuel (depuis la mi-2009), la croissance de la consommation des ménages représente 85 % de la croissance du PIB alors qu'elle n'en représentait que 70 % environ sur les deux cycles précédents.

• **Le chiffre de croissance du T1 2017 a été très faible, à +1,2 % en trimestre sur trimestre annualisé, même s'il n'est pas représentatif** puisqu'il existe depuis plusieurs années des problèmes de désaisonnalisation pour le T1. Il est important de souligner que :

- **la forte contribution de l'investissement privé provient en bonne part de l'investissement dans le secteur minier** (augmentation de 49 % sur le trimestre, soit 390 % en rythme annualisé...), qui a rebondi sur des niveaux extrêmement bas consécutivement à la forte baisse des prix du pétrole à partir de la mi-2014. L'investissement des entreprises hors secteur minier ne montrait pas, lui, de réel signe d'accélération.
- **ce chiffre reflète une moindre contribution de la consommation à la croissance américaine.** Un indicateur à suivre est celui des ventes de véhicules, qui ont fortement reculé au T1 : le secteur automobile a probablement connu son pic en fin d'année 2016 et les ventes devraient continuer à refluer tout au long de l'année 2017.

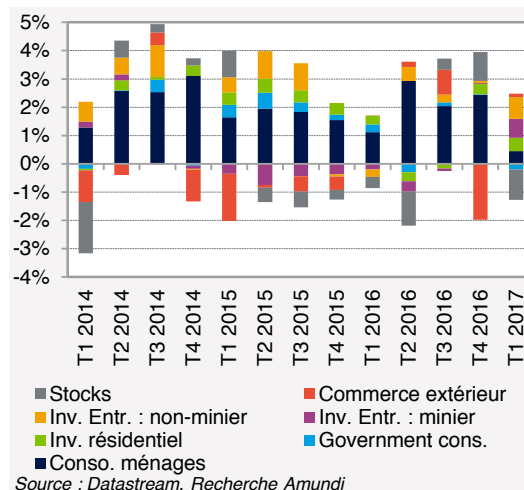
Alors que l'une des ambitions de l'administration Trump est de ramener la croissance économique au-dessus de 3 % sur le long terme, le constat que

L'essentiel

L'élection de Donald Trump a induit une forte remontée des indicateurs d'optimisme aux États-Unis. Les enquêtes ont surpris à la hausse comme très rarement lors des dernières décennies. L'une des ambitions de Donald Trump était de ramener la croissance économique au-dessus de 3 % sur le long terme, notamment grâce à une réforme fiscale de grande ampleur. Il convient toutefois de constater que les données dures ont été pour le moins mitigées ces dernières semaines. Mais c'est surtout la position des États-Unis dans le cycle du crédit qui rend improbable une réelle accélération de la croissance aux États-Unis.

La position des États-Unis dans le cycle de crédit va vraisemblablement empêcher une accélération substantielle de la croissance américaine puisque l'endettement des entreprises américaines a atteint des plus hauts historiques, en particulier celui des grands groupes ayant accès aux marchés financiers, et puisque la consommation pourrait être pénalisée par un recours excessif au crédit à la consommation sur les derniers trimestres. Dans ce contexte, il sera particulièrement difficile pour la Fed de procéder à une accélération substantielle de son rythme de resserrement de *fed funds* et une remontée prononcée des taux longs américains est peu probable.

1 États-Unis: contributions à la croissance trimestrielle



Juin 2017

l'on peut dresser de l'économie américaine n'est pas aussi favorable. En réalité, nous pouvons légitimement nous demander si la position des États-Unis dans le cycle du crédit ne peut pas contrarier les plans du nouveau président.

Où en sommes-nous dans le cycle du crédit aux États-Unis ?

L'endettement des entreprises américaines a atteint des plus hauts historiques, en particulier celui des grands groupes ayant accès aux marchés financiers. Ces entreprises ont ainsi pu exploiter pleinement la faiblesse des taux et les politiques monétaires ultra-accommodantes mises en place par les grandes banques centrales. Les fonds levés ont principalement servi à des opérations de fusions acquisitions et à des opérations de rachat d'actions. Les entreprises ont été peu incitées à investir dans un environnement de croissance atone. Au final, les entreprises se sont ré-endettées mais l'utilisation des fonds levés n'a pas stimulé la croissance de la productivité et a probablement contribué à l'affaiblissement de la croissance potentielle observée ces cinq dernières années.

À l'opposé, le bilan des ménages offre une image générale plutôt rassurante. La dette des ménages américains se compose à 68 % de crédits immobiliers et à 32 % de crédit à la consommation (prêts étudiants, prêts auto et carte de crédit). Après avoir atteint un point bas en 2013, la dette des ménages américains a augmenté significativement pour atteindre à 12 700 Mds \$ au T1 2017, dépassant le niveau record atteint en 2008. Pris isolément, ce chiffre ne permet pas d'appréhender correctement le bilan des ménages américains. Les problématiques actuelles diffèrent totalement de celles observées en 2008.

• **Les encours de dette des ménages sont nettement moins préoccupants lorsque l'on considère la dette en % du revenu disponible et la faiblesse du niveau des taux d'intérêt :**

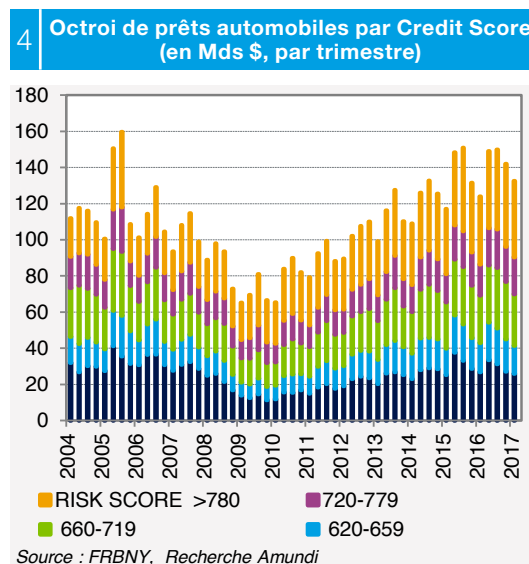
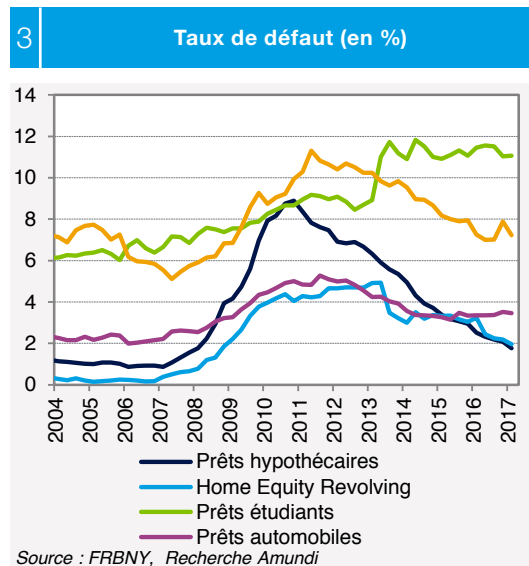
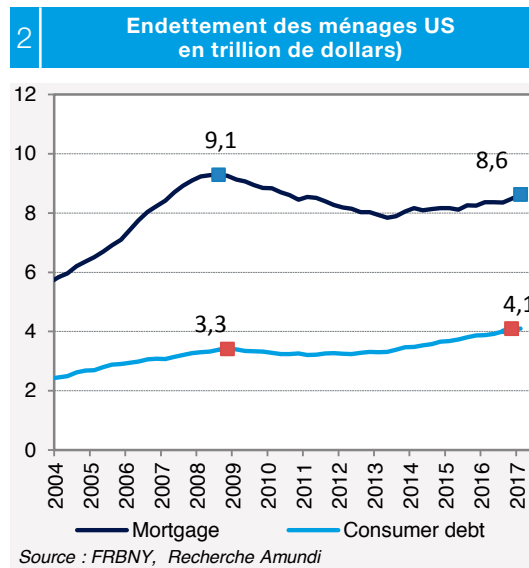
- la dette des ménages ne représente que 67 % du PIB (contre 87 % en 2008) ou 89 % du revenu disponible (contre 116 % en 2008). Ces ratios ont même été remarquablement stables au cours des trois dernières années.
- le service de la dette rapporté au revenu disponible demeure sur des niveaux très confortables.

• **La part des prêts à la consommation dans l'endettement total des ménages a grimpé considérablement.**

- Les prêts hypothécaires représentent une part décroissante de l'endettement des ménages : 68 % au T1 2017 contre 73 % en 2008. Les encours de prêts hypothécaires ont relativement peu augmenté depuis 2013 et représentaient 8 630 Mds \$ à la fin du T1 2017, soit un niveau inférieur de 5 % par rapport au pic de 2008.
- Les encours de prêts à la consommation représentent désormais 4 100 Mds \$, soit un niveau largement supérieur au pic atteint en 2008.
- # La part des prêts étudiants a augmenté de 4,8 % en 2008 à 10,6 % en 2017 et celle des prêts auto de 6,4 % à 9,2 %. Les volumes de prêts étudiants ont quasiment doublé entre 2008 et 2016. La dette auto est 40 % plus élevée que le pic atteint en 2008.
- # La part des encours de carte de crédit a légèrement baissé à 6 %. Les encours de carte de crédit demeurent, en effet, 10 % en dessous du pic atteint en 2008 mais 16 % au-dessus du point bas atteint en 2013.

• **Les risques associés à la dette hypothécaire demeurent sur des niveaux historiquement faibles alors que ceux associés aux prêts à la consommation augmentent fortement.**

- Les risques associés à la dette hypothécaire demeurent sur des niveaux historiquement faibles. Le taux de défaut sur les encours de dette hypothécaire n'a cessé de reculer depuis le pic de 8,9 % atteint au T1 2010 pour atteindre 1,7 % au T1 2017. Le nombre de nouvelles saisies immobilières a également atteint leur niveau le plus bas depuis 18 ans. La réglementation s'est durcie ces dernières années afin de mettre fin aux



Juin 2017

dérives d'avant la crise : les crédits hypothécaires ont été accordés quasi-exclusivement aux ménages qui disposent d'excellents scores de crédit.

- Les risques associés aux prêts à la consommation (étudiant, automobile et carte de crédit) ont, en revanche, fortement augmenté. Le taux de défaut sur ce segment s'est stabilisé autour de 11 %. Une large part des encours est aujourd'hui exposée au risque « *subprime* ».

Huit ans après la fin de la récession, les États-Unis approchent de la fin du cycle d'expansion. Contrairement à 2008, la croissance des encours de prêts immobiliers est demeurée contenue au cours du cycle actuel initié mi-2009. Les fragilités de l'économie américaine se trouvent plutôt du côté du bilan des entreprises américaines et de la forte croissance des crédits à la consommation. Nous n'anticipons pas à ce stade du cycle un rebond généralisé de l'investissement. La consommation des ménages américains est au centre de nos préoccupations.

Quelles conséquences sur l'économie américaine ?

La problématique de l'endettement des ménages pour supporter le niveau de la croissance n'est pas récente. Les inégalités de revenus ont fortement augmenté aux États-Unis ces dernières décennies. Depuis les années 1970, les revenus réels des ménages aux revenus faibles et moyens ont stagné alors que les revenus des classes supérieures ont accéléré à partir de la fin des années 1990. Ces inégalités de revenus ont encouragé l'endettement des ménages les moins aisés. Dans le chapitre intitulé « *Let Them Eat Credit* » de son livre « *Fault Lines* », Raghuram Rajan, l'ancien gouverneur de la banque centrale indienne, explique que la réponse politique (consciente ou non) à ces tendances a été de favoriser l'endettement des ménages aux revenus les plus faibles.

- C'est notamment ce qui a amené le fort endettement hypothécaire subprime lors des années 2000, qui a été à l'origine de la Grande Récession.
- Le cycle américain actuel, initié mi-2009, se caractérise par une utilisation inhabituellement élevée du crédit à la consommation. Les prêts étudiants et les prêts auto sont deux types de crédit pour lesquels la qualité de crédit de l'emprunteur importe relativement peu. Cet endettement a constitué un soutien important à la consommation des ménages.

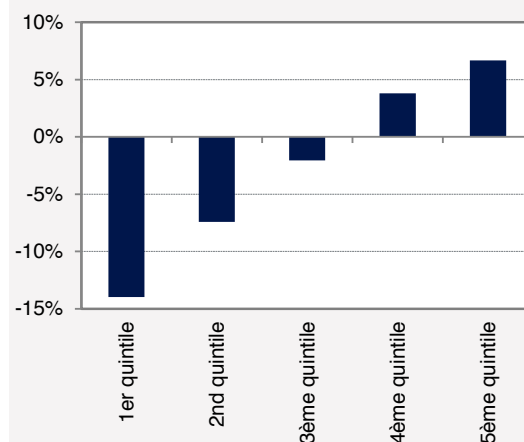
La croissance américaine pourrait être pénalisée par un excès d'endettement

Un document de travail de la BRI (« *The real effects of household debt in the short and long run* ») publié en 2017 montre que l'augmentation de la dette des ménages bénéficie bien à la consommation à court terme mais qu'elle tend à lui nuire sur le long terme. Cette étude porte sur 54 pays sur la période 1990-2015. La corrélation entre la variation de la dette des ménages (en % du PIB) et la consommation coïncidente est positive mais elle est négative avec la consommation des années suivantes (cette relation négative est particulièrement forte dans le cas des États-Unis). Selon cette étude, les effets négatifs sur la consommation à long terme s'intensifient lorsque la dette des ménages dépasse 60 % du PIB (comme nous le mentionnons plus haut, elle est de 67 % du PIB aux États-Unis).

Les effets négatifs d'un excès d'endettement sur l'économie américaine pourraient être notables à un horizon de deux ans :

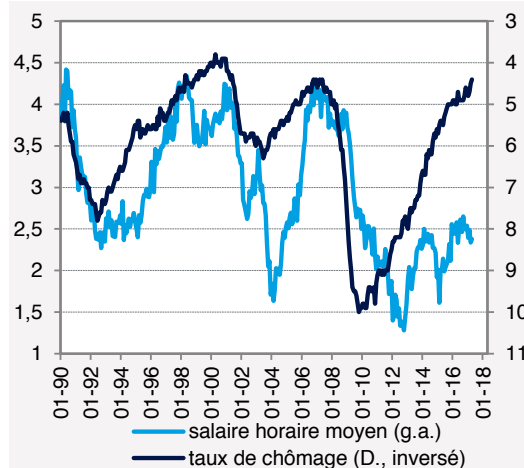
- Elles s'observent déjà dans le secteur automobile. Les ventes sont en baisse pour le 4^e mois consécutif après avoir atteint un niveau record de vente absolu de 18 millions d'unités en 2016.
- Les prêts étudiants resteront un frein à la consommation. Au passage, notons que seul un tiers des prêts étudiants est le fait d'emprunteurs de moins de 30 ans.
- Pendant quelques mois encore, la consommation des ménages américains restera soutenue dans les trimestres à venir par un accroissement de

5 Évolution des revenus réels par quintile sur la période 2000-2015 aux États-Unis



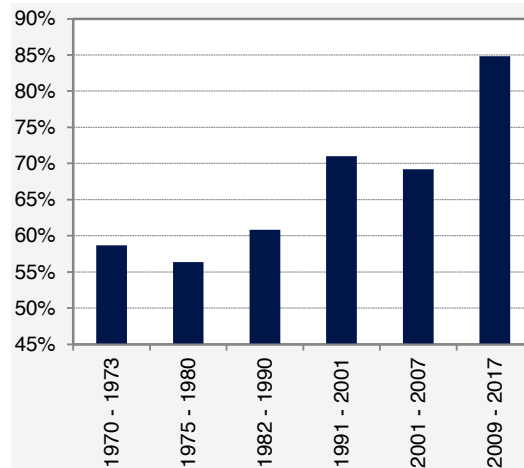
Source : Census Bureau, Recherche Amundi

6 États-Unis : évolution des salaires vs taux de chômage



Source : Datastream, Recherche Amundi

7 Ratio de la croissance de la consommation sur la croissance du PIB sur les derniers cycles d'expansion



Source : Datastream, Recherche Amundi

Juin 2017

l'endettement de type « carte crédit ». L'octroi de carte de crédit aux ménages américains s'accélère à mesure que les ménages américains voient leur profil de crédit s'améliorer. Les effets de la crise « subprime » ne se dissipent que maintenant : les faillites personnelles restent, en général, dans les dossiers de crédit sur une durée de 7 à 10 ans. Le pic de « retour au crédit » sera atteint prochainement.

