

# Cross asset investment strategy

Juillet/août 2017

Achévé de rédiger le 19 juillet 2017



## Allocations d'actifs

Changement de cap de la part  
des banques centrales ?

États-Unis : fin de cycle ?

Zone euro : amélioration  
économique et inflation

Portugal : reprise de  
l'économie

## Marchés d'actions

CSPP et *tapering*

Chine : ouverture des marchés

Marchés de la dette au Brésil

Craintes structurelles  
dans le secteur média

**Allocation d'actifs et contexte  
Macro-économique**

**Global Investment Views**

Page 4

Vues des CIOs: Les principales convictions  
du comité d'investissement d'Amundi

PASCAL BLANQUÉ, *CIO Groupe*

VINCENT MORTIER, *CIO ADJOINT GROUPE*

Dans cette édition, nous sommes heureux de partager les points de vue des responsables de gestion de notre nouvelle organisation, mise en place au niveau mondial après l'intégration de Pioneer Investments. Cette édition est la première d'une série de nouvelles initiatives ayant pour objectif de partager notre savoir-faire collectif et d'offrir des perspectives d'investissement à nos clients partout dans le monde.

**Macro**

Page 5

Les banques centrales occupent le devant de la scène

PHILIPPE ITHURBIDE, *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse*

**Multi-Assets**

Page 6

Jouer le risque par le biais des actions

MATTEO GERMANO, *Directeur du Métier Gestions Diversifiées*

**Taux**

Page 7

Recherche de carry sur le crédit et obligations émergentes

ERIC BRARD, *Directeur du Métier Fixed Income*

MAURO RATTO, *Responsable des Marchés émergents*

KENNETH J. TAUBES, *Responsable des Stratégie US*

**Actions**

Page 8

La zone euro sous les projecteurs

ROMAIN BOSCHER, *Co-responsable Actions*

DIEGO FRANZIN, *Co-responsable Actions*

MAURO RATTO, *Responsable des Marchés émergents*

KENNETH J. TAUBES, *Responsable des Stratégie US*

**Le thème du mois**

Page 10

Réduction du bilan de la Fed:  
quel impact sur le marché des titres du Trésor?

BASTIEN DRUT, *Stratégie et Recherche Économique*

Les membres du FOMC prévoient de réduire le bilan de la Fed d'ici la fin de l'année et ont précisé récemment comment ils comptaient s'y prendre. Même si la réduction du bilan de la Fed se fera très graduellement, les montants que les investisseurs hors Fed devront absorber seront très importants. Il faudra de plus surveiller de près les évolutions de la politique de change chinoise.

**> FOCUS** > Comment la politique de change de la Chine impacte le marché des titres du Trésor?

**Les facteurs de risque**

Page 13

PHILIPPE ITHURBIDE, *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse*

**Contexte macroéconomique**

Page 18

Nos convictions et nos scénarios

DIDIER BOROWSKI, *Recherche, Stratégie et Analyse*

PHILIPPE ITHURBIDE, *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse*

Cette section fournit un rappel sur notre scénario central et sur les scénarios alternatifs

**Contexte et prévisions macroéconomiques et financières**

Page 20

Juillet/Août 2017

## Focus

États-Unis	<b>1</b> <u>États-Unis : est-ce la fin de cycle ?</u> DIDIER BOROWSKI, <i>Recherche, Stratégie et Analyse</i>	Page 22
Politique monétaire	<b>2</b> <u>Les raisons pour lesquelles la BCE va sortir des politiques monétaires ultra-accommodantes</u> VALENTINE AINOUZ, <i>Stratégie et Recherche Économique</i> BASTIEN DRUT, <i>Stratégie et Recherche Économique</i>	Page 25
Zone euro	<b>3</b> <u>Zone euro : l'accélération de l'inflation freinée par des facteurs cycliques et... structurels ?</u> TRISTAN PERRIER, <i>Stratégie et Recherche Économique</i>	Page 31
	<b>4</b> <u>Économie et budget : le Portugal fait mieux que prévu</u> BASTIEN DRUT, <i>Stratégie et Recherche Économique</i> TRISTAN PERRIER, <i>Stratégie et Recherche Économique</i>	Page 34
Actions	<b>5</b> <u>Marchés d'actions : attention aux portes de saloon !</u> ÉRIC MIJOT, <i>Stratégie et Recherche Économique</i>	Page 38
Obligations d'entreprise	<b>6</b> <u>CSPP et tapering : quelles tendances pour le second semestre 2017 et pour 2018 ?</u> VALENTINE AINOUZ, <i>Stratégie et Recherche Économique</i> SERGIO BERTONCINI, <i>Stratégie et Recherche Économique</i>	Page 41
BRICS	<b>7</b> <u>Chine : l'ouverture des marchés est la nouvelle norme</u> MO JI, <i>Stratégie et Recherche Économique</i>	Page 47
	<b>8</b> <u>Brésil : les marchés de la dette continuent de délivrer pour de bonnes raisons</u> MARC-ALI BEN ABDALLAH, <i>Gestion Diversifiée Institutionnels</i> PATRICK HERFROY, <i>Gestion Diversifiée Retail</i>	Page 50
Éclairage sectoriel	<b>9</b> <u>Disruption 2.0_ Le décrochage de la publicité ravive les craintes structurelles dans le secteur média : un tournant ?</u> FRÉDÉRIC LABIA, <i>Analyse Actions</i>	Page 55

Juillet/Août 2017

## Global Investment views

### Vues des CIOs: Les principales convictions du comité d'investissement d'Amundi

PASCAL BLANQUÉ, *CIO Groupe*

VINCENT MORTIER, *CIO Adjoint Groupe*

## Jouer la reprise mondiale, tout en restant reactif

### Contexte

L'activité économique mondiale a continué de progresser partout dans le monde (voire de s'accélérer) au 1er semestre 2017, portée par la demande intérieure dans bon nombre de pays. Les entreprises ont consolidé leurs investissements dans plusieurs zones géographiques (États-Unis, zone euro, Japon) et le commerce mondial s'est relevé depuis le début d'année, grâce à la resynchronisation du cycle mondial. Dans ce contexte, nos perspectives pour la zone euro se sont encore améliorées en juin, les prévisions de croissance passant de 1,6 % à 1,8 %. Les économies émergentes sont également favorisées par la vigueur du cycle mondial, le fléchissement du dollar US et la politique de normalisation de la Fed qui agit avec prudence.

Du côté de l'inflation, l'inflation sous-jacente reste modérée même dans des pays en plein emploi ou proches de l'être (États-Unis, Allemagne, Japon) et les prix du pétrole ont reculé sous l'effet d'une offre surabondante. À l'avenir, nous continuons de tabler sur des prix du pétrole aux alentours de 50 USD le baril pour les années à suivre avec une ré-accélération de l'inflation sous-jacente tout en restant modérée au regard des niveaux historiques. Par conséquent, les banques centrales devraient rester conciliantes en 2017.

Ce scénario de « réflation en douceur » marquée par une inflation dans la lignée des objectifs de la banque centrale et une croissance mondiale au-dessus de 3 % reste notre scénario de base (probabilité de 70 %). Si les risques politiques ont battu en retraite en Europe, ils restent bien présents dans le reste du monde, notamment en Corée du Nord et en Chine où les tensions géopolitiques pourraient avoir un effet de contagion massif dans le monde entier. Le risque que la politique économique américaine déçoive est également élevé à ce stade et est à surveiller.

## NOS CONVICTIONS

### > Multi-Assets

Dans l'ensemble, nous maintenons un biais risqué, principalement via les actions (Europe, Japon et une sélection de marchés émergents). Pour autant, nous pensons que l'environnement d'investissement actuel n'est pas dénué de risque pour les investisseurs : la complaisance des marchés, en termes de volatilité plancher et de niveau des corrélations entre classes d'actifs, s'est encore accrue et la valorisation de certains segments du marché (notamment le crédit américain) semble vouée à la perfection. Par conséquent, nous estimons qu'il est important d'être sélectif sur le crédit et de chercher à protéger les portefeuilles contre les risques extrêmes au travers des couvertures.

### > Taux

Les valorisations deviennent partout élevées. Sur les marchés développés, les emprunts d'État ne sont guère porteurs et sont exposés au risque de taux d'intérêt, notamment au vu du dénouement à venir de la politique monétaire exceptionnelle des banques centrales. Nous maintenons donc l'accent sur les durations courtes et nous privilégions les émissions privées aux emprunts d'État aux États-Unis et dans la zone euro. Nous pensons qu'il est important d'adopter une approche plus prudente concernant le haut rendement en raison d'un resserrement excessif des spreads sur ce segment, tout en exploitant les opportunités de revenus sur les obligations des marchés émergents.

### > Actions

Nous sommes positifs sur les actions, en particulier en Europe compte tenu des perspectives de résultats, des flux d'investisseurs et d'un momentum économique ravivé. Nous favorisons également le Japon et les marchés émergents dont les résultats ont été révisés à la hausse pour la première fois en 5 ans. Dans la sphère émergente, nous privilégions des parcours sélectifs au niveau d'un pays ou d'un secteur. Nous sommes prudents à l'égard des actions américaines, exposées au risque d'attentes déçues face aux politiques mises en œuvre.

### > Immobilier

Nous percevons une source de valeur le long du continuum de liquidité, notamment dans l'espace des emprunts à effet de levier. Nous sommes plus prudents à l'égard du private equity au sens large du fait des niveaux de valorisation. En cas de scénario réflationniste, l'immobilier européen offre encore des réserves de valeur (valorisations porteuses des actifs et hausse possible des loyers) à jouer par le biais de la diversification.

Juillet/Août 2017

**Macro**

**Les banques centrales occupent le devant de la scène**

PHILIPPE ITHURBIDE, *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse*

**Les banques centrales soufflent le chaud et le froid**

L'environnement économique est plutôt favorable au plan mondial, tout particulièrement en Europe où les indicateurs économiques récents, comme l'indice PMI du secteur manufacturier, affichent de nouveaux plus hauts. Dans ce contexte, les banques centrales devraient maintenir un ton conciliant mais elles préparent progressivement les marchés à la prochaine étape.

**BCE**

En Europe, la BCE s'est dernièrement fait davantage entendre au sujet d'un retour à la normale en 2018 de sa politique monétaire non conventionnelle. La démarche devrait d'abord passer par une réduction progressive des achats d'actifs jusqu'à la suppression du programme, suivie par le début du cycle de hausse et la standardisation du bilan. Ceci étant dit, la Fed a montré que le processus pouvait être très long (la Réserve fédérale a cessé son programme d'achats en 2013 et n'a débuté la remontée des taux qu'en 2015). Nous estimons donc que la politique de la BCE sera l'un des thèmes majeurs sur le marché au deuxième semestre, qui devrait déboucher sur une hausse des taux européens d'ici la fin de l'année. Il faudra également être attentif à la tendance suivie par l'inflation sous-jacente et aux conditions du marché du travail car ils auront un effet sur l'action de l'autorité monétaire européenne.

**FED**

De son côté, la Fed devrait continuer à relever les taux sur fond de redressement économique, d'un marché du travail en bonne posture et de prévisions de remontée de l'inflation après les récents planchers observés. À l'heure actuelle, les prévisions du marché à l'égard du cycle de hausse de la Fed divergent de celles des « dots » (projections des membres du FOMC), le marché tablant sur un cycle plus progressif tandis que la normalisation du bilan se fera en douceur (elle devrait prendre au moins trois ans). Aux États-Unis, tous les regards seront tournés vers la mise en œuvre des programmes pro-croissance de Trump et sur leurs effets sur la croissance et l'inflation. Si l'inflation reste modérée et que la croissance se fait plus fragile, la Fed pourrait avoir à revoir à la baisse ses ambitions en termes de resserrement pour converger vers les anticipations du marché.

**Asie et marchés émergents**

En Asie, la Banque du Japon devrait s'en tenir à sa politique monétaire actuelle alors que la banque centrale chinoise pourrait également chercher à limiter l'assouplissement de sa politique. Les conditions monétaires restent globalement favorables sur les marchés émergents, l'Inde, le Brésil et la Russie ayant encore de la marge pour ajuster leurs taux d'intérêt.

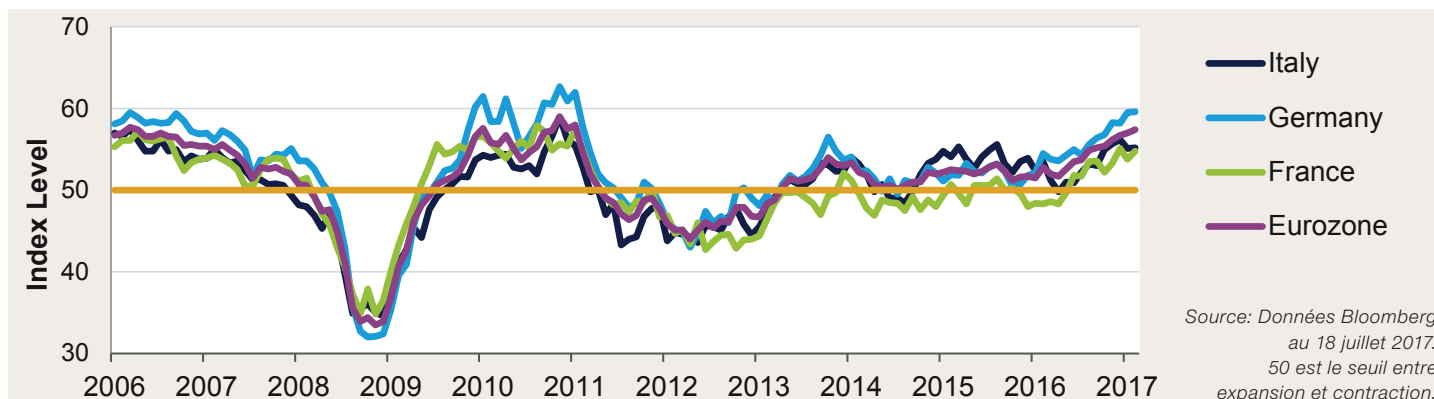


L'économie mondiale poursuit son redressement, en particulier dans la zone euro grâce au recul des risques politiques qui confèrent une marge de manœuvre aux banques centrales pour orchestrer leurs plans de sortie.



*BoJ: Banque du Japon; BCE: Banque centrale européenne, Fed: Réserve fédérale. FOMC > Federal Open Market Committee (Comité de politique monétaire) PBoC: Banque populaire de Chine.*

**L'indice PMI manufacturier atteint des plus hauts depuis 2011**



Juillet/Août 2017

## Multi-Assets

# Jouer le risque par le biais des actions

MATTEO GERMANO, *Directeur du Métier Gestions Diversifiées*

### Évaluation globale

La préférence pour les actions mondiales au détriment des obligations reste un thème central pour jouer sur la tendance de réflation du multi-actifs. Les actions devraient également profiter de flux à l'avenir car l'amélioration de l'environnement économique pourrait conduire à une réallocation depuis les segments refuges du marché vers des catégories d'actifs qui ont été négligées par les investisseurs jusqu'à présent. Dans l'univers obligataire, les taux des emprunts d'État des marchés développés devraient rester à un niveau peu élevé mais aborder une tendance à la hausse. Par conséquent, nous préférons les valeurs de crédit aux emprunts d'État (nous sommes négatifs à l'égard des taux allemands et britanniques) même si nous sommes de plus en plus prudents par rapport au marché du crédit.

### Nos principales convictions

Nous restons optimistes à l'égard des actions mondiales. Les actions européennes restent notre carte maîtresse à jouer dans l'environnement réflationniste actuelle car elles devraient profiter d'une conjoncture économique saine, d'une bonne dynamique de révision des résultats, de meilleures perspectives de dépenses d'investissement et d'un risque politique en retrait.

Nous apprécions également le style value et les financières.

En Asie, nous avons une vision positive des actions japonaises (bien que dans une moindre mesure) soutenues par l'appui des politiques publiques et nous continuons de privilégier les secteurs dans lesquels sont engagées des réformes structurelles à long terme (Chine) ou qui bénéficient d'une forte amélioration des fondamentaux micro et macro (Corée du Sud).

Dans l'obligataire, nous prôtons une orientation vers les émissions à court terme pour tenter d'atténuer le risque de taux d'intérêt et nous pensons que les investisseurs devraient chercher à continuer d'exploiter les opportunités de carry sur les marchés du crédit mais avec moins de conviction compte tenu du resserrement des valorisations. Nous sommes en particulier plus prudents à l'égard du haut rendement américain marqué par des *spreads* resserrés, une forte poussée des prix et des taux de défaut réduits.

Les prévisions du marché à l'égard de l'inflation sont trop faibles par rapport au contexte économique sous-jacent et nous privilégions les titres liés à l'inflation dans la zone euro et aux États-Unis.

Nous identifions également des opportunités sur le marché des devises. Nous considérons qu'à son niveau actuel la livre sterling intègre déjà des perspectives économiques favorables et incite les investisseurs à maintenir un biais défensif à l'égard de l'euro.

### Risques et couverture

La volatilité reste à son plus bas historique alors que les statistiques économiques confirment des perspectives positives et que les risques politiques ont battu en retraite sur le vieux continent. Cependant, le risque de complaisance des marchés s'est intensifié et pourrait avoir des effets importants. Par conséquent, nous pensons qu'il est toujours crucial de mettre en œuvre des stratégies de couverture pour atténuer de possibles périodes de volatilité.



L'environnement de marché soutient les actions mondiales mais les investisseurs devraient également se concentrer sur la couverture des risques extrêmes multiples compte tenu de la complaisance accrue.



Le VIX enregistre sa moyenne trimestrielle la plus basse depuis 2006



Source: Données Bloomberg, 7 juillet 2017.  
L'Indice VIX est un indicateur de la volatilité future de l'Indice S&P500 implicite sur le marché d'options.

Juillet/Août 2017

## Taux

# Recherche de carry sur le crédit et obligations émergentes

ERIC BRARD, *Directeur du Métier Fixed Income*  
MAURO RATTO, *Responsable des Marchés émergents*  
KENNETH J. TAUBES, *Responsable des Stratégie US*

### Obligations d'État des marchés développés

En l'absence de valeur du côté des Bunds et des Bons du Trésor américain, nous percevons des opportunités dans les pays périphériques européens (essentiellement l'Italie) et parmi les obligations indexées sur l'inflation dans l'UE et aux États-Unis qui devraient continuer à profiter de la réflation. Nous anticipons un aplatissement de la courbe aux États-Unis, privilégiant les émissions à 30 ans.

### Obligations d'entreprise des marchés développés

Aux États-Unis, nous avons légèrement réduit notre positionnement en faveur du crédit (à la fois sur l'Investment Grade (IG) et le haut rendement). Nous sommes positifs à l'égard des banques, de l'assurance et de l'énergie aux États-Unis. Du côté des segments plus rentables, nous privilégions les prêts bancaires au haut rendement. En Europe, notre préférence va aux financières, au bêta élevé et au haut rendement.

### Obligations émergentes

Nous pensons que le momentum positif pour les obligations émergentes devrait se poursuivre, soutenu par de forts afflux qui ne montrent actuellement pas de signe d'accumulation car les investisseurs institutionnels restent globalement sous-exposés.

Sur les marchés émergents, le crédit reste attractif en termes de carry mais nous n'anticipons pas de nouvelle compression des *spreads* par rapport aux niveaux actuels. Il sera essentiel d'améliorer la qualité de crédit à l'avenir. Le bas niveau des prix et les valorisations élevées pointent vers des stratégies de protection sur cette catégorie d'actifs. Nous privilégions les financières principalement en Amérique latine ainsi qu'une sélection de secteurs ayant un atout concurrentiel sur les marchés émergents (comme Russian Steel ou Asian Textile).

Parmi les émissions souveraines émergentes, les fondamentaux macroéconomiques favorisent toujours les devises locales par rapport aux devises fortes selon nous.

### Devises

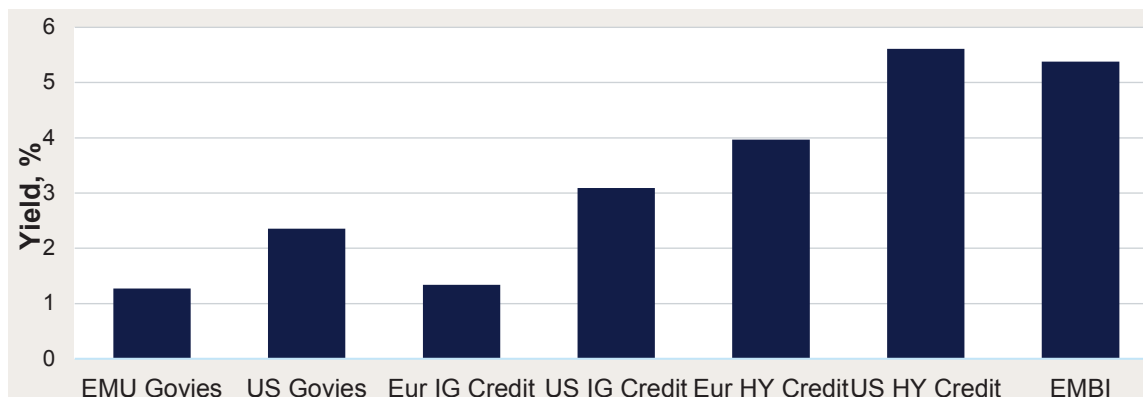
Du côté des devises, nous tablons sur un fléchissement de la livre sterling par rapport au dollar US et à l'euro en écho aux possibles écueils des négociations du Brexit. Le contexte économique favorable devrait offrir des perspectives constructives pour l'euro face aux principales devises.



Dans un scénario de réflation en douceur, nous favorisons les durations basses/courtes et les opportunités de carry dans une volonté de protection des portefeuilles et de génération de revenus.



Rendement dans l'univers obligataire (%)



Source: Données Bloomberg au 17 juillet 2017. EMU Govies, US Govies et EMBI sont des indices de JPMorgan; EUR IG Credit, US IG Credit, EUR HY Credit, US HY Credit sont des indices de Bloomberg Barclays.

Juillet/Août 2017

## Actions

# Thématiques actions : La zone euro sous les projecteurs

ROMAIN BOSCHER, *Co-responsable Actions*

DIEGO FRANZIN, *Co-responsable Actions*

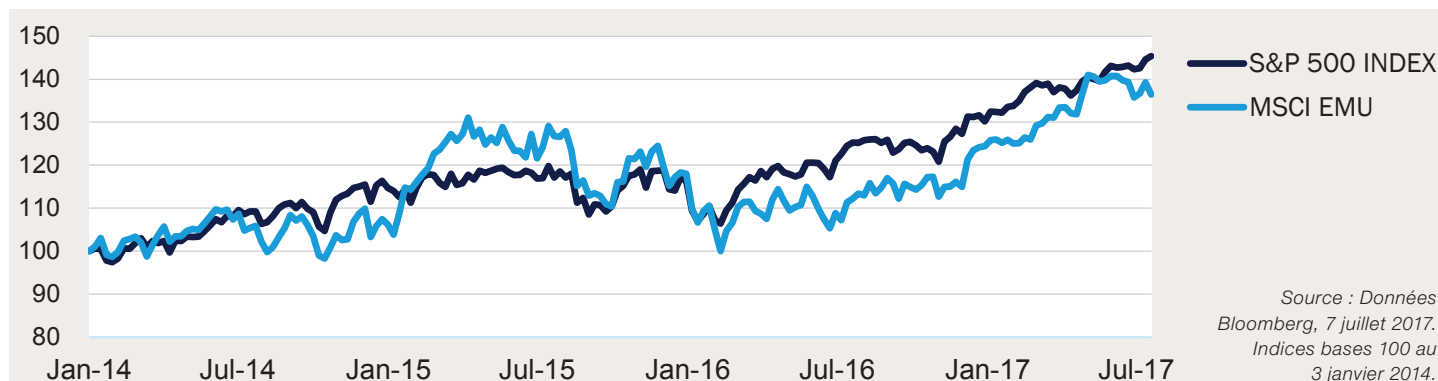
MAURO RATTO, *Responsable des Marchés émergents*

KENNETH J. TAUBES, *Responsable des IStratégies US*

### Évaluation globale

La zone euro est notre marché actions préféré. Elle est portée par la croissance des résultats, la plus forte de la décennie au T1, et par le dynamisme économique. Le Japon attire de plus en plus les regards. Les marchés émergents restent une option intéressante à long terme pour les investisseurs et est actuellement soutenue par la dynamique de change.

L'indice MSCI EMU comble l'écart avec le S&P500



### Europe

Les actions de la zone euro essaient de rattraper le marché américain depuis 2014. Cette tendance devrait se poursuivre au cours des mois à venir et les perspectives semblent bonnes du côté des flux d'investissement. Nous repérons toujours des opportunités dans l'industrie, les matériaux et les biens de consommation discrétionnaire. Face à la hausse continue des PIB et des rendements obligataires, nous considérons que les profils « value » sélectionnés pourraient encore surperformer et que le secteur financier pourrait connaître un point bas, en particulier si la croissance des résultats se concrétise.

### États-Unis

Les valorisations des actions américaines sont élevées en absolu mais ne sont pas excessives. La croissance cumulée des chiffres d'affaires s'est à nouveau accélérée au cours des trimestres écoulés, conduisant à une croissance des bénéfices et permettant un ajustement du capital investi pour la première fois depuis 2013. Certains distributeurs/acteurs du secteur de la consommation nous semblent porteurs de valeur car ils tiennent déjà compte des perturbations de leur modèle d'entreprise et, pour ceux qui sont actifs dans le secteur de la rénovation/transformation d'intérieur, profitent d'un marché du travail plus actif et de facteurs démographiques. Nous favorisons également les gagnants traditionnels parmi les grandes capitalisations technologiques et nous considérons que les géants de l'industrie pharmaceutique et des biotechnologies pourraient retrouver un nouvel élan dès lors que l'environnement réglementaire se clarifiera.

### Japon

Les actions japonaises ont de plus en plus d'attrait au vu de la croissance positive des bénéfices (qui devrait atteindre un rythme à deux chiffres pour bon nombre d'entreprises en 2017), d'un redressement de la demande intérieure et d'une bonne dynamique de change puisque nous n'anticipons pas d'appréciation majeure du yen

face au dollar US.. Le Japon pourrait profiter d'un rebond cyclique en cours d'été.

### Marchés émergents

Les prévisions de résultats des marchés émergents ont été révisés à la hausse pour la première fois en cinq ans en 2017. En Asie, nous observons une amélioration des résultats en Corée du Sud à l'appui d'une gouvernance d'entreprise plus solide et d'un bon momentum des valeurs informatiques grand public. Nous conservons également une vision favorable des secteurs de consommation en Chine où nous identifions des perspectives supérieures au consensus du marché. Dans la zone CEMEA, la Grèce focalise l'attention, avec une réévaluation de la notation du secteur financier. L'Amérique latine est la lanterne rouge des marchés émergents.



Concentration sur les actions de la zone euro (en particulier de style value), soutenues par la croissance des résultats et le dynamisme économique.





Juillet/Août 2017

## Les convictions d'Amundi

		Variation sur un 1 mois	-	=	+
<b>ACTIONS</b>	États-Unis	→	-		
	Zone euro	→			++
	Royaume-Uni	→		=	
	Japon	→			+
	Pacifique hors Japon	→			+
	Marchés émergents	→			+
<b>EMPRUNTS D'ÉTAT</b>	États-Unis, à la vente	→	--		
	États-Unis, à l'achat	→	-		
	Cœur Euro, à la vente	→	-		
	Cœur Euro, à l'achat	→		=	
	Périphériques Euro	→			+
	Royaume-Uni	→	-		
	Japon	→	-		
<b>TAUX CORPORATE &amp; EMERGENTS</b>	IG États -Unis	→			+
	IG Euro	→			+
	Haut rendement États -Unis	→			+
	Haut rendement Euro	→			+
	Dette émergente, devises fortes	→			+
	Dette émergente, devises locales	→			+
<b>DEVICES</b>	EUR/USD	→		=	
	EUR/GBP	→			+
	EUR/JPY	→		=	
	USD /JPY	→			+

Le tableau ci-dessus prend en compte un horizon entre 6 et 12 mois. Les modifications reflètent les vues exprimées lors de notre dernier comité d'investissement. Les couleurs expriment les perspectives relatives pour chaque grande classe d'actifs et les perspectives absolues pour les devises et les matières premières. Les perspectives, modifications de celles-ci et opinions sur les classes d'actifs reflètent l'orientation anticipée (+ vert /- rouge) et la force des convictions (+/++/+++). Ce document présente une évaluation de l'environnement de marché à un instant donné et ne vise pas à prévoir des événements futurs ni à garantir des résultats futurs. Le contenu du document ne doit pas être considéré par le lecteur comme un travail de recherche, un conseil en investissement ou une recommandation à l'égard d'un fonds ou d'un titre en particulier. Ces informations sont communiquées à titre indicatif et pédagogique uniquement et sont susceptibles de changer. **Ces informations ne traduisent pas le contenu, présent, passé ou futur, des lignes ou portefeuilles d'un produit Amundi.**

## Allocation d'actifs

### Le thème du mois

# Réduction du bilan de la Fed : quel impact sur le marché des titres du Trésor ?

BASTIEN DRUT, *Stratégie et Recherche Économique*

En réponse à la Grande Récession de 2008-2009 et à la faiblesse de la croissance qui s'est ensuivie, la Fed s'est lancée dans plusieurs opérations d'achats massifs d'actifs financées par création monétaire, opérations aussi appelées « assouplissement quantitatif » (QE, « *quantitative easing* »). La taille du bilan de la Fed est passée de moins de 900 Mds \$ fin 2007 à environ 4 500 Mds \$ aujourd'hui. À l'actif, la Fed détient 2 460 Mds \$ de titres du Trésor américains et 1 750 Mds \$ de titres hypothécaires titrisés (MBS, « *Mortgage-Backed Securities* »). Alors que les derniers achats réalisés dans le cadre du QE3 ont été réalisés fin 2014, la Fed a maintenu inchangée la taille de ces détentions de titres du Trésor et de MBS en réinvestissant les titres arrivant à maturité. Les membres du FOMC prévoient désormais de réduire le bilan de la Fed et ont précisé récemment comment ils comptaient s'y prendre.