Autre conséquence : l'accroissement des inégalités patrimoniales au cours du cycle

Même s'ils se sont moins endettés au cours des dernières années que les années 2000, les ménages les moins aisés (et pas seulement les « subprime ») ont emprunté essentiellement pour financer de la consommation. La catégorie « subprime » représente un quart des prêts auto alors qu'elle ne représente que 4 % des crédits hypothécaires accordés (contre un pic à 15 % en 2007). Les conséquences en termes de distribution de patrimoine sont lourdes :

- La part des Américains propriétaires de leurs logements a considérablement baissé pour atteindre 63 %, un plus bas historique.
- Après la Grande Récession, un grand nombre de ménages se sont retrouvés dans une configuration de « negative equity » (propriétaire d'un bien immobilier dont la valeur est inférieure au crédit contracté pour l'acheter), ce qui est beaucoup moins le cas aujourd'hui. En revanche, une étude de la Fed de New York (« Which households have negative wealth ? ») estime qu'environ 14 % des ménages américains ont un patrimoine négatif (dettes plus importantes que les actifs). Selon celle-ci, la dette étudiante composait environ la moitié du passif des ménages au patrimoine le plus négatif alors que les voitures constituent environ la moitié de leurs actifs.

> L'enquête sur les conditions de crédit réalisée par la Fed auprès des principales banques américaines (« Senior Loan Officer Opinion Survey ») confirme un scénario moins optimiste

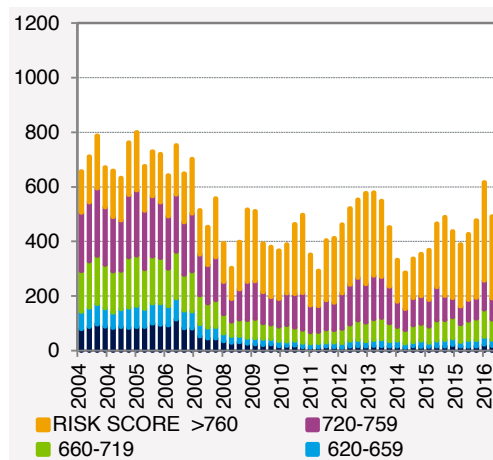
L'enquête *Senior Loan Officer Opinion Survey*, réalisée par la Fed auprès des institutions bancaires les plus importantes, publiée le 8 mai montre que la demande de prêts bancaires par les ménages et par les entreprises est en baisse. Cette baisse de la demande est particulièrement marquée pour les prêts « automobile » et « carte de crédit » (rappelons que ces deux segments représentent un peu plus de la moitié de la dette non-immobilière des ménages). Le *Senior Loan Officer Opinion Survey* montre également un très net resserrement des conditions de crédit pour le segment des prêts automobile sur le T2 et des éléments mitigés sur les autres segments de prêts bancaires. La dégradation des perspectives sur le segment auto devrait donc peser un peu sur les perspectives économiques.

C'est notamment l'une des raisons pour lesquelles la Fed de New York affiche des prévisions de croissance relativement faibles (1,75 % pour 2018 seulement, contre 2,5 % pour les principaux intervenants sur les marchés obligataires américains), en expliquant : « Pour 2018, nous anticipons que la croissance du PIB sera proche de notre estimation de la croissance potentielle, avec les conditions financières qui continuent à se durcir ».

Conclusion

L'élection de Donald Trump a induit une forte remontée des indicateurs d'optimisme aux États-Unis. L'une de ses principales ambitions était de ramener la croissance économique au-dessus de 3 % sur le long terme. Toutefois, la position des États-Unis dans le cycle de crédit va vraisemblablement contrarier ces plans puisque l'endettement des entreprises américaines a atteint des plus hauts historiques, en particulier celui des grands groupes ayant accès aux marchés financiers, et puisque la consommation pourrait être pénalisée par un recours excessif au crédit à la consommation sur les derniers trimestres. Dans ce contexte, il sera particulièrement difficile pour la Fed de procéder à une accélération substantielle de son rythme de resserrement de *fed funds* et une remontée prononcée des taux longs américains est peu probable.

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



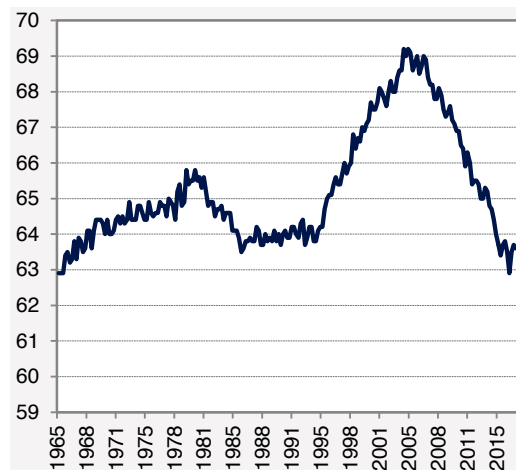
Source : FRBNY, Recherche Amundi



Les inégalités de revenus ont encouragé l'endettement des ménages les moins aisés



9 Taux trimestriel de l'accession à la propriété (en %)



Source : Bloomberg, Recherche Amundi



2 Les entreprises américaines sont-elles en danger ? Où en sommes-nous dans le cycle du crédit américain ?

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

L'endettement des entreprises américaines n'a cessé d'augmenter ces dernières années, en particulier celui des grands groupes ayant accès aux marchés financiers. Ces entreprises ont ainsi pu exploiter pleinement la faiblesse des taux et les liquidités abondantes mis en place par les banques centrales. Mais l'environnement a changé : la Fed a entamé son cycle de durcissement de sa politique monétaire qui pourrait entraîner un resserrement plus prononcé que prévu des conditions financières. Selon notre scénario central, la Fed relèvera encore les taux d'intérêt à deux reprises cette année et pourrait même commencer à réduire la taille de son bilan. Il est donc essentiel de savoir dans quelle mesure les entreprises sont vulnérables à un durcissement des conditions d'emprunt. Dans ce contexte, nous allons chercher à savoir où se situent les entreprises américaines dans le cycle de crédit actuel et pourquoi, cette fois-ci, la situation semble relativement différente. Nous passerons d'abord en revue les principaux indicateurs relatifs au crédit :

- I. Croissance des bénéfices,
- II. Croissance de la dette,
- III. Levier financier,
- IV. Couverture des intérêts et,
- V. Niveaux de liquidité.

Nous concluons avec une étude de l'évolution de la corrélation entre les *spreads* et l'écart de croissance entre la dette et les bénéfices.

Un cycle économique très long, marqué par une croissance atone

Par rapport aux décennies précédentes, le « maillon faible » semble être la croissance des bénéfices. Dans le cycle actuel, le rebond initial post-crise (de la croissance des bénéfices) a coïncidé avec celui du cycle des années 2000, mais la croissance a ensuite décéléré lors des trimestres suivants avant de finalement se stabiliser à des niveaux bien plus faibles.

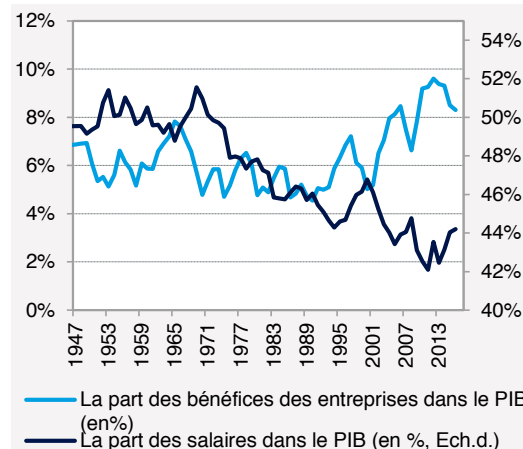
- **En début de cycle, la croissance des bénéfices était davantage alimentée par l'expansion des marges que par la croissance des revenus.** Autrement dit, la diminution des coûts de production et la hausse très modérée des salaires ont permis aux entreprises d'accroître leurs bénéfices. L'inflation salariale dans l'ensemble des secteurs de l'économie américaine est restée contenue, malgré la forte baisse du taux de chômage. Cette tendance s'est traduite, au niveau macroéconomique, par une très forte croissance de la part des bénéfices des entreprises dans le PIB au détriment de la part des salaires. Les marges des entreprises ont atteint un pic en 2012 et, depuis, sont restées proches de ces niveaux élevés.
- **Le ralentissement des bénéfices depuis 2012 s'explique essentiellement par la lenteur de la croissance macroéconomique et la faiblesse de l'inflation.** La croissance apathique des revenus n'a pas permis de soutenir la vigueur persistante des bénéfices, et le niveau d'inflation continue à se traduire par un *pricing power* assez limité. Le cycle actuel est très long mais le niveau de la croissance est faible. Dans les années 1990, le taux de croissance du PIB réel américain était proche de 4 % en moyenne lors des années de reprise ; il était de 3 % lors de la reprise plus courte des années 2000, avant d'atteindre à peine 2 % pendant le cycle actuel.
- **Les très récentes fluctuations des bénéfices s'expliquent en grande partie par l'évolution du prix du pétrole.** Le cycle du pétrole et des matières premières influence sensiblement la croissance globale des bénéfices. Il a d'ailleurs été le principal déclencheur de la baisse des bénéfices (en territoire négatif) et du rebond qui a suivi.

L'essentiel

L'endettement des entreprises américaines n'a cessé d'augmenter ces dernières années, en particulier celui des grands groupes ayant accès aux marchés financiers. Ces entreprises ont ainsi pu exploiter pleinement la faiblesse des taux et les liquidités abondantes mis en place par les banques centrales.

Mais l'environnement a changé : la Fed a entamé son cycle de durcissement de sa politique monétaire qui pourrait entraîner un resserrement plus prononcé que prévu des conditions financières. Où en sommes-nous dans le cycle du crédit américain ?

1 La part des profits dans le PIB a atteint des niveaux records



Source : Datastream, Recherche Amundi

2 Croissance des bénéfices des entreprises américaines (résultat trimestriel, en %)



Source : Bloomberg, Recherche Amundi

Juin 2017

D'un point de vue *bottom-up*, la croissance des revenus/profits s'est également caractérisée pendant ce cycle par une dichotomie marquée entre les secteurs manufacturier et non-manufacturier. La croissance des bénéfices des secteurs non-manufacturiers est restée soutenue tandis que celle des secteurs manufacturiers a été freinée par (1) les surcapacités et, par (2) la baisse du prix des matières premières.

En 2017, nous tablons sur :

- **une croissance stable des bénéfices dans le secteur non-manufacturier.** Malgré un 1^{er} trimestre décevant, nos économistes pensent que la croissance du PIB américain ressortira proche de 2 % en 2017. Les ménages américains continueront à bénéficier de l'embellie du marché du travail et de la faiblesse des prix des matières premières. La croissance du PIB sera essentielle car le potentiel de hausse des marges est faible en raison de la tendance haussière des salaires
- **une hausse des bénéfices dans les secteurs manufacturiers.** Notre scénario central intègre une stabilité des prix du pétrole en 2017.

Les entreprises ont privilégié le financement par la dette

Le graphique 5 présente la trajectoire de croissance de la dette des entreprises américaines non-financières lors des trois cycles avant et après chaque creux.

- **La dette d'entreprise n'a pas accéléré, contrairement au cycle des années 2000.** Pendant le cycle actuel, la croissance de la dette n'a pas atteint des niveaux aussi « excessifs » que lors des deux cycles précédents, à savoir qu'elle n'a pas dépassé les dangereux seuils historiques (entre 8 % et 12 %), qui caractérisent la phase C du cycle.
- **La dette d'entreprise a augmenté à un rythme certes modéré mais pendant une plus longue période.** Le cycle de reprise en cours depuis huit ans de l'économie américaine est déjà le quatrième plus long depuis 1850. Pendant cette période, les entreprises ont eu tendance à privilégier le financement de marché en raison des coûts d'emprunt très faibles et du fort appétit des investisseurs. La taille du marché des obligations américaines IG a doublé ces dernières années ! Cette augmentation de la dette a permis de financer des rachats d'actions, des dividendes et des fusions acquisitions. Elle n'a pas été consacrée au financement des dépenses d'investissement puisqu'il ne servait à rien d'accroître les capacités opérationnelles dans un **contexte de faiblesse de la demande.**
- **Forte baisse de la croissance de la dette en 2016.** La croissance de la dette est retombée à 0,8 % au 4^e trimestre 2016 en raison de la forte baisse des prix du pétrole et d'une inversion de tendance des dépenses dédiées aux fusions acquisitions et aux rachats d'actions après les pics de 2015. La croissance de la dette a ralenti dans tous les secteurs mais surtout dans ceux liés à l'énergie.

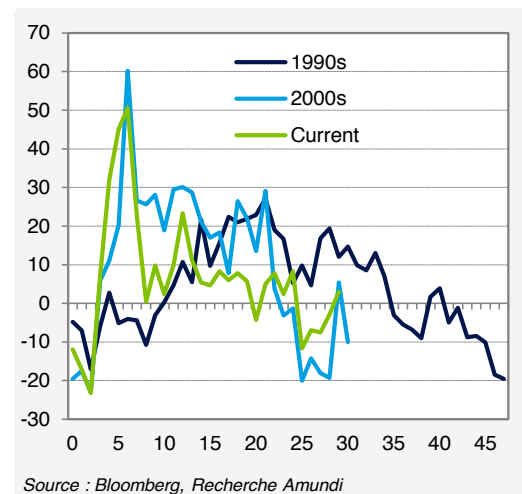
En 2017, la croissance de la dette devrait selon nous se stabiliser à un niveau modéré.

> Dans le cycle actuel, les dépenses ont été alimentées par les fusions-acquisitions et les rachats d'actions

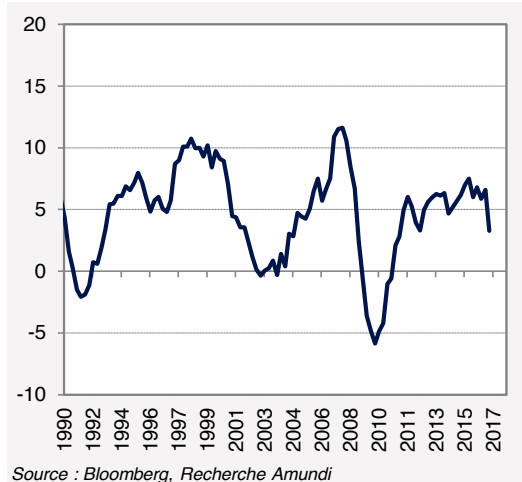
Lors des deux précédents cycles, le levier des entreprises américaines non-financières a surtout été déterminé par deux postes de dépenses qui apparaissent et se développent rapidement lors des phases de croissance mature ou tardive : la fin des années 1990 a été marquée par une fièvre de fusions acquisitions, tandis que l'augmentation du levier sur la période 2005-2007 était due essentiellement à l'envolée des rachats d'actions, les entreprises ayant cherché à profiter de sources de financement peu onéreuses sur le marché obligataire pour accroître les dividendes.

Au cours du cycle actuel, les entreprises ont maximisé le recours aux rachats d'actions lors des premières années qui ont suivi la crise financière mondiale. Outre le rôle des rachats d'actions à cette époque, les fusions acquisitions ont aussi fini par augmenter, atteignant même le niveau des rachats d'actions en 2014 et 2015. Ces deux postes de dépenses (fusions acquisitions et rachats d'actions) ont atteint un point d'inflexion en 2016.

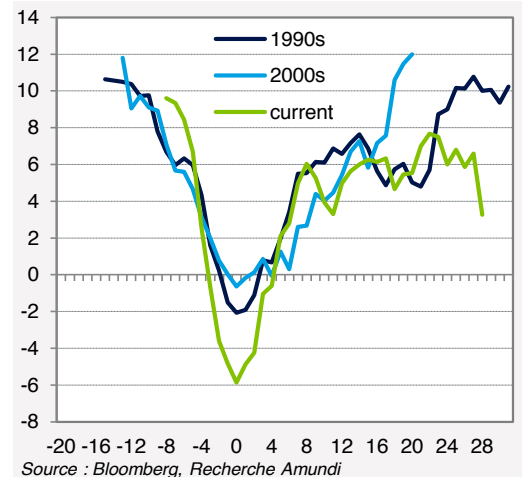
3 Trois derniers cycles de la croissance des bénéfices aux US (en %) après chaque creux



4 Croissance de la dette des entreprises américaines (résultat trimestriel, en %)



5 Trois derniers cycles de la croissance de la dette aux US (en %) après chaque creux



Juin 2017

- **Les fusions acquisitions et les rachats d'actions représentaient seulement 20 % des flux de trésorerie jusqu'en 2013, avant d'atteindre 30 %-35 %.** La part des flux de trésorerie dédiée aux fusions et acquisitions et aux rachats d'actions n'a pas atteint le record de 50 % observé lors des deux cycles précédents, mais elle est toutefois restée à un niveau élevé pendant beaucoup plus longtemps. Par ailleurs, les dépenses consacrées aux fusions acquisitions ont été particulièrement élevées par rapport aux dépenses d'investissement.
- **Aux États-Unis, les dépenses d'investissement sont restées très faibles pendant le cycle actuel.** Sur la période 1990-2005, les entreprises ont consacré en moyenne 75 % de leurs flux de trésorerie internes à leurs dépenses d'investissement, contre seulement 50 % depuis la crise financière mondiale.

En résumé, les dépenses en fusions acquisitions et en rachats d'actions ont été favorisées par les conditions de financement extrêmement attractives dans un environnement de croissance atone. Ces dépenses ne sont toutefois pas favorables au crédit car l'usage qui est fait de la dette ne stimule pas la croissance de la productivité, et il a probablement contribué à la diminution de la croissance potentielle au cours des 5 dernières années.

L'endettement des entreprises américaines est désormais élevé

Les sociétés américaines se trouvent dans la phase mature/tardive du cycle. Le ratio de levier est proche de ses plus hauts cycliques mais toujours inférieur aux pics historiques des années 1990 et 2000. L'endettement des entreprises américaines s'est considérablement accru à partir de 2013 pour se stabiliser au cours des derniers trimestres. Le levier d'endettement actuel des entreprises américaines se situe aujourd'hui à 0,86 un niveau inférieur aux pics atteint dans les années 2000 et 1990 (respectivement 0,95 et 1,05).

Le levier des entreprises américaines est élevé si l'on considère que l'économie américaine est en phase d'expansion. Les pics précédents ont été enregistrés après une phase de récession, dans un contexte de bénéfices très faibles. Le levier financier a augmenté de manière sensible au 1^{er} trimestre 2001 (avec un pic au 1^{er} trimestre 2002) après la fin de la récession, et s'est aussi inscrit en hausse en 2009 (avec un pic au 3^e trimestre 2009), également après la fin de la récession.

Le levier des entreprises américaines ayant accès au financement de marché est nettement plus élevé. Les conditions de financement exceptionnelles sur les marchés du crédit ont incité les entreprises à accroître leur endettement. Notre base de données interne semble indiquer une augmentation du levier financier dans la quasi-totalité des secteurs, qui attendrait des niveaux supérieurs à ceux enregistrés avant 2008.

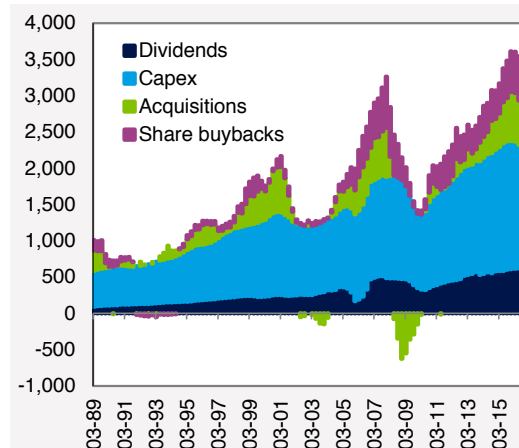
En 2017, nous pensons que le levier diminuera légèrement/se stabilisera à des niveaux très élevés. Le levier s'est stabilisé en 2016 en raison du rebond des prix du pétrole et de la diminution des dépenses en fusions acquisitions et en rachats d'actions. Les niveaux de levier restent toutefois inégaux.

Le ratio de couverture des intérêts est déjà élevé en raison du très faible niveau des coûts de financement

La couverture des intérêts par les profits s'est dégradée ces deux dernières années. La couverture des intérêts par les profits a nettement augmenté pendant les années marquées par la politique de taux zéro (ZIRP) et les trois opérations d'assouplissement quantitatif. Toutefois, depuis 2014, ce ratio ne s'est pas amélioré et a même baissé légèrement en raison de l'augmentation concomitante des volumes de dette et des rendements obligataires. Cependant, le service de la dette payé par les entreprises demeure tout à fait raisonnable d'un point de vue historique.

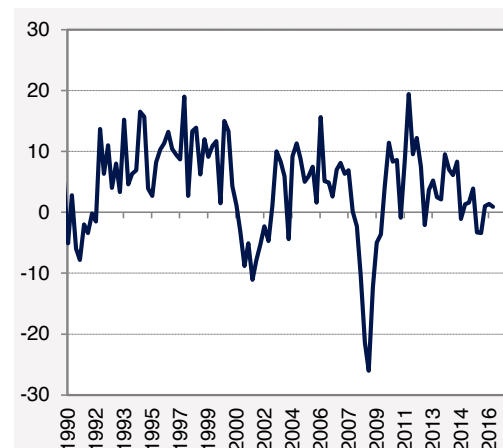
Le ratio de couverture des intérêts est faible si l'on tient compte du niveau des taux. Le FMI a pointé du doigt le nombre déjà élevé d'entreprises affichant des ratios de couverture des intérêts très faibles. Le nombre d'entreprises dans cette situation est un signe avant-coureur de tension financière. « Actuellement, certaines sociétés, représentant 10 % du total

6 Dépenses des entreprises américaines (en m \$)



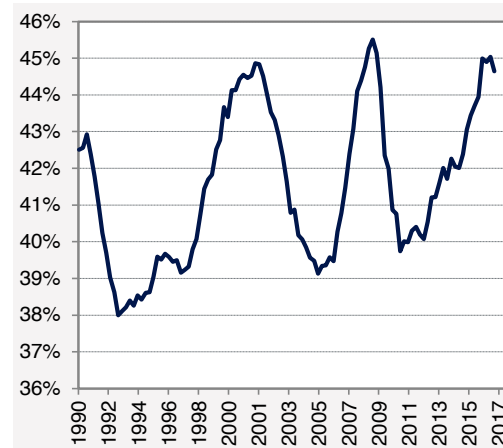
Source : Bloomberg, Recherche Amundi

7 États-Unis : investissement domestique non-résidentiel (T/T annualisé en %)



Source : Bloomberg, Recherche Amundi

8 Ratio dette privée des entreprises sur PIB



Source : Bloomberg, Recherche Amundi

Juin 2017

des actifs détenus par des entreprises, semblent incapables de couvrir leurs dépenses à partir de leurs bénéfices. Cette proportion atteint 20 % des actifs des entreprises si l'on tient compte de celles dont le ratio de couverture des intérêts est un peu plus élevé. »

Dans l'univers du crédit obligataire, la forte augmentation du nombre d'entreprises en difficulté se concentre surtout dans les secteurs de l'énergie et des services aux collectivités, et sur les segments de titres notés B et C.

Des niveaux de liquidité globalement solides

L'une des singularités du cycle actuel tient au niveau élevé de liquidité par rapport à la dette court terme détenue par les entreprises. Neuf ans après la crise financière mondiale, les titres liquides représentent toujours quasiment la moitié de la dette à court terme et près d'un quart de la dette globale. Les entreprises restent prudentes dans la gestion de leurs liquidités, malgré des conditions bancaires encore assez souples et le dynamisme du marché primaire des obligations d'entreprise. Ce que l'on pourrait qualifier d'héritage « structurel » de la crise financière mondiale. Ces niveaux de liquidité élevés maintenus par les entreprises sont inévitablement liés au trou d'air du cycle d'investissement.

La situation est inégale entre les secteurs. D'après Moody's, les entreprises américaines ont enregistré, ces dernières années, des niveaux de liquidités records dans leur bilan, avec 1 700 milliards de dollars fin 2016. Ces montants ont plus que doublé ces dix dernières années.

- **L'essentiel de ces « liquidités » est généré et détenu à l'étranger** pour éviter la double taxation des bénéfices (1 300 milliards de dollars, soit 74 % du total des liquidités, en 2016). Cette tendance a de grandes chances de se poursuivre à moins que les autorités américaines ne durcissent leur système fiscal.
- **Ces liquidités se concentrent dans les secteurs de la high tech** (38 % des revenus non rapatriés, source : FMI), la santé (28 %), la consommation courante (9 %) et l'énergie (8 %). En 2016, les 5 entreprises possédant les trésoreries les plus abondantes appartenaient au secteur technologique : Apple, Microsoft, Alphabet, Cisco et Oracle ont amassé près d'un tiers des liquidités détenues par les entreprises non-financières américaines.

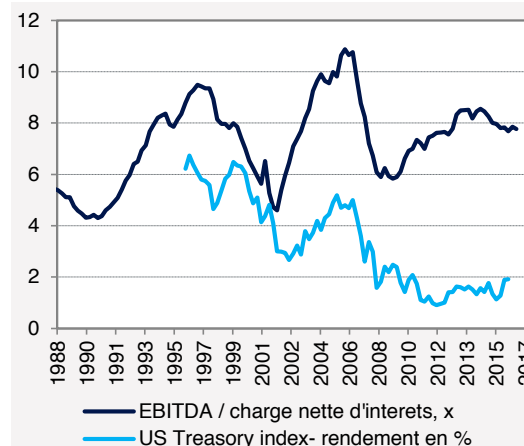
La corrélation entre les spreads et le différentiel croissance de la dette/croissance des bénéfices a augmenté

Une divergence entre d'une part le différentiel croissance de la dette/croissance des bénéfices et d'autre part les spreads a été observée aux États-Unis lors du cycle actuel, contrairement aux cycles précédents. La croissance de la dette a accéléré tandis que celle des bénéfices a ralenti entre 2012 et 2013, alors que les spreads se sont contractés.

- Cette divergence récente s'explique en grande partie par les réactions des banques centrales à la crise financière mondiale. Ces dernières années, si la liquidité est restée abondante c'est en grande partie à cause de la politique de taux zéro et de l'assouplissement quantitatif de la Fed, qui ont aussi contribué à l'amélioration de la configuration technique et, partant, concouru au maintien d'une faible volatilité implicite des actions et à la compression des spreads, sur fond de quête de rendement.
- Dans le même temps, l'écart de croissance entre la dette et les bénéfices est resté proche de la moyenne des cycles précédents, et bien loin des pics observés avant l'éclatement des bulles de la fin des années 90 et du milieu des années 2000. L'évolution de ce différentiel n'a donc pas auguré une inflexion brutale du cycle.

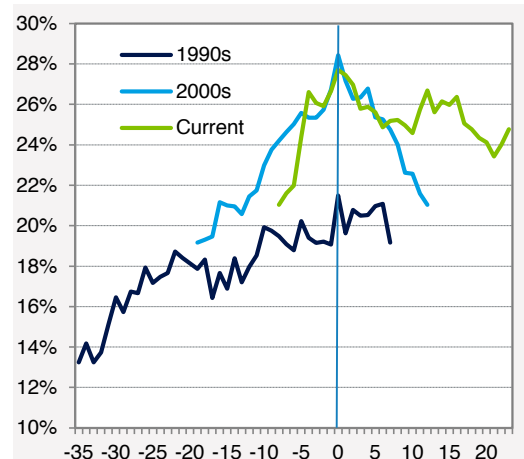
Toutefois, lors des toutes dernières années du cycle, les valorisations se sont rapprochées des tendances des indicateurs relatifs au crédit. Cette évolution est attribuable à l'épisode du taper tantrum et au changement d'attitude de la Fed, mais aussi à l'impact de la crise récente des matières premières.

9 Couverture des intérêts inférieure aux plus hauts, malgré des taux d'intérêt bas



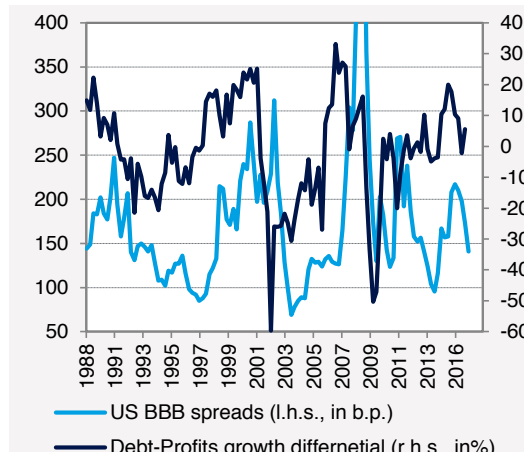
Source: Bloomberg, Recherche Amundi

10 Trois derniers cycles de la croissance des bénéfices aux US (en %) après chaque creux



Source: Bloomberg, Recherche Amundi

11 US non-finl BBB spread (Ech.g. en pb) vs croiss dette — croissance profits (Ech. d en %)



Source: Bloomberg, Recherche Amundi

Juin 2017

L'augmentation de l'écart de croissance entre dette et bénéfices a été très courte. Compte tenu du rebond des bénéfices qui a suivi et du ralentissement de la croissance de la dette, ce différentiel de croissance est retombé en territoire négatif en seulement quelques trimestres. Pour résumer, le lien entre les valorisations et les indicateurs de crédit ne laisse pour l'instant pas présager une dégradation rapide ou une divergence inquiétante.

Conclusion

Dans cet article, nous avons souligné les principales similitudes et divergences entre les trois derniers cycles. Le dernier cycle de reprise initié mi-2009 est inhabituel et la comparaison avec les deux cycles précédents est rendue difficile par sa longueur inhabituelle et par l'environnement de faible croissance dans lequel les banques centrales ont joué un rôle dominant.

Le couple croissance faible et coût de financement attractif a encouragé les opérations de rachats d'actions et de fusion acquisitions, tandis que les dépenses d'investissement sont demeurées à des niveaux remarquablement faibles. Ces dépenses ne sont pas favorables au crédit, dans la mesure où cette utilisation de la dette ne favorise pas la croissance de la productivité et a probablement contribué à affaiblir la croissance potentielle au cours des cinq dernières années. Nos données internes suggèrent que le levier d'endettement a augmenté dans presque tous les secteurs à des niveaux supérieurs à ceux qui prévalaient avant 2008.

Note positive : les entreprises américaines se sont récemment comportées plus prudemment avant le ralentissement ou le ralentissement macroéconomique. Nous avons observé une baisse significative de la croissance de la dette dans presque tous les secteurs. Cette tendance – si elle se confirme – est tout à fait inhabituelle dans la phase d'expansion (phase C).

Au final, les segments les moins bien notés de la dette HY semblent être les plus à risque dans cette phase du cycle et définitivement les plus exposés à un durcissement des conditions de financement.