Nous aborderons tout d'abord dans ce texte les effets qu'ont eus sur les taux d'intérêt les programmes de QE de la Fed avant de nous focaliser sur la stratégie de réduction de bilan de la Fed et sur ses impacts. Nous évoquerons également d'autres facteurs techniques à prendre en compte pour le marché des titres du Trésor, comme les détentions de titres par les non-résidents.

### Quel a été l'impact des trois opérations de QE et de l'Opération Twist sur les taux longs ?

Dans la communication des membres du FOMC, une étude d'économistes de la Fed est reprise quasi systématiquement pour évoquer l'effet des politiques quantitatives de la Fed sur les taux d'intérêt : « *The Effect of the Federal Reserve's Securities Holdings on Longer-term Interest Rates* », publié en avril 2017. **En optant pour une méthodologie de type « stock », les auteurs de cette étude estiment que les trois opérations de QE et de l'Opération Twist (quand la Fed avait vendu des titres de maturité courte pour acheter des titres de maturité longue) ont eu pour effet cumulé de faire baisser le taux 10 ans américain de 100 pbs.** Leur modèle fait l'hypothèse que les rendements obligataires sont déterminés par cinq variables dont une variable d'offre de titres du Trésor (les détentions hors Fed de titres du Trésor considérées en « 10 ans équivalent » et en % du PIB) et deux variables d'offre de MBS (les détentions hors Fed de MBS considérées en % du PIB et la durée moyenne du marché MBS).

Dès la fin de l'année 2017, du simple fait de la diminution de la maturité résiduelle des obligations détenues, la réduction de la prime de terme 10 ans causée par les trois opérations de QE et l'opération Twist ne sera plus que de 85 pbs. En faisant l'hypothèse que le non-réinvestissement partiel des titres détenus par la Fed arrivant à maturité débiterait à la mi-2018 et se poursuivrait jusqu'à ce que les réserves des banques détenues à la Fed tombent à 100 Mds\$, **les économistes de la Fed estiment que l'effet des trois opérations de QE et l'opération Twist sur le taux 10 ans se dissiperait lentement au cours des années à venir : il ne serait plus que 70 pbs fin 2018 et 50 pbs fin 2019.**

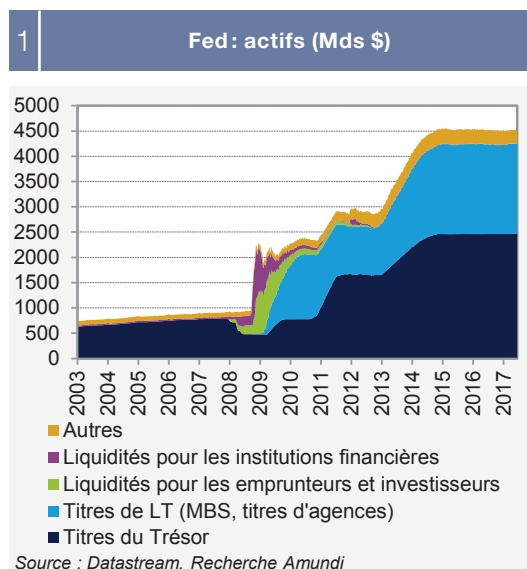
### Comment va se dérouler le dégonflement du bilan de la Fed ?

Après avoir des indications dans les minutes du comité de mai, les membres du FOMC ont apporté des précisions aux Principes de

## L'essentiel

**Les membres du FOMC prévoient de réduire le bilan de la Fed d'ici la fin de l'année et ont précisé récemment comment ils comptaient s'y prendre. Nous abordons les effets qu'ont eus sur les taux d'intérêt les programmes de QE de la Fed avant de nous focaliser sur la stratégie de réduction de bilan de la Fed et sur ses impacts. D'autres facteurs techniques sont à prendre en compte, comme les détentions de titres par les non-résidents.**

Même si la réduction du bilan de la Fed se fait très graduellement, les montants que les investisseurs hors Fed devront absorber seront très importants. L'impact que ce changement de politique aura sur les taux longs américains dépendra d'autres paramètres, comme les mesures budgétaires mais aussi de l'évolution de la politique de change de la Chine, premier détenteur de titres du Trésor américains. Dans l'hypothèse peu probable de fortes mesures de relance budgétaire, les montants à absorber par les investisseurs américains hors Fed pourraient être de très grande ampleur, ce qui aurait un fort impact sur les taux longs.



Juillet/Août 2017

**Normalisation de sa Politique au sujet de comment le dégonflement du bilan de la Fed sera opéré :**

- La Fed arrêterait de réinvestir les titres qu'elle détient et qui arrivent à maturité à hauteur de 6 Mds \$ par mois pour les titres du Trésor et 4 Mds \$ par mois pour les MBS.
- Ces montants seraient revus à la hausse tous les trimestres de 6 Mds et 4 Mds respectivement jusqu'à atteindre 30 et 20 Mds.
- Cette politique de non-réinvestissement se poursuivrait jusqu'à ce que le FOMC juge que la Fed « ne détient pas plus de titres que nécessaire pour implémenter sa politique monétaire de façon efficace ».

**La Fed table sur une normalisation de son bilan en trois ans.** Le communiqué du FOMC de juin indique que la décision de réduire la taille du bilan devrait être prise cette année, vraisemblablement lors du FOMC de septembre ou de celui de décembre. Nous avons estimé dans les deux cas les montants de titres du Trésor qui ne seraient pas réinvestis (voir graphique 3). Rappelons que 427 Mds \$ de titres du Trésor détenus par la Fed arriveront à maturité en 2018 et 366 Mds \$ en 2019.

Si le FOMC prend en septembre la décision de réduire son bilan et qu'elle entreprend cela à partir d'octobre :

- La Fed ne réinvestirait pas 229 Mds\$ de titres du Trésor sur les 427 qu'elle détient et qui arriveront à maturité en 2018 (c'est-à-dire 53 %) et ne réinvestirait pas 256 Mds\$ de titres du Trésor sur les 366 qu'elle détient et qui arriveront à maturité en 2019 (c'est-à-dire 70 %).
- Le bilan de la Fed baisserait d'environ 400 Mds \$ en 2018, 500 Mds \$ en 2019 et 400 Mds en 2020.

Si le FOMC prend en décembre la décision de réduire son bilan et qu'elle entreprend cela à partir de janvier 2018 :

- La Fed ne réinvestirait pas 174 Mds\$ de titres du Trésor sur les 427 qu'elle détient et qui arriveront à maturité en 2018 (c'est-à-dire 41 %) et ne réinvestirait pas 256 Mds\$ de titres du Trésor sur les 366 qu'elle détient et qui arriveront à maturité en 2019 (c'est-à-dire 70 %).
- Le bilan de la Fed baisserait d'environ 300 Mds \$ en 2018, 500 Mds \$ en 2019 et 400 Mds en 2020.

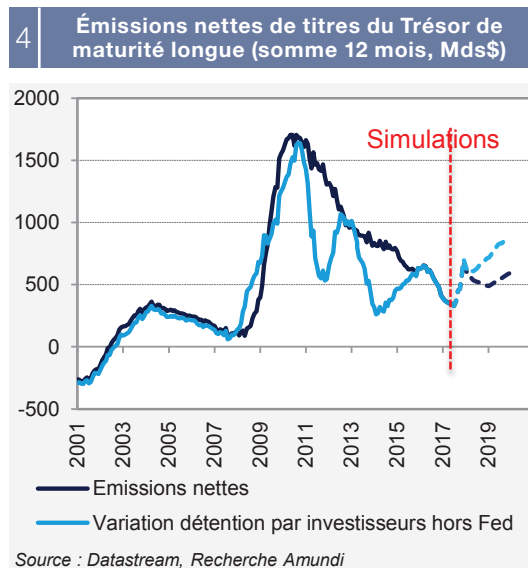
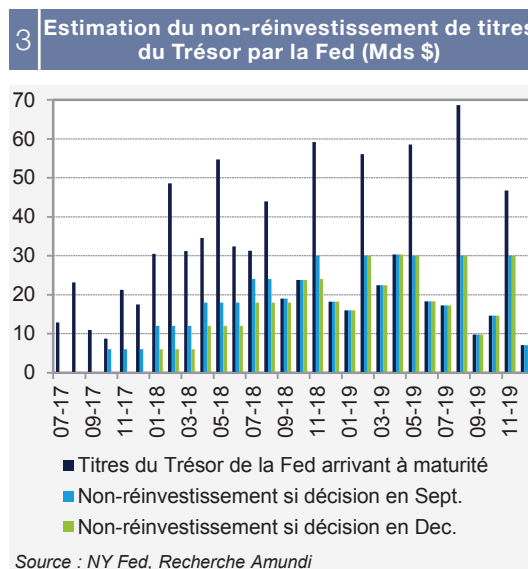
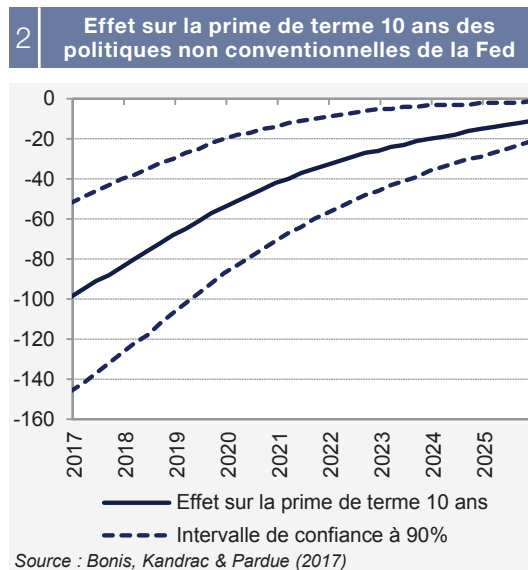
Plusieurs remarques au sujet de ce projet :

- Quel que soit le montant de titres du Trésor arrivant à échéance lors d'un mois donné, pas plus de 30 Mds \$ seront non-réinvestis: il n'y aura donc pas d'à-coups ponctuels avec de très grandes quantités à absorber pour le marché privé.
- En supposant que la Fed ne revienne pas sur ce mécanisme, le bilan de la Fed tournera aux alentours de 3000 Mds \$ à la fin 2020 et les détentions de MBS et de titres du Trésor auront baissé pour des montants à peu près équivalents.

**Une fois le dégonflement du bilan enclenché, les investisseurs hors Fed devront absorber le volume d'émissions nettes plus les volumes non-réinvestis par la Fed. Ils devront absorber aux alentours de 720 Mds \$ de titres du Trésor de long terme en 2018 et près de 860 Mds \$ en 2019 (respectivement 660 et 860 si l'annonce est faite en décembre).** Ces montants sont très élevés et il sera donc très important que la communication qui accompagne ce changement de politique soit très précautionneuse pour ne pas susciter de réaction abrupte de marché.

**Attention, la Fed n'est pas la seule à se désengager du marché obligataire américain : la part de détention des non-résidents a baissé**

La part des investisseurs non-résidents dans la structure de détentions des obligations souveraines est une variable fréquemment utilisée dans les modèles économétriques des taux longs or la part des titres du Trésor négociables détenus par les non-résidents a chuté sous 45 % pour la première fois depuis 2004. Cela a



Juillet/Août 2017

été l'un des principaux déterminants de l'évolution des taux longs américains sur les derniers trimestres. D'ailleurs, la corrélation de la variation mensuelle du taux 10 ans et celle du taux de détention des titres du Trésor par les non-résidents (en considérant une corrélation glissante sur 24 mois) n'a jamais été aussi négative.

La baisse de la détention des non-résidents provient essentiellement des acteurs officiels (banques centrales, fonds souverains) alors que la part des titres du Trésor détenus par les acteurs privés non-résidents s'est stabilisée sur l'année 2016. **La baisse de la détention des titres du Trésor du secteur officiel étranger est très largement imputable à la baisse de la détention chinoise (environ 200 Mds \$ entre juin 2016 et mars 2017). Cela est à relier aux importantes sorties de capitaux subies par la Chine sur la période. La politique de change de la PBoC n'a jamais été aussi importante pour le marché obligataire américain.**

**Au contraire, la détention de titres du Trésor par les investisseurs américains hors Fed a très fortement augmenté lors des derniers trimestres, d'environ 4,5 trillions de dollars début 2016 à environ 5,5 trillions en mars 2017.**

Nous nous retrouvons donc dans une situation où :

- La Fed souhaite réduire ses détentions de titres du Trésor
- Le secteur officiel étranger a réduit ses détentions ces derniers trimestres
- La détention de titres du Trésor par le secteur privé étranger s'est stabilisée en 2016.

**En conséquence, il serait une erreur de considérer la réduction du bilan de la Fed isolément pour estimer l'impact sur les taux longs américains.**

**Conclusion**

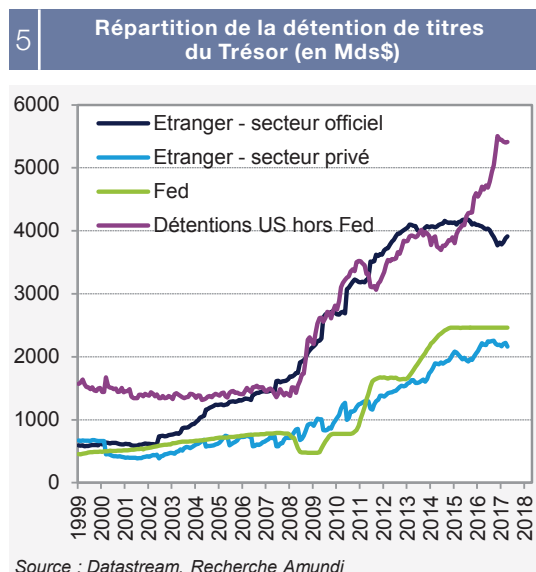
Même si la réduction du bilan de la Fed se fait très graduellement, les montants que les investisseurs hors Fed devront absorber seront très importants. L'impact que ce changement de politique aura sur les taux longs américains dépendra d'autres paramètres, comme les mesures budgétaires mais aussi de l'évolution de la politique de change de la Chine, premier détenteur de titres du Trésor américains. Dans l'hypothèse peu probable de fortes mesures de relance budgétaire, les montants à absorber par les investisseurs américains hors Fed pourraient être de très grande ampleur, ce qui aurait un fort impact sur les taux longs.

**> Comment la politique de change de la Chine impacte le marché des titres du Trésor**

**Pendant une longue période, la Chine a empêché l'appréciation de sa devise malgré de gigantesques excédents courants en accumulant des réserves de change (composées pour environ 40 % de titres du Trésor américains).** C'est ainsi que la Chine est devenue le premier détenteur de titres du Trésor. Longtemps accusée de maintenir sa devise à un niveau artificiellement bas, la Chine a entrepris de faire apprécier le renminbi à nouveau à partir de 2010.

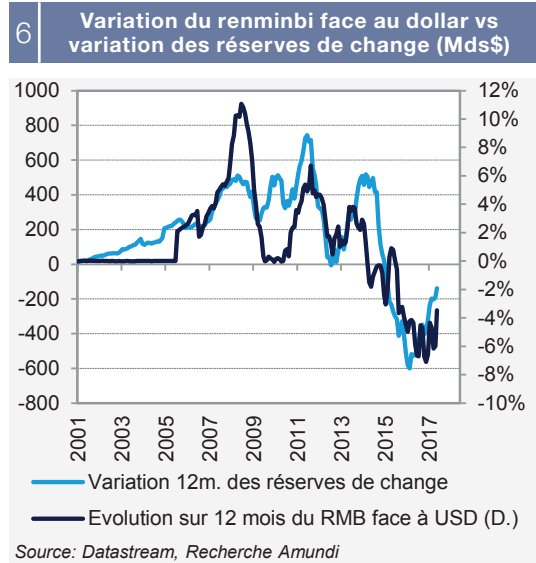
**Des quatre grandes zones monétaires (États-Unis, Chine, Zone Euro, Japon), c'est la Chine qui a absorbé l'essentiel des ajustements de change après la Grande Récession:** les États-Unis, le Japon et la zone euro ont tour à tour déprécié leur devise respective via les programmes de QE. Après la très forte appréciation réelle du renminbi sur la période 2008-2014 et surtout avec la forte appréciation du dollar entre la mi-2014 et la fin 2015, les autorités chinoises ont décidé de désarrimer le renminbi du dollar afin d'éviter une appréciation excessive du renminbi. La PBoC a suivi l'évolution du renminbi face à un panier de devises, le panier CFETS, à partir de décembre 2015. Le renminbi a tout d'abord baissé en termes effectifs avant de se stabiliser de façon remarquable depuis un an. Pour assurer cette stabilité du panier, les autorités chinoises ont opté pour une dépréciation du renminbi face au dollar dans les phases de forte appréciation du dollar et vice-versa.

**Les pressions à la baisse sur le renminbi ont induit une baisse des réserves de change.** Pendant les années d'expansion monétaire de la Fed, de nombreuses entreprises chinoises ont emprunté en dollar puis se sont rapidement désendettées lorsque le dollar s'est mis à s'apprécier. Cela couplé au ralentissement de l'économie chinoise a induit des sorties de capitaux très importantes, induisant une pression baissière sur le renminbi et une partie des réserves de change a été liquidée pour pouvoir rembourser les créances en USD. Les réserves de change chinoises sont ainsi passées de 3840 Mds \$ fin 2014 à 3050 Mds \$ en mai 2017.



Source : Datastream, Recherche Amundi

“ La politique de change de la PBoC n'a jamais été aussi importante pour le marché obligataire américain ”



Source : Datastream, Recherche Amundi

## Les facteurs de risque

PHILIPPE ITHURBIDE, *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse*

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

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

**ANALYSE** L'élection de D. Trump a représenté un grand changement dans la « philosophie » de l'Amérique, moins déterminée désormais par une logique de « gendarme du monde » et davantage autocentrée. Au-delà de cette inflexion majeure, la question était également de savoir si la politique économique allait être fortement infléchie, notamment la politique budgétaire et fiscale. Comment la politique monétaire allait-elle accompagner ces changements ? Autant de questions cruciales. On sait que sont prévues des baisses d'impôt et une relance des dépenses d'infrastructures, mais que celles-ci doivent être autofinancées, car le Congrès américain (même s'il est majoritairement républicain) ne souhaite pas donner un blanc-seing au nouveau président sur ces sujets. D. Trump a annoncé des mesures importantes, dont une baisse de l'impôt sur les sociétés. La baisse de cet impôt, si elle était validée, serait 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** Les mesures annoncées initialement ne semblent plus vraiment prioritaires. Mises en place, elles auraient pourtant pu donner un nouveau coup de pouce aux marchés d'actions et à la hausse des taux, courts et longs. La Fed pourrait ainsi poursuivre aisément 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 ce dossier, crucial selon nous.

### [RISQUE # 2] Italie : un référendum sur un « Italexit », la prochaine étape ? [PROBABILITÉ] 5 %

**ANALYSE** La situation politique italienne reste complexe. Lors des toutes dernières élections municipales, le Mouvement 5 étoiles a été le grand perdant, ainsi que Matteo Renzi. Les marchés financiers craignent d'une part la tenue d'élections anticipées (au cours du second semestre 2017 ?) qui auraient pu conduire 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 »). On doit plutôt miser pour la tenue d'élections en 2018. 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 réel de changement majeur après 5 années de (relative) stabilité politique. Un tel scénario (prise de pouvoir du M5S) 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] 20 %

**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 et on évoque de plus en plus Gary Cohn, actuel conseiller économique de D. Trump comme son possible successeur, ou encore Kevin Warsh ou Thomas Hoenig). 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. On évoque également la nomination prochaine de deux gouverneurs plutôt « *hawkish* » (Randal Quarles et Marvin Goodfriend notamment). 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

Juillet/Août 2017

## Les facteurs de risque

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 devrait relever ses taux encore une fois d'ici à la fin 2017 et annoncer un plan de réduction de son bilan (cf. le thème du mois). 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 enflé, la (faible) compétitivité de l'industrie s'étiole, les gains de productivité sont en retrait... en clair, un fléchissement de la croissance potentielle. La question n'est pas de savoir si la croissance future et potentielle sera plus faible : c'est un fait bien connu. La question est plutôt de savoir si la croissance ne va pas rapidement (et nettement) passer en dessous de sa croissance potentielle (sans doute entre 3 % et 5 % contre 10 % il y a un peu plus de 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 restrictive 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), et en 2018. 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 le maintien de la stabilité financière – et à un degré moindre le dollar – n'autorise pas de fortes hausses de taux.

**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 marché des actions américaines, 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.

## Les facteurs de risque

### [RISQUE # 7] Une forte dévaluation du yuan

[PROBABILITÉ] 5 %

**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] 15 %

**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 avait 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. Le risque est de voir la demande interne se déliter et les politiques économiques devenir totalement inefficaces. Ce risque est néanmoins atténué par la stabilité relative 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).

**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] 75 %

**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 que les Britanniques ne doivent 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.

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

[PROBABILITÉ] 10 %

**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

Juillet/Août 2017

## Les facteurs de risque

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.

**IMPACT DE MARCHÉ** On ne connaît que trop bien les impacts négatifs : élargissement des *spreads* souverains et de crédit, hausse de la volatilité... mais avec sans doute cette fois un vrai fléchissement de l'euro. Une nouvelle crise européenne risque fort de valider les scénarios d'éclatement de la zone ou, à tout le moins, de sortie des pays fragiles de la zone... à moins que le scénario de sortie ne tente le(s) plus solide(s) d'entre eux, ce qui est hautement crédible, car ils finiront par se lasser – sur le plan politique – de supporter économiquement et financièrement les pays en difficulté.

### [RISQUE # 11] Une plus grande instabilité financière

[PROBABILITÉ] **70 %**

**ANALYSE** Les banques centrales ont permis depuis quelques années le retour de la stabilité financière : baisse des taux, courts et longs ; maintien des taux à de bas niveaux ; baisse de la volatilité, resserrement des *spreads* de crédit... autant de facteurs qui ont généré un environnement de plus grande stabilité. Attention toutefois : i) cette stabilité a des côtés artificiels qu'il ne faut pas sous-estimer. Les banques centrales ne peuvent pas à elles seules résoudre tous les problèmes (emploi, investissement, croissance...) et si les conditions générales ne s'améliorent pas de façon plus nette, une certaine désillusion/déception risque bien de s'installer et cette stabilité pourrait se transformer en instabilité. ii) Les politiques monétaires ont atteint leurs limites, aussi bien les taux négatifs que les QE, et il est bien difficile d'attendre davantage de leur part. La réponse macroéconomique proviendrait à terme des politiques budgétaires et fiscales, et, traditionnellement, les dépenses publiques ont beaucoup moins de vertus stabilisatrices pour les marchés financiers que les baisses de taux d'intérêt.

**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...

### [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



Juillet/Août 2017

## Les facteurs de risque

profitabilité des banques. Enfin, on notera que les problèmes bancaires sont désormais résolus plus aisément (voir notamment le cas de Banco Popular en Espagne), les risques spécifiques ayant pris le pas sur les risques systémiques. 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 a longtemps été celui le plus gênant : toute rumeur ou difficulté d'une banque se traduisait par des vagues de stress, d'élargissement de spreads et de chute des valeurs bancaires. Si tel devait de nouveau être le cas, la stabilité financière serait mise à mal.

### [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, Sunnites vs. Chiïtes, Arabie vs. Iran... autant d'éléments qui ont tendu et fragilisé les relations diplomatiques entre pays. 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] Une remontée durable et significative des taux longs européens

[PROBABILITÉ] **20 %**

**ANALYSE** 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 au moins : 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. Nous ne prévoyons pas l'avènement d'un nouveau cycle de croissance, mais la Fed poursuit son resserrement monétaire et les politiques budgétaire et fiscale devraient être plus expansionnistes : tout ceci justifie des mouvements de hausses des taux longs, mais il nous semble encore prématuré et excessif de miser sur une hausse permanente et conséquente. 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... Cela protège, certes, mais n'est sans doute pas suffisant pour empêcher les taux longs de progresser. Avec une croissance plus solide et des indices de prix légèrement à la hausse, les débats sur la fin des taux négatifs et du QE de la BCE (et de la Fed), et sur la nécessité de mener des mesures budgétaires et fiscales plus favorables à la croissance vont gagner du terrain... Tout cela suffit sans nul doute pour amener les taux longs à un niveau plus élevé.

**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.

## Contexte macroéconomique

### Nos convictions et nos scénarios

DIDIER BOROWSKI, *Recherche, Stratégie et Analyse*

PHILIPPE ITHURBIDE, *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse*

Cette section fournit un rappel sur notre scénario central et sur les scénarios alternatifs

#### Scénario central (probabilité 70 %) :

##### la reflation se poursuit et la zone euro tire son épingle du jeu

- **La croissance mondiale du PIB** sera supérieure à 3 % par année en 2017 – 2018. La zone euro progresse, les États-Unis et la Chine se stabilisent, le Royaume-Uni fléchit, le Brésil et la Russie sortent de récession, l'Asie reste la zone la plus solide parmi les zones dites « émergentes ».

- **La croissance des économies avancées** — et à un degré moindre des économies émergentes — provient en majeure partie de la demande intérieure (c'est le cas de l'Europe, des États-Unis et du Japon notamment).

- **Commerce mondial** : après un fléchissement spectaculaire depuis la crise financière, le commerce mondial se reprend, notamment en Asie. Mais cette accélération récente est probablement temporaire au niveau global. Nous tablons sur une stabilisation du ratio du commerce mondial au PIB mondial (cela signifie donc que le principal moteur de la croissance restera domestique).

- **Les négociations du Brexit** ralentissent la croissance du Royaume-Uni : l'impact est sous-estimé par le consensus et par le gouvernement britannique. Nous ne prévoyons pas un impact significatif sur la croissance de la zone euro. Il faut s'attendre à des négociations difficiles, et ce d'autant plus que la cohésion entre les pays de l'UE est solide. Miser sur un nouvel affaiblissement de la croissance à long terme du Royaume-Uni et du sterling.

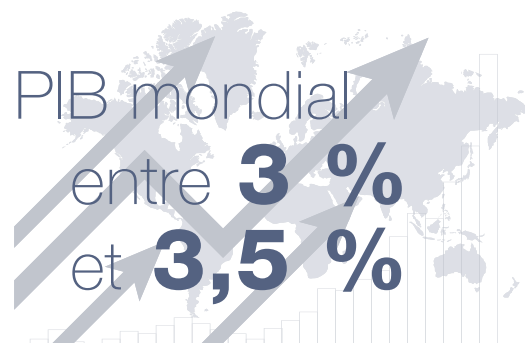
- **Chine** : la croissance est alimentée par le crédit. La dette reste essentiellement domestique et gérable, mais le risque demeure. Nous nous attendons à la poursuite de la décélération graduelle de la croissance et à un rééquilibrage (moins de croissance, moins de dette).

- **L'inflation sous-jacente** demeurera modérée (au regard des normes historiques), et ce dans la plupart des économies avancées. L'accélération sera modeste dans les années à venir, en ligne avec l'amélioration du marché du travail. Les risques sont donc plus clairement identifiables aux États-Unis (situation de plein emploi, hausse des coûts salariaux unitaires). Suivre les débats sur les inégalités et le partage de la valeur ajoutée.

- **Prix du pétrole** : nous nous attendons à ce que les prix du pétrole (Brent) évoluent dans la fourchette de 45 à 55 dollars avec de possibles pics en dehors de cette fourchette (40 à 60 dollars) mais ces pics devraient être de courte durée.

- **Les politiques budgétaires et fiscales vont probablement devenir plus expansionnistes** (États-Unis et Allemagne notamment). Aux États-Unis, nous tablons sur une modeste impulsion budgétaire qui devrait être votée au premier trimestre de 2018 au plus tard. En Allemagne, nous nous attendons à des dépenses d'infrastructure, mais après les élections (24 septembre 2017). Ne pas s'attendre à un impact visible sur les économies avant 2018 voire même 2019.

- **Les politiques monétaires resteront globalement accommodantes** (dominance budgétaire et fiscale, mais répression financière et faible inflation au regard des normes historiques). Les banques centrales vont néanmoins éliminer les « assouplissements excessifs », autrement dit amender leurs politiques actuelles (réduction du bilan de la banque centrale aux États-Unis (non-remplacement graduel des papiers venant à maturité), et nouvelle réduction du programme d'achat de titres par la BCE (qui accompagne le retour de la croissance et l'amélioration des équilibres budgétaires).



#### Prix du brut



**45/55**  
USD

Juillet/Août 2017

**Scénario pessimiste (probabilité 15 %) :  
croissance mondiale d'environ 2 % ou même inférieure**

Quatre événements distincts seraient de nature à entraîner l'économie mondiale dans ce scénario.

- **Chine** : crise bancaire/atterrissage brutal de l'économie
  - La stabilisation de la croissance se fait au prix d'une forte progression de la dette, notamment des entreprises non-financières. Ce n'est pas soutenable à long terme. Progression significative des créances douteuses dans les bilans des banques.
  - « *Runs* » bancaires, sorties massives de capitaux, forte dépréciation du RMB...
  - Un atterrissage brutal de l'économie chinoise aurait un impact considérable sur le reste du monde (marchés émergents notamment).
- **Une récession aux États-Unis**
  - La croissance potentielle est beaucoup plus faible que par le passé : la capacité à absorber les chocs est affaiblie et les marges de manœuvre monétaires, budgétaires et fiscales sont moindres. Autrement dit, il est plus facile de tomber en récession suite à un choc, d'autant que l'économie est tirée par la consommation, et plus vraiment par l'investissement.
  - D. Trump peut surprendre avec des mesures protectionnistes adoptées à mi-mandat. Une telle décision générerait des anticipations d'inflation, obligeant la Fed à accélérer le rythme de la normalisation.
- **Un krach obligataire** déclencherait une chute des marchés d'actions, notoirement surévalués et cela pourrait générer des anticipations de récession, voire une récession.
- **Un désendettement désordonné** (général, excessif et rapide) générerait des nouvelles craintes déflationnistes et le retour du spectre de la « *debt deflation* ».
  - La dette publique et privée a continué d'augmenter, atteignant un nouveau sommet en 2016, à environ 250 % du PIB (États-Unis, zone euro, Royaume-Uni, Chine). Si les prix des actifs chutent, la pression déflationniste qui en résulterait obligerait les banques centrales à poursuivre ou redémarrer leurs programmes d'achats de titres (QE).

**Scénario optimiste (probabilité 15 %) :  
forte accélération de la croissance mondiale au S2 2017-2018**

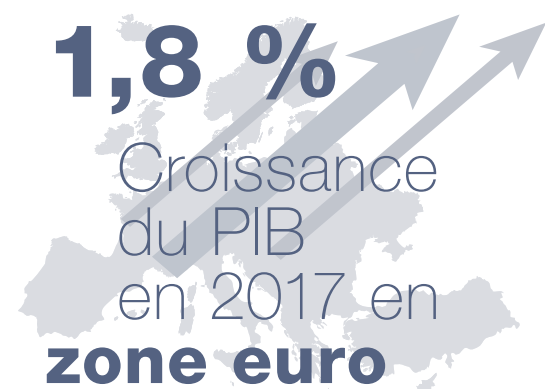
Plusieurs facteurs, susceptibles de générer un mouvement de plus forte croissance, doivent être suivis de près

- **Le commerce mondial** a connu une phase de décroissance spectaculaire, une décennie de rupture au regard des 40 années qui ont précédé. Que le léger mieux actuel (notamment en Asie) se généralise et la croissance mondiale accélèrera.
- **L'investissement**, grand absent de la reprise depuis la crise financière commence à se redresser dans plusieurs pays simultanément. C'est un moteur essentiel pour les échanges mondiaux et pour l'accélération éventuelle de la croissance.
- **La resynchronisation du cycle mondial** est susceptible de favoriser une accélération de la croissance mondiale.
- **Une stimulation fiscale de grande ampleur aux États-Unis** lèverait les doutes sur le cycle américain lui permettant de se poursuivre plus longtemps.
- **La poursuite de l'accélération cyclique dans la zone euro** (confortée par une faible inflation permettant de conserver une politique monétaire accommodante pendant quelques années encore), **l'utilisation des marges de manœuvre budgétaires et fiscales fournies par la baisse des taux d'intérêt**, et **la disparition du risque politique en zone euro** sont autant de facteurs qui permettraient à la zone euro d'apparaître comme une zone de croissance plus solide et plus stable.

Les risques baissiers et haussiers nous paraissent équilibrés

Prévisions macroéconomiques (17 juillet 2017)						
Moyennes annuelles (%)	Croissance du PIB réel, %			Inflation (IPC, a/a, %)		
	2016	2017	2018	2016	2017	2018
<b>États-Unis</b>	1,6	2,0	2,0	1,3	2,1	2,1
<b>Japon</b>	1,0	1,0	1,0	-0,1	0,4	0,8
<b>Zone euro</b>	1,7	1,8	1,6	0,2	1,5	1,2
Allemagne	1,8	1,8	1,7	0,4	1,6	1,4
France	1,2	1,6	1,5	0,3	1,2	1,1
Italie	0,9	1,2	1,2	-0,1	1,3	1,1
Espagne	3,2	2,8	1,8	-0,2	2,1	1,4
<b>Royaume-Uni</b>	1,8	1,5	1,3	0,6	2,6	2,2
<b>Brésil</b>	-3,6	0,0	1,4	8,7	4,4	5,4
<b>Russie</b>	-0,2	1,5	2,0	7,0	4,5	5,1
<b>Inde</b>	7,5	7,6	7,6	5,4	5,2	5,2
<b>Indonésie</b>	5,0	5,2	5,2	4,5	4,5	4,5
<b>Chine</b>	6,7	6,4	6,0	1,2	1,5	1,4
<b>Turquie</b>	2,9	3,4	2,5	7,8	10,1	8,9
<b>Pays développés</b>	1,6	1,8	1,7	0,7	1,7	1,6
<b>Pays émergents</b>	4,0	4,4	4,4	4,1	3,9	3,5
<b>Monde</b>	3,0	3,3	3,3	2,6	3,0	2,7

Source: Recherche Amundi



## Contexte macroéconomique

AMÉRIQUES		FACTEURS DE RISQUE
<b>ÉTATS-UNIS</b>	<p><b>Chiffres économiques mitigés, incertitude persistante sur la politique budgétaire</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; Les chiffres économiques majoritairement en dessous des attentes depuis le début de l'année ne suffisent pas à remettre en cause la poursuite de la reprise. La décélération des créations d'emplois est normale à ce stade du cycle. Les enquêtes de conjoncture restent bien orientées.</li> <li>&gt; Les difficultés politiques de D.Trump rendent encore plus difficile la concrétisation de ses promesses de campagne, dont une grande partie sera abandonnée. Il est tout de même probable que le camp républicain parviendra à s'entendre sur des baisses d'impôts avant les élections mi-mandat, ce qui devrait permettre à la croissance de rester au-dessus du potentiel en 2018. Les velléités protectionnistes du Président et des Républicains de la Chambre des Représentants sont sérieusement affaiblies après avoir rencontré d'importantes résistances.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; Incertitude concernant les décisions de la nouvelle administration</li> <li>&gt; Potentiel de croissance durablement entamé (« stagnation séculaire »)</li> <li>&gt; Érosion des marges des entreprises</li> </ul>
<b>BRÉSIL</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; L'inflation a considérablement diminué et la BCB a entamé un cycle d'assouplissement monétaire qui devrait se poursuivre toutes choses égales par ailleurs.</li> <li>&gt; Les indicateurs d'activité économiques s'améliorent doucement.</li> <li>&gt; 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.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; Assouplissement de la politique budgétaire et notamment réforme des retraites très limitée</li> <li>&gt; Forte dépréciation du réal</li> <li>&gt; Enlèvement dans la récession</li> </ul>
<b>EUROPE</b>		
<b>ZONE EURO</b>	<p><b>L'économie s'améliore et les risques diminuent</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; Les bonnes nouvelles se sont accumulées au S1 : les chiffres économiques ont été meilleurs qu'attendu, le risque politique a reflué et des progrès ont été réalisés concernant la restructuration du secteur bancaire italien. Nous avons, de nouveau, remonté nos prévisions de croissance (1,8 % pour 2017, 1,6 % pour 2018, contre 1,6 % et 1,5 % précédemment). La reprise commence à se diffuser à l'inflation sous-jacente, mais de façon très modérée (1,1 % en moyenne au T2 contre 0,8 % au cours des deux trimestres précédents).</li> <li>&gt; 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 proeuropéennes. Les élections générales en Allemagne (septembre) ne devraient pas générer de tensions sur les marchés.</li> <li>&gt; L'un des principaux points à surveiller au S2 sera l'évolution de l'attitude de la BCE.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; Risque politique (montée des partis contestataires, Brexit)</li> <li>&gt; Contagion des difficultés économiques et/ou financières des émergents</li> <li>&gt; Montée des risques géopolitiques.</li> </ul>
<b>ROYAUME-UNI</b>	<p><b>Le résultat des élections de juin complique encore plus le dossier du Brexit</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; Les Conservateurs restent au gouvernement mais ont perdu leur majorité parlementaire. Dans le contexte des négociations du Brexit, l'action de la Première ministre sera donc compliquée par le fait qu'elle aura, a priori, besoin du soutien de l'ensemble des composantes de son parti (pro-Européens comme Eurosceptiques) et devra également composer avec une autre force politique.</li> <li>&gt; 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.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; Choc d'incertitude lié au Brexit</li> <li>&gt; Déficits (public et externe) très élevés</li> </ul>
<b>ASIE</b>		
<b>CHINE</b>	<p><b>L'influence stabilisatrice de la Chine sur l'économie mondiale et les devises se maintiendra en 2017 et probablement en 2018</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; La stabilisation de l'économie chinoise devrait se poursuivre jusqu'à la fin de l'année 2018.</li> <li>&gt; Les raisons de cette stabilisation sont à la fois micro- et macroéconomiques. L'investissement privé comme les dépenses publiques sont en phase de croissance et atteignent des niveaux supérieurs aux attentes.</li> <li>&gt; La stabilisation de l'économie chinoise, qui va finalement s'étaler entre 2016 et 2018, contribue à l'émergence d'un nouveau cycle d'expansion mondial, qui bénéficie clairement aux secteurs cycliques, aux matières premières et aux marchés émergents.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; Contribution à la stabilisation de l'économie mondiale et des devises en 2017-2018</li> <li>&gt; Émergence d'un cycle mondial plus long du fait d'une stabilisation de l'économie chinoise étalée entre 2016 et 2018</li> </ul>
<b>INDE</b>	<p><b>Inde: un moteur de croissance régulier pour l'Asie en 2017, malgré la démonétisation</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; Le ralentissement de la consommation cyclique, des ventes de voitures et de l'ensemencement des cultures d'hiver suite à la démonétisation a été moins marqué que prévu. Cependant, son effet est plus sensible dans le secteur immobilier.</li> <li>&gt; En 2017, l'inflation devrait rester modérée. Nous pensons que les effets de la démonétisation sur la croissance et l'inflation ne seront que transitoires. Les principaux points de désaccord concernant la taxe sur les produits et services (TPS) ont été levés et celle-ci devrait être mise en place dès juillet 2017.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; La croissance indienne devrait rester stable suite à la démonétisation</li> <li>&gt; Le ralentissement de l'inflation est durable</li> </ul>
<b>JAPON</b>	<p><b>La reprise se poursuit, avec une croissance supérieure au potentiel</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; L'économie profite du stimulus budgétaire et de l'amélioration du cycle industriel et du commerce international en Asie. La croissance du PIB devrait se maintenir aux alentours de 1 % en 2017 et 2018. Les entreprises en tirent parti mais les hausses de salaires manquent toujours à l'appel, malgré un taux de chômage très bas. La baisse des rémunérations en termes réels pourrait peser sur la consommation.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; Exposition à la Chine</li> <li>&gt; Politique de taux d'intérêt négatifs</li> </ul>

## Prévisions macroéconomiques et financières

### PRÉVISIONS MACROÉCONOMIQUES

- **États-Unis**: l'expansion continue malgré un S1 légèrement décevant. 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 politique budgétaire et le cycle positif de l'industrie et du commerce en Asie demeurent des facteurs de soutien. La politique de la BoJ permet de conserver des conditions monétaires accommodantes. Cependant, 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<sup>e</sup> trimestre consécutif.
- **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 % en glissement annuel, soit mieux que le trimestre précédent (-2,5 %). 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 a crû de +0,5 % en ga au T1. Ce chiffre conforte le scénario de reprise de l'économie russe. Avec un acquis de croissance de 0,9 % et des indicateurs conjoncturels à la hausse au deuxième trimestre, nous révisons notre prévision de croissance à 1,5 % pour 2017 contre 1 % auparavant.

### PRÉVISIONS DE TAUX DIRECTEURS

- **Fed**: la Fed a relevé ses funds à 1,00/1,25 % en juin. Elle annoncera prochainement qu'elle enclenche le processus de non-réinvestissement de ses actifs arrivant à maturité. Le marché sous-estime la capacité de la Fed à relever ses taux par la suite.
- **BCE**: le QE se poursuivra à un rythme de 60 Mds € jusqu'à décembre 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.
- **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 mais le comité de politique monétaire continuera d'envoyer des signaux contradictoires avec l'inflation élevée.

	03/07/2017	Amundi + 6m.	Consensus T4 2017	Amundi + 12m.	Consensus T2 2018
États-Unis	1,25	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	0,30	0,25	0,35

### PRÉVISIONS DE TAUX LONGS

- **États-Unis**: les marchés sont trop pessimistes sur l'évolution de l'inflation et sur la capacité de la Fed à relever ses taux en 2018. En conséquence, les taux longs devraient remonter un peu sur les mois à venir.
- **Zone euro**: les taux allemands remonteront sur les prochains trimestres 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				
	19/07/2017	Amundi + 6m.	Forward + 6m.	Amundi + 12m.	Forward + 12m.
États-Unis	1,35	1,40/1,60	1,55	1,60/1,80	1,68
Allemagne	-0,64	-0,60/-0,40	-0,51	-0,60/-0,40	-0,42
Japon	-0,11	-0,20/-0,00	-0,10	-0,20/-0,00	-0,07
Royaume-Uni	0,27	0,00/0,20	0,31	0,00/0,20	0,34

	Taux 10 ans				
	19/07/2017	Amundi + 6m.	Forward + 6m.	Amundi + 12m.	Forward + 12m.
États-Unis	2,26	2,40/2,60	2,39	2,40/2,60	2,49
Allemagne	0,54	0,60/0,80	0,65	0,80/1,00	0,78
Japon	0,08	0	0,13	0	0,18
Royaume-Uni	1,19	1,00/1,20	1,31	1,00/1,20	1,43

### 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 revient vers ses niveaux de septembre et se trouve bien moins surévalué qu'en janvier. Davantage de déceptions au sujet des mesures de stimulation budgétaire pourraient peser sur le dollar.
- **JPY**: le yen est sous-évalué et perdra encore du terrain si les taux longs remontent dans les autres zones. Cela dit, dans un contexte de volatilité très faible, le yen peut être intéressant en couverture de risque.
- **GBP**: nous conservons un biais légèrement négatif sur la livre, qui devrait souffrir de la détérioration progressive de l'économie.

	19/07/2017	Amundi + 6m.	Consensus T4 2017	Amundi + 12m.	Consensus T2 2018
EUR/USD	1,15	1,15	1,14	1,20	1,14
USD/JPY	112	115,00	114,00	115,00	114,00
EUR/GBP	0,88	0,90	0,89	0,90	0,89
EUR/CHF	1,10	1,10	1,12	1,10	1,11
EUR/NOK	9,28	9,20	9,26	9,00	9,03
EUR/SEK	9,54	9,50	9,50	9,30	9,31
USD/CAD	1,26	1,25	1,30	1,25	1,31
AUD/USD	0,79	0,72	0,75	0,70	0,76
NZD/USD	0,74	0,70	0,71	0,70	0,72

## 1 États-Unis : est-ce la fin de cycle ?

DIDIER BOROWSKI, Recherche, Stratégie et Analyse

Le PIB américain en volume est supérieur de 13 % à son niveau de fin 2007 (et de plus de 30 % en valeur). En moyenne, depuis le début de la reprise, le PIB réel s'est accru à un rythme annualisé de 2 %, ce qui fait de ce cycle l'un des plus longs de l'histoire des États-Unis. L'économie s'approche désormais du plein emploi, sans toutefois générer les pressions inflationnistes attendues à ce stade du cycle, et ce d'autant plus que les gains de productivité ont chuté et que les coûts salariaux unitaires progressent. Les profits se sont redressés de façon spectaculaire dans les premières années mais l'investissement productif est resté particulièrement mou, probablement en raison du ralentissement de la productivité et de débouchés incertains.

- Du côté de l'économie réelle, l'expansion en cours s'est produite au prix de déséquilibres croissants notamment en termes d'endettement. La dette publique a beaucoup augmenté depuis la grande crise et les entreprises se sont également fortement ré-endettées. De leur côté les ménages se sont nettement désendettés depuis la grande récession (avec néanmoins de fortes disparités entre les différentes catégories de ménages).
- C'est sur le plan financier que les déséquilibres sont les plus frappants. En effet, les marchés d'actions apparaissent nettement surévalués au regard des métriques traditionnelles (PER corrigé du cycle) et les taux d'intérêt très en dessous de leur valeur d'équilibre.

Compte tenu de la durée exceptionnelle de ce cycle, le moindre signe de faiblesse fait immédiatement ressurgir le spectre de la « fin du cycle ». Ce fut le cas début 2016, lorsqu'avec l'effondrement du prix du pétrole, l'investissement en biens d'équipement s'était nettement replié (surtout dans le secteur énergétique). En définitive, la consommation des ménages a bien résisté et l'économie n'a pas longtemps dévié de sa trajectoire : sur l'année écoulée le PIB s'est accru de 2,1 % (et probablement d'un peu plus encore au 2<sup>e</sup> trimestre 2017, cf. encadré) et le chômage a continué de baisser. Si les cycles ne meurent pas de vieillesse, ils s'achèvent bien en revanche avec les excès qu'ils génèrent dans le temps, que ce soit du côté de l'économie réelle ou des marchés financiers.

Combien de temps l'économie américaine peut-elle continuer de croître à ce rythme ? À quand la prochaine récession ? Quel en sera l'élément déclencheur ? Telles sont les questions que nous aborderons.

### Un cycle unique dans l'histoire américaine

Voilà maintenant huit années consécutives que l'activité progresse aux États Unis, ce qui fait de ce cycle le 3<sup>e</sup> plus long observé depuis 1850 et le plus long de l'après-guerre.

Mais il s'agit aussi d'une reprise qui a été molle au regard de l'histoire (cf. graphique 1). La plupart des composantes de la demande finale ont mis davantage de temps que dans un cycle traditionnel pour retrouver leur niveau d'avant crise, ce qui s'explique par la nature de la « grande récession », à la fois crise financière et crise économique. Or il est beaucoup plus long de se relever d'une récession lorsqu'elle s'est accompagnée d'une crise bancaire et financière.

Les travaux sur longue période menés par C. Reinhart et K. Rogoff sur l'impact des crises économiques et financières renseignent bien ce point : « **la croissance du PIB et les prix de l'immobilier sont nettement plus faibles et le chômage plus élevé dans la décennie qui suit les crises financières** ». Aujourd'hui, cette décennie s'achève et il est naturel de s'interroger sur le cycle en cours et les déséquilibres observés.

### L'essentiel

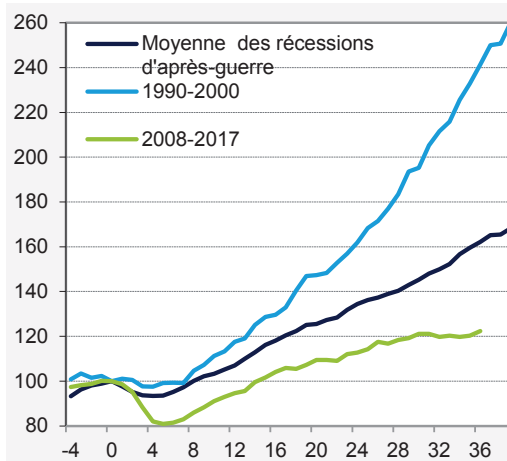
**En moyenne, depuis le début de la reprise, le PIB réel s'est accru à un rythme annualisé de 2 %, ce qui fait de ce cycle l'un des plus longs de l'histoire des États-Unis. L'économie s'approche désormais du plein emploi, sans toutefois générer les pressions inflationnistes attendues à ce stade du cycle. Les profits se sont redressés de façon spectaculaire dans les premières années mais l'investissement productif est resté particulièrement mou, probablement en raison du ralentissement de la productivité et de débouchés incertains. Le cycle actuel est fragile.**

Du côté de l'économie réelle, l'expansion en cours s'est produite au prix d'une dette publique et privée toujours plus élevée. Sur le plan financier, les marchés d'actions apparaissent nettement surévalués au regard des métriques traditionnelles et les taux d'intérêt très en dessous de leur valeur d'équilibre. Il n'y a pas de risque de récession d'un point de vue économique. Cependant, une correction brutale sur les prix des actifs serait susceptible de faire tomber l'économie en récession.



Vers le cycle le plus long depuis 1850

1 E-U : investissement en biens d'équipement et logiciels (niveau = 100 à chaque pic de cycle)



Source : Datastream, Recherche Amundi

Juillet/Août 2017

**> Que disent les approches statistiques sur la croissance des 2<sup>e</sup> et 3<sup>e</sup> trimestres 2017 ?**

De nombreux travaux empiriques ont pour objectif d'inférer statistiquement le niveau de croissance du trimestre en cours au fil des publications mensuelles. Les travaux effectués par les Fed régionales sont les plus aboutis en la matière. On citera notamment :

- L'indice calculé par la Fed Chicago à partir d'un ensemble de 85 indicateurs mensuels existants. Il s'agit d'extraire la « composante commune » de cet ensemble. Cet indicateur (construit pour être inférieur à 0 quand la croissance tombe en deçà de son potentiel) montre que l'entame du 3<sup>e</sup> trimestre se fait sur un rythme de croissance voisin du potentiel, de l'ordre de 2 %.
- D'autres approches ont été développées au sein des banques régionales. Deux mesures retiennent l'attention, celles de la Fed d'Atlanta et celle de la Fed de New York. Elles permettent d'inférer statistiquement une estimation « en temps réels » de la croissance du trimestre en cours à partir des données de fréquence mensuelle. L'avantage par rapport à la méthode précédente est que les données encore manquantes n'empêchent pas une actualisation régulière de l'estimation, à mesure que les données économiques sont publiées. L'information statistique est donc continuellement intégrée pour évaluer la croissance du PIB. **Aujourd'hui, l'estimation de la Fed d'Atlanta indique une croissance de 2,4 % en rythme annualisé pour le 2<sup>e</sup> trimestre (avec une contribution de stocks de l'ordre 0,5pp), tandis que celle de New York donne 1,9 %. Dans les deux cas de figure, il s'agit d'une accélération par rapport au T1.**

Ces modèles n'ont pas de réelle vocation prédictive. À noter toutefois, que l'estimation de la Fed de NY, intégrant en sus des données d'activité des données d'enquêtes, donne une première indication sur la croissance du trimestre suivant. À ce jour (17 juillet), l'entame du T3 se fait sur une note plutôt faible (1,8 %). Ce qui semble conforter, l'indice de surprise économique de Citigroup : cet indice permet de mesurer quotidiennement si les séries publiées sont en ligne avec les attentes. Cet indicateur est tombé en territoire très négatif (à son plus bas niveau depuis 2011) au cours des dernières semaines, ce qui signifie que le consensus est encore trop optimiste.

**Une reprise riche en profits mais pauvre en investissement productif**

La reprise des profits et le faible niveau des taux d'intérêt réels n'ont pas donné lieu aux dépenses d'investissement auxquelles on se serait attendu dans les premières années de ce cycle (hors secteur énergétique). Les entreprises ont préféré faire des investissements financiers parfois en profitant des taux d'intérêt exceptionnellement faibles pour s'endetter et racheter leurs propres actions.

Les éléments de soutien de l'investissement se font plus rares : les marges des entreprises sont sous pression et la part des profits dans la valeur ajoutée tend à décliner (tout en demeurant nettement supérieure à sa moyenne de long terme). De plus la dette des entreprises s'est nettement accrue au cours des dernières années (supérieure à 90 % de leur valeur ajoutée dans le secteur non financier, ce qui ne s'était pas vu depuis 2007). Sauf nouveau choc technologique (ou innovation majeure), ce n'est donc pas à ce stade du cycle que l'investissement va accélérer.

Ceci dit, l'appareil de production vieillit et les entreprises devront continuer d'investir ne serait-ce que pour maintenir en l'état le stock de capital. Le vieillissement du stock de capital est particulièrement marqué du côté des infrastructures publiques. De plus, la resynchronisation du cycle mondial observée depuis la fin 2016 a permis au commerce mondial de redémarrer, avec une embellie dans le secteur manufacturier mondial. La demande étrangère peut donc venir soutenir les dépenses d'investissement des entreprises. Dans ces conditions, nous tablons sur une poursuite des programmes d'investissement mais à un rythme modéré (inférieur à la croissance du PIB).

**La consommation des ménages restera résiliente**

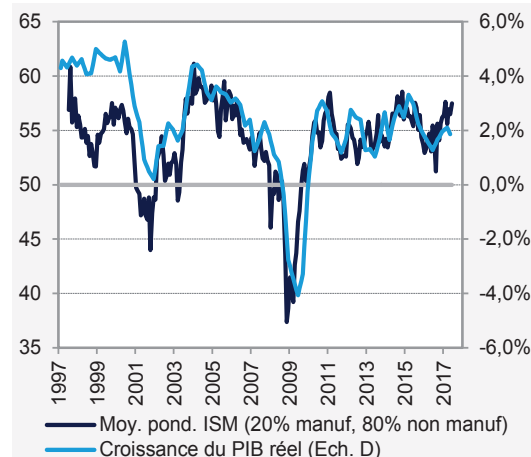
De son côté, la consommation des ménages reste solide nourrie notamment par le dynamisme des créations d'emplois et la persistance d'effets richesse.



La croissance a accéléré au 2<sup>e</sup> trimestre, tirée par la consommation



**2 E-U : indices ISM vs croissance du PIB réel**



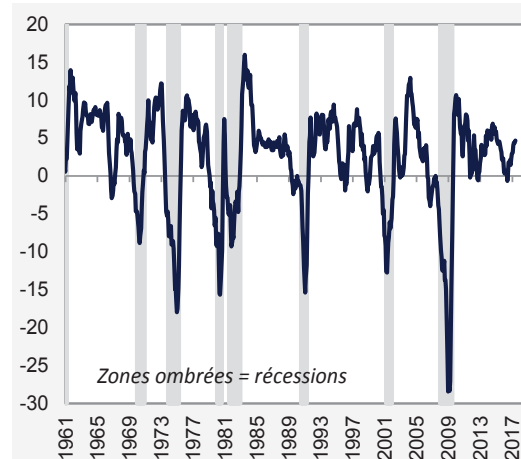
Source : Datastream, Recherche Amundi



Les entreprises devront continuer d'investir pour maintenir en l'état le stock de capital



**3 E-U : indicateur avancé du Conference Board, % var. sur 6 mois, annualisée**



Source : Datastream, Recherche Amundi

Juillet/Août 2017

La situation n'a pas radicalement changé depuis un an, à ceci près que le marché du travail est en train de se tendre.

- **Les créations d'emplois ont ralenti ce qui est plutôt naturel à ce stade du cycle.** À mesure que l'économie américaine s'approche du plein-emploi, les créations de postes se calent sur l'offre de travail disponible (la croissance de la population active). Les indicateurs construits par les Fed régionales, qui synthétisent les évolutions de très nombreuses variables mesurant l'état du marché du travail, ont continué de s'améliorer depuis le début de l'année
- **Les salaires progressent lentement.** Même si ce mouvement est encore timide, il est appelé à s'amplifier dans une économie proche du plein emploi : il y a visiblement encore un peu de mou sur le marché du travail (faible taux de participation, chômage de longue durée encore élevés etc.), mais de moins en moins. Le mouvement est encore peu perceptible si l'on considère la « compositante rémunérations » de l'indice du coût de l'emploi (ECI) qui est une meilleure mesure de ce qui se produit à l'échelle de toute l'économie<sup>1</sup>. En réalité si l'on tient compte de l'inflation, on observe que le pouvoir d'achat des ménages stagne depuis une dizaine d'années. Néanmoins, les chefs d'entreprise sont de plus en plus nombreux à indiquer qu'ils s'attendent à devoir remonter les salaires dans les mois qui viennent. La part de salaires dans la valeur ajoutée est donc appelée à continuer de remonter.
- **Les ménages se sont désendettés et les effets patrimoniaux sont toujours au rendez-vous.** La richesse nette des ménages (en % de leur revenu disponible) est à un pic historique (662 % de leur revenu disponible). Contrairement à une idée reçue cela ne concerne pas seulement les ménages les plus riches détenteurs de titres de portefeuilles. Les ménages qui ont acquis leur logement bénéficient de la montée des prix de l'immobilier.

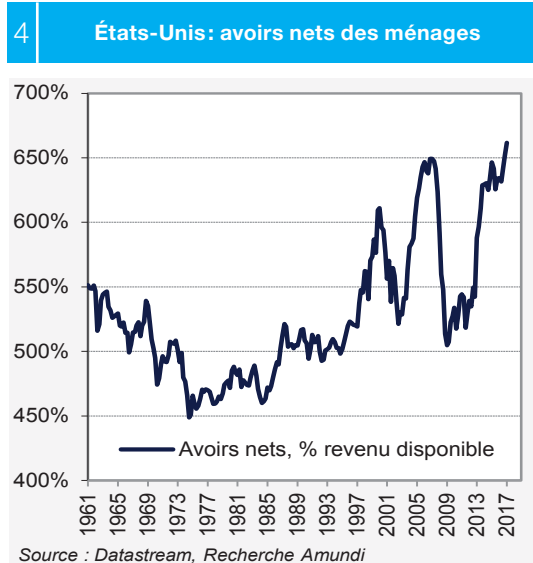
En dépit d'un cycle arrivé à maturité du côté de l'investissement des entreprises, la consommation des ménages semble encore avoir quelques beaux jours. Elle continuera de soutenir la croissance au second semestre 2017 et en 2018.

**D'un point de vue fondamental, il n'y a donc pas de raison de voir l'économie américaine tomber en récession.** Ce qui explique pourquoi la probabilité de récession (telle que mesurée par l'indice d'anxiété de la Fed de Philadelphie) reste très faible. **La principale faiblesse de l'économie américaine se situe du côté financier : une remontée brutale des taux** d'intérêt ou une correction boursière marquée peuvent précipiter une « fin de cycle ». Car tant du côté des entreprises que des ménages, une chute des actifs provoquerait certainement un choc de confiance. Du côté des entreprises, on observe que la dette n'a pas augmenté lorsqu'elle est rapportée à leurs actifs. Et du côté des ménages, la faiblesse du taux d'épargne des ménages s'explique en partie par la valorisation de leur patrimoine (en incluant l'immobilier). Un recul marqué du prix des actifs durcirait les contraintes d'endettement et pourrait donc précipiter une récession.

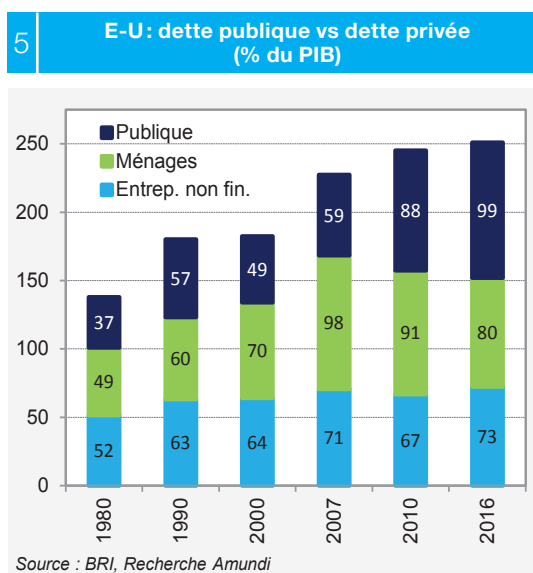
Le consensus des économistes est encore trop optimiste pour 2017 et 2018 (anticipant respectivement 2,2 % de croissance en 2017 et 2,4 % en 2018). Nous prévoyons quant à nous un rythme de 2 % en 2017 et 2018, en tablant sur une modeste expansion fiscale début 2018. À l'horizon 2019, la principale menace qui pèse sur les États-Unis n'est pas la récession mais une « trappe à croissance faible » (disons en deçà de 1,5 %) en raison de facteurs structurels (investissements insuffisants, chute de la productivité). Ce n'est pas la macroéconomie américaine qui va déclencher la prochaine récession mais la fragilité d'un édifice reposant sur la dette qui risque de vaciller en cas de turbulences financières.