> Cycle de crédit

Comme la notion de crédit fait référence à la capacité des entreprises à rembourser leurs dettes, elle est intimement liée aux flux de bénéfices et au montant que représente leur dette. Pour synthétiser, le cycle de crédit suit l'augmentation et la contraction du levier financier des entreprises au cours des différentes phases microéconomiques, chacune étant liée avec les phases macroéconomiques correspondantes. Pour l'investisseur, le cycle de crédit est intéressant car, en tant que déterminant final des indicateurs de crédit, il a tendance à devancer dans le temps les variations des *spreads* de crédit. Il permet également de mieux comprendre pourquoi le crédit joue généralement le rôle d'indicateur avancé des points d'inflexion des marchés actions.

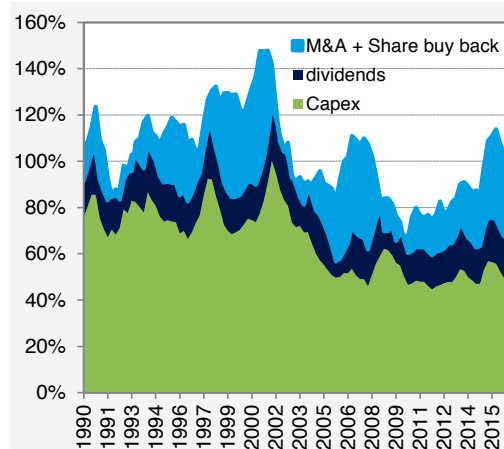
La croissance des bénéfices a tendance à précéder la croissance de la dette, alors que les bénéfices sont plus volatils que la dette, notamment à la baisse. Ainsi, la croissance combinée de la dette et des bénéfices des entreprises précède l'évolution des *spreads* de crédit lors des cycles à long terme. Au cours des dernières décennies, les taux de croissance relatifs de ces deux variables ont entretenu une relation récurrente. Au cours des 40 dernières années (marquées par 7 récessions), l'écart entre la croissance de la dette et la croissance des bénéfices a atteint un pic, en moyenne, neuf mois avant les pics des *spreads* de crédit.

Les quatre phases « classiques » permettent d'expliquer plus facilement le lien entre les cycles micro et macro.

Nous indiquons pour chaque phase le comportement habituel des obligations d'entreprise et des actions :

Phase A : reprise macro et réduction de la dette des entreprises. Du fait de la stabilisation des perspectives macroéconomiques, les entreprises cherchent à se désendetter. La croissance des bénéfices redémarre après avoir atteint un plancher, tandis que la croissance de la dette ralentit, les entreprises préférant se désendetter et renforcer leur bilan. Toutes ces mesures sont favorables aux porteurs d'obligations. Au début de cette phase de rétablissement, les obligations ont tendance à surperformer les actions.

**12 US HY bonds et lev loans
Objet de l'émission, en %**



Source: Bloomberg, Recherche Amundi

Juin 2017

Phase B: expansion macro et reprise micro. La reprise économique accélère, et les conditions de crédit s'assouplissent. Les bilans des entreprises se renforcent. Les bénéficiaires sont soutenus et continuent à augmenter plus vite que la dette. Les obligations d'entreprise et les actions enregistrent des performances solides.

Phase C: croissance macro mature et réendettement des entreprises. La reprise suit son cours et l'accès au crédit devient plus facile. Les entreprises accélèrent leurs investissements et les opérations d'acquisition. La croissance de la dette accélère alors que celle des bénéficiaires ralentit; de fait, les marges sont à un pic et les entreprises préfèrent jouer davantage sur leur levier financier pour empêcher leur ROE de baisser. Pendant cette phase, les actions enregistrent des gains mais les obligations commencent à souffrir.

Phase D: repli/récession. La croissance des bénéficiaires ralentit fortement, alors que la croissance de la dette reste soutenue et s'approche de son pic. Les entreprises commencent à se restructurer pour réduire leur levier et améliorer leur efficacité, et finissent par revenir dans les conditions de la phase A. Dans cette phase, les actions et les obligations sont malmenées.

Trois cycles de crédit se sont succédé ces 30 dernières années, dont le cycle actuel qui se poursuit. Le premier cycle de crédit a débuté au tout début des années 1990 et a duré près de 10 ans; le second a duré moins que le premier et s'est arrêté brutalement avec la grande crise financière. Le troisième a débuté après la reprise qui a suivi la crise et personne ne sait vraiment combien de temps il va durer. Selon nous, nous sommes entrés récemment dans la phase C du cycle. Pour plus de simplicité, nous ferons référence à trois cycles: celui des années 1990, celui des années 2000, le troisième étant le cycle actuel.



3 Comment la Banque d'Angleterre perçoit-elle le Brexit ?

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

« Mark Carney, le gouverneur de la Banque, a prévenu que les risques induits par une sortie (de l'Union européenne) incluaient une éventuelle récession technique ».

BBC, 12 mai 2016

« À l'approche du référendum sur le (Brexit), nous estimions qu'il s'agissait du risque le plus important (menaçant l'économie). Il existait tout une série d'événements potentiels qui auraient pu avoir des conséquences en termes de stabilité financière. Naturellement, compte tenu de l'embellie rapide de la situation depuis le référendum, les risques immédiats liés au Brexit ont diminué... »

Mark Carney, gouverneur de la BoE, The Telegraph, 12 janvier 2017

Les citations ci-dessus résument l'évolution de la pensée de Mark Carney, gouverneur de la Banque d'Angleterre (BoE), au sujet des conséquences potentielles du référendum sur le Brexit pour l'économie britannique. La différence de discours entre la période qui a précédé le référendum (23 juin 2016) et celle qui l'a suivi est radicale. Il est clair que l'économie britannique a fait preuve jusqu'à présent d'une résistance bien plus forte qu'attendu.

Avant le référendum, Mark Carney avait fait l'objet de critiques acerbes pour ses prises de position et la BoE avait été accusée d'avoir adopté un biais pro-Union européenne. Mark Carney est aujourd'hui beaucoup moins pessimiste. Cela dit, le changement de perception de la BoE par rapport aux conséquences du référendum sur le Brexit va bien au-delà des opinions personnelles du gouverneur Carney. Il témoigne surtout du fait que les décisions de politique monétaire sont par nature soumises à d'importantes incertitudes, incertitudes nécessairement très élevées dans le cas du Royaume-Uni aujourd'hui puisque le Brexit implique la certitude de vastes modifications structurelles au sein de l'économie britannique.

Dès le début 2016, la BoE a commencé à s'inquiéter de la possibilité d'un Brexit. Les risques ont commencé par affecter la livre sterling. À l'époque, la BoE avait analysé que la montée de l'incertitude politique était le principal catalyseur de la chute de la livre lors des semaines qui avaient précédé le référendum. Lors de son comité de politique monétaire d'avril, la BoE avait clairement indiqué qu'elle s'inquiétait du recul de la livre et qu'elle avait commencé à s'interroger sur son impact concret sur l'économie.

Mais ce n'est qu'à l'occasion du comité de politique monétaire du mois de mai que la BoE a durci le ton s'agissant des risques de matérialisation d'un possible Brexit: « les risques les plus élevés entourant les prévisions du comité de politique monétaire étaient liés au référendum ». La BoE avait commencé à comprendre qu'il lui faudrait faire un important compromis entre la stabilisation de l'inflation d'une part et la production et l'emploi d'autre part. Elle avait, de plus, pointé du doigt les signes croissants prouvant que les incertitudes avaient commencé à pénaliser l'activité économique et avait souligné qu'une « sortie de l'UE était susceptible de réduire sensiblement les perspectives de production et d'inflation et, par conséquent, de perturber le pilotage de la politique monétaire ». Selon la BoE, dans un tel scénario :

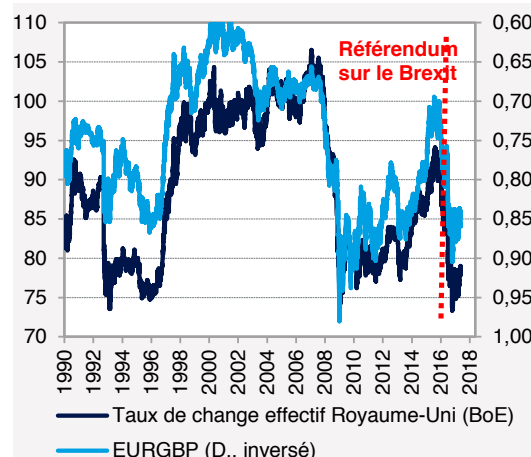
- I. Les ménages retarderaient leurs dépenses de consommation et les entreprises leurs investissements, ce qui entraînerait une hausse du chômage;
- II. La croissance de l'offre diminuerait probablement, témoignant du ralentissement de l'accumulation de capital et d'un besoin de réallouer les ressources;

L'essentiel

La façon dont la Banque d'Angleterre (BoE) perçoit le Brexit a beaucoup changé depuis le début 2016. Des interventions catastrophistes de plusieurs de ses membres avant le référendum avaient été lourdement critiquées par des observateurs jugeant l'institution trop politisée. Peu de temps après le référendum, la dégradation de quelques indicateurs de court terme l'avait amenée à ne prendre aucun risque et à prendre de puissantes mesures d'assouplissement monétaire. L'économie britannique a ensuite fortement surpris à la hausse, ce qui a conduit la BoE à revoir à la hausse ses prévisions de croissance.

La performance meilleure que prévu de l'économie britannique a fait souffler un vent d'optimisme au Royaume-Uni. La BoE a récemment modifié sa communication en affichant clairement qu'elle faisait l'hypothèse d'un Brexit en douceur. Cela dit, les indicateurs de surprise économique viennent de revenir en territoire négatif en mai et le processus de négociations entre le Royaume-Uni et l'Union européenne ne fait que commencer. Il est légitime de se demander si la BoE ne deviendrait pas trop optimiste après avoir été trop pessimiste.

1 Évolution de la livre sterling



Source : Datastream, Recherche Amundi

Juin 2017

III. La livre continuerait à se déprécier, peut-être de manière prononcée. De telles perspectives « entraîneraient une trajectoire de croissance nettement plus faible et une trajectoire d'inflation sensiblement plus élevée. »

Après la décision des citoyens britanniques de quitter l'Union européenne, la BoE a insisté sur les facteurs susceptibles d'affecter la croissance potentielle du Royaume-Uni sur le long terme. Selon la BoE, des incertitudes très importantes subsistent concernant les nouveaux accords commerciaux et d'investissement (barrières commerciales douanières ou non, par exemple) entre le Royaume-Uni et ses partenaires économiques. Toute évolution sur ce front aura certainement une influence sur les flux commerciaux et de capital du Royaume-Uni. Cela réduirait le degré d'ouverture de l'économie. Diverses études montrent d'ailleurs que ce degré d'ouverture est un déterminant crucial des revenus du pays et de la croissance potentielle. Entre autres facteurs, la BoE a mentionné par exemple :

- Avec une moindre ouverture aux flux de capitaux, des projets d'investissement potentiellement productifs pourraient avoir plus de mal à trouver des financements, ce qui pourrait accroître le coût du capital ;
- Cela pourrait affecter la productivité du travail ;
- La demande de produits britanniques pourrait être affectée avec la conclusion de nouveaux accords commerciaux entre le Royaume-Uni et ses partenaires économiques, ce qui nécessiterait une réallocation des ressources.

Face à un scénario potentiellement aussi défavorable et compte tenu du compromis à trouver entre inflation et activité économique, la BoE a décidé de ne pas prendre de risque concernant l'activité et a donc annoncé un plan d'assouplissement monétaire lors de sa réunion du mois d'août.

La Banque d'Angleterre n'a pas voulu prendre de risques en août 2016

Le 4 août 2016, la BoE a adopté un ensemble de mesures d'assouplissement :

- Baisse du principal taux directeur de 0,50 à 0,25 %
- Mise en place du *Term Funding Scheme* (TFS) afin de fournir aux banques un financement à des taux proches du taux directeur
- Achat de 10 Mds £ d'obligations d'entreprise
- Achat de 60 Mds £ d'obligations souveraines

La BoE a justifié ses décisions en expliquant que les perspectives de croissance s'étaient considérablement dégradées. Elle a abaissé sa prévision de croissance 2017 de 2,3 à 0,8 % et a changé son profil d'évolution du marché du travail : alors qu'elle anticipait jusque-là une baisse du taux de chômage, les prévisions d'août anticipaient une brusque remontée du taux de chômage. Selon elle, cette dégradation des perspectives économiques allait peser sur l'inflation à moyen terme et plus que contrebalancer la hausse de l'inflation de court terme causée par la forte dépréciation de la livre.

L'économie britannique a surpris à la hausse... jusqu'il y a peu

Après le référendum sur le Brexit, les économistes du secteur privé et les grandes institutions internationales ont rapidement et fortement revu leurs prévisions de croissance à la baisse pour le Royaume-Uni. Toutefois, les faits ont progressivement donné tort au consensus et les chiffres ont fortement surpris à la hausse. Les indicateurs de surprise économique pour le Royaume-Uni ont été historiquement élevés/positifs sur la période juillet 2016/avril 2017 et ne sont passés en territoire négatif qu'en mai 2017.

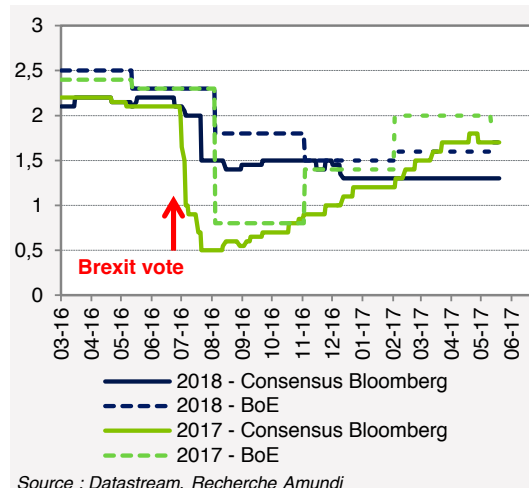
- L'indicateur de confiance des consommateurs (GfK) a lourdement chuté avant de se reprendre dès le mois d'août et de reprendre sa tendance baissière entamée à la mi-2015.
- Les ventes au détail ont accéléré sur l'été 2016 sur des niveaux assez impressionnants, avant de ralentir nettement à partir de décembre, à mesure que l'inflation a accéléré. La croissance du PIB a été forte au T4 à



Les indicateurs de surprise économique pour le Royaume-Uni ont été historiquement élevés/positifs sur la période juillet 2016/avril 2017



2 Évolution des prévisions de croissance pour le Royaume-Uni



Juin 2017

> Les élections anticipées du 8 juin

Actuellement, les conservateurs possèdent la majorité à la Chambre des Communes avec 330 sièges sur 650, contre 229 pour le Labour, 54 pour le parti nationaliste écossais et 9 pour les Libéraux Démocrates. La majorité n'était que de 17 sièges. Au-delà de l'affaiblissement des autres partis, le pari pour Theresa May de la tenue d'élections anticipées est d'obtenir une majorité suffisamment confortable pour pouvoir disposer dans son propre camp d'un groupe de députés partageant une vision homogène de comment doit se dérouler le Brexit.

Lorsque Theresa May a convoqué des élections anticipées le 18 avril, les Tories avaient une avance d'environ 20 points de pourcentage sur le parti travailliste, un avantage d'une ampleur inobservée depuis 2008/2009. En effet, le Labour et dans une certaine mesure l'UKIP ont perdu beaucoup de terrain après le référendum sur le Brexit. Même si les sondages indiquent une victoire du parti conservateur, l'écart entre les conservateurs et les travaillistes s'est considérablement réduit. Il est intéressant de souligner que l'annonce des élections anticipées a provoqué un effondrement du parti UKIP dans les sondages (aux alentours de 5 % des intentions de vote, contre plus de 15 % avant le référendum sur le Brexit).

+0,7 % en trimestre sur trimestre avant de ralentir nettement à +0,3 % au T1 (contre un consensus à +0,4 %).

- Les prix immobiliers ont bien résisté initialement avant de décélérer par la suite et de baisser très légèrement, surtout pour le bassin londonien.