Il est en effet frappant d'observer que la dette totale (publique et privée) des États-Unis a continué d'augmenter depuis 2007. Elle s'élève désormais au même niveau qu'en zone euro ou qu'en Chine (250 % du PIB). Des niveaux qui ne seraient pas soutenables si la croissance venait à ralentir durablement...

<sup>1</sup> Il y a plusieurs explications possibles au manque de réaction des salaires : soit la courbe de Phillips s'est aplatie aux États-Unis pour des raisons structurelles (productivité, mondialisation), soit l'évolution du taux de chômage ne reflète pas (ou mal) le déséquilibre sur le marché du travail.



“ La richesse nette des ménages est au plus haut ”





## 2 Les raisons pour lesquelles la BCE va sortir des politiques monétaires ultra-accommodantes

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

**L'inflexion de politique de la BCE sera l'un des principaux thèmes de marché du S2 2017.** Lors du conseil des gouverneurs de juin, la BCE a déjà effectué deux changements majeurs dans sa communication :

1. La référence à d'éventuelles nouvelles baisses de taux directeurs a disparu
2. Pour la première fois depuis septembre 2011, les gouverneurs de la BCE jugent les risques pesant sur les perspectives de croissance comme étant globalement équilibrés

**Rappelons que la BCE a entrepris dès 2011 des actions inédites de politique monétaire non-conventionnelles** pour conjurer le risque de spirale déflationniste, en lançant dès 2011 des opérations de prêts de long terme aux banques (LTRO) et un programme massif d'achats d'actifs (QE) en 2015. Ces mesures ont permis d'améliorer très nettement les conditions de financement pour les banques, les entreprises et les États.

**Malgré tout, l'inflation sous-jacente reste faible**, notamment à cause des excès d'offre sur le marché du travail. En effet, les mesures monétaires exceptionnelles ne permettent pas à elles seules de faire repartir durablement l'investissement, condition nécessaire pour assurer une reprise soutenable de la croissance. Comme l'a martelé à de nombreuses reprises Mario Draghi, les gouvernements ont aussi leur rôle à jouer pour stimuler l'activité et l'emploi.

**Mais cela n'empêchera pas la BCE de réduire ses mesures ultra-accommodantes.** Ces dernières ne sont pas sans risque pour l'avenir. Le maintien de taux d'intérêt très bas favorise une croissance excessive de l'endettement, pénalise la rentabilité des systèmes bancaires et encourage la formation de bulles sur le prix des actifs. Enfin, il convient également de noter que les contraintes techniques liées à l'implémentation du QE seront plus pressantes en 2018.

**Nous tablons sur une évolution de la communication de la BCE dans les mois à venir** même si la banque centrale insiste sur « *la nécessité de maintenir une orientation très accommodante de la politique monétaire afin de ramener durablement les taux d'inflation* » vers la cible.

### Les mesures ultra-accommodantes ont été très efficaces pour assouplir les conditions de financement

1. **Le secteur financier s'est considérablement assaini depuis la crise de 2008**

Les mesures inédites mises en œuvre par la BCE ont fortement contribué à l'amélioration de la liquidité des banques. Les LTROs (« *Long term refinancing operations* ») ont permis aux banques de surmonter les périodes de crise fin 2011 et début 2012. La BCE a également élargi considérablement le spectre de garanties exigées en échange de ses prêts afin de garantir l'accès à ses financements aux banques en difficulté.

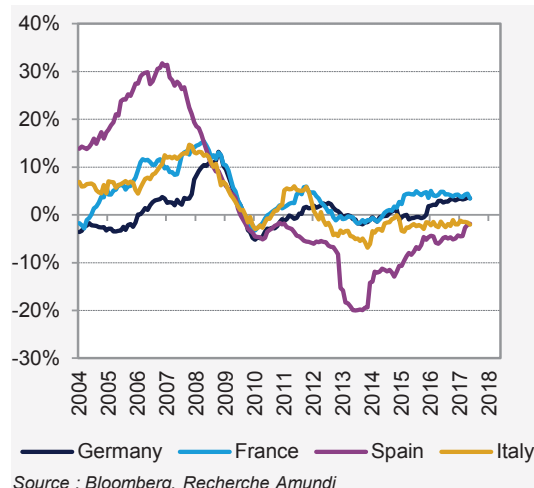
De plus, les actions de la BCE ont été accompagnées par un durcissement du cadre réglementaire des institutions financières. La réforme de Bâle III a obligé les banques à améliorer considérablement leur bilan en renforçant leurs niveaux de liquidités et de fonds propres. Les ratios moyens CET1 des plus grandes institutions financières de la zone euro atteignaient 13 % à la fin de 2015 contre seulement 7 % en 2008 (source : BCE). En outre, les plus grandes banques à caractère systémique doivent respecter des ratios encore plus contraignants.

### L'essentiel

Le changement de politique de la BCE sera l'un des principaux thèmes de marché du S2 2017. La BCE a déjà modifié sa communication lors du conseil des gouverneurs de juin (retrait de la référence aux baisses de taux, risques équilibrés sur les perspectives de croissance). Rappelons que la BCE a entrepris dès 2011 des actions inédites de politique monétaire non-conventionnelles pour conjurer le risque de spirale déflationniste (LTRO, QE). Ces mesures ont permis d'écartier l'enclenchement d'un cercle vicieux déflationniste en améliorant très nettement les conditions de financement pour les banques, les entreprises et les États.

L'inflation sous-jacente reste faible en zone euro mais cela n'empêchera pas la BCE de réduire ses mesures ultra-accommodantes, pour plusieurs raisons : amélioration des perspectives économiques, contraintes techniques liées à l'implémentation du QE qui se feront plus pressantes en 2018, rentabilité du système bancaire sous pression, risques en ce qui concerne la stabilité financière et l'endettement excessif. La communication de la BCE sera donc progressivement moins accommodante dans les mois à venir.

### 1 Crédits aux sociétés non-financières (Taux de croissance annuel)



Juillet/Août 2017

Au final, la situation est radicalement différente de celle de 2008 : la solvabilité, la liquidité et la structure de financement des banques se sont significativement renforcées pour respecter les nouvelles contraintes réglementaires.

**2. Les coûts de financement restent proches des plus bas historiques**

Les mesures de politique monétaire ont été extrêmement efficaces pour améliorer les conditions de financement bancaire pour les entreprises et les ménages. Les taux bancaires ont convergé pour tous pays de la zone euro vers des plus bas historiques. Dans le même temps, l'enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro (« Bank Lending Survey ») au premier trimestre 2017 montre que les conditions de prêt des banques se sont encore assouplies pour l'ensemble des catégories de prêts et que la demande nette de prêts a progressé.

La BCE a également été un support important pour les marchés obligataires Corporate. D'abord, l'environnement de taux bas a incité les investisseurs à se positionner sur la dette d'entreprise pour bénéficier d'un supplément de rendement. Enfin, la BCE achète, depuis juin 2016, de la dette d'entreprises Investment Grade domiciliées dans la zone euro via le CSPP (Corporate Sector Purchase Program). Les achats réalisés dans le cadre de ce programme ont atteint 96,6 Mds d'euros fin juin, ce qui représente 15 % de la dette éligible. Cette forte demande des investisseurs et de la BCE pour la classe d'actifs a fait reculer les rendements sur des plus bas historiques. Le rendement offert par les obligations Investment Grade n'est plus que de 0,8 %, alors qu'il dépassait les 4 % fin juin 2011.

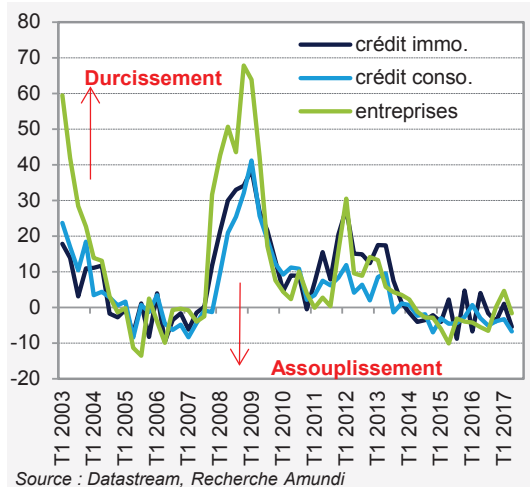
L'abaissement des taux souverains a contribué à la re-solvabilisation des États de la zone euro. Le PSPP a permis aux taux d'intérêt de baisser et aux spreads de se réduire (limitant la contagion à ce segment de marché pendant les périodes d'aversion pour le risque). Globalement, cela a permis aux États de la zone euro de se financer à des conditions bien plus avantageuses et pour certains de disposer de marges de manœuvre budgétaires inattendues. Au niveau de la zone euro, le taux d'intérêt moyen payé sur la dette est aujourd'hui inférieur à la croissance nominale, ce qui contribue à faire baisser le ratio dette-sur-PIB. Le ratio dette-sur-PIB de la zone euro est passé de 93 % mi-2014 à 89 % fin 2016. Même pour un pays très souvent ciblé par la presse comme l'Italie, le taux 10 ans se trouve légèrement en deçà de 2 % alors qu'il a été en moyenne de 4,60 % entre 1999 et 2012 (4,50 % entre 1999 et 2010).

**3. Malgré tout, l'inflation sous-jacente reste faible**

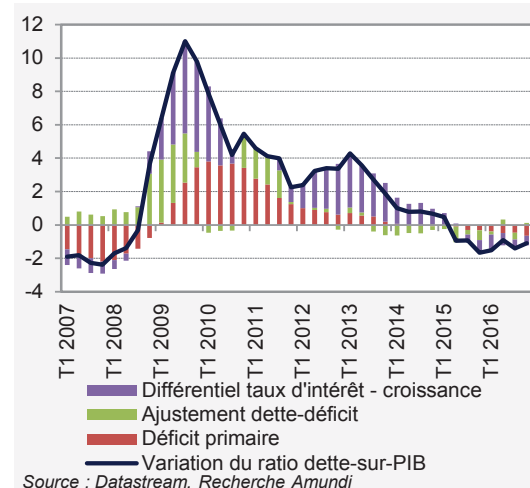
L'inflation sous-jacente reste faible, à + 1,1 % en juin en glissement, 50 pbs seulement au-dessus de son plus bas historique (0,6 % en avril 2015). Dans son discours du 27 juin (« Accompanying the economic recovery »), Mario Draghi a détaillé les raisons pour lesquelles la reprise de l'inflation tarde malgré de meilleurs chiffres économiques :

- L'inflation subit encore aujourd'hui les effets négatifs de la très forte chute des prix du pétrole entre la mi-2014 et le début 2016 (de 115 \$ le baril à un peu moins de 30 \$). Cette chute des prix a continué de se diffuser dans les indices de prix jusqu'à encore récemment. Pour Mario Draghi, cet impact est temporaire et ne devrait pas affecter la tendance de l'inflation à plus long terme.
- Il existe une forte incertitude sur le degré de surcapacités dans l'économie. En particulier, les excès d'offre sur le marché du travail sont loin de se résumer uniquement au chômage (voir encadré « Les excès d'offre sur le marché du travail sont encore substantiels »). Mario Draghi cite également les réformes structurelles du marché du travail dans certains pays, qui ont affaibli le pouvoir de négociation des employés. Pour Mario Draghi, ces mutations du marché du travail « vont retarder la transmission de la politique monétaire mais ne vont pas l'empêcher ».
- La période prolongée d'inflation faible (l'inflation totale a été en moyenne de 0,2 % sur les années 2014-2015/2016) a vraisemblablement affecté

**2 Zone euro : variation nette des conditions de crédit au cours du dernier trimestre**



**3 Zone euro : décomposition de l'évolution du ratio dette-sur-PIB sur 4 trimestres**



“ Mario Draghi a indiqué qu'« avec la poursuite de la reprise économique, la conservation d'une politique monétaire constante reviendrait à un assouplissement et que la banque centrale pourra accompagner la reprise en ajustant les paramètres de ses instruments » ”

Juillet/Août 2017

**les mécanismes de formation de prix et de salaires** (largement fondés sur les évolutions passées des prix). En d'autres termes, des phénomènes d'inertie sont à l'œuvre. Pour Mario Draghi, « avec la diminution des surcapacités, des pressions haussières sur les prix vont se matérialiser et seront progressivement intégrées dans les processus d'indexation des prix et des salaires. »

Loin d'être d'un optimisme béat, Mario Draghi a rappelé lors de ce discours que la dynamique d'inflation plus favorable n'était pas encore durable et auto-entretenu et que la politique de la BCE devait être « persistante ». Mais il a tout de même indiqué qu'« avec la poursuite de la reprise économique, la conservation d'une politique monétaire constante reviendrait à un assouplissement et que la banque centrale pourra accompagner la reprise en ajustant les paramètres de ses instruments. »

**Par ailleurs, plusieurs signaux sont encourageants en ce qui concerne l'inflation sous-jacente.** Il est important de souligner que des indicateurs alternatifs tels que l'inflation écrêtée 30 % (inflation liée à un panier de consommation dont on retire les 15 % du panier avec les évolutions de prix les plus faibles et les 15 % du panier avec les évolutions de prix les plus fortes) ou l'inflation de type Edgeworth (surpondération des composantes les moins volatiles) envoient des signaux encourageants, en étant clairement orientés à la hausse depuis plusieurs mois.

**> Les excès d'offre sur le marché du travail sont encore substantiels**

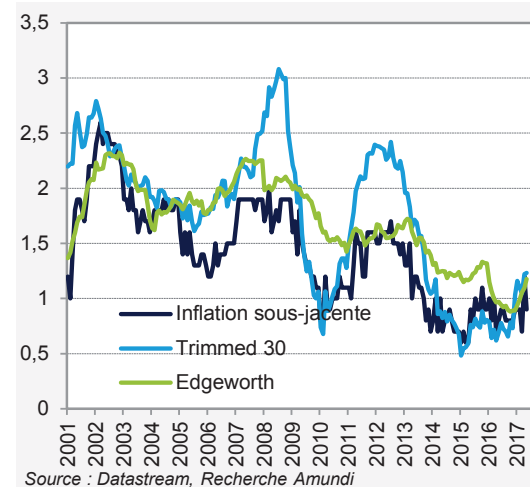
Il est vrai que le taux de chômage baisse très rapidement en zone euro (9,3 % de la population active en avril). C'est d'ailleurs la zone développée où le taux de chômage a le plus baissé sur les 12 derniers mois (le point de départ était certes plus haut qu'ailleurs) mais le chômage n'est qu'une composante de ce que l'on appelle les excès d'offre sur le marché du travail (« labour market slack ») : ces dernières années, la Banque d'Angleterre et la Fed ont mis l'accent sur le travail à temps travail involontaire et sur les travailleurs découragés dans leur recherche d'un emploi. Ces statistiques n'existent qu'à une fréquence trimestrielle en Europe mais sont tout de même disponibles :

- **Le travail à temps partiel involontaire** (travailleurs à temps partiel qui souhaiteraient travailler davantage si cela était possible) a très fortement augmenté ces dernières années en Espagne (de 3,3 % de la population active au T1 2008 à 6,3 % aujourd'hui) et se situe à un niveau élevé en France (5,4 % de la population active).
- **Les personnes découragées** (personnes disponibles pour travailler mais n'étant pas en recherche d'emploi) ont été de plus en plus nombreuses en Italie ces dernières années (12,2 % de la population active) alors qu'elles ne sont que 1,2 % de la population active en Allemagne, 2,4 % en France et 3,9 % en Espagne.
- **Les personnes à la recherche d'un emploi mais pas directement disponibles** sont relativement peu nombreuses, aux alentours de 1 % de la population active dans les quatre grands pays de la zone euro.

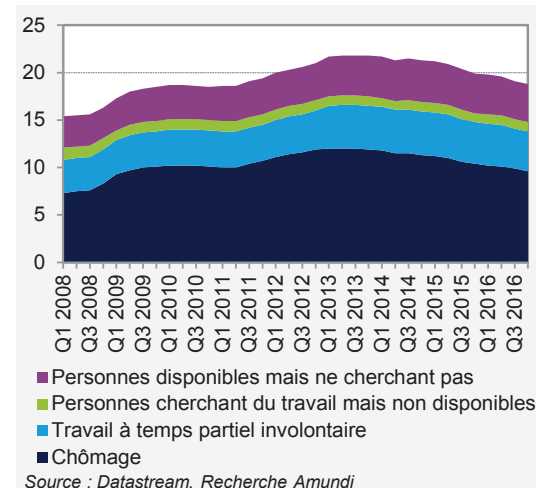
Ce n'est qu'à partir du S2 2015 que ces différentes métriques se sont mises à s'améliorer mais l'évolution est beaucoup plus lente que pour le taux de chômage. La somme du taux de chômage, du temps partiel involontaire, des personnes découragées et des personnes à la recherche d'un emploi mais pas directement disponibles (équivalent de la métrique U6 calculée par le BLS aux États-Unis) culmine donc à environ 18,8 % de la population active au T4 2016 (dernier point disponible), alors qu'elle était de 8,4 % aux États-Unis en mai 2017. Il est donc très clair qu'il subsiste de très importants excès d'offre sur le marché du travail en zone euro.

Comme l'a expliqué Benoit Coeuré récemment (« Scars or scratches? Hysteresis in the euro area », 19 mai 2017), la faiblesse de la dynamique des salaires et de l'inflation sous-jacente peut notamment s'expliquer par ces changements structurels sur le marché du travail : « une augmentation de la part du travail temporaire ou de l'emploi à temps partiel dans l'emploi total peut conduire à une pression plus faible sur les salaires. » Selon les travaux des économistes de la BCE, l'utilisation de cette variable d'excès d'offre sur le marché du travail permet d'obtenir des estimations beaucoup plus robustes des courbes de Phillips et d'expliquer la faiblesse de la dynamique des salaires et de l'inflation sous-jacente. Comme l'explique Benoit Coeuré, pour une banque centrale, se fier uniquement au taux de chômage aujourd'hui fait courir le risque de durcir la politique monétaire de manière prématurée.

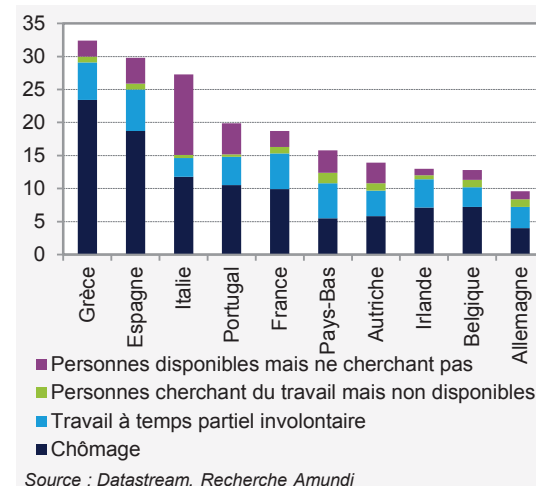
**4 Zone euro : inflation sous-jacente officielle vs mesures alternatives**



**5 Zone euro : sous-utilisation de la main d'œuvre (en % de la population active)**



**6 Sous-utilisation de la main d'œuvre en % de la population active (T4 2016)**



Juillet/Août 2017

En conclusion, malgré la faiblesse de l'inflation sous-jacente réalisée, la BCE fait preuve d'optimisme mesuré sur les perspectives d'inflation et affirme sa volonté de réduire graduellement les mesures d'assouplissement ultra-accommodantes. Elle a, par ailleurs, conscience que les contraintes techniques qui pèsent sur ces mesures seront de plus en plus importantes.

**Les marges de manœuvre pour la BCE sont de plus en plus réduites**

**Les contraintes techniques liées au PSPP**

Dans le cadre du programme de QE initié en mars 2015, l'Eurosystème (ensemble de la BCE et des banques centrales nationales) a déjà acheté pour près de 1 900 Mds € d'actifs (chiffres de mai) dont plus de 1 560 Mds € dans le cadre du PSPP. Pour chacun des sous-programmes de son QE, la BCE a fixé des limites de détention, qui seront atteintes assez prochainement. Les programmes d'achats devront donc s'arrêter tôt ou tard.

**> Le QE de la BCE rencontrera tôt ou tard des contraintes techniques pour le PSPP**

En ce qui concerne le PSPP, sous-programme le plus important du QE de la BCE, les limites de détention émetteur sont :

- L'Eurosystème ne doit pas détenir plus de 33 % des obligations d'un État (ces obligations ayant été achetées dans le cadre du PSPP ou non).
- L'Eurosystème ne doit pas détenir plus de 50 % des obligations des institutions supranationales éligibles

**La continuation du PSPP est indissociable de la règle de capital.** Jusqu'à maintenant, le PSPP a été réalisé en respectant la règle de la clé de capital : les achats d'obligations souveraines par l'Eurosystème doivent être faits au prorata du poids de chacun des pays au capital de la BCE (26,3 % d'Allemagne, 20,7 % de France, 18 % d'Italie, 12,9 % d'Espagne, etc). Beaucoup d'encre a coulé au sujet d'un possible abandon de la règle de la clé de capital mais il semble que cette règle soit une condition de la prolongation du PSPP. Le 31 décembre dernier, Benoit Coeuré, membre du Directoire de la BCE, avait indiqué que le conseil des gouverneurs était « très réticent » à l'idée de modifier ces règles, principalement à cause de deux raisons : 1) les règles de limite de détention « font office de garde-fou vis-à-vis du financement monétaire des gouvernements », 2) elles permettent « une formation appropriée des prix sur le marché. » La Bundesbank est, elle, très opposée à l'idée d'un abandon de la règle de capital car elle estime que cela poserait la question de l'aléa moral et du financement inapproprié des États à déficit élevé.

Jusqu'à maintenant, l'Eurosystème ne s'est que marginalement écarté de la règle de capital, même si ces déviations ont eu tendance à croître au fil des mois, avec des achats inférieurs au poids théoriques pour le Portugal, l'Irlande, la Finlande et l'Allemagne et des achats supérieurs au poids théorique pour la France, l'Italie, la Belgique et l'Autriche.

**Quels sont les pays pour lesquels l'implémentation du PSPP pose problème ?** Pour répondre à cette question, nous avons comparé pour chaque pays les détentions « PSPP + SMP » et le stock maximal d'obligations souveraines achetables aujourd'hui (volume d'obligations de l'administration centrale, des régions et des agences nationales éligibles de maturité comprise entre 1 et 31 ans divisé par 3 pour respecter la limite de détention émetteur). **Il existe deux groupes de pays :**

- **Les pays pour lesquels l'implémentation du PSPP ne pose aucun problème.** Pour l'Italie, la France, l'Autriche et la Belgique, les détentions PSPP + SMP représentent moins de 60 % du stock maximal d'obligations souveraines achetables aujourd'hui.
- **Les pays pour lesquels l'implémentation du PSPP peut devenir problématique à moyen terme.** Pour la Finlande, l'Espagne, le Portugal, l'Irlande, les Pays-Bas et l'Allemagne, les détentions PSPP + SMP représentent entre 75 % et 80 % du stock maximal d'obligations souveraines achetables aujourd'hui.

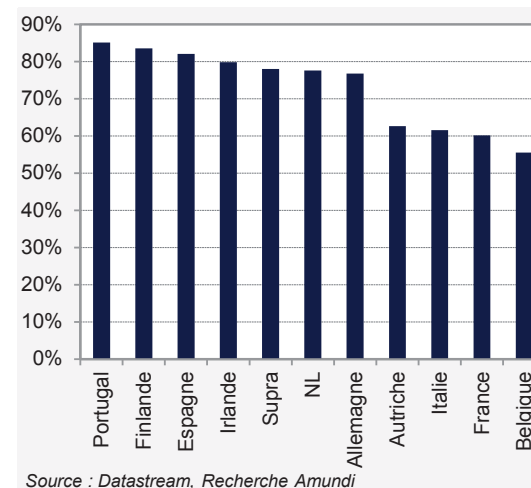
Contrairement à ce que l'on peut lire dans la presse, les obligations de l'Allemagne, du Portugal et de l'Irlande ne sont donc pas les seules pour



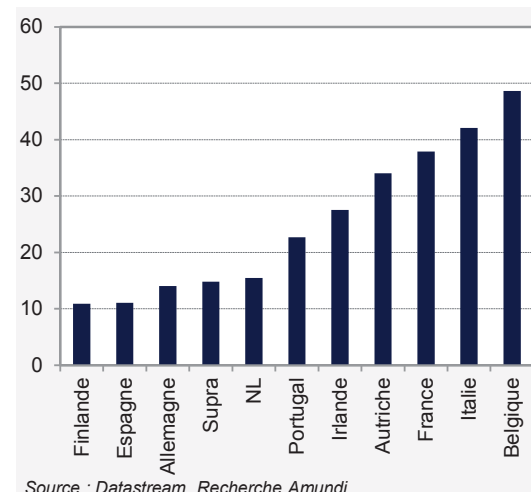
La BCE a conscience que les contraintes techniques qui pèsent sur ces mesures seront de plus en plus importantes



**7 Détentions SMP + PSPP en % du montant maximal d'obligations achetables (mai 2017)**



**8 Mois de QE possibles après mai 2017, si le rythme de QE passe à 30Mds par mois en 2018**



Juillet/Août 2017

lesquels la limite de détention émetteur approche rapidement, puisque c'est aussi le cas de l'Espagne, de la Finlande et des Pays-Bas.

**Combien de temps le PSPP peut-il durer en respectant la règle de la clé de capital ?** La difficulté pour répondre à cette question est de savoir quelle hypothèse faire en ce qui concerne le rythme d'achat mensuel et le poids de chacun des pays. Le nombre de mois de PSPP possibles apparaît dans le graphique 7 (en considérant le poids des pays lors des achats de juin 2017 et en considérant un passage du QE de 60 à 30 Mds € mensuels à partir de janvier 2018).

Dans cette configuration, les deux pays qui connaîtraient le plus rapidement des problèmes d'implémentation de PSPP seraient l'Espagne et la Finlande. Évidemment, d'autres facteurs sont à prendre en compte, comme les échéances d'obligations SMP, les détentions autres que PSPP ou SMP et surtout le volume d'émissions brutes futures mais **nous pouvons tout de même conclure qu'il restera peu de marge de manœuvre à la BCE pour une extension de QE plus substantielle que 6 mois à un rythme mensuel de 30 Mds sans renoncer à la clé de capital.**

**Par ailleurs, la fin du QE de la BCE ne signifiera pas désengagement du marché obligataire.** En effet, la BCE a annoncé qu'elle réinvestira les titres arrivant à échéance longtemps après la fin du QE : alors que la Fed a réalisé ses derniers achats liés au QE3 au T4 2014, elle ne commencera vraisemblablement le non-réinvestissement des titres qu'au T4 2017, soit trois ans plus tard.

**Si le maintien d'une orientation très accommodante est possible sur le S1 2018, les contraintes techniques liées à la réalisation du QE compliqueront la poursuite du QE par la suite. De plus, les politiques monétaires ultra-accommodantes ont un coût. Elles peuvent notamment pénaliser la rentabilité du système bancaire, encourager la formation de bulles sur le prix des actifs ou encore favoriser un endettement excessif des ménages ou des entreprises.**

**Les taux bas pèsent sur la rentabilité du système bancaire**

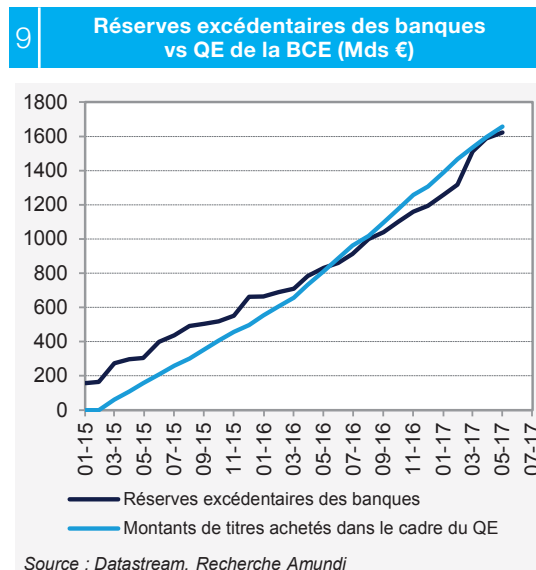
L'environnement de taux bas pèse sur la rentabilité de l'activité de prêts et de dépôts.

- La marge nette d'intérêt (différence entre les revenus et les charges d'intérêt) est pénalisée par le niveau historiquement bas des taux.
- **La détention de dépôts coûte de l'argent aux banques** car les liquidités déposées à la BCE sont grevées par la négativité du taux de dépôt (-0,40 %). Ces dépôts provenant essentiellement des banques des pays du cœur (Allemagne, France et Pays-Bas notamment) auprès de la BCE ont franchi le seuil des 1 600 Mds € ! Ce niveau record s'explique en grande partie par la politique d'achat d'actifs de la BCE. Les liquidités injectées via les achats de titres restent en partie sur les comptes bancaires des acteurs économiques et sont finalement déposées par les banques auprès de la BCE. Le mécontentement des institutions allemandes est compréhensible. Elles disposent de réserves excédentaires très importantes. Les taux d'intérêt négatifs ont coûté un milliard d'euros aux banques allemandes en 2016.
- **Les banques italiennes, espagnoles ou portugaises prêtent aux ménages à des taux variables indexés sur l'Euribor.** Or, la baisse continue des taux monétaires réduit mécaniquement le montant des mensualités versées.

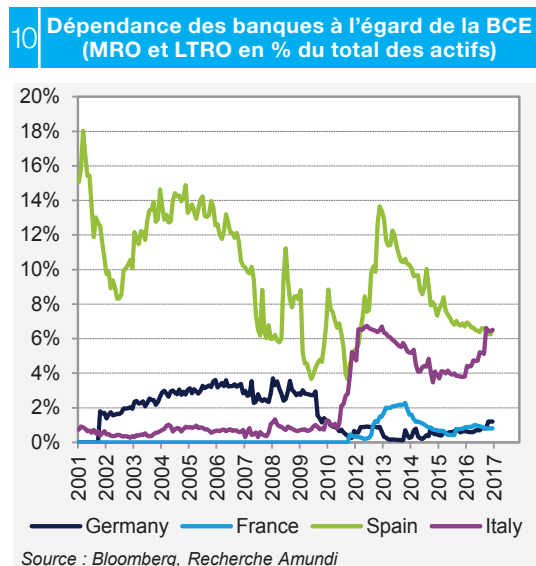
Une politique prolongée de taux bas pourrait affaiblir la capacité des banques à dégager suffisamment de profit pour financer l'économie dans un environnement de contraintes réglementaires toujours plus fortes.

Dans le même temps, les systèmes bancaires des pays périphériques demeurent fragiles pénalisés par des montants importants de prêts non-performants. Ces banques demeurent :

- très dépendantes du financement BCE.
- très exposées à une hausse des taux longs pourrait induire une chute des



“ la BCE a annoncé qu'elle réinvestira les titres arrivant à échéance longtemps après la fin du QE ”



Juillet/Août 2017

prix des obligations et des pertes dans le bilan des banques. N'oublions pas qu'une part importante de la dette publique domestique est détenue par les banques — jusqu'à 22 % pour l'Italie.

**La stabilité financière mise à mal par les taux bas**

**Les politiques monétaires accommodantes ont soutenu la performance des actions, du high yield et des actifs émergents.** Le niveau de liquidité élevé, l'environnement de taux bas ont incité les investisseurs à se positionner sur des actifs plus risqués et sur des maturités plus longues pour obtenir un supplément de rendement. Les performances enregistrées depuis le début de l'année se caractérisent par :

- Une performance solide des actifs risqués : MSCI EM (+20 %), Euro Stoxx 50 (+11 %), S&P 500 (+9 %), US HY (+5 %), Euro HY (+4 %)
- Une sous-performance des actifs sans risques : obligation d'État Bund (-1 %)
- Une chute de la volatilité sur des plus bas historiques

La surperformance des actifs risqués s'explique également par la plus grande confiance des investisseurs dans la croissance mondiale et par les bonnes perspectives de résultats des entreprises américaines et européennes. Les chiffres publiés au premier trimestre ont été une bonne surprise pour les marchés.

Au final, les niveaux de valorisations se situent maintenant à des niveaux des niveaux élevés.

- Sur les marchés actions, les ratios prix/bénéfices se situent au-dessus des moyennes historiques. Le S&P 500 évolue à plus de 17 fois les bénéfices anticipés pour 2017.
- Des tendances similaires s'observent sur les marchés du crédit euro et dollar où les *spreads* sont proches des plus bas des cinq dernières années.

La sensibilité des marchés à un retournement s'est accrue. Les membres de la Fed ont souligné à de multiples reprises les risques que pouvaient entraîner des taux bas sur la stabilité financière des États-Unis.

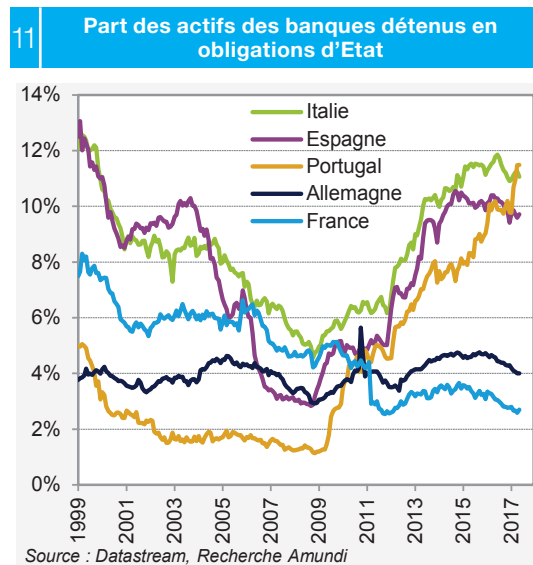
**Le risque d'une croissance excessive de l'endettement**

Les politiques monétaires accommodantes ont un impact positif sur la santé financière des entreprises. Les taux bas ont amélioré leur taux de solvabilité en réduisant leurs frais financiers. Et la forte demande des investisseurs pour les obligations d'entreprise a permis d'allonger la maturité moyenne de leur endettement. Toutefois, les taux bas peuvent aussi inciter les entreprises à s'endetter lourdement.

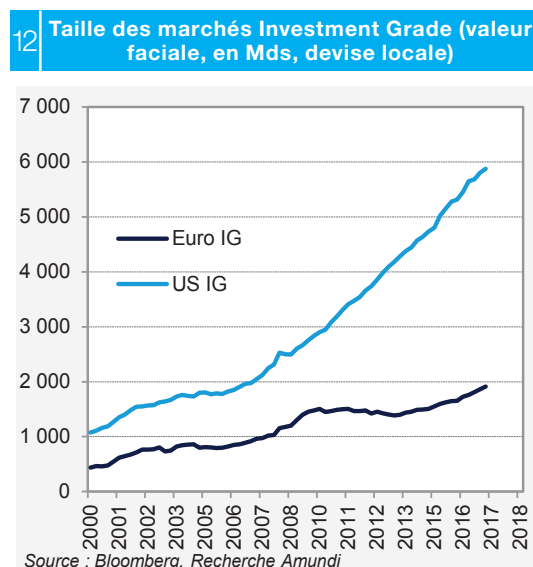
Aux États-Unis, les entreprises ont profité des conditions de financement très favorables pour lever des montants colossaux sur les marchés obligataires afin de financer des opérations de fusions acquisitions et de rachats d'actions. Ces entreprises souffrent aujourd'hui d'un endettement excessif et de nombreuses entreprises éprouvent des difficultés à couvrir leurs frais financiers avec leurs profits alors que l'environnement taux demeure toujours extrêmement favorable.

**Ce risque ne s'est pas concrétisé dans la zone euro.** L'endettement des entreprises européennes n'a augmenté que de façon très mesurée au cours des derniers trimestres. La croissance du crédit bancaire est orientée positivement mais demeure contenue et surtout limitée au pays du cœur de la zone euro. Nous sommes bien loin des taux de croissance enregistrés lors des années qui ont précédé la crise de Lehman. Le constat est similaire sur le marché obligataire corporate. Notons tout de même un supplément d'activité de la part des entreprises européennes depuis le lancement du CSPP.

**Nous anticipons une communication de la BCE plus explicite sur l'évolution de sa politique accommodante au deuxième semestre 2017. Ce changement se justifie par une amélioration de l'environnement économique et des contraintes techniques de plus en plus pressantes. La BCE devra communiquer avec transparence pour éviter un ajustement trop prononcé des marchés.**



“ Les membres de la Fed ont souligné à de multiples reprises les risques que pouvaient entraîner des taux bas sur la stabilité financière des États-Unis ”



### 3 Zone euro : l'accélération de l'inflation freinée par des facteurs cycliques et... structurels ?

TRISTAN PERRIER, *Stratégie et Recherche Économique*

#### L'amélioration économique du 1<sup>er</sup> semestre 2017 n'a eu, pour l'heure, qu'un effet modéré sur l'inflation sous-jacente

Les chiffres économiques portant sur la croissance, le climat des affaires et l'emploi, ont été, dans l'ensemble, meilleurs qu'attendu au cours du 1<sup>er</sup> semestre, entraînant des révisions en hausse des prévisions pour les trimestres à venir. Ainsi, entre décembre 2016 et juin 2017, la BCE a remonté sa prévision de croissance du PIB en 2018 de 1,6 % à 1,8 %, et baissé celle de taux de chômage pour la même année de 9,1 % à 8,8 %.

Cependant, cette amélioration de l'environnement économique ne semble avoir eu qu'un effet haussier modéré sur l'inflation sous-jacente : volatile en base mensuelle, elle a été, au cours du 2<sup>nd</sup> trimestre, de 1,1 % sur un an en moyenne. Bien que significativement supérieur au rythme de 0,8 % observé au cours des 2 trimestres précédents, ce chiffre reste faible à ce stade de la reprise (et ce d'autant plus que des phénomènes temporaires ont plutôt joué à la hausse). Pour la suite, la BCE s'attend à ce que l'inflation sous-jacente atteigne (en moyenne annuelle) 1,4 % en 2018 et 1,7 % en 2019. Notons que ces prévisions n'ont pas été changées depuis six mois, et que le même niveau d'inflation est donc désormais associé à une croissance plus forte et à un chômage plus bas.

**Principaux déterminants de l'inflation** (du moins de celle des services, qui constituent l'essentiel de la consommation) **les salaires montrent, pour leur part, quelques signes d'accélération, mais ce processus reste modéré et très partiel.** Il concerne, pour l'heure, seulement les salaires horaires (+1,9 % au T1 2017, contre +1,2 % il y a un an). Le nombre d'emplois progressant plus vite que le nombre d'heures travaillées la hausse des salaires par personne s'établissait, pour sa part, aux alentours de 1,3 % par an au T1 2017, sans vraie sortie par le haut de la zone basse dans laquelle elle s'est établie depuis 2014 (malgré quelques effets de volatilité temporaire). Cf. graphique 3. **Enfin, les salaires corrigés de la productivité (Coûts Salariaux Unitaires, indicateur très souvent utilisé pour prévoir tant l'inflation des prochains trimestres que l'évolution de la compétitivité-coût des pays) restent, pour leur part, bloqués en dessous de 1 % par an, sans tendance haussière** (ceux de l'Allemagne étant également stables, mais aux alentours de 1,5 %, participant à une amélioration de la compétitivité relative des autres pays de la zone euro<sup>1</sup>). Cf. graphique 4.

#### L'atonie des salaires et de l'inflation a une forte composante cyclique

D'un point de vue cyclique, cette réaction limitée des salaires et de l'inflation sous-jacente à l'amélioration de l'environnement économique n'est pas étonnante. En effet, malgré ses progrès, la reprise en zone euro n'a pas encore éliminé toutes les surcapacités issues de la crise. Il s'agit en particulier de l'excès d'offre sur le marché du travail, qui limite le pouvoir de négociation des salariés. D'après les principaux indicateurs de position cyclique, la résorption de l'essentiel de ces surcapacités (autrement dit le retour au PIB potentiel) attendra plutôt 2018, voire 2019.

- Ainsi, les estimations d'**output gap** restent négatives en 2017 pour la zone euro comme pour presque tous ses États membres (signifiant la présence d'excès de capacité), si l'on se fie aux chiffres de la Commission Européenne. L'**output gap** devrait passer en territoire positif en 2018 en

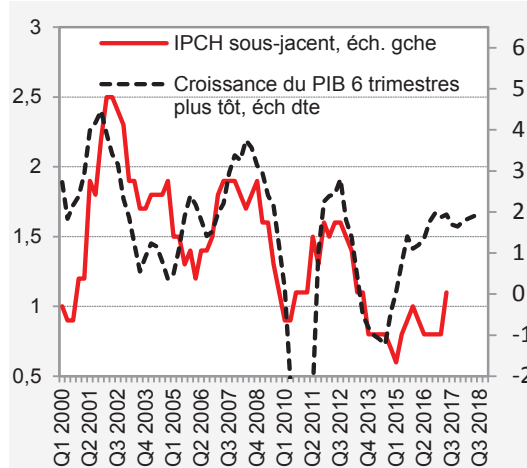
<sup>1</sup> Longtemps très contenue, la hausse des salaires en Allemagne pourrait toutefois accélérer à l'expiration d'importants accords salariaux en décembre 2017 et février 2018. À l'échelle de la zone euro, cet effet pourrait cependant être en partie compensé par les réformes du marché du travail prévues en France, qui devraient être un facteur de modération salariale

#### L'essentiel

Depuis le début de l'année, l'amélioration économique en zone euro ne s'est communiquée que de façon modérée à l'inflation sous-jacente, qui, malgré un début de pression haussière, n'a toujours pas franchi de façon nette la barre des 1 % par an. Cette faiblesse s'explique en partie par des facteurs cycliques, la reprise européenne, même renforcée, n'ayant pas encore éliminé les excédents de capacité qui freinent les hausses de salaires.

Les indicateurs cycliques plaident pour la disparition d'une grande partie de ces excédents d'ici fin 2018 et donc pour une accélération plus marquée de l'inflation à cet horizon. Cependant, au vu de la fragilité de ces indicateurs et de l'expérience des États-Unis, il est probable que cette accélération restera modérée.. En effet, d'une part, la résorption des surcapacités risque de prendre plus de temps que prévu. D'autre part, en zone euro comme ailleurs dans le monde développé, l'inflation est probablement contenue également par des facteurs structurels, mutations du marché du travail et évolutions réglementaires et technologiques. Aussi, si la direction générale de l'inflation doit bien être à la hausse, la prévision de la BCE de 1,7 % en moyenne annuelle en 2019 paraît un peu élevée.

1 Inflation sous-jacente et PIB réel variation annuelle en %



Juillet/Août 2017

Allemagne et en Italie, mais sans atteindre pour autant un niveau suffisant pour générer une forte hausse de l'inflation. Notons toutefois que la situation est plus ambiguë en Espagne et au Portugal, pays encore récemment exposés au risque de déflation et où la combinaison des reprises et des destructions de capacité liées à la crise pourrait, paradoxalement, créer un *output gap* très positif et générer des tensions inflationnistes dès l'année prochaine. Cf. graphiques 5 et 6.

- **De même, les estimations de NAIRU et de NAWRU** (taux de chômage en dessous desquels inflation et salaires sont censés accélérer), respectivement de 8,6 % (d'après l'OCDE) et de 8,8 % (d'après la Commission européenne) pour 2018, **restent plus basses que le taux de chômage actuel** (9,3 % en juin) cf. graphique 7. Au rythme actuel de baisse, ce dernier passera en dessous de ces seuils l'année prochaine, mais sans tomber rapidement beaucoup plus bas, donc sans créer les conditions d'une forte accélération des salaires.

- **Les indicateurs utilisés pour identifier les excès de capacité du marché du travail non reflétés par le taux général du chômage indiquent également une réparation très inachevée.** Rappelons, par exemple, que la BCE vient de souligner dans son bulletin économique d'avril<sup>2</sup> que chômage et sous-emploi affectent en réalité 18 % de la population active « étendue » (ceci si l'on intègre, notamment les travailleurs à temps partiel contraint et les personnes souhaitant travailler mais exclues pour des raisons statistiques de la population active). Si des progrès devaient continuer d'être observés dans ce domaine, le niveau cumulé du chômage et du sous-emploi restera probablement élevé en 2018 et au-delà (au-dessus des 15 % environ observés à la fin du cycle précédent, en 2007-2008).

Ajoutons enfin que les estimations d'*output gap*, de NAIRU et de NAWRU sont fragiles, et que l'expérience des États-Unis (en avance sur la zone euro en termes de cycle) plaide pour leur révision en baisse<sup>3</sup>. Du seul point de vue cyclique, il y a donc une probabilité significative que l'inflation sous-jacente reste basse un peu plus longtemps qu'anticipé aujourd'hui. Cependant, la faiblesse de l'inflation s'explique peut-être aussi, en partie, par des facteurs encore plus durables.

**L'inflation pourrait rester plus basse que lors des cycles passés pour des raisons structurelles**

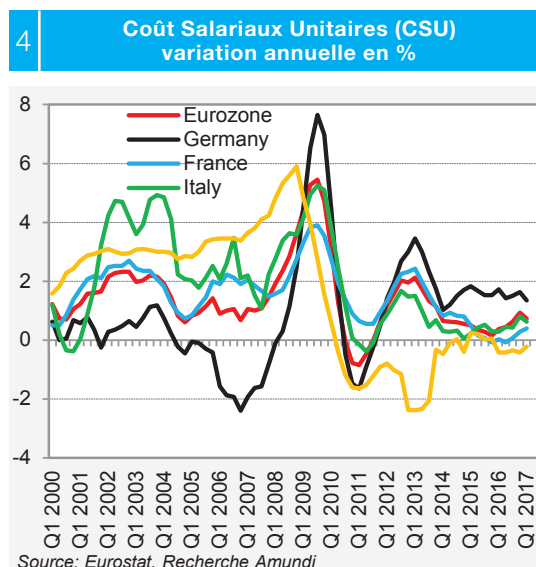
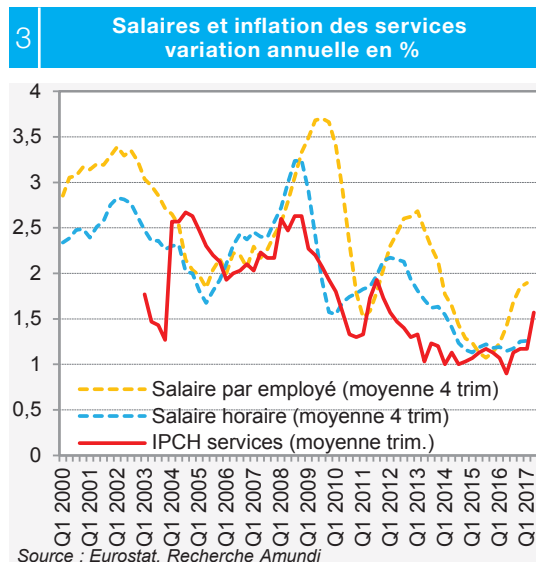
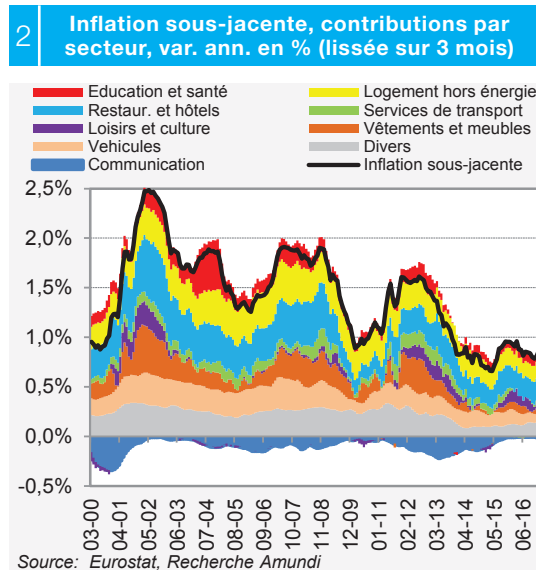
Il est très possible que la faiblesse actuelle de l'inflation corresponde à un vrai changement de régime, qui subsistera même une fois que les excès de capacité auront été éliminés. Parmi les facteurs souvent évoqués dans les études consacrées à ce sujet figurent deux grandes familles d'explications (souvent, certes, controversées) :

Tout d'abord, l'ensemble des mutations du marché du travail qui réduisent le pouvoir de négociation des salariés, à savoir :

1. la pression concurrentielle accrue par la mondialisation
2. la désindustrialisation, les employés des services étant plus dispersés et moins à même de s'organiser collectivement
3. la progression durable du travail à temps partiel et/ou des contrats à durée déterminée (en partie en lien avec la désindustrialisation)
4. l'évolution des réglementations du marché travail dans un sens plus favorable aux entreprises (notamment la facilitation des licenciements et la décentralisation des négociations salariales).

<sup>2</sup> ECB Economic Bulletin, Issue 3, 2017

<sup>3</sup> Aux États-Unis, dans un contexte où le taux de chômage ne cessait de baisser sans déclencher de forte accélération de l'inflation sous-jacente, l'estimation de NAIRU du CBO (Congressional Budget Office) a progressivement baissé de 5,9 %, fin 2011 à 4,7 %, début 2017. L'estimation de NAIRU de la Réserve fédérale a connu une trajectoire similaire.





Juillet/Août 2017

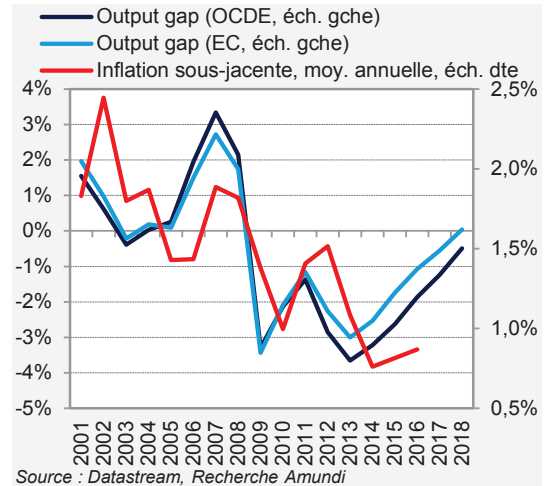
Notons, en particulier, que certains de ces facteurs sont souvent invoqués pour justifier la faiblesse de l'inflation en Allemagne malgré le taux de chômage très bas. Ces tendances, présentes à l'échelle de l'ensemble du monde développé, sont peu susceptibles de s'altérer fortement au cours des prochaines années.

**Ensuite, les progrès technologiques et certaines évolutions réglementaires.** Il s'agit de transformations donnant aux consommateurs et acheteurs des entreprises une information comparative de plus en plus complète et facilitant le changement de fournisseurs. Ces derniers ont donc d'autant plus de mal à obtenir des hausses de tarifs et doivent alors réduire ou contenir les rémunérations de leurs propres salariés pour maîtriser leurs coûts ou améliorer leurs marges.

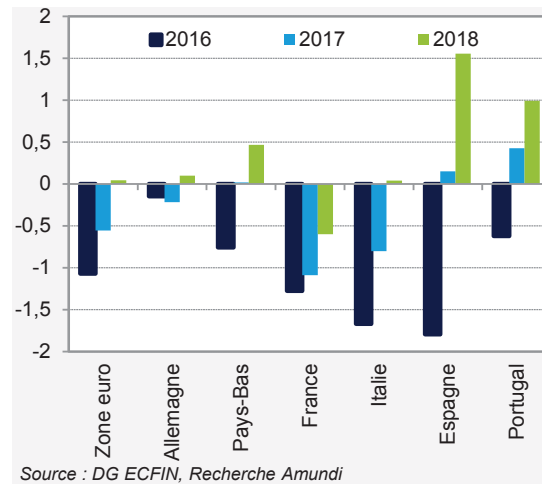
**Rappelons également l'importance des problèmes de mesure statistique, et la possibilité que l'inflation, pour faible qu'elle soit, soit peut-être encore surestimée en raison d'une prise en compte insuffisante des améliorations qualitatives et des nouveaux produits.** Notons cependant que l'implication de cette dernière thèse sur les marchés et la politique monétaire est peu claire : elle ne conduit pas forcément à remettre en cause l'estimation de la croissance économique nominale (somme de la croissance réelle et de l'inflation), mais plutôt à juger que, puisque l'inflation est en réalité plus faible, la croissance réelle est en réalité plus forte.

Il est, certes, difficile d'établir précisément l'importance de chacun des facteurs structurels mentionnés ci-dessus. Cependant, nous jugeons tout de même raisonnable de considérer que la faiblesse de l'inflation n'est pas due seulement à des facteurs cycliques (qui risquent eux-mêmes de peser un peu plus longtemps que prévue) mais également à des transformations de long terme. Aussi, malgré les indéniables progrès de la reprise en zone euro au cours du 1<sup>er</sup> semestre 2017, nous maintenons un scénario de hausse seulement très graduelle de l'inflation sous-jacente : peu de changement d'ici mi-2018 (rythme probablement en deçà de 1,3 % sur un an) et une accélération très modérée au-delà. La direction de l'inflation sous-jacente est, certes, haussière pour les prochains trimestres, mais la prévision de 1,7 % avancée par la BCE pour 2019 (en moyenne annuelle), sans être tout à fait irréaliste, nous paraît un peu élevée.

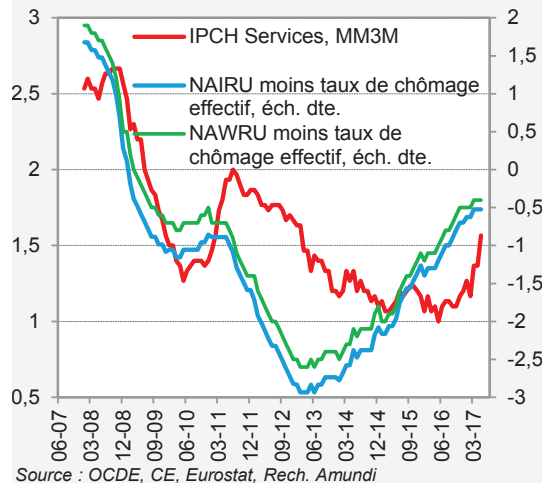
**5 Output Gap et inflation sous-jacente, %**



**6 Output gap par pays**



**7 Inflation des services et écart entre taux de chômage et NAIRO/NAWRU**



## 4 Économie et budget : le Portugal fait mieux que prévu

BASTIEN DRUT, *Stratégie et Recherche Économique*  
TRISTAN PERRIER, *Stratégie et Recherche Économique*

### Un pays très durement affecté par le cycle de crise de 2008-2012

Les difficultés spécifiques qu'a connues le Portugal durant les récentes années de crises économiques et financières ont pour origine, au cours de la dernière décennie, de hauts niveaux d'endettement (secteur public, entreprises et ménages), un compte courant très déficitaire et une faible compétitivité (positionnement sur des secteurs à faible valeur ajoutée, très exposés à la concurrence des pays émergents). La crise a, de plus, amplifié une dynamique démographique défavorable (exode des jeunes).

Le PIB réel portugais a reculé, au maximum, de près de 10 % entre 2008 et 2013 (un chiffre comparable à ceux observés en Italie, en Espagne). De moins de 10 % avant la crise, le taux de chômage est monté jusqu'à 17,5 % début 2013.

Le Portugal a bénéficié d'un plan d'aide international de 78 Mds € en 2011, dont il est sorti en juin 2014, après s'être comporté en « bon élève » des créanciers internationaux, acceptant de mettre en œuvre des mesures d'austérité et des réformes structurelles. Conséquence de ces plans d'aide, plus du quart de sa dette publique totale de 247 Mds € (env. 130 % du PIB) reste dû aux autres gouvernements de la zone euro et au FMI (le Portugal vient toutefois d'obtenir l'autorisation de continuer ses remboursements anticipés à ce dernier).

### Une reprise longtemps décevante suivie par une amélioration très nette depuis mi-2016

Depuis début 2013, la croissance économique est redevenue positive. Si le rythme de la reprise a longtemps déçu (notamment par rapport à celle de l'Espagne), une nette accélération a été observée au cours des quatre derniers trimestres, qui ont vu le PIB progresser de +2,8 % au total, dont +0,7 % au T4 2016 et +1 % au T1 2017.

Cette récente amélioration s'explique surtout par l'investissement (au T4 2016) et par le commerce extérieur (au T1 2017). Ces éléments sont représentés lissés sur 4 trimestres sur le graphique 2. Notons en particulier une forte hausse de la construction, de la fréquentation touristique, et des exportations vers certains grands partenaires du pays (l'Espagne, à la dynamique économique toujours très forte, mais aussi l'Angola, dont l'économie se remet progressivement de la forte chute du prix du baril).

Le taux de chômage baisse rapidement : il est revenu en dessous de 10 % début 2017 (proche, par conséquent, de la moyenne de la zone euro) sous l'effet à la fois de créations d'emplois soutenus et de la faible dynamique de la population active.

Ces bons chiffres de début d'année ont entraîné une forte hausse des prévisions de croissance (ainsi, entre ses prévisions d'automne 2016 et de printemps 2017, la Commission européenne a augmenté sa prévision de croissance du PIB portugais pour 2017 de 1,2 % à 1,8 %, celle pour 2018 de 1,4 % à 1,6 %).

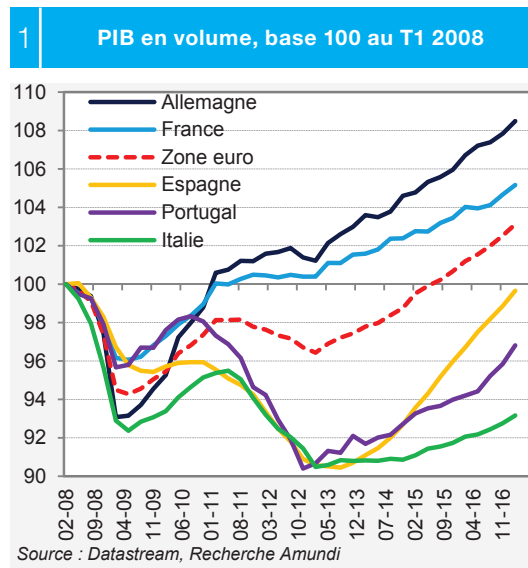
De façon plus durable, le Portugal commence à récolter les résultats des réformes menées au cours des dernières années, notamment la forte amélioration de sa compétitivité-coûts (quasi-stabilité des coûts unitaires du travail, surtout sous l'effet de modération salariale, accompagnée de quelques gains de productivité). De fait, l'exposition du pays au commerce international a beaucoup augmenté : les exportations sont passées de 31 % du PIB en 2008 à 40 % en 2016. Les comptes externes du pays, longtemps très négatifs, sont revenus à l'équilibre depuis 2013.

### L'essentiel

Longtemps retardataire de la reprise en zone euro, le Portugal multiplie les signes d'amélioration économique depuis le début de cette année. L'arrivée aux affaires d'un gouvernement soutenu par l'extrême gauche, fin 2015, avait suscité des doutes, mais le pays a tout de même réussi à améliorer de façon très nette ses comptes publics et vient de sortir de la procédure pour déficit excessif de l'Union européenne.

Le risque de nouvel accident financier se réduit et la reprise portugaise, confortée par celle de la zone euro et notamment du voisin espagnol, a encore du potentiel. Le pays a toutefois besoin d'autres réformes pour améliorer durablement sa compétitivité et l'endettement public et privé très élevé va rester longtemps un facteur de vulnérabilité.