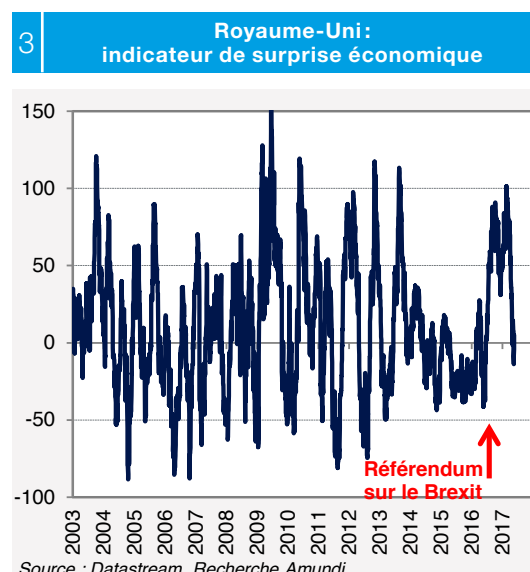
Comme l'a expliqué Michael Saunders, membre de la BoE, le 21 avril (« *Ten months after the EU referendum: how is the economy doing?* »), la BoE a interprété la forte baisse des enquêtes après le référendum comme l'indication que la montée de l'incertitude au sujet des futurs traités commerciaux du Royaume-Uni allait peser lourdement sur la croissance à court terme, notamment sur la consommation, l'investissement des entreprises et sur le marché immobilier. Michael Saunders a détaillé **plusieurs facteurs permettant d'expliquer les performances meilleures que prévu de l'économie britannique** :

- L'incertitude liée au Brexit a moins compté que prévu
- Les conditions monétaires au Royaume-Uni se sont assouplies de façon significative
- L'activité a été plus soutenue au niveau mondial
- Contrairement à certains épisodes précédents, le pic d'incertitude n'a pas été accompagné par une détérioration majeure en termes de coût et disponibilité du crédit
- Il est possible que, indépendamment du vote sur le Brexit, l'expansion économique au Royaume-Uni soit devenue plus résiliente

Le 23 mars, Ben Broadbent, membre de la BoE, a expliqué dans un discours (« *Brexit and the pound* ») que le secteur exportateur britannique se trouvait dans un « *sweet spot* » pour quelques trimestres: les règles relatives au commerce avec les pays de l'Union européenne n'ont pas encore changé et ne changeront pas jusqu'au 29 mars 2019 (2 ans après le déclenchement de l'Article 50) et le secteur exportateur bénéficie d'un taux de change ayant fortement baissé après le référendum.

La Banque d'Angleterre fait l'hypothèse d'un Brexit « en douceur » (« *smooth Brexit* »)

Le comité de politique monétaire du 11 mai 2017 a marqué un véritable tournant dans la communication de la BoE puisque c'est la première fois qu'elle a indiqué faire l'hypothèse d'un Brexit en douceur (« *smooth Brexit* ») dans le cadre de ses projections économiques. La livre a perdu un peu de terrain après ce comité, face à l'euro et au dollar et les taux 10 ans britanniques ont légèrement baissé.



Juin 2017

La Banque d'Angleterre se trouve dans une situation difficile et ambiguë.

L'inflation a rapidement grimpé à cause de la forte dépréciation de la livre et la BoE prévoit qu'elle restera supérieure à sa cible de 2 % sur son horizon de prévisions. Cependant, elle indique qu'elle ne peut « empêcher l'ajustement réel qui aura lieu lorsque le Royaume-Uni nouera de nouveaux accords commerciaux et la plus faible croissance du revenu réel qui accompagnera cet ajustement. » Selon la BoE, essayer de compenser l'effet de la dépréciation de la livre sur l'inflation ne pourrait se faire qu'au prix d'un chômage plus élevé. L'équilibre que la BoE doit trouver est donc extrêmement difficile et se trouve dépendant des négociations sur le processus de Brexit.

D'ailleurs, le rapport sur l'inflation, publié le 11 mai, note que « les anticipations de changements d'accords commerciaux du Royaume-Uni sont de plus en plus susceptibles d'influencer les exportations et importations britanniques sur la période de prévision ». **Il est donc très vraisemblable que la BoE sera de plus en plus tirillée entre la vigueur de l'inflation et les développements économiques et politiques.**



4 Rally sur les actifs émergents et baisse des prix des matières premières : faut-il s'en inquiéter ?

KARINE HERVÉ, *Stratégie et Recherche Économique*

Les actifs émergents ont le vent en poupe mais certains analystes de marchés s'interrogent du bien-fondé de ce rally

De nombreux intervenants et analystes de marchés s'étonnent de l'ampleur et s'interrogent sur la pérennité du rally sur les actifs émergents (cf. graphique n° 1). À tort ou à raison, telle est la question ? Les fondamentaux économiques se sont améliorés dans de nombreux pays y compris dans les pays émergents et en voie de développement. Le repli des discours protectionnistes de Trump, la baisse des anticipations de reflation de l'économie américaine et donc de hausse des Fed funds sont autant de points favorables aux économies émergentes et plus globalement à la croissance mondiale. C'est d'ailleurs le scénario pour lequel nous plaidons depuis novembre dernier : le maintien de la croissance mondiale aux alentours de 3 % au cours des deux prochaines années. Dans un environnement de taux bas dans la plupart des économies avancées, les actifs émergents continuent d'offrir des rendements attractifs. Il convient donc de ne pas délaissier une classe d'actifs aussi profitable. L'indice MSCI émergent, par exemple, a progressé de près de 15 % depuis le début de l'année et pourrait continuer de monter.

Toutefois, les derniers mouvements de prix sur les marchés des matières premières (cf. graphique n° 2) ont généré de nouvelles appréhensions du côté des analystes et intervenants de marchés. Il est vrai que l'ampleur des flux entrants dans les émergents depuis deux trois mois peut poser question. Plus précisément, il convient de se demander si ces flux sont réellement en ligne avec l'amélioration observée des fondamentaux économiques dans ces pays et s'il n'existe pas un risque de voir ces flux se retourner (*sudden-stop*). La question de l'éventuel excès des flux de capitaux vers les émergents fait sens dans la mesure où il peut exister une divergence entre flux de capitaux et fondamentaux économiques mais celle-ci ne dure jamais bien longtemps ! N'oublions pas que ces pays, même s'ils sont plus résilients aujourd'hui qu'ils ne l'étaient il y a encore quelques années, seraient sensibles à un nouvel épisode de *sudden-stop* dans la mesure où beaucoup ont déjà été affectés par i) la chute des cours des matières premières de 2014-2015 et ii) des chocs idiosyncratiques, généralement de nature politique.

La poursuite de l'actuelle politique monétaire chinoise pourrait peser sur la demande mondiale et sur les prix des matières premières

Les dernières mesures de la PBoC (hausse des taux directeurs, des taux de réserves obligatoires) et du régulateur du marché bancaire visent clairement à limiter (pour ne pas dire diminuer) l'expansion du crédit (formel et informel) ainsi que la hausse des prix immobiliers qui portent en eux les germes d'une crise. A priori, cette orientation politique est donc raisonnable d'autant que les mesures de resserrement monétaire ont été décidées à un moment où les signaux renvoyés par l'économie réelle étaient au beau fixe. Les autorités chinoises vont certainement vouloir profiter du temps de cette embellie pour poursuivre cette politique. Il pourrait donc y avoir dans les mois à venir de nouveaux épisodes i) de baisse des importations chinoises et ii) de diminution de la liquidité qui pourrait entraîner dans son sillage une nouvelle jambe de baisse des prix des matières premières ou pour le moins davantage de volatilité sur ces marchés.

Un tel scénario n'est évidemment pas le plus propice aux redressements des fondamentaux économiques des pays émergents et en développement qui dépendent d'une façon ou d'une autre de la demande chinoise. Toutefois, tous les pays ne seraient pas affectés de la même manière : les pays exportateurs

L'essentiel

Les derniers mouvements de prix sur les marchés des matières premières ont généré de nouvelles appréhensions du côté des analystes et intervenants de marchés.

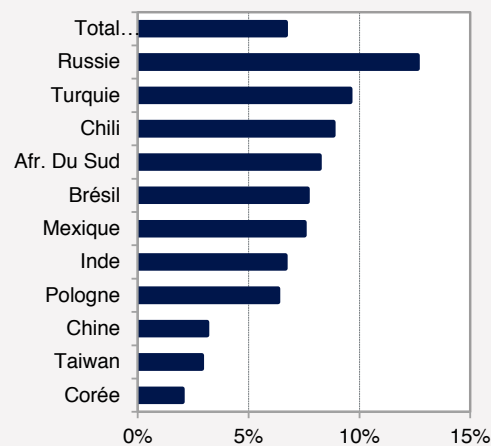
Beaucoup s'interrogent sur l'ampleur et la pérennité du rally actuel sur les actifs émergents. Toutefois, même s'il existe des risques baissiers en provenance de Chine surtout, nous pensons qu'à ce stade il convient de rester vigilant sans pour autant tirer le signal d'alarme.



Les flux continuent d'abonder dans les pays émergents et certains analystes s'interrogent



1 Flux obligatoires depuis janvier (% des encours)



Sources: EPFR, Recherche Amundi



Le ralentissement du crédit et le resserrement de la politique monétaire chinoise pourraient peser sur la demande mondiale et sur les prix des matières premières



Juin 2017

nets de matières premières seraient sans aucun doute les plus pénalisés. Si on regarde la part de leurs exportations dans le PIB ainsi que leur exposition aux matières premières (part de ces produits dans les exportations totales), la Russie, le Chili ainsi que le Pérou et la Malaisie seraient les plus affectés (cf. tableau 1). Le Brésil et le Mexique semblent de ce point de vue plus à l'abri : le premier en raison d'une moindre ouverture de son économie et le second de sa plus grande diversification.

Sensitivité aux prix des matières premières							
	Exports % PIB	Énergie % Exports	Énergie % PIB	Métaux % Exports	Métaux % PIB	Énergie et Métaux % Exports	Énergie et Métaux % PIB
Brésil	18	7	1	11	2	18	3
Chili	30	1	0	54	16	55	16
Colombie	15	68	10	1	0	69	10
Mexique	35	6		3	1	9	3
Pérou	25	9	2	49	12	57	14
Russie	30	63	19	6	2	69	21
Afrique du Sud	30	12	4	24	7	36	11
Indonésie	25	30	8	5	1	35	9
Malaisie	70	16	11	4	3	20	14

Sources : Datastream, Recherche Amundi

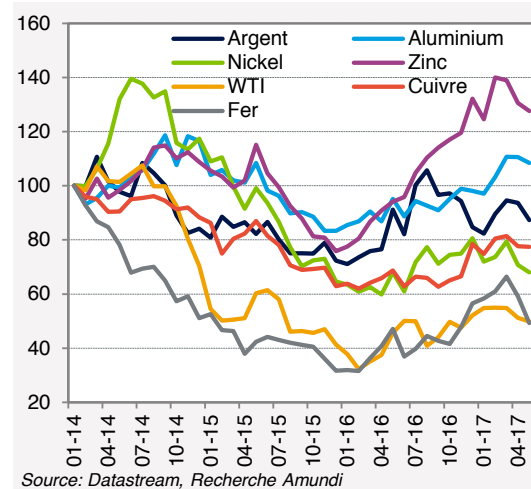
Une nouvelle baisse des cours des matières premières pourrait remettre en cause le cycle d'assouplissement monétaire amorcé dans plusieurs pays via un effet change

Les liens commerciaux ne sont pas les seuls canaux de diffusion des mouvements de prix des matières premières sur l'économie réelle. Les taux de change jouent un rôle tout aussi important. En effet, il existe une forte corrélation entre prix des matières premières et évolutions des changes : plus les prix des matières premières sont élevés, plus les monnaies des pays exportateurs sont fortes. Aussi, si les prix des matières premières subissaient de nouvelles pressions baissières soutenues, les monnaies des pays exportateurs pourraient de nouveau se déprécier. Ce mouvement aurait deux conséquences directes fâcheuses : i) accroître le coût de la dette libellée en devises étrangères et ii) renforcer les pressions inflationnistes via les effets *pass-through*. Avec des ratios de dette libellée en devises étrangères supérieures à 60 % de leur PIB, le Chili, le Pérou, la Colombie et la Malaisie seraient fragilisés. Du côté des pressions inflationnistes, les pays où les niveaux d'inflation actuels sont déjà élevés et/ou au-dessus de leur cible pourraient être contraints de ralentir le rythme de l'assouplissement monétaire en cours. De ce point de vue, le Pérou, la Colombie et la Malaisie avec des niveaux d'inflation au-dessus de leur cible apparaissent comme les plus exposés. Alors que ces pays ont entamé récemment des baisses de taux et que le consensus mise sur une accélération de cet assouplissement monétaire dans les mois à venir, la volatilité des prix des matières premières pourrait jouer en sens inverse.

En Russie, l'inflation a convergé vers sa cible et les anticipations d'inflation semblent bien ancrées. La Banque Centrale Russe (CBR), qui a amorcé avec beaucoup de prudence la baisse de ses taux, pourrait néanmoins faire machine arrière au moindre choc persistant sur le pétrole étant donné le fort *pass-through* entre change et inflation. Toutefois, il nous semble que tant que le prix du pétrole ne descend pas en dessous de 40USD/baril (hypothèse de travail de la CBR), les risques sur le rouble sont limités. En effet, la Russie semble être sortie de la récession : d'après les chiffres préliminaires, le PIB russe aurait augmenté de 0.5 % en glissement annuel au premier trimestre et ses fondamentaux (déficit et dette publique, compte courant, etc.) malgré la crise passée restent solides. Au Brésil, la situation est plus complexe. En effet, même si le déficit courant s'est résorbé, la reprise économique tarde et les incertitudes économiques

“ Si les cours des matières premières venaient à baisser durablement, les pays en phase d'assouplissement monétaire pourraient être contraints de stopper le cycle ”

2 Prix des matières premières



Source: Datastream, Recherche Amundi

Juin 2017

(une réforme des retraites doit être votée) et politique en cours sont encore nombreuses. Le réal est donc de ce point de vue plus fragile. Si la banque centrale brésilienne devait mettre un terme au cycle d'assouplissement actuel, la reprise s'éloignerait encore davantage. Pour le Mexique, une nouvelle jambe de baisse des cours du pétrole serait tout aussi préjudiciable. Suite à l'élection présidentielle américaine, le peso mexicain s'est fortement déprécié entraînant dans son sillage une hausse de l'inflation, contraignant la Banxico à relever ses taux directeurs. Des pressions supplémentaires sur la monnaie mexicaine prolongeraient le cycle de durcissement en cours alors même que l'économie peine à rebondir.

Les risques baissiers sur les prix des matières premières ne sont pas nuls mais il apparaît prématuré de tirer le signal d'alarme

Il existe des risques baissiers sur les prix des matières premières mais ils apparaissent de notre point de vue relativement limités. Tout d'abord, le ralentissement du crédit et le resserrement monétaire en Chine devraient être modérés. En effet, en cette année de transition politique, les autorités chinoises auront à cœur de ne pas mettre en péril la stabilité économique et financière du pays. Ensuite, les producteurs de pétrole semblent être en ligne pour diminuer leur production et leurs stocks. La Russie et l'Arabie Saoudite ont conclu un accord le 15 mai visant à réduire les stocks à leur moyenne des cinq dernières années ce qui devrait favoriser la reconduite de l'accord entre pays membres de l'OPEP à la réunion du 25 mai. Le prix du pétrole devrait donc se stabiliser dans les prochains mois sans pour autant enregistrer une nouvelle jambe de hausse conséquente en raison notamment de la concurrence exercée par le shale. Enfin, la baisse des cours des matières premières (hors agriculture) depuis décembre 2016 touche essentiellement l'acier, le nickel et le gaz naturel avec une chute de près de 15 % pour les deux premiers et de 8 % pour le troisième. Le recul des prix du pétrole et du cuivre, les matières auxquelles les pays susmentionnés sont les plus exposés, a été de moindre ampleur : 5 % et 2 % respectivement.