Les importants efforts de compétitivité-coûts des dernières années commencent à payer



Juillet/Août 2017

Cependant, la principale limite de cette amélioration est, qu'elle doit trop, justement, à la seule modération salariale, alors que les grandes organisations internationales appellent le pays à mener (ou poursuivre) ses efforts dans d'autres directions. Pour l'Union européenne<sup>1</sup>, il s'agit notamment de réformer de nouveau le marché du travail afin de promouvoir l'embauche sous contrat à durée indéterminée, de renforcer les initiatives visant à remettre les chômeurs de longue durée au travail, de réduire les obstacles réglementaires dans certains secteurs (construction et services aux entreprises), et d'améliorer l'efficacité des procédures d'insolvabilité et des procédures fiscales. L'OCDE<sup>2</sup> insiste également sur les problématiques de marché du travail et de dérégulation de certains secteurs, et appelle également à des efforts portant sur la formation (scolaire et professionnelle) et le renforcement des liens entre entreprises et recherche publique.

**Une situation budgétaire nettement améliorée et une réduction de la dette privée qui se poursuit malgré les craintes suscitées, il y a deux ans, par l'arrivée au pouvoir d'un gouvernement soutenu par l'extrême-gauche**

Le Portugal a récemment dépassé son objectif budgétaire en ramenant son déficit public à 2 % du PIB en 2016. Le pays avait rétabli un surplus primaire (objectif clef de ses créanciers internationaux) dès 2015. Cependant, depuis lors, en plus d'être contraint à des dépenses exceptionnelles en raison des sauvetages bancaires, il restait en retard sur ses objectifs de consolidation supplémentaire (son déficit hors éléments exceptionnels avait été de 2,8 % alors que la cible était de 2,5 % en 2015, mais l'Union européenne avait renoncé à lui infliger une amende à l'été 2016). La croissance plus forte que prévu, des éléments exceptionnels (règlements de litiges financiers) et la maîtrise des dépenses d'investissement public lui ont cependant permis de terminer l'année sur ce bon résultat.

Ces progrès sont d'autant plus remarquables que l'arrivée aux affaires, en octobre 2015, d'un gouvernement de gauche soutenu par les partis d'extrême-gauche avait suscité de nombreux doutes : craintes portant sur la stabilité du gouvernement lui-même, sur un possible retour sur les réformes « pro-business » des années précédentes, sur d'éventuelles largesses en matière de dépenses sociales. De fait, le gouvernement a augmenté certaines dépenses en faveur de catégories de la population malmenées par les plans d'austérité (fonctionnaires et retraités, ce qui lui a valu de nombreuses accusations de clientélisme politique) et supprimé des surtaxes d'impôt sur le revenu. Ces mesures, qui semblent bien (comme l'annonçait le gouvernement) avoir eu un effet positif sur la consommation, ont été en partie financées par d'autres hausses d'impôts (sociétés, boissons, carburant, patrimoine immobilier des ménages aisés) et par la modération de l'investissement public.

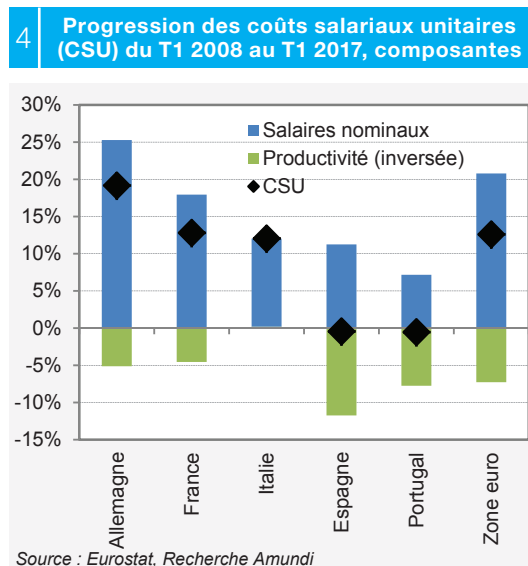
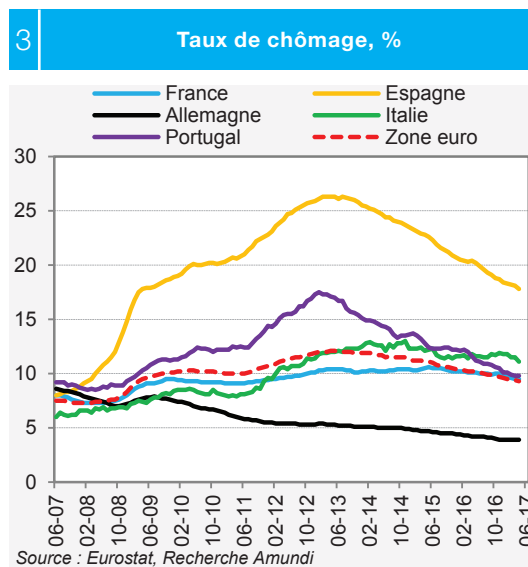
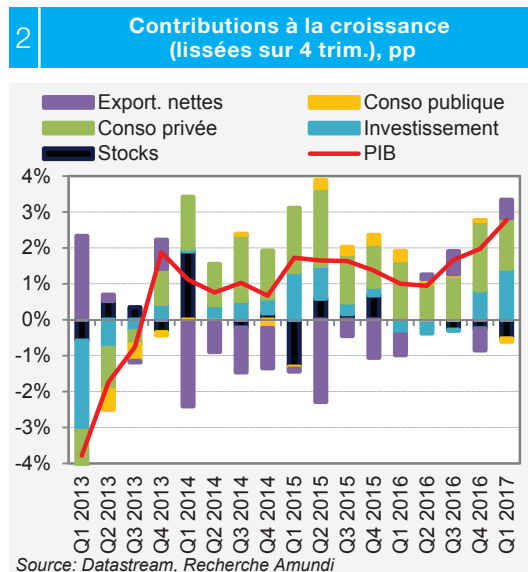
Au vu de cette situation budgétaire améliorée, qui vient de permettre au pays de sortir de la procédure pour déficit excessif de l'Union Européenne, le gouvernement a appelé les agences de notation à rétablir la note du pays en catégorie Investment Grade, sans succès jusqu'à présent (notons que Fitch vient toutefois d'améliorer la perspective de la note BB + qu'elle attribue au pays). Pour l'heure, le Portugal reste donc noté Spéculatif par les trois plus grandes agences. L'éligibilité du pays au programme PSPP de la BCE est donc rendue possible uniquement par sa notation Investment Grade par la seule agence DBRS. Le principal obstacle à un rehaussement de la note du Portugal est pour les autres agences le niveau absolu très élevé de la dette publique (environ 130 % du PIB, soit un niveau comparable à celui de l'Italie, qui prouve depuis beaucoup plus longtemps sa capacité à maintenir un surplus primaire).

**Le PSPP va-t-il s'arrêter totalement de façon imminente pour le Portugal ?**

Le fait que le spread portugais reste relativement élevé par rapport aux autres pays périphériques s'explique en partie par cette dépendance à la note

<sup>1</sup> Recommandation du Conseil Européen concernant le programme national de réforme du Portugal pour 2017.

<sup>2</sup> Recommandations pour le Portugal dans le cadre du rapport Objectif Croissance 2017



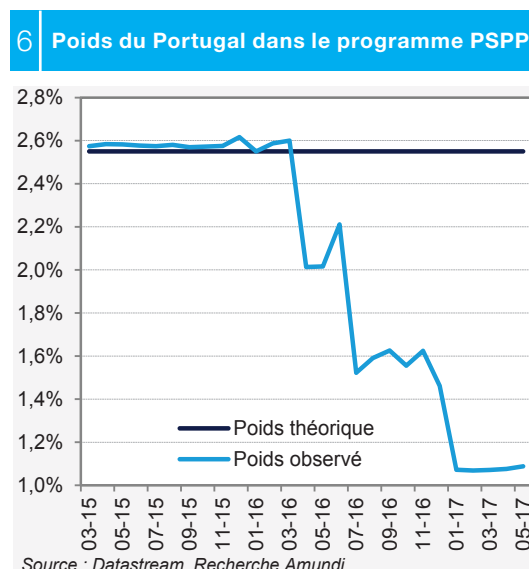
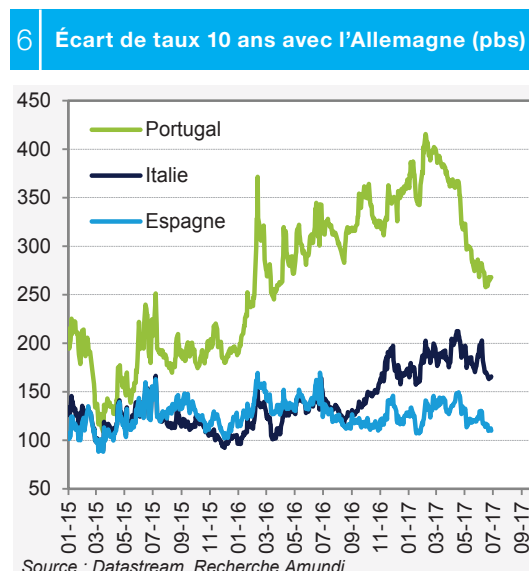
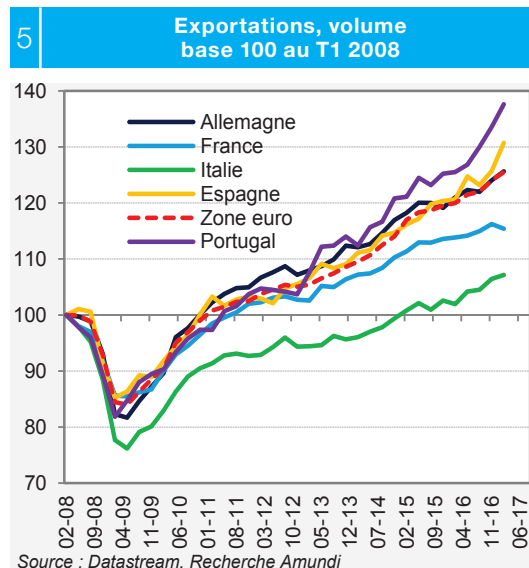
Juillet/Août 2017

d'une seule agence et par des problématiques de liquidité. Les obligations portugaises ont été également pénalisées par une réduction des achats de l'Eurosystème à partir du début de l'année 2016 : alors que les obligations portugaises doivent théoriquement représenter environ 2,60 % du PSPP hors achats d'obligations supranationales, cette part est tombée progressivement vers 1,10 %. Cette réduction ayant été interprétée comme la fin imminente du PSPP pour le Portugal, le *spread* 10 ans portugais est ainsi passé d'environ 190 bps fin 2015 à environ 380 bps début 2017. Comme nous l'avons détaillé dans le texte « *Quelles perspectives pour les spreads souverains euro ?* » de notre édition de mai, notre modèle de *spread* souverain donne une valeur d'équilibre de 200 points de base pour le *spread* 10 ans entre le Portugal et l'Allemagne (contre 180 bps pour l'Italie et 150 bps pour l'Espagne). Les obligations portugaises étaient donc très peu chères en début d'année. L'écartement de l'hypothèse d'un gouvernement eurosceptique en France (et implicitement le risque d'une remise en cause de l'existence même de la zone euro) et les bons chiffres macroéconomiques ont contribué à un violent resserrement des *spreads* portugais ces dernières semaines.

**Le PSPP va-t-il s'arrêter totalement de façon imminente pour le Portugal? La réponse est non.** La somme des détentions PSPP et SMP approche les 40 Mds € tandis que le maximum de titres achetables dans le cadre du PSPP est d'environ 46 Mds €. En faisant d'un maintien du poids actuel du Portugal dans les achats PSPP (environ 1,10 % du PSPP hors obligations supranationales) et en faisant l'hypothèse d'un passage du QE de la BCE à 30 Mds € mensuels à partir de 2018, le PSPP peut tout à fait se poursuivre en 2018 pour le Portugal. De plus, notons que le rythme d'achat actuel (environ 0,5 Mds € par mois) correspond à peu moins d'un tiers des émissions brutes de titres : le nouveau gisement de titres éligibles au PSPP que constituent les émissions brutes permettra donc au PSPP de se poursuivre pour le Portugal.

Portugal : titres de dette éligibles au PSPP (valeur nominale)	Administration centrale	Régions	Agences	Total
<b>Total (en Mds €)</b>	140	1	25	165
<i>Dont respectant la contrainte de maturité</i>	119	0	19	138
<i>Divisé par 3 (la détention ne peut dépasser 33 %)</i>	40	0	6	46
<b>Déjà acheté dans le cadre du PSPP (valeur nominale, mai 2017)</b>				28
<b>Déjà acheté dans le cadre du SMP (valeur nominale, fin 2016)</b>				10
<b>Titres éligibles restants (valeur nominale, mai 2017)</b>				9

**Enfin, si des progrès significatifs ont été faits en termes de réduction de l'endettement privé, celui-ci reste élevé.** La dette des ménages représente 72 % du PIB contre près de 93 % au pic de 2012, celle des entreprises 111 % contre 142 % au pic. Ces niveaux sont significativement supérieurs à ceux de l'Espagne.



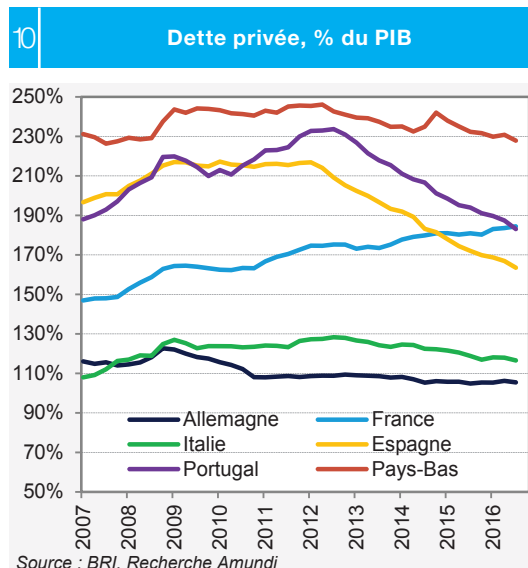
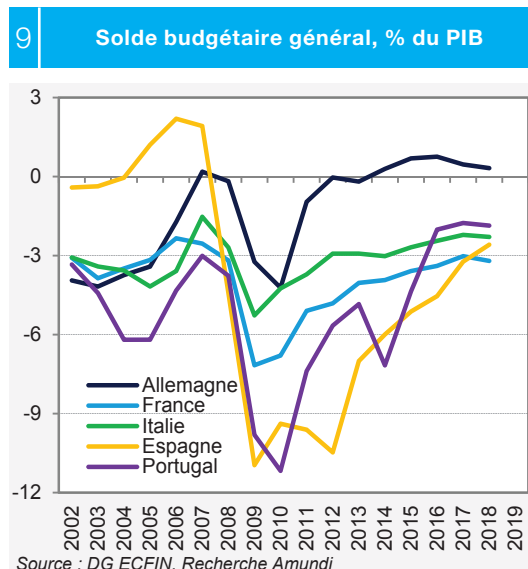
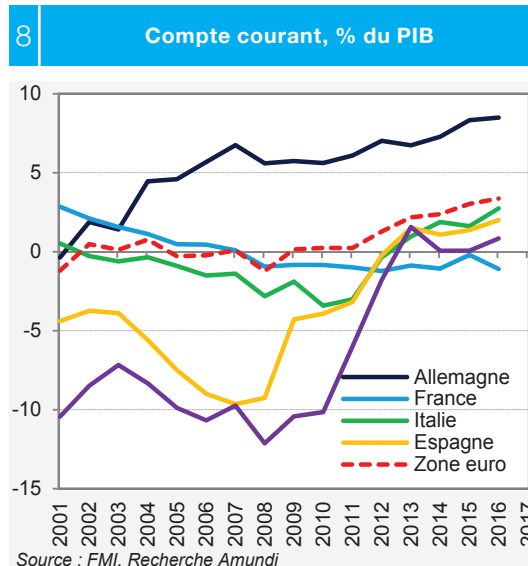
Juillet/Août 2017

**Perspectives: une croissance aussi forte que celle des deux derniers trimestres sera difficile à reproduire, mais la reprise est solidement engagée et conserve un potentiel important**

Si les très bons chiffres des deux derniers trimestres donnent peut-être une vision exagérément positive de la tendance réelle, l'amélioration est indéniable :

- **La reprise est solidement engagée, bénéficiant de moteurs à la fois internes** (baisse du chômage générant un cercle vertueux emploi/consommation **et externes** (amélioration de la dynamique d'ensemble de la zone euro, le Portugal n'ayant probablement pas fini de toucher les bénéfices des efforts de compétitivité réalisés durant les années de crise). De façon différée, la très forte reprise en Espagne devrait continuer de profiter au Portugal (dont environ ¼ des exportations se dirigent vers ce pays). De plus, le pays confirme être une destination privilégiée par les investisseurs internationaux directs, notamment chinois.
- **Sur le plan financier**, malgré la subsistance de litiges non négligeables (notamment aux conditions de résolution de la banque BES), **la restructuration du secteur bancaire a fait d'importantes avancées.**
- **Le gouvernement a fait la preuve à la fois de sa capacité de survie sans majorité au Parlement** (malgré quelques frictions, qui pourraient être renforcées à l'approche des élections de septembre 2017) et de sa **volonté de préserver une attitude budgétaire prudente** et l'essentiel des réformes réalisées par l'administration précédente (à défaut des orientations budgétaires précises).

Par conséquent, nous jugeons l'ordre de grandeur des prévisions de croissance de la Commission européenne (+1,8 % en 2017, +1,6 % en 2018, proche de la moyenne de la zone euro) approprié et n'identifions pas le Portugal comme présentant un risque majeur de nouvelle crise financière dans l'immédiat. Si cela devait, néanmoins, être le cas, le pays pourrait probablement compter sur le soutien du reste de la zone euro (gouvernements et BCE). La présence de niveaux d'endettement durablement très importants reste un facteur de vulnérabilité en cas de nouvelle récession en zone euro, mais nous n'envisageons pas une telle récession à un horizon de 2/3 ans, voire au-delà.



## 5 Marchés d'actions : attention aux portes de saloon !

ÉRIC MIJOT, *Stratégie et Recherche Économique*

La fin du premier semestre appelle un premier constat : le MSCI monde a gagné une dizaine de pourcents, remplissant ainsi largement son contrat. Tout semble aller pour le mieux dans le meilleur des mondes. Quelles sont les limites à cette bonne humeur des marchés ? Que faut-il attendre pour la seconde partie de l'année ?

### Premier signal de détérioration des marges aux États-Unis, mais on peut le relativiser pour l'instant

Les marges des entreprises mesurées au niveau macroéconomique (voir graphique 1), présentent un premier signe de faiblesse (un second sommet est apparu au troisième trimestre 2016). Cet indicateur nous intéresse car en moyenne depuis la seconde guerre mondiale, une récession pointe 6 trimestres après le top des marges. Le contre-choc pétrolier a favorisé un rebond des marges alors qu'elles avaient déjà atteint un premier sommet au troisième trimestre de 2014 (choc pétrolier). Le même schéma s'était produit à la fin des années 1980, également lors d'un contre-choc pétrolier, et la récession était apparue 7 trimestres après le second top. En s'en tenant à cette simple constatation et sachant que les marchés anticipent en moyenne les tops de cycle seulement un trimestre à l'avance, la seconde partie de 2017 devrait donc a priori être encore à l'abri.

Trois autres éléments viennent supporter ce premier constat :

- les profits des sociétés ont rebondi au premier trimestre sur tous les continents (+28 % au Japon, +23 % en Europe et +14 % aux États-Unis)<sup>1</sup> et pourraient continuer de profiter d'une comparaison favorable jusqu'au troisième trimestre de cette année, même s'il faut attendre la prochaine saison de publications (juillet) pour s'en faire une idée plus précise,
- après un premier trimestre décevant aux États-Unis sur le plan de la croissance économique (PIB en hausse de seulement +1,2 % en glissement annuel), le second devrait marquer une amélioration, ne serait-ce que grâce à l'affaiblissement du dollar ces derniers mois. Les indicateurs de surprises économiques historiquement bas pourraient alors rebondir ; sur les 10 dernières années, l'indicateur de Citigroup n'a été plus bas qu'en 2008 et 2011,
- l'espoir de réformes fiscales ne doit pas non plus être abandonné. L'approche des élections de mi-mandat aux États-Unis (novembre 2018) pourrait finir par faciliter l'adoption de quelques mesures, même si elles devaient être moins puissantes qu'espérées initialement et un peu plus tardives.

N'oublions pas quand même qu'en 1987, le marché n'avait pas attendu les 7 trimestres auxquels nous faisons référence pour chuter brutalement. Mais tant que les taux longs américains évoluent tranquillement entre 2 et 3 %, ce risque, que nous avons mis en évidence dans cette publication au mois de mars<sup>2</sup>, reste contenu.

### Des marchés d'actions vulnérables à un mouvement brutal des taux longs à la hausse comme à la baisse

Au premier abord, les marchés d'actions et de taux ne semblent pas voir les choses de la même manière (baisse des taux et hausse des actions). Et pourtant, les actions américaines ont aussi intégré l'apparition des doutes en matière de réformes fiscales. Cela se lit par exemple (voir graphique 2) dans la contre-performance des petites valeurs américaines (+4 % contre

<sup>1</sup> Voir le Cross Asset de juin 2017 : « Enseignements de la saison des résultats du T1 2017 »

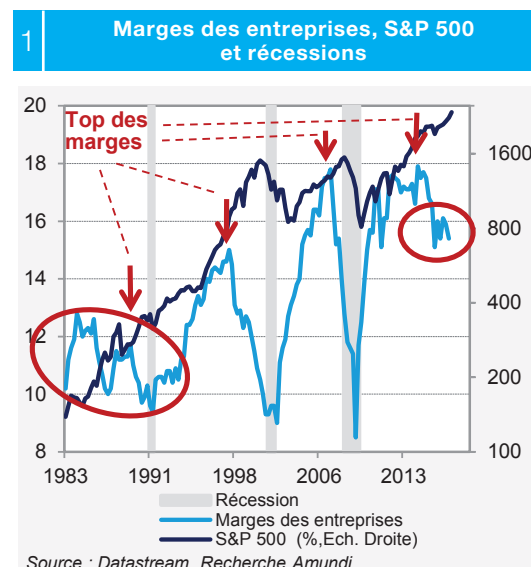
<sup>2</sup> Voir le Cross Asset de mars 2017 : « France ou États-Unis : où est le vrai danger pour les marchés d'actions ? »

## L'essentiel

**Le signal lancé par la détérioration des marges des sociétés américaines peut pour l'instant être relativisé. Tant que les taux à 10 ans américains restent contenus entre 2 et 3 % et que les profits des entreprises s'améliorent, ce qui devrait être le cas au moins jusqu'à l'automne compte tenu des effets de base favorables, le cycle des actions peut se poursuivre.**

Mais cela n'est pas sans danger. Historiquement vers les fins de cycle, les mouvements entre facteurs « Growth » et « Value » peuvent être brutaux. À ce stade, entre suivre la hausse des valeurs de technologie américaines, valeurs de croissance déjà très chères, ou rester surpondéré sur les actions de la zone euro qui bénéficieraient d'une remontée modérée des taux, notre choix est fait ; nous préférons la seconde option.

“ Des marges qui plafonnent aux États-Unis ”



Juillet/Août 2017

+9 % depuis le début d'année), plus domestiques et donc potentiellement davantage favorisées par les éventuelles coupes fiscales promises.

En fait, la consolidation des taux longs depuis le début de l'année a favorisé un retour en grâce des valeurs de croissance américaines, notamment les GAFAM<sup>3</sup> qui battent des records (+25 % depuis le début d'année). Il faut admettre que les taux ne sont pas les seuls responsables de la très forte progression de ces dernières ; leurs profits étant également bien orientés (+20 % de hausse sont prévus en moyenne pour ces cinq valeurs sur les 12 prochains mois et +13 % hors Amazon, contre +10 % pour le S&P 500)<sup>4</sup>. La bonne performance de ces valeurs participe ainsi à faire progresser le S&P 500, ce qui rassure les investisseurs et contribue à maintenir la volatilité à un niveau très faible.

Toutefois, la hausse des valeurs américaines n'est pas uniforme. Cette mécanique est donc vulnérable si les taux venaient à rebondir ; les valeurs de croissance y étant très sensibles. Or les anticipations d'inflation à 5 ans ont déjà rejoint le niveau de l'inflation sous-jacente actuelle (autour de 1,7 %), ce qui plaide pour considérer que les taux sont plutôt dans le bas de leur fourchette de fluctuation (voir notre scénario sur les taux). Par ailleurs les GAFAM sont déjà très chers au regard de leur PER (50x en moyenne sur les profits des 12 derniers mois et 26x hors Amazon).

Comme le marché américain est cher (le PER du S&P 500 approche 20x les profits des 12 derniers mois), les autres marchés en profitent pour tirer leur épingle du jeu. Notre préférence pour les actions de la zone euro est ainsi récompensée (voir graphique 3). Cette région remonte le mur des doutes politiques (référendum sur le Brexit, référendum en Italie, élections aux Pays-Bas puis en France). L'argument est double :

1. un effet opérationnel puissant sur les profits (+22 % attendu selon Ibes en zone euro sur 2017 contre +10 % outre-Atlantique),
2. un important écart de valorisation en faveur de cette zone vis-à-vis des États-Unis (PER ajusté du cycle à 17x contre 26,4x).

Ces arguments nous semblent toujours pertinents, mais ont aussi leurs limites. Si les taux devaient cette fois-ci rebaisser durablement, parallèlement à une résurgence des craintes de déflation, la zone euro, riche en valeurs financières, serait particulièrement affectée. Là aussi nos prévisions en matière de taux sont plutôt rassurantes (+0,6-0,8 % sur le Bund d'ici 12 mois) et plaident donc encore pour une poursuite du mouvement de surperformance de cette région.

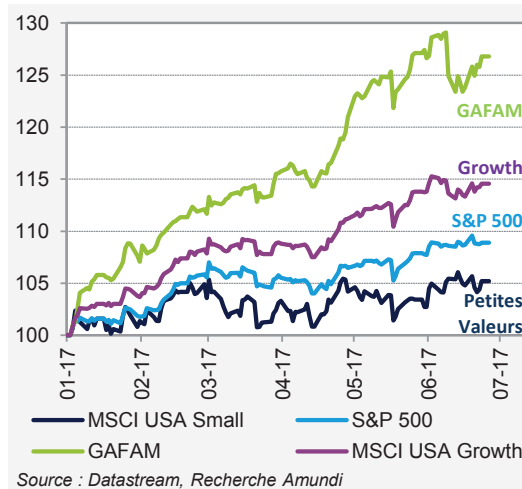
Face à cette ambivalence entre surperformance des valeurs de technologie américaines et des valeurs européennes, notre analyse des styles « Growth » et « Value » au niveau global apporte un éclairage intéressant (voir graphique 4). Rappelons en effet que quand les cycles qui favorisent les valeurs de croissance se mettent en place (ce qui est aussi le cas cette fois-ci), ils se terminent toujours par une exagération en trois temps en faveur des valeurs de croissance. On en serait à la seconde exagération, qui propulse les GAFAM à la hausse... Suivre ce mouvement à partir de maintenant commence donc à présenter un profil rendement/risque asymétrique si notre lecture des cycles de styles et nos prévisions sur les taux sont correctes ; dit autrement, le risque de « porte de saloon » augmente.

En revanche, un rebond des taux longs vers leur haut de fourchette (parallèlement à un retournement à la hausse sur le plan des surprises économiques) serait compatible à la fois avec une consolidation modérée du marché américain et un regain de faveur pour la zone euro, portée par un retour de flamme du thème « Value », notamment en ce qui concerne les valeurs financières. Nous réitérons donc notre préférence régionale en faveur de cette région.

<sup>3</sup> GAFAM : Google, Apple, Facebook, Amazon, Microsoft. Ces 5 valeurs représentent 12,5 % de la capitalisation de l'indice S&P 500

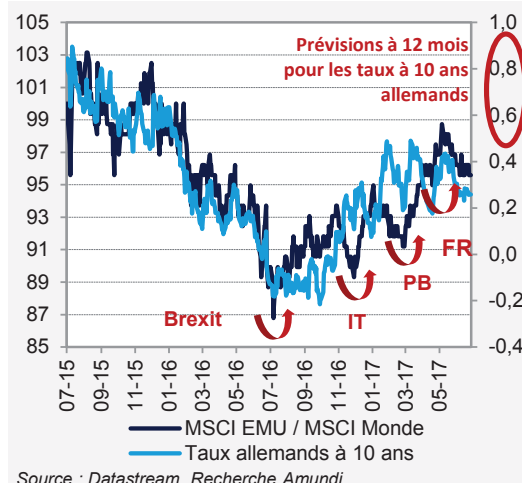
<sup>4</sup> Profits estimés à 12 mois selon Ibes : Google : +9 %, Apple +16 %, Facebook : +19 %, Amazon : +56 %, Microsoft : +10%

2 S&P 500, Petites Valeurs, Growth & GAFAM



“ Une remontée des taux longs favoriserait la zone euro ”

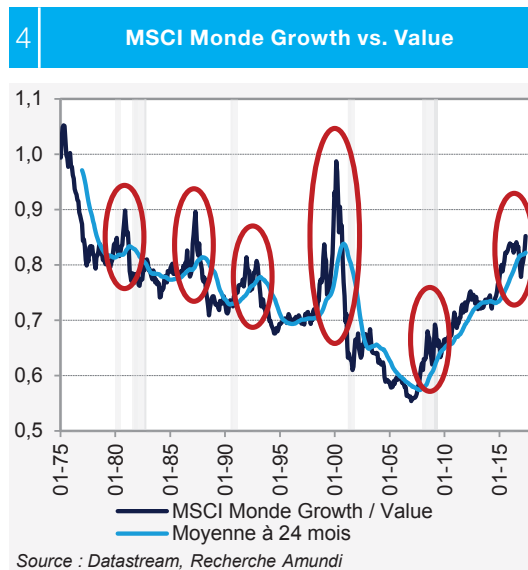
3 MSCI EMU vs MSCI Monde et taux longs allemands



Juillet/Août 2017

**Conclusion**

Tant que les taux à 10 ans américains restent contenus entre 2 et 3 % et que les profits des entreprises s'améliorent, ce qui devrait être le cas au moins jusqu'à l'automne compte tenu des effets de base favorables, le cycle des actions peut se poursuivre. Mais cela n'est pas sans danger. Historiquement vers les fins de cycle, les mouvements entre facteurs « Growth » et « Value » peuvent être brutaux. À ce stade, entre suivre la hausse des valeurs de technologie américaines, valeurs de croissance déjà très chères, ou rester surpondéré sur les actions de la zone euro, qui bénéficieraient d'une remontée modérée des taux, notre choix est fait ; nous préférons la seconde option.





## 6 CSPP et tapering : quelles tendances pour le second semestre 2017 et pour 2018 ?

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

La performance des indices crédit a été remarquable au cours des derniers mois. Les valorisations se sont stabilisées sur des niveaux élevés. Le *spread* de l'indice Euro HY avoisine maintenant 289 pb soit un de plus depuis 2008 et celui de l'indice Euro IG n'est que 13pb au-dessus du plus bas enregistré en février 2015 à 89pb. Les marchés du crédit ont bénéficié :

- **d'un environnement économique plus favorable.** Les données les plus récentes confirment notre scénario de reprise graduelle de la croissance économique dans la zone euro. L'indice PMI qui mesure chaque mois l'activité du secteur privé a atteint un plus haut de près de 6 ans. Pour reprendre les mots de Mario Draghi : « *Les risques entourant les perspectives de la zone euro sont aujourd'hui moins prononcés* ».
- **du soutien de la BCE.** Les politiques de taux d'intérêt très bas de la BCE incitent les investisseurs à se positionner sur de la dette d'entreprise pour bénéficier d'un supplément de rendement. La BCE soutient directement le marché Euro IG en achetant des titres de dette d'entreprise non-financière de catégorie IG et domiciliée dans la zone euro via le CSPP (*Corporate Sector Purchase Program*).

Nous pensons que la faiblesse de l'inflation n'empêchera pas la BCE de réduire de réduire ses mesures monétaires ultra-accommodantes : l'environnement de taux ultra-bas n'a pas que des effets positifs sur l'économie de la zone euro et les contraintes techniques liées à l'implémentation du QE seront plus pressantes en 2018. Nous tablons donc sur une inflexion (mesurée) de la politique monétaire de la BCE l'année prochaine. Il s'agit d'évaluer dans cet article l'impact d'une réduction du CSPP sur les marchés du crédit euro.

### Tout d'abord, les conditions de financement exceptionnelles ne sont pas traduites par un endettement significatif des entreprises européennes

Le CSPP a amélioré les conditions de financement des entreprises, déjà très attractives. Le rendement de l'indice Euro IG avoisine maintenant 0,9 % alors qu'il dépassait les 4 % fin juin 2011. Toutefois, la croissance de l'endettement des entreprises est restée très contenue. L'environnement de croissance molle n'a pas incité les émetteurs européens à s'endetter lourdement. Les entreprises sont restées prudentes et ont eu davantage recours au marché pour refinancer de la dette existante, que pour financer des acquisitions ou des nouveaux investissements. Nous sommes au cœur d'un cercle vertueux pour l'investisseur obligataire :

1. la forte demande pour le crédit aide les émetteurs à refinancer facilement leur dette et à allonger la maturité moyenne de leur dette
2. les taux d'emprunt historiquement bas permettent également de réduire fortement les coûts d'emprunt.

Par ailleurs, l'embellie économique de la zone euro a permis une nette amélioration de la croissance des revenus et des profits au cours du premier trimestre.

Au final,

- le levier d'endettement des entreprises européennes en catégorie *Investment Grade* a baissé au cours des derniers mois.
- le taux de défaut des entreprises du high yield a reculé ces dernières années pour toucher un point bas historique à 2 %. Moody's anticipe que cette tendance perdure et que le taux de défaut des émetteurs Euro HY se maintienne à 2 % en 2017 et en 2018.

Nous anticipons que les fondamentaux des entreprises européennes restent favorablement orientés en 2017 et 2018.

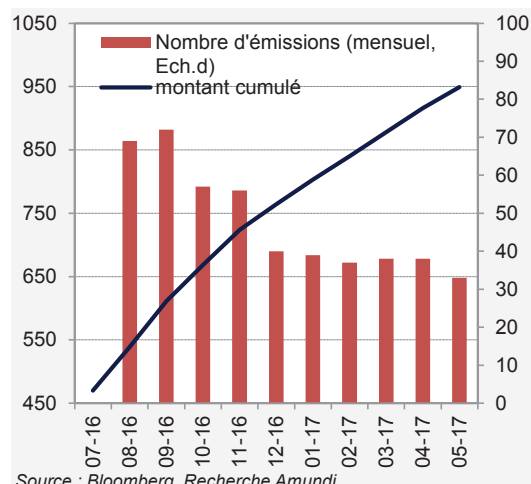
### L'essentiel

Les valorisations des indices crédit euro IG et HY se sont stabilisées sur des niveaux élevés. Le *spread* de l'indice Euro HY avoisine maintenant 289 pb soit un de plus depuis 2008 et celui de l'indice Euro IG n'est que 13pb au-dessus du plus bas enregistré en février 2015 à 89pb. Les marchés du crédit ont bénéficié d'un environnement économique plus favorable et du soutien de la BCE. Il s'agit d'évaluer dans cet article l'impact d'une réduction du CSPP sur les marchés du crédit euro.

Nous anticipons un retrait progressif du programme du QE l'année prochaine. Dans notre scénario, le portefeuille de la BCE atteindrait environ 170 milliards d'euros d'ici la fin de l'année 2018 (22 % de la dette éligible). Après la fin du programme, la BCE devrait continuer de jouer un rôle majeur via le réinvestissement des obligations venant à maturité de son portefeuille.

De plus, l'écart de valorisation entre dettes éligibles et non éligibles est faible ce qui réduit les risques d'un revirement de tendance soudain dès la fin du programme CSPP de la BCE.

### 1 Nombre d'obligations ajoutées au portefeuille de CSPP : mensuels et cumulés



Juillet/Août 2017

**Le QE de la BCE a maintenu une configuration technique favorable**

La politique monétaire accommodante menée par la BCE offre un soutien important aux marchés du crédit. Le supplément de rendement offert par la dette d'entreprise est intéressant pour l'investisseur dans un environnement de taux bas. Analysons plus précisément les dynamiques entre l'offre et la demande de papier sur les segments IG et HY.

L'analyse des flux sur la classe d'actifs crédit via les données publiées par EPFR témoigne d'une situation contrastée :

- le crédit IG euro continue d'enregistrer des flux positifs dans des proportions beaucoup plus limitées que dans les mois qui ont suivi l'annonce du CSPP.
- les flux nets vers le HY euro cumulés au cours des douze derniers mois sont légèrement négatifs. Attention, ces chiffres ne comprennent pas les achats de titres pour les fonds non-dédiés au High Yield. Nombreux sont, en effet, les gérants Investment Grade qui pour renforcer la rentabilité de leurs fonds constituent des poches de titres High Yield.

Toutefois, ces flux doivent être mis en perspective avec l'offre de papier c'est-à-dire l'activité sur le marché primaire et l'évolution des encours de dette :

- le segment Investment Grade s'est caractérisé par un regain d'activité suite à l'annonce du CSPP. Les entreprises éligibles au programme de la BCE ont été plus actives sur le marché de la dette. Mais ce regain d'activité est resté contenu. Au final, les encours du marché Euro IG n'ont augmenté que de 11 % depuis l'annonce du CSPP soit 190 Mds €.
- le volume net de nouvelles émissions sur le marché du high yield a été, par contre, négatif en 2016 et 2017. Les encours ont baissé de 7 % en 2016 et de 2 % en 2017 après une forte croissance sur la période 2009-2015. Ce mouvement peut s'expliquer notamment par la préférence des entreprises pour le marché du loan où les refinancements se réalisent plutôt à l'avantage des emprunteurs avec un relâchement des clauses protectrices.

Au final, les facteurs techniques restent globalement positifs

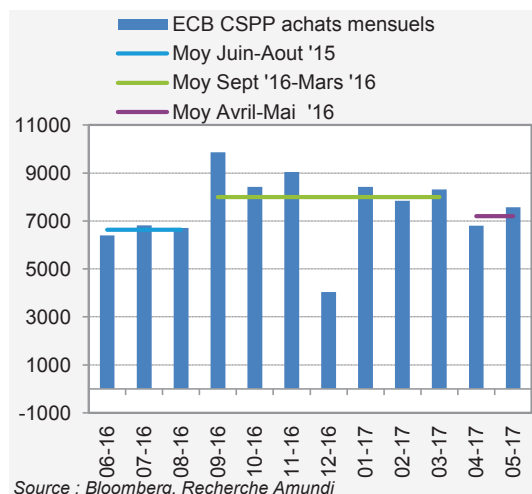
- sur le segment IG euro : les achats de la BCE soutiennent directement la demande.
- sur le segment HY euro : l'offre limitée de papier soutient la valorisation.

**Un point sur l'état du programme : portefeuille d'obligations d'entreprise de la BCE après douze mois d'achats**

1. Après presque douze mois d'activité, le programme d'achats d'obligations d'entreprise (CSPP) de la BCE a atteint au total 96 milliards d'euros. La contribution du marché primaire est restée limitée la première année et, en dépit d'une légère hausse (23 % du total des achats en mai), elle ne représente encore que 14 % du programme dans son ensemble. Cela signifie donc que les transactions effectuées par la BCE sur le marché secondaire jouent toujours un rôle majeur, avec environ 40 % du volume attribué au CSPP.

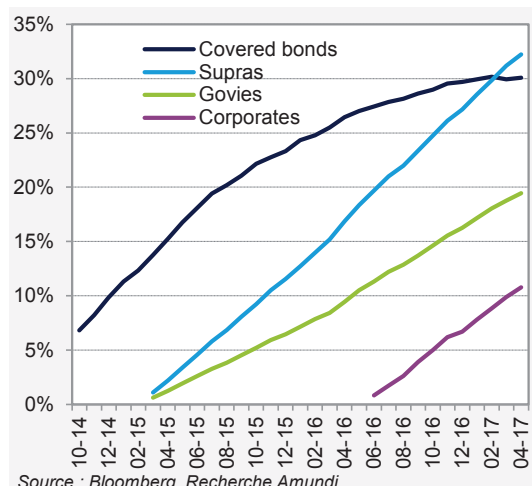
2. En outre, le portefeuille du CSPP a été élargi à presque la totalité de l'univers éligible : le nombre d'obligations incluses dans le portefeuille ayant été porté à 950 à la fin du mois de mai. En d'autres termes, près de 92 % des titres considérés comme éligibles ont été « touchés » par la BCE, soit environ 90 % de la dette éligible dans le programme. Au cours des toutes premières semaines du CSPP, le nombre d'obligations intégrées par la BCE était conséquent : quelques mois plus tard, le taux d'inclusion mensuelle a été passé de 70 à près de 40. Ainsi, en moyenne, c'est près de 10 nouvelles obligations qui sont ajoutées chaque semaine au portefeuille du CSPP de la BCE. Cet élargissement du portefeuille est d'autant plus impressionnant dans un contexte marqué par une solide activité du marché primaire. En effet, au cours des 12 premiers mois du programme, le marché primaire a apporté environ 120 nouvelles obligations à l'univers éligible. Si l'on en croit la tendance actuelle, le programme devrait par conséquent englober l'ensemble de l'univers avant la fin de l'année, à moins que le marché

**2 Achats mensuels de CSPP : du régime €60Mds à celui de €80Mds**



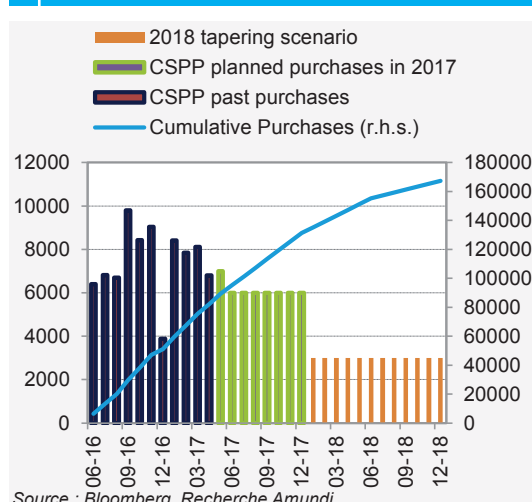
Source : Bloomberg, Recherche Amundi

**3 Poids des achats de la BCE sur la dette QE éligible, selon la classe d'actif (en %)**



Source : Bloomberg, Recherche Amundi

**4 CSPP : scénario pour 2017 et 2018**



Source : Bloomberg, Recherche Amundi

Juillet/Août 2017

primaire ne se révèle encore plus actif en termes de nouvelles émissions éligibles. Durant l'été, toutefois, les transactions sont généralement moins nombreuses.

- Le portefeuille du CSPP de la BCE reflète l'univers éligible, constitué principalement de titres notés BBB (environ 60 % des titres de créance). Pour rappel, la BCE ne communique pas sur le volume d'achats par titre. La répartition des notations des titres du CSPP reste sensiblement identique, même dans le cas d'hypothèses différentes quant aux volumes d'obligations/d'émetteurs ou quant à la valeur de marché: les notations de haute qualité (AA) représentent probablement 11 % du portefeuille, tandis que les titres notés A devraient compter pour 29 %. En outre, la part principale du portefeuille est vraisemblablement attribuée à la dette de catégorie BBB (57 %) dont une petite portion est répartie entre les titres BBB-BB (3 %). Ces pondérations avoisinent celles de l'univers éligible, bien que le poids des obligations notées A soit probablement plus élevé au sein du portefeuille du CSPP. La majorité des titres étant dotés d'une faible notation, l'on peut supposer à juste titre que l'effet du CSPP a essentiellement concerné les *spreads* des valeurs BBB et BB. C'est la raison pour laquelle le programme est jugé plus favorable aux émissions BBB.

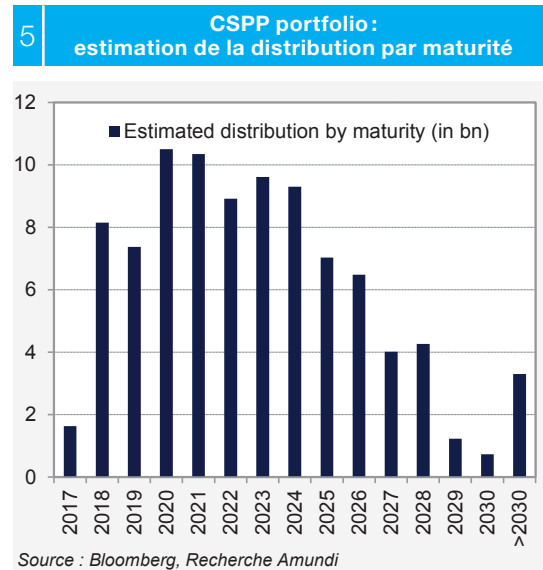
### Comme la BCE gère-t-elle son programme ? Les derniers chiffres font état d'un retrait « en douceur » des achats d'obligations d'entreprise

Dès le mois d'avril 2017, la BCE a abaissé son volume total d'achats mensuels à 60 milliards d'euros, contre 80 milliards d'euros précédemment. Les investisseurs étaient impatients de connaître, grâce aux premières données mensuelles, la composition du QE, la banque centrale n'ayant pas indiqué si et dans quelle mesure la répartition des achats des différentes classes d'actifs pouvait être amenée à changer. En bref, la question principale consistait à savoir si un écart était envisageable vis-à-vis des pondérations initiales des emprunts d'État, supranationaux, obligations garanties et obligations d'entreprise.

Après deux mois d'achats mensuels de l'ordre de 60 milliards d'euros, les données publiées par la banque centrale nous sont désormais plus instructives. En ce qui concerne les obligations d'entreprise, les premières indications leur semblent favorables. En avril et en mai, la BCE a en effet fait l'acquisition de titres pour plus de 7 milliards d'euros par mois, confirmant ainsi les anticipations d'un « retrait en douceur » (*tapering*) des achats de dette privée. En réalité, la valeur totale du portefeuille d'obligations d'entreprise de la BCE a augmenté de 15,2 milliards d'euros au cours de cette période, soit plus de 7 milliards d'euros par mois. Si le chiffre est inférieur à la moyenne de 8 milliards d'euros des mois précédents, lorsque le volume total d'achats s'élevait à environ 80 milliards d'euros, il reste correct compte tenu du nouveau rythme de la banque (60 milliards d'achats par mois). Une réduction « linéaire » des volumes aurait entraîné une baisse de 6 milliards d'euros par mois et, par conséquent, une baisse des volumes de l'ordre de 2 milliards d'euros et non pas d'un milliard d'euros par mois.

### À l'avenir, pourquoi la BCE devrait-elle réduire le CSPP moins que les autres programmes QE ?

Parmi les opérations relevant du QE, le CSPP est le dernier programme lancé par la BCE. Il est en effet en vigueur depuis le mois de juin 2016, soit il y a 12 mois à peine, tandis que le PSPP a été adopté un an plus tôt et le troisième programme d'obligations sécurisées a commencé 18 mois avant le lancement du CSPP. La pondération des portefeuilles de la BCE et les tendances d'achats à venir sont conformes au calendrier des différents programmes. À l'heure où nous rédigeons ces lignes, l'étude du graphique révèle en réalité que la BCE détient seulement 12 % de la dette d'entreprise éligible tandis que les obligations garanties ou les titres supranationaux en représentent plus du double, à savoir environ 30 %. La BCE semble également « plus présente » sur les marchés des emprunts d'État, les participations, toujours importantes sur cette classe d'actifs, ayant d'ores et déjà accumulé près de 20 % de la dette éligible. En d'autres termes, la flexibilité



“ Après un an d'achats la BCE détient seulement 12 % de la dette d'entreprise éligible ”

Juillet/Août 2017

du QE, régulièrement mise en avant par les gouverneurs de la Banque, pourrait également impliquer d'exploiter les différences des programmes, à savoir en fonction de leur degré de « maturité ». En fin d'année, la rareté des actifs pourrait poser problème au sein des marchés des obligations garanties et des supranationaux. Dans l'ensemble, le marché des emprunts d'État ne semblerait pas concerné, bien que certains segments ciblés puissent être plus pénalisés que d'autres. Un ratio d'achat de titres éligibles de 30 % représente un seuil quelque peu conséquent en termes de pondération du marché pour la BCE. Toutes ces questions semblent toutefois s'appliquer aux obligations d'entreprise dans une moindre mesure.

### Nos anticipations quant aux données du CSPP pour la fin d'année et un retrait progressif en 2018

Les dernières informations apportées par Mario Draghi ont confirmé l'engagement de la BCE à l'égard du QE tel qu'il a été planifié, avec un rythme actuel qui devrait être maintenu au moins jusqu'à la fin de l'année. Par conséquent, même en tenant compte d'une réduction plus soutenue des achats mensuels, avec une baisse de 25 % appliquée également aux obligations d'entreprise jusqu'à la fin de l'année 2017, le portefeuille de la BCE gagnerait environ 43 milliards d'euros, passant ainsi de 92 milliards d'euros actuellement à 135 milliards d'euros à la fin de l'année – soit environ 17 % de l'encours éligible. La BCE devrait annoncer à la fin de l'été sa stratégie pour 2018 ; un retrait progressif est pressenti l'année prochaine, sous réserve que les conditions macroéconomiques s'améliorent et selon le volume qu'atteindra le QE d'ici la fin de l'année. Dans le cas d'un *tapering* en douceur, la BCE pourrait annoncer une baisse de 30 milliards d'euros en 2018, ce qui réduirait de moitié le volume d'achats mensuels l'année prochaine (qui atteindrait 30 milliards d'euros par mois contre 60 milliards d'euros actuellement). Dans un tel scénario, les achats mensuels du CSPP passeraient de 6 milliards à 3 milliards d'euros, soit un volume global de 36 milliards d'euros pour l'ensemble de l'année 2018. Par conséquent, le portefeuille de la BCE atteindrait environ 170 milliards d'euros d'ici la fin de l'année 2018 (22 % de la dette éligible). Ce type de scénario constituerait une sorte de compromis entre les attentes conciliantes (avec une diminution dès la fin du premier trimestre 2018) et une trajectoire plus ferme (réductions mensuelles plus soutenues). Dans le même temps, le *tapering* pourrait se révéler être linéaire parmi les différentes classes d'actifs (en supposant une baisse du QE total à 30 milliards d'euros d'achats par mois). Ces chiffres ne tiennent pas compte de la dette supplémentaire créée sur les marchés primaires susceptibles d'augmenter l'univers éligible au cours des prochains trimestres. Si l'on suppose que le volume des nouvelles transactions arrivant sur le marché sera équivalent à celui de l'année passée, la pondération du portefeuille de la BCE aurait une dilution d'environ 20 % vis-à-vis de la dette éligible. Ce pourcentage est particulièrement proche du taux déjà atteint par le PSPP pour les emprunts d'État mais, dans le cas des obligations d'entreprise, il devrait être atteint au cours des 18 prochains mois.

### Quel est le rôle des achats liés aux réinvestissements des obligations venant à maturité ?

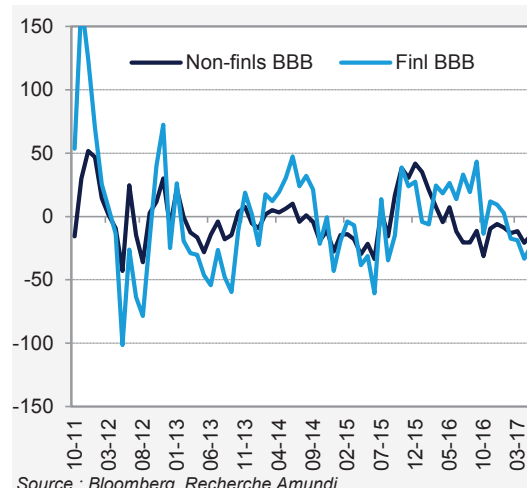
Plus le portefeuille du CSPP gagnera en volume au fil du temps, plus les réinvestissements seront conséquents par rapport à la taille du marché : l'estimation actuelle du profil de maturité du CSPP table sur une dette d'environ 17 milliards d'euros (18 % du portefeuille total du CSPP) venant à maturité avant la fin 2019. Les estimations des chiffres les plus élevés concernant les rachats portent en réalité sur les deux années suivantes, avec près de 10 milliards d'euros en 2020 et en 2021. Pour synthétiser, ce sont 37 milliards d'euros d'obligations d'entreprise détenues par la BCE (environ 41 % des participations totales) qui arriveront à maturité dans les quatre prochaines années et demie. Comme expliqué précédemment, nos projections indiquent que d'autres achats seront effectués au cours des 18 prochains mois, pour un volume estimatif de 80 milliards d'euros, soit près du double des participations actuelles de la BCE. Cela signifie que les besoins en matière de rachats commenceront à jouer un rôle en 2018, portant ainsi la demande globale de la Banque centrale à un volume proche de 90 milliards d'euros au cours des six prochains trimestres. Si



La BCE devrait annoncer à la fin de l'été sa stratégie pour 2018



6 Ecart entre le spread et la valeur d'équilibre : non-finl BBB vs finl BBB



Juillet/Août 2017

la BCE venait à sonner le glas de son programme CSPP d'ici la fin de l'année 2018, l'activité de réinvestissement des trois prochaines années pourrait atteindre environ 14 milliards d'euros en 2019, 19 milliards d'euros en 2020 et 21 milliards d'euros en 2021. Ces chiffres révèlent que la présence de la BCE sur les marchés des obligations d'entreprise devrait continuer de jouer un rôle majeur pour les années à venir, même à l'issue de ses programmes d'achats directs.

### Valorisations: l'écart initial entre dettes éligibles et non éligibles est désormais presque comblé

Après une forte surperformance durant les premiers mois, les obligations éligibles se sont progressivement fait « rattraper » par d'autres titres, et les valorisations des obligations d'entreprise sont désormais bien plus conformes aux valorisations des obligations non éligibles dans le secteur non financier. En bref, l'écart entre les *spreads* des entreprises non financières éligibles et non éligibles s'est considérablement réduit. De la même façon, la différence entre le *spread* de marché et le *spread* de la juste valeur de titres financiers et non financiers notés BBB semble également aujourd'hui conforme. À l'annonce du CSPP, la réaction initiale du marché était assez sélective et principalement favorable à la dette éligible. Néanmoins, au cours des mois et des trimestres suivants, l'impact positif du QE s'est de plus en plus fait sentir sur la dette non financière non éligible ainsi que sur la dette bancaire, ces deux segments ayant bénéficié de la poursuite de la quête de rendement et des surprises macroéconomiques positives. Le solide rebond des actions financières depuis le mois de juillet 2016 a fortement contribué au rétrécissement de l'écart des valorisations entre la dette financière et la dette non financière. En conclusion, l'éventuelle annonce d'un *tapering* par la BCE serait effectuée dans un contexte de valorisations plutôt équilibrées sur l'ensemble des secteurs, ce qui réduirait les risques d'un revirement de tendance soudain dès la fin du programme CSPP de la BCE. À l'inverse, l'impact à long terme du CSPP sur la valeur relative des marchés du crédit se traduira par un élargissement de la base entre CDS et obligations cash. Et c'est le cas pour les obligations non financières et financières. À cet égard, l'annonce d'un retrait progressif devrait conduire à une compression de la base entre CDS/obligations cash.



L'écart initial entre dettes éligibles et non éligibles est désormais presque comblé



### Nos conclusions quant aux effets d'une réduction du QE sur les obligations d'entreprise

#### Impacts à court terme

Sur la base de nos réflexions précédentes, nous pouvons définir un scénario possible pour les marchés du crédit dans le cas où la BCE annoncerait un retrait de son programme d'achat dans la dernière partie de l'année ou après l'été. Selon nous, en 2018, la BCE devrait réduire ses achats d'obligations d'entreprise dans une moindre mesure par rapport aux autres classes d'actifs, et les chiffres du mois d'avril et de mai semblent soutenir cette thèse. Si cette situation devrait permettre de limiter l'impact négatif sur les marchés du crédit par rapport à d'autres classes obligataires, elle ne sera probablement pas suffisante pour enrayer toute réaction négative dès l'annonce éventuelle d'un *tapering*. Cette réaction devrait entraîner une compression de la base entre les obligations synthétiques et les obligations cash et, bien que la valeur relative ne semble plus « déséquilibrée », à une réaction plus négative des titres non-financiers que des obligations financières. En réalité, l'annonce d'une diminution des achats se solderait vraisemblablement par une augmentation des rendements obligataires et, à court terme, par une hausse de la volatilité implicite des actions : ces facteurs pourraient tous deux contribuer à élargir les *spreads* des obligations non financières, mais la sensibilité à ces deux variables semble différente pour les titres financiers. Un revirement, même progressif, de la politique monétaire, serait en réalité favorable aux perspectives des bénéfices des banques à moyen et long termes, grâce à de meilleures marges d'intérêt nettes. En revanche, une hausse des rendements obligataires impliquerait une augmentation des coûts de financement pour les valeurs industrielles et en particulier les télécommunications et les services d'utilité publique. En outre, au sein de l'univers des titres non financiers, les obligations à haut rendement

Juillet/Août 2017

devraient être relativement moins pénalisées par la hausse des rendements obligataires que les obligations Investment Grade, comme ce fut déjà le cas avec l'« effet Trump ». Les obligations à haut rendement semblent en effet moins sensibles au risque de duration grâce à leur coussin de *spread* plus élevé, ainsi qu'au risque de substitution entre les obligations d'entreprise de haute qualité et les emprunts d'État par des investisseurs en quête de rendements absolus. Enfin, ce segment s'est avéré être plus résistant face aux risques politiques que celui de l'Investment Grade. Notre préférence actuelle pour la dette à haut rendement parmi les titres non financiers, et pour la dette financière notée Investment Grade semble par conséquent conforme à de telles conclusions.

#### Impacts à moyen et long termes

Après une possible réaction négative face à l'annonce d'un éventuel *tapering*, le crédit pourrait, lors de la phase suivante, bénéficier encore un temps des interventions de la BCE sur le marché. Même si les achats mensuels devaient être réduits, le volume du portefeuille du CSPP continuerait d'augmenter pour atteindre une taille conséquente qui, à son tour, nécessiterait de nombreux réinvestissements pour conserver sa valeur. Nous avons présenté un scénario pour lequel la valeur actuelle du CSPP pourrait presque doubler dans les 18 prochains mois et les importants besoins en matière de réinvestissement annuel atteindraient 15 à 20 milliards d'euros au cours des années suivant la fin du programme. Pour résumer, la pondération des opérations de la BCE sur les marchés secondaire et primaire diminuera sans aucun doute, mais la demande pour les obligations d'entreprise perdurera un long moment et permettra de réduire l'effet de l'offre sur les marchés du crédit.

## 7 Chine : l'ouverture des marchés est la nouvelle norme

MO JI, *Stratégie et Recherche Économique*

La forte correction des actions chinoises en juillet 2015, la dévaluation surprise du renminbi en août 2015, le coupe-circuit d'une semaine instauré au niveau des actions A en janvier 2016 et l'érosion des réserves de change à hauteur de 1 000 milliards de dollars entre 2015 et 2016, qui a donné lieu à des mesures de contrôles des capitaux, sont autant d'événements qui font de plus en plus redouter des retards dans l'ouverture des marchés financiers chinois.

Bien au contraire : l'inclusion du renminbi dans le panier des droits de tirage spéciaux (DTS) depuis octobre 2016, le programme Stock Connect entre Shenzhen et Hong Kong en décembre 2016 et, plus récemment, l'inclusion des actions A dans l'indice MSCI, en juin 2017, et le dispositif Bond Connect avec Hong Kong en juillet 2017 sont un message fort adressé aux investisseurs internationaux : l'ouverture des marchés financiers chinois devient la nouvelle normalité.

C'est pourquoi il nous semble que ceux qui sous-estimeront l'importance de cet événement sont voués à être soit perdants, soit mal positionnés. Étant donné que les marchés actions chinois représentent 10 % de la capitalisation mondiale et que le marché obligataire de la Chine est le 3<sup>e</sup> plus grand au monde, leur intégration ne peut que s'améliorer ; c'est pourquoi les investisseurs internationaux auraient grand tort de les négliger ou de les ignorer à l'avenir.