À ce stade, nous estimons qu'il n'y a pas lieu de tirer le signal d'alarme même si la vigilance reste de rigueur.



Même si les risques baissiers semblent modérés, il convient de rester vigilant



5 Chine : les investisseurs doivent-ils s'inquiéter du deleveraging financier ?

MO JI, *Stratégie et Recherche Economique*

Quelles sont les mesures en matière de désendettement financier et quel calendrier de mise en œuvre ?

Depuis la nomination de M. Guo Shuqing au poste de président de la CBRC (China Banking Regulatory Commission) en février 2017, cette dernière n'a cessé d'instaurer des mesures allant dans le sens d'un désendettement financier, et les banques sont tenues de respecter des échéances précises pour communiquer sur certains aspects. Pour les marchés, ces décisions ont été perçues comme des mesures immédiates de resserrement de liquidité découlant du désendettement. Toutefois, les marchés ont tort car il ne s'agit que de la première phase d'un examen global qui sera mené en 2017, et non d'une phase de mise en œuvre. C'est d'ailleurs ce que reflète la récente correction du marché chinois *onshore*.

Mesures de désendettement financier en Chine et échéancier, à fin mars 2017		
Date	Régulateur	Politique
17 avril 2017	CBRC	La CBRC a publié 7 documents pour mettre un terme aux pratiques irrégulières sur les marchés financiers.
12 mai 2017	CBRC	Chaque semaine, les banques commerciales sont tenues de déclarer les actifs sous-jacents qui garantissent les investissements réalisés .
19 mai 2017	CSRC	La CSRC (China Securities Regulatory Commission) recommande vivement aux sociétés de courtage et de gestion de portefeuille de ne pas prendre part à des activités d'intermédiaires qui transfèrent les obligations du superviseur.
12 juin 2017	CBRC	Toutes les banques sont tenues de soumettre un rapport d'auto-évaluation avant le 12 juin via les documents 46 (évaluation de transactions à triple arbitrage) et 45 (évaluation des aspects non liés la conformité).
15 juillet 2017	CBRC	Toutes les banques sont tenues de soumettre un rapport d'auto-évaluation d'ici le 15 juillet avec le Document 53 (" <i>improper activities</i> ").
20 juillet 2017	CBRC	Toutes les banques sont tenues de soumettre un rapport d'activité pour le 1^{er} semestre 2017 d'ici le 20 juillet via le Document 6 (mesures d'amélioration de la gestion du risque dans les activités bancaires).
30 nov. 2017	CBRC	Toutes les banques sont tenues de rectifier les problématiques identifiées dans les rapports d'auto-évaluation et réglementaire, et de soumettre un rapport via les Documents 45 et 46 d'ici le 30 novembre.

Source: CBRC, Recherche Amundi

Quelles sont les craintes relatives au désendettement financier en Chine ?

1. Le désendettement financier se traduit par un resserrement de la **liquidité dans le système économique global**, ce qui pèse sur le PIB.

L'essentiel

Le phénomène de désendettement en Chine semble inquiéter les investisseurs, mais cette crainte est selon nous exagérée à la fois en termes de resserrement potentiel de la liquidité et de correction des marchés. Le désendettement (deleveraging) financier engendre un durcissement des conditions de crédit pour le secteur financier, mais pas dans l'économie réelle, et il n'entraîne pas de resserrement monétaire. Nous pensons donc que les craintes des marchés concernant le désendettement financier en Chine vont se dissiper au 2nd semestre 2017 (probablement en juillet-août), avant qu'une tendance négative fasse son retour, probablement au 1^{er} trimestre 2018 lorsque toutes les mesures auront été déployées.

Les mesures des autorités en matière de désendettement vont selon nous se répercuter sur trois aspects spécifiques : (1) le levier des marchés actions et obligataires (actuellement de 10000 Mds RMB et qui devrait baisser de 2000-3000 Mds RMB); (2) la qualité des investissements en immobilier et en infrastructures; (3) les émissions d'obligations des émetteurs de faible qualité. La réallocation pourrait être la suivante: (1) réduire les actifs de crédit non-standardisés au profit des prêts standard de bonne qualité; (2) réorienter les investissements obligataires vers les banques et privilégier les investissements dans les grandes capitalisations au détriment des petites capitalisations; (3) améliorer les pratiques de prêts (irrégulières) des banques de petite et moyenne taille et en faire des prêts standard de bonne qualité. Sur le long terme, cette réallocation sera favorable à la santé des marchés financiers et de l'économie réelle en Chine.



Juin 2017

- Il entraîne un **resserrement bien plus marqué de la liquidité sur les marchés de capitaux**, en particulier sur les marchés actions et obligataires.
- Le désendettement financier peut aussi créer des **risques systémiques, accroître les défauts et potentiellement entraîner un atterrissage forcé de l'économie chinoise**.
- La crainte est que le désendettement financier se traduise par un **durcissement excessif des conditions de crédit**.

Quels sont les malentendus ?

- Malentendu sur la différence entre le **resserrement attendu de la liquidité** et le **resserrement réel de la liquidité (les marchés évoluent en fonction des anticipations)**.
- Malentendu sur la différence entre le **resserrement monétaire** et le **resserrement du crédit**.
- Malentendu sur la différence entre le **resserrement du crédit pour le secteur financier** et le **resserrement du crédit pour l'économie réelle**.
- Malgré les vérifications réglementaires effectuées, les régulateurs n'ont pas spécialement l'intention de réduire la liquidité du système de manière excessive.

Quelle est la réalité ?

- Le désendettement financier entraîne un **resserrement du crédit (sans resserrement de la liquidité globale et monétaire) dans le secteur financier, et non dans l'économie réelle**, comme le montrent clairement les prêts de la CBRC à l'économie réelle, qui devraient rester à leur niveau actuel, voire au-dessus.
- La perspective d'un resserrement de la liquidité (crédit, monétaire et économie réelle) découlant du désendettement financier a entraîné des corrections sur les marchés d'actions et obligataires chinois. **Les anticipations sont excessives, d'où les corrections observées sur les marchés**.
- La **masse monétaire continue à augmenter à un rythme rapide** : les agrégats M1 (+18,5 %) et M2 (10,5 %) enregistrent des taux de croissance à deux chiffres et le financement social total (TSF) progresse fortement (6900 milliards RMB au 1^{er} trimestre 2017 vs. 6.700 milliards RMB au 1^{er} trimestre 2016).
- L'**expansion de la masse monétaire** facilite le **resserrement du crédit dans le secteur financier**, ce qui va réduire sensiblement le risque systématique et éliminer les risques d'un atterrissage forcé à court terme.

Quels seront les secteurs les plus affectés une fois le désendettement mis en œuvre ?

Les examens réglementaires en cours portent sur trois secteurs : (1) les actifs de crédit non-standardisés (28 000 milliards RMB) via les canaux de gestion d'actifs ; (2) les fonds investis en obligations et en actions (10 000 milliards RMB) ; (3) le financement des banques petites et moyennes (3 000-5 000 milliards RMB) via des pratiques irrégulières.

Le volume total est donc supérieur à 40 000 milliards RMB, soit environ 20 % du total du crédit dans le système financier. Ce qui ne veut pas dire que ces 20 % du crédit vont s'évaporer ou diminuer de manière importante. Cela signifie plutôt que cette somme gigantesque de 40 000 milliards RMB sera allouée à d'autres secteurs plus transparents.

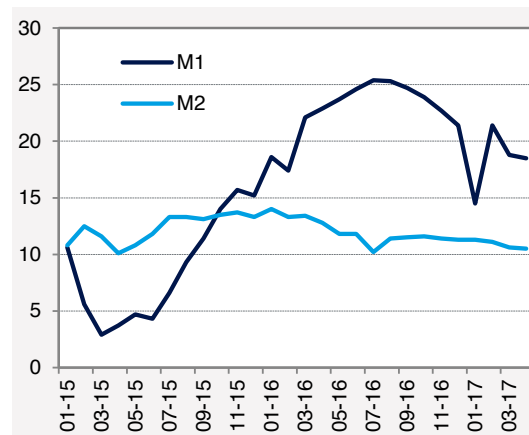
La réallocation pourrait être la suivante : (1) réduire les actifs de crédit non-standardisés au profit des prêts standard de bonne qualité ; (2) réorienter les investissements obligataires vers les banques et privilégier les investissements dans les grandes capitalisations au détriment des petites capitalisations ; (3) améliorer les pratiques de prêts (irrégulières) des banques de petite et moyenne taille et en faire des prêts standard de bonne qualité.



Un durcissement excessif ne serait pas approprié !



1 Chine : croissance des agrégats monétaires M1 & M2, % GA



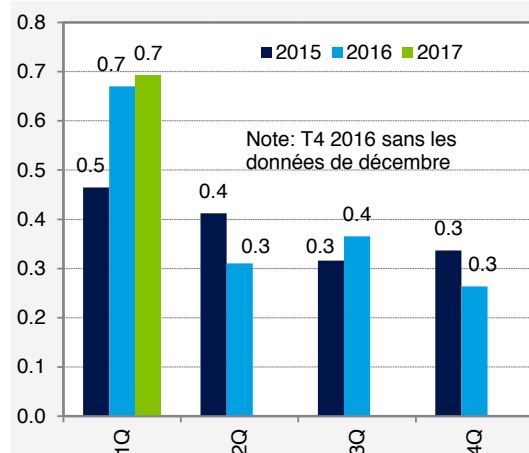
Source : Bloomberg, Recherche Amundi



Le levier sur les marchés d'actions et obligataires devrait être réduit



2 Chine : financement social total (TSF) trillions de CNY



Source : Bloomberg, Recherche Amundi

Juin 2017

Nous pensons donc que les mesures des autorités en matière de désendettement vont se répercuter sur trois aspects spécifiques: (1) le levier des marchés d'actions et obligataires (actuellement de 10 000 milliards RMB et qui devrait baisser de 2000-3000 milliards RMB); (2) la qualité des investissements en immobilier et en infrastructures; (3) les émissions d'obligations des émetteurs de faible qualité.

Conclusion

1. À court terme, les marchés d'actions et obligataires chinois vont faire face à des contraintes de liquidité et pourraient donc corriger à la baisse ;
2. Selon nous, les anticipations d'un resserrement de la liquidité vont se dissiper après le 1^{er} semestre (probablement en juillet-août) lorsque les marchés d'actions et obligataires bénéficieront d'un potentiel de valorisation grâce à une amélioration continue des bénéfices.
3. Les anticipations d'un resserrement de la liquidité pourraient à nouveau se révéler pénalisantes pour les marchés au 1^{er} semestre 2018 lorsque toutes les mesures auront été mises en œuvre.
4. Les grandes banques et les entreprises de qualité sont les grands bénéficiaires de cette période de désendettement financier en Chine.

“
Régulariser les pratiques
en matière de prêt
”

“
Renforcer la qualité globale
des prêts
”



6 Enseignements de la saison des résultats du T1 2017

IBRA WANE, *Stratégie et Recherche Économique*

La saison des publications touchant à sa fin, le moment est venu d'en dresser le bilan. L'exercice est traditionnel mais la valorisation des actions s'étant normalisée, les résultats sont devenus un critère de plus en plus déterminant pour le marché.

De ce point de vue, le premier trimestre 2017 aura largement tenu ses promesses. Qu'il s'agisse d'activité, de résultats, de pourcentage de progression, de bonnes surprises ou de profondeur du mouvement, le T1 2017 s'est révélé exceptionnel pour l'ensemble des régions développées (cf. tableau ci-dessous).

Synthèse des publications du 1 ^{er} trimestre 2017				
	Europe Stoxx 600	Eurozone Euro Stoxx	USA S & P 500	Japon Topix
% de bonnes surprises sur le CA	77 %	80 %	64 %	54 %
% de bonnes surprises sur les BPA	65 %	61 %	78 %	56 %
Variation du CA sur 12 mois	10 %	9 %	8 %	4 %
Variation des BPA sur 12 mois	23 %	20 %	14 %	28 %

Source : Bloomberg, JP Morgan, Recherche Amundi

Peu dynamique depuis mi-2014, l'activité des entreprises s'est ainsi nettement reprise en début d'année. Le sursaut des matières premières, l'amélioration du commerce international et du pricing power des entreprises se sont en effet traduits par des progrès inaccoutumés. La hausse des chiffres d'affaires s'échelonne dès lors de +4 % à +10 % selon les régions, alors qu'elle était nulle voire négative depuis deux ans. Portés par ce regain d'activité, les résultats ont connu une croissance à deux chiffres sur l'ensemble des régions. Par ailleurs, la visibilité sur les deux, voire trois prochains trimestres demeure bonne, compte tenu des effets de base, notamment en Europe et tout particulièrement en zone euro.

S'agissant de l'Europe, les résultats du T1 2017 sont encore plus encourageants qu'il n'y paraît

Tout d'abord, le « solde net » de bonnes surprises en matière de résultats (% de bonnes surprises moins % de mauvaises surprises) est au plus haut depuis le T3 2010 (cf. graphique 1). Ceci est d'autant plus significatif que 2010 avait été atypique ; les comparaisons cette année-là ayant été flattées du fait de l'effondrement des résultats 2009, marqués par la grande crise financière. Par ailleurs, comparée aux États-Unis, la performance relative de l'Europe est remarquable. Outre-Atlantique, le pourcentage de bonnes surprises sur les résultats est structurellement plus élevé qu'en Europe du fait de politiques de communications différentes. Lorsque l'on compare les deux régions, il est dès lors plus pertinent de comparer les écarts à la moyenne que de s'en tenir aux chiffres absolus. On constatera alors qu'au T1 2017, le solde net de bonnes surprises a été quasiment deux fois supérieur à sa moyenne en Europe (cf. graphique 1) contre à peine +10 % aux États-Unis.

Concernant les résultats européens, ceux-ci ont bondi de +23 % au T1 2017. Cette progression tranche avec les trimestres précédents (cf. graphique 2) et il faut remonter pas moins de six ans en arrière (T2 2011) pour retrouver une telle hausse.

Cette hausse des résultats est d'autant plus encourageante qu'elle n'est pas seulement le fruit des réductions de coûts mais qu'elle s'est accompagnée d'un véritable rebond de l'activité. Ce sursaut doit certes beaucoup au secteur de

L'essentiel

Les publications du premier trimestre 2017 auront largement tenu leurs promesses avec une progression des résultats à deux chiffres pour l'ensemble des régions développées et des révisions substantielles des BPA.

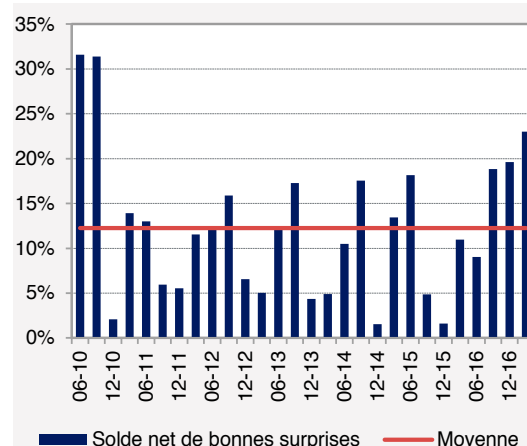
S'agissant de l'Europe, les résultats, en hausse de +23 %, sont encore meilleurs qu'il n'y paraît. Le solde net de bonnes surprises est au plus haut depuis sept ans. La quasi-totalité des secteurs a participé. Par ailleurs, cette hausse n'est pas seulement le fruit des réductions de coûts mais s'est accompagnée d'un véritable rebond de l'activité (+4 % hors énergie et effet change). Enfin, ce rebond des résultats devrait perdurer, avec un avantage à l'Europe et à la zone euro en particulier.



Un solde net de bonnes surprises sur les résultats au plus haut depuis 2010



1 Stoxx Europe 600 : solde net de bonnes surprises sur les BPA (en % des sociétés)



Source : Bloomberg, UBS, Recherche Amundi

Juin 2017

l'Énergie, où, dans la foulée des prix du pétrole, le chiffre d'affaires a bondi de 40 %. Mais hors énergie, le chiffre d'affaires des sociétés européennes a tout de même progressé de +6 % alors qu'il stagnait depuis des années.

Au plan sectoriel, on notera enfin que cette progression des résultats du Stoxx 600 n'a pas été un phénomène isolé mais s'est opérée sur un **front très large**. Ainsi, parmi les onze secteurs de niveau 1, à l'exception des *Utilities*, les dix autres ont connu une **hausse de leurs résultats** (cf. graphique 3). Compte tenu des effets de base il n'est guère étonnant de retrouver en *pole position* l'Énergie (+128 %), les Matériaux de base (+23 %) ou les Financières (+21 %). En revanche, l'ampleur du retournement a été généralement sous-estimée de +9 % en moyenne. Ainsi, les résultats se sont inscrits +21 % au-dessus des attentes dans l'Énergie, +13 % pour les Financières et +6 % pour les Matériaux de base. De même, à l'exception de l'Immobilier, des Télécoms, les autres secteurs ont délivré des résultats en ligne ou supérieurs aux attentes

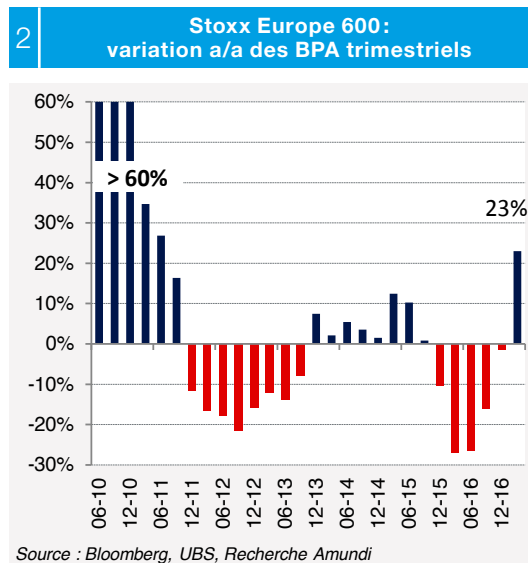
Ce rebond des résultats des sociétés européennes devrait perdurer

À court terme, l'examen des trimestres précédents montre que les bases de comparaison demeureront beaucoup plus aisées en Europe qu'aux États-Unis. Si l'an dernier, les résultats du T2 au T4 baissaient encore sensiblement en Europe (-15 % en moyenne du T2 au T4 dont -26 % au T2, -16 % au T3 et -1 % au T4) ils commençaient en effet à se stabiliser aux États-Unis (-2 % en moyenne, dont -9 % au T2, -3 % au T3 et +7 % au T4). Dès lors, toutes choses égales par ailleurs, les comparaisons en Europe demeureront encore très faciles au T2 et T3 2017 et relativement neutres au T4 (cf. graphique 2) alors qu'elles commenceront à se tendre aux États-Unis.

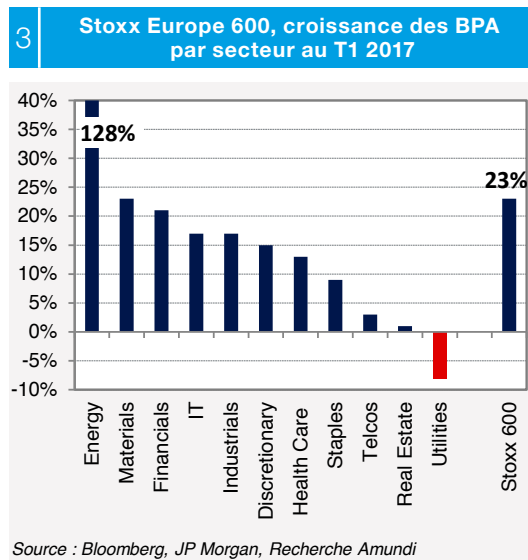
À plus long terme, les résultats des sociétés européennes et de la zone euro en particulier recèlent encore des marges de rattrapage considérables. Si, à l'approche du Brexit (fin mars 2019) la croissance du Royaume-Uni peut commencer à s'infléchir (+1,3 % en 2018 vs +1,5 % en 2017^e), la reprise économique en zone euro qui s'est affirmée de plus en plus nettement depuis quelques trimestres devrait se poursuivre quasiment au même rythme (+1,5 % vs +1,6 % en 2017). Par ailleurs, le rebond attendu des résultats 2017 ne saurait effacer le retard accumulé au cours des dix années précédentes. Ainsi, de 2007 à 2016, les BPA ont baissé de 45 % en Europe et jusqu'à 50 % en zone Euro, alors que dans le même temps, ceux du S & P 500 bondissaient de près de 30 %.

Pour conclure

La saison des publications du T1 2017 a été exceptionnelle. **Après un tel cru, il va devenir de plus en plus difficile de surprendre.** Quoi qu'il en soit, entre les effets de bases favorables à court terme et les marges de rattrapage à plus long terme, la zone euro en particulier devrait se distinguer au cours des deux prochaines années.



“ Des bases de comparaisons relativement aisées ”



7 Les biosimilaires sont maintenant une réalité, même pour les biomédicaments les plus complexes

MARIE-HÉLÈNE LEOPOLD, *Analyse Actions*

Il y a deux ans, nous avons publié notre premier article consacré aux biosimilaires (voir Cross Asset d'octobre 2015). Celui-ci portait principalement sur la situation du marché américain après le vote du BPCI Act (Biologics Price Competition and Innovation Act) dans le cadre d'Obamacare ; cette législation donnait alors pour la première fois la possibilité à la FDA d'autoriser des biosimilaires, ou produits présentant de fortes similarités avec des médicaments biologiques (ci-après dits « biologiques ») de référence. Nous avons décrit en détail les dispositions de cette nouvelle loi et tiré les conclusions suivantes : (1) Les années à venir allaient jouer un rôle crucial pour l'avenir des biosimilaires aux États-Unis. La nouvelle loi était alors en train de prendre forme, dans la mesure où ses dispositions (souvent controversées) allaient être interprétées à différents niveaux et créeraient des précédents juridiques ce qui formerait le cadre juridique permettant aux développeurs de biosimilaires de pouvoir décider ou non de poursuivre certaines opportunités ; (2) Malgré un démarrage tardif, les compagnies pharmaceutiques et biotechnologiques finiraient par prendre une grande partie de ce marché.

Dans ce nouvel article, nous présenterons les avancées réglementaires et légales du marché des biosimilaires, et nous expliquerons en quoi l'expérience européenne est déterminante pour que la FDA approuve le lancement de biosimilaires plus complexes aux États-Unis.

La FDA devrait s'appuyer sur l'expérience européenne, plus longue en matière de biosimilaires

Notre précédent article n'avait pas couvert le cas du marché européen, et pourtant l'Agence européenne du médicament (EMA) a été à la pointe des autorisations de biosimilaires, bien avant la FDA (voir Tableau 1). Depuis 2006, 28 biosimilaires ont été autorisés par l'EMA contre moins d'une demi-douzaine du côté de la FDA. Le processus s'est accéléré en Europe après un démarrage assez lent pendant les premières années. Depuis 2013, des sociétés ont fait autoriser et lancé des biosimilaires de biologiques très complexes (anticorps monoclonaux ou mAbs). Il y a à peine 10 ans, personne ne pensait que des biosimilaires de mAbs seraient possibles à réaliser.

Grâce à l'expérience acquise par l'Europe avec le premier biosimilaire d'infliximab, un anticorps monoclonal anti-TNF alpha prescrit dans le traitement de nombreuses maladies inflammatoires (notamment la polyarthrite rhumatoïde, le syndrome du côlon irritable, la maladie de Crohn et la rectocolite hémorragique), le corps médical a désormais accès à des données cliniques et des retours d'expérience concrets acquis dans la pratique. La conséquence directe est qu'un grand nombre des obstacles qui freinaient jusqu'alors la prescription de ces produits disparaît progressivement grâce aux preuves cliniques. Des études ont démontré que les médecins sont plus enclins à prescrire des biosimilaires après une première expérience, tandis que ceux qui n'en ont jamais prescrit ont tendance à se montrer plus prudents. Un avis qui évolue assez rapidement, comme l'indique une étude présentée lors d'une conférence de l'ECCO (European Crohn's and Colitis Organisation) en 2016 : seulement 19,5 % des médecins éprouvaient une confiance limitée ou une défiance envers l'utilisation de biosimilaires mAbs, alors qu'ils étaient encore 63 % en 2013. Comparé aux mêmes études menées en 2013, les inquiétudes sont maintenant moins nombreuses et les médecins se disent plus confiants dans l'usage de biosimilaires complexes en exercice clinique. Sur le graphique 1, on peut voir qu'après trois années d'existence en Europe, les biosimilaires d'infliximab représentent la majeure partie du marché au Royaume-Uni (en volumes), près de la moitié en Italie et environ un tiers dans les cinq autres grands marchés pharmaceutiques de la région. Certes, les taux d'adoption varient en fonction

L'essentiel

Depuis quelques années maintenant, les biosimilaires sont un thème de plus en plus prometteur pour les investisseurs du secteur de la santé, dont l'intérêt devrait aller croissant d'ici 5 ans puisque huit des dix thérapies les plus vendues au monde risquent d'être concurrencées par des biosimilaires. Entrés plus tard dans la partie, les entreprises biotechnologiques et les grands groupes pharmaceutiques possèdent toute l'expertise et le savoir-faire nécessaires en matière de fabrication et nouent des partenariats en vue de développer ce segment. Le BPCI Act (entré en vigueur dans le cadre de l'Obamacare) a établi un cadre réglementaire permettant à la FDA d'autoriser des biosimilaires, mais beaucoup de ses dispositions ont fait l'objet de recours judiciaires dont la résolution va permettre à la législation de véritablement prendre forme. Désormais, ce processus est sur le point d'être achevé.

Aux États-Unis, les droits de propriété intellectuelle sont maintenant l'obstacle le plus important pour les développeurs de biosimilaires, car les traitements d'origine, sous tous leurs aspects, sont protégés par de nombreux brevets. Les développeurs doivent donc contester ces brevets, souvent un à un, devant les tribunaux ou, plus rapidement, avec la procédure d'invalidation inter partes du PTAB (United States Patent Trial and Appeal Board). Néanmoins, même si les tribunaux ou le PTAB n'invalident que peu de brevets (voire aucun) dans un avenir proche, les droits de propriété intellectuelle qui protègent sept des huit thérapies les plus vendues dans le monde vont arriver à expiration au cours des 5 prochaines années aux États-Unis et en Europe. Comme depuis 2006, date à laquelle l'Agence européenne du médicament a donné son feu vert au tout premier biosimilaire (simple), le Vieux Continent sera certainement à l'avant-garde de la prochaine vague d'autorisations et de lancements de ces produits sur le marché. Grâce aux données cliniques obtenues dans la pratique qui confirment que les biosimilaires sont aussi efficaces et sûrs que les biomédicaments de référence, les médecins sont aussi plus enclins à les prescrire. Les biosimilaires pourraient donc afficher la croissance la plus forte du segment pharmaceutique pendant les dix prochaines années, tout en contribuant largement à réduire les coûts de santé et/ou en élargissant l'accès des patients aux thérapies les plus sophistiquées.

Juin 2017

des pays, mais nous sommes convaincus que ce n'est qu'une question de temps avant que les biosimilaires gagnent en reconnaissance et soient considérés comme une alternative efficace et sûre aux biomédicaments de marque.

L'expérience « pratique » de l'Europe avec les biosimilaires est particulièrement utile pour la FDA (les deux agences échangent leurs informations), et notamment son évaluation de nouvelles demandes d'autorisation. En avril 2016, la FDA a approuvé le premier biosimilaire complexe américain d'infliximab, dont les biosimilaires de Celltrion et Pfizer (Hospira) avaient déjà reçu le feu vert de l'EMA fin 2013. L'agence européenne a autorisé en août 2016 le biosimilaire d'etanercept (Enbrel) de Sandoz, puis, en septembre 2016, le biosimilaire d'adalimumab présenté par Amgen (le traitement de référence étant Humira d'AbbVie). Le biosimilaire d'etanercept de Sandoz a récemment obtenu une recommandation positive du CHMP (Committee for Medicinal Products for Human Use) de l'EMA et devrait recevoir son autorisation de mise sur le marché dans un délai de 60 jours.

Nos sociétés n'ont pas le choix : les systèmes de santé ont besoin des biosimilaires

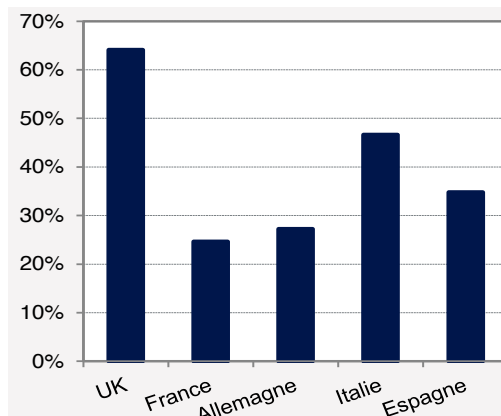
Les facteurs structurels qui tirent à la hausse les coûts de santé (essentiellement le vieillissement de la population mais aussi l'innovation) ne disparaissent pas. Partout, la hausse des coûts de santé inquiète les pouvoirs publics. Même si les médicaments de prescription ne sont pas la cause principale de cette hausse des coûts (ils contribuent à hauteur de 11 % à 16 % de l'ensemble des frais de santé dans les pays de l'OCDE), les gouvernements redoutent le prix très élevé des nouvelles thérapies, qui pourrait rapidement devenir intenable pour de nombreuses économies.

En Europe, les prix de lancement des biosimilaires sont inférieurs de 15 % à 30 % à celui des produits de référence (selon les pays et la conduite ou non de procédures d'appels d'offres ; dans ce dernier cas, la décote se rapproche de 70 %). Les prix ont même tendance à baisser encore avec l'autorisation de plusieurs biosimilaires pour le même médicament de référence (voir graphique 2). Cependant, l'expérience européenne montre que la corrélation entre le prix d'un biosimilaire et sa part de marché est relativement faible, et que d'autres facteurs entrent en ligne de compte, comme par exemple l'identité de la société qui développe le produit. De plus, on a pu constater que les prix peuvent diminuer dans une catégorie de produit même si le biosimilaire ne représente pas une part de marché importante, parce que son lancement incite le fabricant du biologique de référence à réduire lui-même ses prix de vente. Le fait que les médecins aient la possibilité de prescrire un biosimilaire à la place du produit de référence permet au système de traiter davantage de patients pour le même coût, ou de réaliser des économies qui peuvent être « réinvesties » dans de nouvelles thérapies immuno-oncologiques vitales, mais très onéreuses (comme les médicaments qui activent le système immunitaire dans la lutte contre les cancers). Dans le cas du syndrome du côlon irritable, il a été démontré que les biosimilaires d'infliximab ont favorisé la prise en charge d'un plus grand nombre de patients tout en réduisant la facture globale. Cependant, à long terme, une utilisation limitée des biosimilaires risque de dissuader les sociétés de développer de nouveaux traitements pour des raisons économiques (alors que les coûts de développement continuent d'augmenter).

Les droits de propriété intellectuelle sont devenus le principal obstacle au développement des biosimilaires

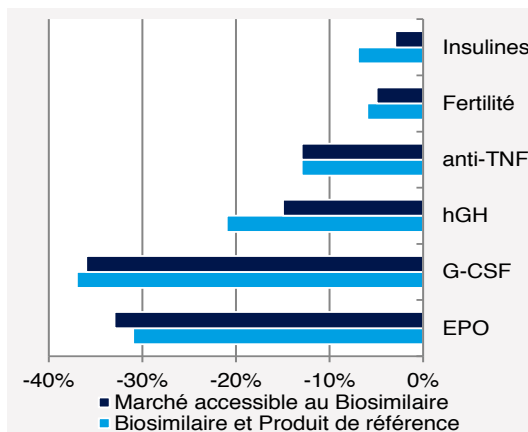
Même si les barrières scientifiques, cliniques et techniques (au niveau de la fabrication) qui entravent le développement de biosimilaires complexes sont toujours bel et bien présentes, les progrès de la science rendent désormais les avancées possibles, malgré un coût élevé. Récemment, Sandoz a estimé que le coût de développement du biosimilaire d'une molécule biologique complexe, comme un mAb, atteignait maintenant 300 millions USD contre 200 millions USD il y a deux ans. Par conséquent, le paysage concurrentiel subit une transformation radicale, comme nous l'avions prévu dans notre précédent article. Bien qu'elles soient entrées dans la course plus tard que les autres,

1 Part de marché (volume) des biosimilaires d'infliximab vs produit de référence



Source: Amundi Research d'après des publications d'IMS Health - Les volumes sont donnés en traitement jours vs produit de référence sur Déc. 2016

2 Variation totale du prix depuis le lancement du biosimilaire



Source: QuintileIMS "The impact of biosimilar competition in Europe" Mai 2017, Recherche Amundi



Juin 2017

les grandes compagnies pharmaceutiques et biotechnologiques dominent désormais le marché des biosimilaires complexes en développement avancé, alors que les fabricants « traditionnels » de génériques (ceux qui développent les génériques de petites molécules) jouent un rôle nettement moins important qu'avant.

Si les facteurs scientifiques, techniques et liés à la production et aux ressources ne constituent plus les principaux obstacles au développement des biosimilaires, quelle est désormais la principale contrainte ? Il s'agit de la propriété intellectuelle, et il n'existe aucun moyen de la contourner : la seule façon est d'attendre que les grands brevets expirent ou soient invalidés par une décision de justice ou par le PTAB à l'issue d'une revue *inter partes*.

Acronymes et concepts importants expliqués dans notre précédent article Cross Asset sur ce même thème :

Biomédicaments vs petites molécules : Les biomédicaments sont produits par des organismes vivants, par opposition à la synthèse chimique dans le cas des petites molécules. Les biomédicaments ont une taille beaucoup plus importante (ils contiennent beaucoup plus d'atomes de carbone) et sont donc des produits beaucoup plus complexes. Par exemple, alors que la masse moléculaire de l'aspirine (une petite molécule) est seulement de 180 daltons, celle d'un anticorps monoclonal classique est de 150 000 daltons. La complexité des biomédicaments est variable et peut aller de 5 808 daltons (pour l'insuline) à 30 400 daltons (pour l'érythropoïétine).

Biosimilaire : Un biosimilaire est un produit très semblable à un médicament existant (« la référence »), avec quelques différences mineures au niveau de composants cliniquement inactifs, et qui ne présente pas de différences cliniques importantes avec sa référence en termes de sécurité, de pureté ou de puissance.

BPCIA : Le Biologics Price Competition and Innovation Act, promulgué dans le cadre de l'Obamacare (Affordable Care Act), a offert à la FDA la possibilité d'autoriser des biosimilaires.

Exclusivité des données : Le lancement d'un biomédicament est toujours suivi d'une période restrictive de 4 ans pendant laquelle il est interdit de déposer une demande d'autorisation d'un biosimilaire qui s'y rapporte.

Exclusivité du premier biosimilaire interchangeable : Le premier biosimilaire à obtenir un brevet d'interchangeabilité bénéficie d'une exclusivité par rapport à toutes les autres demandes de brevets d'interchangeabilité, jusqu'à (la première de ces échéances) : (1) un an après le lancement commercial du premier produit bénéficiant du brevet d'interchangeabilité, ou (2) 18 mois après la fin des litiges (incluant toute procédure d'appel) concernant tous les brevets évalués par rapport à la demande d'autorisation du premier produit interchangeable, ou (3) 42 mois après l'autorisation du premier médicament interchangeable si un litige de brevet est en cours et n'a pas encore été réglé à l'issue de cette période de 42 mois, ou (4) 18 mois après l'autorisation du premier médicament interchangeable si celui-ci ne fait l'objet d'aucun litige de brevet.

Interchangeabilité : Les médicaments interchangeables sont des biosimilaires remplissant deux critères supplémentaires : (1) Ils donnent le même résultat clinique que le produit de référence quel que soit le patient traité ; et (2) l'alternance ou le changement entre le biosimilaire et le produit de référence ne donnent pas lieu à un risque plus élevé en matière de sécurité, ni à une efficacité plus réduite, que dans le cas où le produit de référence serait utilisé seul.

Exclusivité commerciale : Afin de promouvoir l'innovation, le BPCIA offre 12 ans d'exclusivité commerciale aux nouveaux biomédicaments, ce qui signifie qu'aucun biosimilaire de ces biomédicaments ne peut être autorisé par la FDA pendant cette période.

Substitution : Un médicament générique ordinaire peut se substituer au produit de référence sans que le médecin à l'origine de la prescription ait à approuver cette substitution. En revanche, dans le cas des biosimilaires, une substitution de ce type n'est pas autorisée.

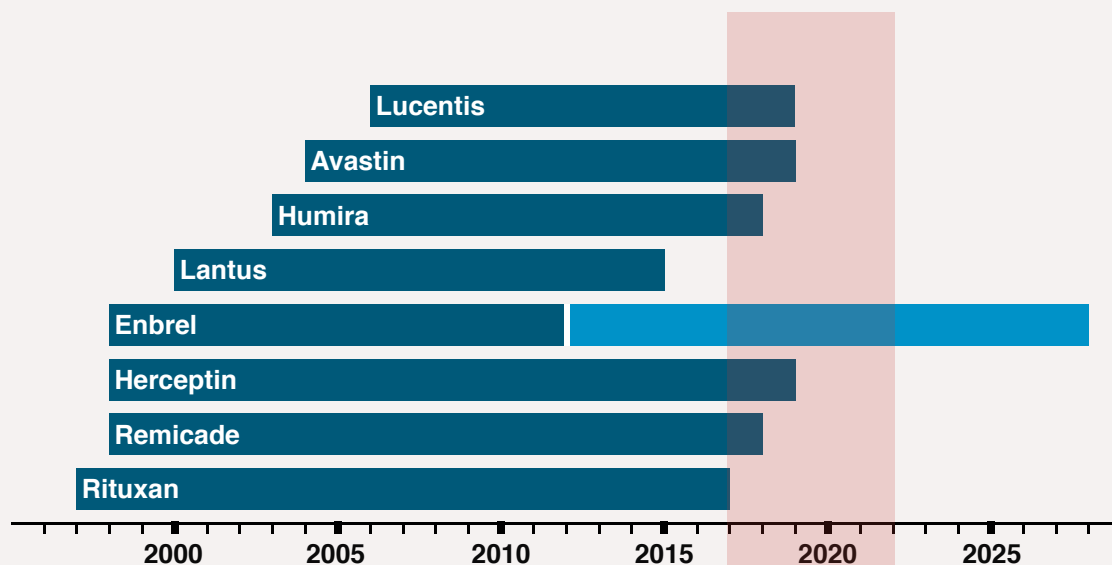


Le portefeuille complexe de brevets détenu par les groupes de biologiques de référence constitue aujourd'hui le principal obstacle à une commercialisation rapide des biosimilaires approuvés par la FDA



Juin 2017

3 – Principales expirations de brevets de biomédicaments aux États-Unis



Source : Recherche Amundi

En septembre 2016, la FDA a approuvé le biosimilaire Amgen de l'anticorps adalimumab (Humira d'AbbVie). Humira est actuellement la thérapie la plus vendue dans le monde, avec un chiffre d'affaires global de 16,1 milliards USD en 2016, qui a représenté près de 63 % des ventes totales d'AbbVie cette même année. Pourtant, Amgen ne pense pas être en mesure de lancer son biosimilaire avant 2019 (au plus tôt) aux États-Unis, à cause des droits de propriété intellectuelle. Pour illustrer le défi colossal qui fait face aux développeurs du biosimilaire d'adalimumab, penchons-nous sur le cas de la protection de l'Humira sur le marché américain. Lors d'une journée investisseurs fin 2015, AbbVie avait révélé qu'entre 2016 et 2034, plus de 75 brevets protégeant l'Humira aux États-Unis allaient arriver à expiration. Le principal d'entre eux, le brevet de composition, a expiré le 31 décembre 2016, mais il existe d'autres brevets relatifs aux différentes indications thérapeutiques, aux formulations, aux processus de fabrication et aux dispositifs d'injection, et qui protègent potentiellement l'Humira pendant au moins les dix prochaines années. Considérés isolément, ces brevets sont plus ou moins solides : ensemble, ils représentent donc une barrière à l'entrée très élevée. Les développeurs de biosimilaires doivent donc pratiquement les faire tomber un à un, ce qui est long et coûteux, mais pas impossible. Ce mois-ci, le brevet américain « 8,889,135 ('135) » d'AbbVie relatif aux méthodes de traitement de la polyarthrite rhumatoïde au moyen d'anticorps monoclonaux anti-TNF alpha a été invalidé et considéré comme évident basé sur l'antériorité de la technique « obvious over the prior art » par le PTAB (Patent Trial and Appeal Board) à l'issue d'une revue *intra partes* initiée par Coherus Biosciences (un développeur de biosimilaire). Des actions ont été intentées à l'encontre d'autres brevets protégeant l'Humira, en justice ou devant le PTAB, par d'autres développeurs de biosimilaires d'adalimumab.

Cinq prochaines années : l'âge d'or pour les biosimilaires ?

Les médicaments biologiques ont amené de nombreuses améliorations dans le traitement des maladies inflammatoires (sclérose en plaques et polyarthrite rhumatoïde) et de différents types de cancers. Parmi les 10 médicaments les plus vendus au monde en 2016 ont figuré huit biologiques, représentant un total de 67 milliards USD (voir tableau 2) ou 81 % du total des ventes du top 10 (83 milliards USD), un chiffre en hausse de 6 milliards USD par rapport à 2014. Mais quel que soit le potentiel des biomédicaments, leur coût (plusieurs fois celui des petites molécules) est devenu une charge de plus en plus lourde pour les systèmes de soins de santé.



Juin 2017

Le graphique 3 représente la durée de vie commerciale des plus importants biomédicaments depuis leur lancement ; on peut voir que leurs brevets dans l'Union européenne et aux États-Unis vont expirer au cours des prochaines années (rectangle rose), à l'exception de celui d'Enbrel, pour lequel Amgen a bénéficié d'un brevet déposé tardivement courant jusqu'à 2028 et qui prolonge *de facto* la durée de vie commerciale du produit à 30 ans (si cela est confirmé par le tribunal). Selon certains experts, le total des économies réalisées en Allemagne, en Italie, en Espagne, en France, au Royaume-Uni et aux États-Unis grâce aux biosimilaires pourrait aller de 55 à 110 milliards USD, une somme qui permettrait de financer le développement de nouvelles thérapies d'immunologie révolutionnaires, mais très coûteuses.

1 – Biosimilaires autorisés par l'Agence européenne du médicament (EMA)

Nom de marque	Nom de molécule	Type	Société	Date d'approbation
Omnitrope	somatropin	hGH	Sandoz	12/04/2006
Abseamed	epoetin alfa	EPO	Medice	28/08/2007
Binocrit	epoetin alfa	EPO	Sandoz	28/08/2007
Epoetin Alfa Hexal	epoetin alfa	EPO	Hexal (Sandoz)	28/08/2007
Retacrit	epoetin zeta	EPO	Hospira (Pfizer)	18/12/2007
Silapo	epoetin zeta	EPO	Stada	18/12/2007
Ratiograstim	filgrastim	hGCSF	Ratiopharm (Teva)	15/09/2008
Tevagrastim	filgrastim	hGCSF	Teva	15/09/2008
Filgrastim Hexal	filgrastim	hGCSF	Hexal (Sandoz)	06/02/2009
Zarzio	filgrastim	hGCSF	Sandoz	06/02/2009
Nivestim	filgrastim	hGCSF	Hospira (Pfizer)	08/06/2010
Inflectra	infliximab	anti-TNFα mAb	Hospira (Pfizer)	10/09/2013
Remsima	infliximab	anti-TNFα mAb	Celltrion Healthcare	10/09/2013
Ovaleap	follitropin alfa	gonadotropin	Teva	27/09/2013
Grastofil	filgrastim	hGCSF	Apotex	18/10/2013
Bemfola	follitropin alfa	gonadotropin	Gedeon Richter	27/03/2014
Abasaglar	insulin glargine	basal insulin	Eli Lilly	09/09/2014
Accofil	filgrastim	hGCSF	Accord Healthcare (ex-Actavis UK & Ireland)	18/09/2014
Benepali	etanercept	anti-TNFα mAb	Samsung Bioepis	14/01/2016
Flixabi	infliximab	anti-TNFα mAb	Samsung Bioepis	26/05/2016
Inhixa	enoxaparin sodium	LMWH	Techdow	15/09/2016
Thorinane	enoxaparin sodium	LMWH	Pharmathen	15/09/2016
Lusduna	insulin glargine	basal insulin	Merck & Co	04/01/2017
Terrosa	teriparatide	hPTH	Gedeon Richter	04/01/2017
Movymia	teriparatide	hPTH	STADA	11/01/2017
Truxima	rituximab	anti-CD20 mAb	Celltrion	17/02/2017
Amgevita	adalimumab	anti-TNFα mAb	Amgen	22/03/2017
Solymbic	adalimumab	anti-TNFα mAb	Amgen	22/03/2017

Source : Recherche Amundi d'après des publications de l'EMA ; en gras : biosimilaires de produits biologiques complexes

2 – 10 premières thérapies vendues dans le monde (en milliards USD)

Rang	Nom de marque	Nom de molécule	Type	Mécanisme d'action	CA monde 2016 (Mds\$)	Société
1	Humira	adalimumab	AcM	anti-TNFα	16,1	AbbVie
2	Harvoni	ledipasvir/sofosbuvir	petite mol.	NS5A/NS5B inh.	9,1	Gilead
3	Enbrel	etanercept	AcM	anti-TNFα	8,9	Amgen/Pfizer
4	Rituxan/MabThera	rituximab	AcM	anti-CD20	8,6	Roche/Biogen J & J/Merck & Co
5	Remicade	infliximab	AcM	anti-TNFα	7,8	
6	Revlimid	lenalidomide	petite mol.	immunomodulateur	6,7	Celgene
7	Avastin	bevacizumab	AcM	anti-VEGF	6,8	Roche
8	Herceptin	trastuzumab	AcM	anti-HER2	6,8	Roche
9	Lantus	insulin glargine	protéine	insuline basale	6,1	Sanofi
10	Prevnar 13	pneumococcal 13-valent conjugate vaccine	vaccin	vaccin recombinant	5,7	Pfizer
Top 10					82,6	

Source : Recherche Amundi, QuintilesIMS_en gras : médicaments biologiques ; autres : petites molécules



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

- **Factor Investing: The Rocky Road from Long-Only to Long-Short**
MARIE BRIÈRE, *Head of Investor Research Center – Amundi*,
ARIANE SZAFARZ, *Université Libre de Bruxelles*
- **Longevity Risk: To Bear or to Insure?**
LING-NI BOON, *Investor Research Center – Amundi*, MARIE BRIÈRE, *Head of Investor Research Center – Amundi*, BAS J.M WERKER, *Professor of Finance and Econometrics at Tilburg University*
- **Alternative Risk Premia: What Do We Know?**
THIERRY RONCALLI – *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

- #10 – **Spread OAT/Bund : évolution récente, niveau d'équilibre et perspectives**
BASTIEN DRUT – *Stratégie et Recherche Économique*
- #9 – **Macron Président : les risques disparaissent ... retour aux fondamentaux**
PHILIPPE ITHURBIDE – *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse*
- #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*

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 1 086 262 605 € - 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 - wissanu01