Dans cet article, nous évoquerons également les derniers développements liés à l'inclusion des actions A dans l'indice MSCI fin juin, ainsi que le programme Bond Connect instauré début juillet. L'ouverture des marchés financiers devient une nouvelle norme que les investisseurs internationaux ne peuvent pas se permettre de sous-estimer.

### Quel est le calendrier du Northbound Bond Connect ?

Ce programme, qui supprime les quotas imposés jusqu'alors par l'intermédiaire des permis QFII, a été lancé le 3 juillet 2017.

### Pourquoi est-ce important sur le plan stratégique ?

1. L'inclusion du renminbi dans les droits de tirage spéciaux (DTS) a pris effet en octobre 2016. Dès lors, les banques centrales de par le monde ont commencé à renforcer leurs positions en renminbi pour les faire coïncider avec le poids de la devise chinoise dans le panier des DTS (10,92 %). Et le meilleur moyen pour le faire est d'investir dans des emprunts d'État chinois. Dans ce cadre, le programme *Northbound Bond Connect* offre un canal réellement efficace pour aider les banques centrales à mener à bien leur mission.
2. Le plan « *One belt, One Road* » (OBOR) prévoyant la construction d'immenses chaînes d'infrastructure reliant la Chine au reste du monde, doit diversifier ses sources de financement, et l'intervention d'investisseurs étrangers sur les marchés obligataires domestiques va précisément pourvoir à ce besoin.
3. Sur le long terme, la participation des investisseurs étrangers sur les marchés obligataires onshore de la Chine va contribuer à l'amélioration de la norme et de la qualité des titres.

### Quel aspect doit être travaillé en priorité ?

Les investisseurs internationaux seraient ravis si la Chine revenait complètement sur ses règles applicables au rapatriement des capitaux. Comme évoqué un peu plus loin, le plafond mensuel des rapatriements de capitaux doit être levé maintenant que les actions A sont incluses dans l'indice MSCI. La suppression de ce plafond renforcerait nettement l'intérêt des investisseurs étrangers pour le marché obligataire onshore, à côté duquel ils ne peuvent pas se permettre de passer.

## L'essentiel

**L'ouverture des marchés financiers chinois devient désormais la norme. Compte tenu de la taille actuelle des marchés actions et obligataires chinois, et du potentiel d'amélioration des produits, réglementations, etc., les investisseurs qui sous-estiment la vitesse et l'ampleur de cette ouverture seront soit perdants, soit mal positionnés pendant la prochaine étape de l'évolution des marchés internationaux.**

Le programme *Northbound Bond Connect* revêt une importance stratégique pour trois raisons : 1. Les banques centrales mondiales vont augmenter leurs positions en obligations chinoises maintenant que le renminbi est inclus dans les DTS ; 2. Le projet « *One belt, One Road* » (OBOR) doit diversifier ses sources de financement ; 3. La présence d'investisseurs étrangers sur les marchés obligataires onshore de la Chine permettra d'améliorer la qualité et la norme de ces actifs sur le long terme.

L'inclusion des actions A chinoises dans l'indice MSCI est à la fois symbolique et historique. Contrairement à ce que craignent certains, cette intégration ne va faire qu'accélérer la réforme plus que nécessaire des marchés actions de la Chine.

“ Les investisseurs ne doivent pas sous-estimer l'ouverture des marchés financiers chinois ”

“ *Northbound Bond Connect* est une avancée stratégique ”

Juillet/Août 2017

## Inclusion des actions A chinoises dans l'indice MSCI : cette fois, c'est différent !

Nous anticipons l'inclusion des actions A chinoises dans les indices MSCI EM et MSCI China depuis mai 2017. Cette fois, la situation est en effet différente des trois précédentes tentatives (en 2014, 2015 et 2016), où toutes les demandes de la Chine avaient été rejetées.

### Quels sont les principaux messages de cette annonce ?

1. MSCI va commencer à inclure des actions A à partir de juin 2018, soit un an après son annonce.
2. Ses indices vont intégrer 222 actions de grandes sociétés chinoises.
3. Le poids de la Chine dans l'indice MSCI EM (qui représente 1 600 milliards USD) s'élèvera alors à 0,73 % compte tenu du facteur d'inclusion fixé à 5 %.
4. L'intégration de ces valeurs se fera en deux étapes. La première aura lieu en mai 2018 et la seconde en août 2018, selon les quotas journaliers du Stock Connect. Si ceux-ci sont totalement supprimés, alors MSCI pourra se contenter d'une seule étape pour inclure toutes les actions A prévues.

### Y a-t-il eu des changements au niveau des deux principaux obstacles qui empêchaient l'inclusion des actions A ?

1. L'obligation de pré-approbation des nouveaux produits financiers a été levée.
2. Les quotas de négociation journalière sur le Stock Connect sont encore présents : des mesures restent à prendre.
3. Les quotas appliqués aux rapatriements mensuels de capitaux sont encore présents : des mesures restent à prendre.

### Pourquoi pensions-nous que cette fois serait la bonne ?

1. L'inclusion proposée reposait sur le Stock Connect (qui résout le problème des entrées/sorties de capitaux).
2. Moins de valeurs proposées (222 au lieu de 448 la fois précédente).
3. Poids plus réduit dans l'indice MSCI EM : 0,73 % (ce qui est plus que les 0,5 % réclamés dans la précédente demande, mais beaucoup moins que dans les propositions émises par le passé).

### Cette inclusion est-elle avant tout symbolique ?

1. En effet, elle relève surtout d'un acte symbolique dans la mesure où les souscriptions potentielles dans les actions A (en gestion active et passive) se montent seulement à environ 7,5 milliards USD.
2. Mais elle est également historique au sens où elle contribue à accélérer le rythme de la réforme du marché actions chinois en renforçant sa visibilité, et par conséquent son impact sur le marché international.
3. Les inquiétudes quant à l'impact réduit de souscriptions si faibles ne sont pas fondées. Même sans cette inclusion, la réforme du marché actions chinois est dans une étape critique qui se produira quoi qu'il arrive. Cette inclusion ne fait qu'accélérer le rythme naturel d'une réforme devenue plus que nécessaire.

### Impact limité sur le marché ?

1. Pour les fonds internationaux *long-only* investis dans des actions A chinoises, il y aura deux possibilités : soit ils sont d'ores et déjà suffisamment exposés, soit ils **renforceront le poids des 50 plus grandes valeurs du marché**, ce qui favorisera un rebond de ces titres.
2. Ceux qui ne sont pas encore exposés aux actions A le feront peut-être au travers de **souscriptions passives** en raison de leurs incertitudes ou de leur inconfort vis-à-vis du marché chinois.



Inclusion des actions A dans l'indice MSCI : cette fois, c'est différent !



Inclusion des actions A dans l'indice MSCI : symbolique, mais historique !



Transparence, liquidité et prévisibilité sont des aspects essentiels





Juillet/Août 2017

**3. Aujourd'hui, les actions A ont tendance à se comporter plus comme des actions H** ; autrement dit, la **divergence** entre les grands groupes et les petites/moyennes capitalisations devient encore plus prononcée. Les investisseurs « value » ont tout intérêt à privilégier la **qualité** au niveau des actions A chinoises, sans se référer à la performance globale de l'indice de marché.

### Que faut-il maintenant pour que la Chine développe un marché plus liquide et plus ouvert ?

1. Encourager la bonne gouvernance des sociétés ;
2. Renforcer la réglementation du marché ;
3. Professionnaliser un marché qui est aujourd'hui dominé par les investisseurs particuliers ;
4. La transparence, la prévisibilité et la liquidité sont des aspects essentiels dans cette transition ; quand la Chine en disposera, ses marchés pourront devenir plus accessibles et plus ouverts.

### Au-delà de l'inclusion des actions A dans le MSCI et du programme Bond Connect, la Chine est-elle en train de renforcer son rôle dans l'économie et les marchés internationaux ?

1. L'économie mondiale est en pleine mutation. L'économie américaine ne joue plus le 1<sup>er</sup> rôle. Ce dernier a été pris par l'économie chinoise.
2. La stabilisation de l'économie chinoise a permis de renforcer le cycle mondial. Un « atterrissage brutal » en Chine aurait un impact considérable sur l'économie mondiale.
3. Depuis au moins deux ans, la stabilisation de l'économie chinoise donne sa forme au cycle économique mondial, qui se révèle plus long que prévu.
4. Étant donné la taille du marché actions et la hausse du PIB en Chine, il est évident que les marchés vont gagner en importance et offrir un degré d'accès, de liquidité et de transparence accru car ils abriteront un nombre croissant de sociétés qui réussissent, à l'image d'Alibaba, Tencent, JD, etc.

### Au-delà de l'inclusion des actions A dans le MSCI et du programme Bond Connect, quelles sont les réformes les plus urgentes à mener en Chine ?

1. La réforme de la structure de l'économie (l'abandon du financement par la dette au profit d'un système financé par les recettes fiscales) revêt une importance primordiale. En modifiant la structure de l'économie, l'impôt sur les ressources/plus-values du capital et la taxe d'habitation, le potentiel au niveau des recettes fiscales est considérable.
2. Il est important de réformer le modèle économique de la Chine, qui doit selon nous s'éloigner davantage des exportations pour donner plus de poids à la demande intérieure. Pour autant, cette demande doit comporter deux dimensions : celle de la consommation mais aussi celle des investissements.
3. Alors, réforme de l'offre ou de la demande ? La demande stimule l'offre, aussi nous paraît-il plus important de privilégier la demande.

### Conclusion

L'ouverture des marchés financiers chinois devient désormais la norme. Compte tenu de la taille actuelle des marchés d'actions et d'obligations chinois, et du potentiel d'amélioration des produits, réglementations, etc., les investisseurs qui sous-estiment la vitesse et l'ampleur de cette ouverture seront soit perdants, soit mal positionnés pendant la prochaine étape de l'évolution des marchés internationaux.



L'ouverture des marchés financiers contribue à accélérer une réforme devenue plus que nécessaire



## 8 Brésil : les marchés de la dette continuent de délivrer pour de bonnes raisons

MARC-ALI BEN ABDALLAH, *Gestion Diversifiée Institutionnels*  
PATRICK HERFROY, *Gestion Diversifiée Retail*

### Le Brésil s'enfonce dans la crise politique

La tension est montée d'un cran entre le Président Temer et le procureur général Rodrigo Janot depuis que ce dernier a déposé une demande de mise en accusation pour corruption passive le 26 juin dernier à l'encontre de Michel Temer. La situation est sans précédent : un président brésilien en exercice accusé d'un crime de droit commun. Pour aboutir cette demande doit être avalisée par deux tiers du Congrès. Si tel devait être le cas, cela provoquerait une suspension immédiate du mandat présidentiel jusqu'à ce que la Cour suprême statue. Une telle perspective apparaît assez peu probable étant donné qu'une large majorité du Congrès est acquise au président. Toutefois, le rejet inattendu de la réforme du travail laisse augurer d'une neutralisation annoncée du gouvernement en matière de réformes.

### La réforme des retraites est un enjeu capital

Pour autant, le Brésil a besoin de réformes pour restructurer une économie durement touchée par la baisse tendancielle des prix des matières premières. Le sujet reste controversé mais la soutenabilité du système des retraites au Brésil se pose étant donné la vitesse de vieillissement de la population (cf. encadré).

#### > Pourquoi la réforme des retraites est-elle inévitable ?

Au Brésil, les contributions de la génération actuelle des actifs financent les pensions de la génération actuelle des retraités. Dans ce type de système, les excédents sont assurés lorsqu'il y a un nombre suffisamment important de salariés comparé à celui des retraités. Le problème du Brésil est très simple : cette économie se confronte à un vieillissement très rapide de sa population. En France, la proportion de personnes âgées de plus de 60 ans a doublé, en augmentant de 10 à 20 % de la population totale entre 1950 et 1995, c'est-à-dire en environ 150 ans. Aux États-Unis, il aura fallu moins de temps puisque ce doublement de 10 à 20 % s'est produit entre 1940 et 2015, soit une vitesse de vieillissement deux fois plus grande. Au Brésil, la vitesse de vieillissement est, quant à elle, six fois plus grande que celle de la France selon les estimations de l'Organisation Mondiale de la Santé<sup>1</sup> puisque la proportion des plus de 60 ans devrait s'accroître de 10 à 20 % entre 2010 et 2035. Actuellement, il y a environ deux contributeurs pour un retraité. Dans moins de 20 ans, il y aura autant d'actifs que de retraités. Le déficit du système de pension s'élève à 3,7 % du PIB en 2016. Selon les projections de la Banque Mondiale, ce déficit représentera 16 % du PIB en 2066<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> World Health Organization (2015) « World health statistics » : [http://www.who.int/gho/publications/world\\_health\\_statistics/2015/en/](http://www.who.int/gho/publications/world_health_statistics/2015/en/)

<sup>2</sup> World Bank (2017) Staff Note Summary Note on Pension Reform in Brazil: Why is it Needed and What Will be its Impact? April 13, 2017

Il est, par conséquent, important que le gouvernement prenne ce sujet à bras-le-corps. L'enjeu est de redonner au Brésil des marges de manœuvres fiscales pour éviter une détérioration de son profil de crédit. L'agence de notation S&P a d'ailleurs placé fin mai la note de crédit – actuellement BB – sous surveillance négative invoquant précisément les risques que fait peser la situation politique actuelle sur les besoins de consolidations fiscales.

### Les actifs cycliques brésiliens n'anticipent pas de dégradation conjoncturelle marquée

Étant donné les développements politiques récents il est à peu près certain que cette réforme sera prise en charge par l'administration issue des prochaines élections présidentielles. Par conséquent, le scénario le plus probable reste celui d'un *statu quo* jusqu'en octobre 2018 à moins que des élections anticipées surviennent d'ici là, ce qui ne peut être exclu.

### L'essentiel

Nous montrons dans cette note que le portage d'actifs de dette souverains ou locaux brésiliens est fondamentalement équivalent à un pari de baisse tendancielle de la volatilité de long terme du real (par opposition à la volatilité de court terme). Cette dernière n'est que le reflet des anticipations conjoncturelles. Elle tend à s'accroître en anticipation de détérioration conjoncturelle et inversement elle s'abaisse en anticipation de reprise.

Dans la mesure où la reprise actuelle devrait être soutenue par la forte désinflation récente qui renforce les revenus réels, ainsi que l'assouplissement des conditions de crédit mise en place par la BCB nous demeurons positifs sur ces deux classes d'actifs. En absence d'aggravation significative de la situation politique qui pourrait remettre en risque le principe même des réformes, et sous hypothèse que les prix des matières premières soient stables voire en hausse, les actifs de dette brésilien sont attractifs. Le portage de la dette locale à 10 % reste protecteur et le *spread* souverains du Brésil devrait s'abaisser encore de 60 pb par rapport à son niveau actuel.



L'enjeu de la réforme des retraites est de redonner des marges de manœuvres fiscales au Brésil pour éviter une détérioration de son profil de crédit



Juillet/Août 2017

L'enlèvement politique actuel pourrait-il conduire à un déraillement conjoncturel ? Les actifs cycliques domestiques (le change et les actions) sont actuellement fortement corrélés. Ils sont, à nouveau, en baisse depuis l'intensification de la crise politique. La performance relative des actions brésiliennes, notamment contre les obligations américaines, est en ligne avec un plus haut de cycle atteint au deuxième semestre de cette année (cf. graphique).

Malgré ces tendances, ce qui mérite d'être souligné est la déformation de la structure à terme de la volatilité implicite de la devise. En particulier, seule la volatilité de court terme a réagi aux successions de mauvaises nouvelles sur le front de politique intérieure.

Cette inertie de la volatilité de long terme de la devise est un élément auquel il nous faut être attentif. Elle traduit le fait que le marché n'a, fondamentalement, pas révisé son scénario de moyen terme, à savoir une sortie de l'économie brésilienne d'une des plus longues récessions de son histoire.

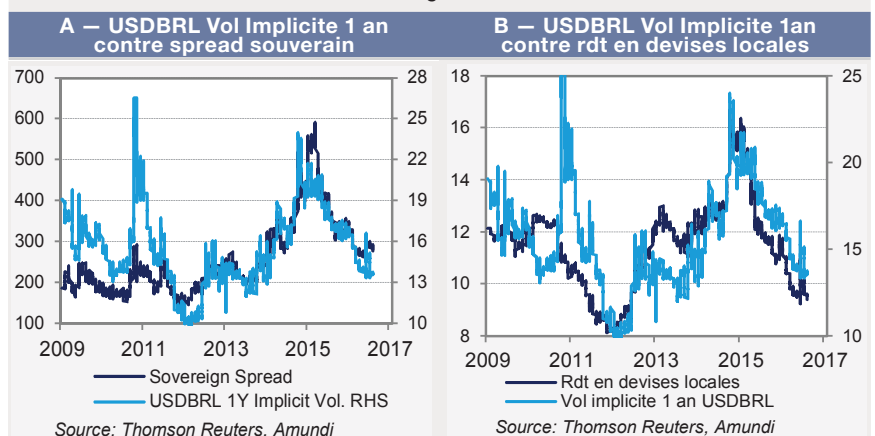
**La désinflation et le plus faible niveau d'endettement sont les deux plus importants facteurs de soutien de la reprise**

La reprise actuelle est renforcée par une désinflation prodigieusement rapide depuis le quatrième trimestre 2015. Le sous-jacent d'inflation s'est abaissé de près de 5 points en moins de deux ans. Cette performance est très largement expliquée par la discipline dont a su faire preuve la Banque Centrale Brésilienne (BCB).

Cette désinflation à très grande vitesse a permis au revenu disponible des ménages de progresser au premier trimestre après huit trimestres consécutifs de baisse. En outre, la baisse rapide des taux augure d'une reprise du crédit qui viendrait soutenir la demande domestique. Cette reprise est d'autant plus envisageable que l'économie brésilienne a amorcé un désendettement de son secteur privé depuis plus de trois ans pour les ménages et environ un an et demi pour le secteur des entreprises. Le Brésil est aujourd'hui une des économies émergentes les plus avancées dans son processus de désendettement.

**> Pourquoi la détention des taux ou du crédit émergents en portefeuille revient à un pari sur la volatilité ?**

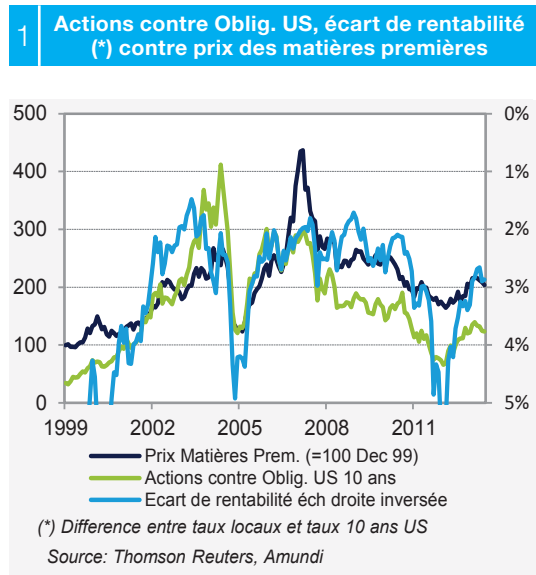
Cet encadré vise à montrer que détenir de la dette émergente souveraine ou des taux locaux d'une économie, dont la devise est à haut rendement, revient à anticiper une baisse tendancielle de la volatilité de long terme de cette devise.



Dans le cas de l'indice JP Morgan GBI-EM de dette locale, une simple décomposition de la variance des rendements en dollar permet de montrer que :

- (a) la variance de la devise représente environ 60 % de la variance des rendements en dollar et que,
- (b) la covariance entre la devise domestique et les rendements locaux représente, quant à elle, 33 % de la variance des rendements en dollar.

En somme, le risque devise (volatilité de la devise et risque de corrélation entre taux et devises) constitue 93 % du risque de la classe d'actifs. Dans le cas des taux brésiliens, ce ratio s'abaisse à 87 % pour la simple et bonne raison que les taux locaux sont beaucoup plus volatils.



“ La performance des actions brésiliennes contre les obligations américaines est en ligne avec un plus haut de cycle atteint au deuxième semestre de cette année ”

“ La stabilité de la volatilité implicite de long terme de la devise traduit le fait que le marché n'a, fondamentalement, pas révisé son scénario de reprise au Brésil ”

Le lien entre taux souverains et devise domestique apparaît de prime abord moins évident dans la mesure où les investisseurs choisissent d'investir dans ce type d'actif pour s'affranchir d'une gestion de l'exposition à la devise locale. Et pourtant... le graphique A nous montre empiriquement qu'il existe bien une « corrélation » entre *spreads* souverains et volatilité de long terme de la devise, dans le cas du Brésil, et qu'il semble même qu'elle s'est renforcée depuis 2011 c'est-à-dire depuis le début des difficultés des économies émergentes et du Brésil en particulier.

L'intuition fondamentale est d'ailleurs en faveur de l'existence d'un lien entre les *spreads* souverains et la volatilité des devises du fait que les larges mouvements de cette dernière sont essentiellement liés au déplacement des équilibres extérieurs de l'économie concernée. On peut approfondir cette intuition.

**I. Relation entre taux locaux et *spreads* souverains sous hypothèse de volatilité constante de la devise à long terme**

Dans un régime constant de volatilité à long terme contre USD, le *spread* souverain, ou prime de risque de crédit, et les taux locaux varient dans le même sens. En effet, une volatilité constante à long terme de la devise implique que celle-ci soit plus ou moins ancrée au dollar. Dans cette configuration, le pays perd de son indépendance monétaire en important le biais de politique monétaire de la Fed.

Dans ce cas, les taux locaux se comporteront, à une prime de risque près liée à la liquidité, peu ou prou comme les rendements en dollar de la dette souveraine. Autrement dit, *spread* et taux locaux devraient être positivement corrélés.

**II. Relation entre taux locaux et *spreads* souverains sous hypothèse de volatilité de long terme non constante**

Cette hypothèse est plus réaliste. Dans ce cas, la configuration est sensiblement différente. Cette fois, il faut envisager qu'il soit possible d'arbitrer taux locaux et taux souverains dans la mesure où le risque lié à la devise et le risque souverain ne sont pas corrélés à tout instant mais comme on le notait précédemment ils le sont forcément à moyen terme.

Aux différences de liquidité des deux types de dette près, l'écart entre rendements souverains et rendements locaux représente le supplément de rémunération que les investisseurs exigent pour s'exposer au risque de change.

La formalisation de ces deux régimes de volatilité de change peut être approchée de manière simple par un modèle linéaire du type :

$$\lambda \text{ Sprd} + \mu \text{ LY} = v_0 + v_1 \sigma_{1Y} + \varepsilon^*(1)$$

où *Sprd* représente le *spread* souverain de l'économie considérée, *LY* les taux locaux (approximés par le rendement de l'indice JP Morgan GBI-EM),  $\sigma_{1Y}$  la volatilité implicite 1 an de la devise,  $\varepsilon^*$  une prime de risque cyclique qui serait commune aux *spreads* et taux locaux.

Cette spécification revient à écrire que les primes de risque souveraines et les rendements locaux ont un comportement régi essentiellement par le risque devise. On peut réécrire l'équation (1) sous la forme (2) dans laquelle le coefficient devant le *spread* a été normalisé.

$$\text{Sprd} + \eta \text{ LY} = v_0 + v_1 \sigma_{1Y} + \varepsilon^* \quad (2)$$

L'équation (2) correspond à un modèle de régression linéaire, à ceci près que les variables utilisées ne sont pas stationnaires. Elles sont intégrées d'ordre 1. Ceci impose d'avoir recours à une approche par cointégration.

Le test de Johansen confirme notre hypothèse à savoir qu'il existe une tendance commune entre le *spread*, les taux locaux et la volatilité implicite à 1 an de la devise au seuil des 10 %.

**Procédure de Johansen**

**Type de test:** valeur propre maximale (lambda max), sans tendance linéaire et constante de cointégration.

**Valeur de la statistique du test et seuils critiques:**

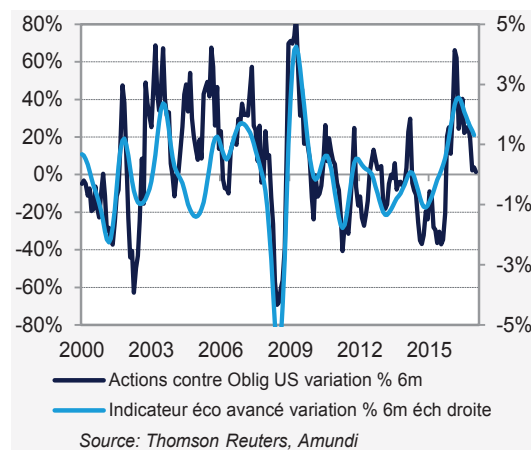
	test	10pct	5pct	1pct
$r <= 2$	3.77	7.52	9.24	12.97
$r <= 1$	6.28	13.75	15.67	20.20
$r = 0$	<b>19.22</b>	<b>19.77</b>	22.00	26.81



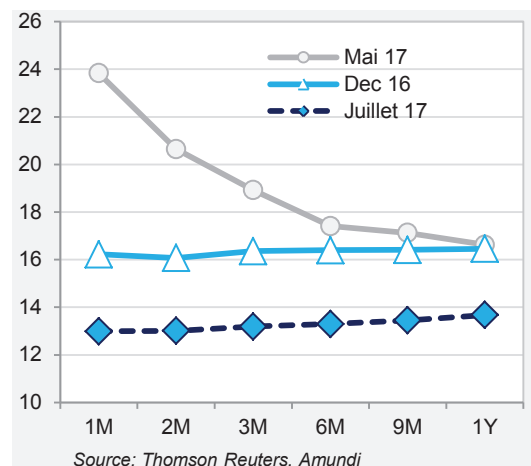
Le Brésil est aujourd'hui une des économies émergentes les plus avancées dans son processus de désendettement



**2** Actions brésiliennes vs Obligations US et indicateur éco. avancé du Brésil (variation % 6m)



**3** Distorsions récentes de la structure à terme de la volatilité implicite du real



Juillet/Août 2017

**Valeurs propres, normalisées de la première colonne :**

(Ce sont les relations de cointégration)

Par ailleurs, la valeur du coefficient  $\eta$  de la relation (2) est estimée à 6.17. Elle est donc très largement supérieure à 1. En considérant le coefficient de la volatilité implicite à 1 an, il en résulte qu'un choc de volatilité à un an de 100 pb se traduit par une hausse quasi insignifiante de 3 pb pour le *spread* de crédit du Brésil et une hausse de 20 pb sur le rendement de l'indice GBI-EM Brésil.

**Poids des valeurs propres**

	Sprd	Loc Yld	IVOL1Y	constant
Sprd	1.00000	1.00000	1.00000	1.000000
Loc. Yld	<b>6.171331</b>	84.21882	221.46059	126.813982
IVOL1Y	-35.882896	25.39833	-80.53325	6.767886
Constant	190.684133	309.13948	3662.27433	2107.215867

**Le portage des *spreads* brésiliens demeure attractif**

Il existe des éléments fondamentaux qui permettent de défendre l'idée que la reprise actuelle dispose des capacités à résister aux turbulences politiques actuelles, et ce d'autant plus que les élections générales sont dans un peu plus d'un an à peine.

Dans ce contexte, le portage des actifs brésiliens demeure-t-il attractif? L'encadré 2 fournit un cadre d'analyse du comportement relatif des *spreads* souverains conditionnellement à la volatilité de la devise. Deux conclusions en ressortent. Premièrement, un choc d'anticipations de la volatilité de long terme – dont un proxy est la volatilité implicite 1 an – impacte en moyenne six fois plus les taux locaux (approximés par le rendement de l'indice GBI-EM Brésil) que le *spread* souverain du Brésil. Deuxièmement, le portage des taux locaux ou du *spread* souverain est équivalent à un pari de baisse tendancielle des anticipations de volatilité de la devise à long terme.

Le *spread* souverain du Brésil est, au moment de l'écriture de cette note, de 290 pb<sup>1</sup> il devrait être de 230 pb compte tenu du niveau de la volatilité implicite à 1 an du real, qui est de 13,4 %, et du rendement du GBI-EM *Global Diversified* (proxy de taux locaux) qui est de 9,7 %. Ceci ouvre la perspective d'un extra-gain de 3,9 % en sus d'un portage du *spread* de 2,9 % ce qui permettrait d'absorber la volatilité récente des taux longs américains.

**Le comportement des matières premières doit être pris en compte**

La volatilité implicite de long terme du real est à la baisse depuis septembre 2015 soit environ six mois avant le début d'un ralentissement de la détérioration de l'activité au Brésil. Cette date correspond aussi au point bas des performances des devises à haut rendement telles que le real, le peso colombien, le rand sud-africain, le rouble ou la livre turque. On ne peut exclure que, au-delà des facteurs domestiques, d'autres éléments exogènes à la conjoncture brésilienne, à l'instar de l'appétit pour les actifs émergents, peuvent aussi entrer en ligne de compte.

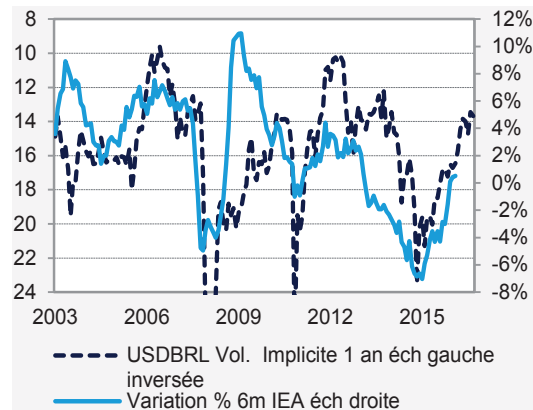
Le graphique 1 montre qu'en général les actions brésiliennes surperforment les emprunts d'État américains (réduction de la prime de risque des actions domestiques), simultanément les taux locaux surperforment les taux américains lorsque les prix des matières premières sont à la hausse. En d'autres termes, il est impossible de faire abstraction de paramètres globaux comme la tendance des prix sur les matières premières, l'appétit pour les actifs émergents ou les conditions de liquidité globale.

**Quel potentiel de baisse des anticipations de volatilité de moyen terme?**

Une bonne part de la réponse se loge dans le niveau du taux d'équilibre neutre pour la BCB. Une banque centrale émergente trop accommodante pourrait

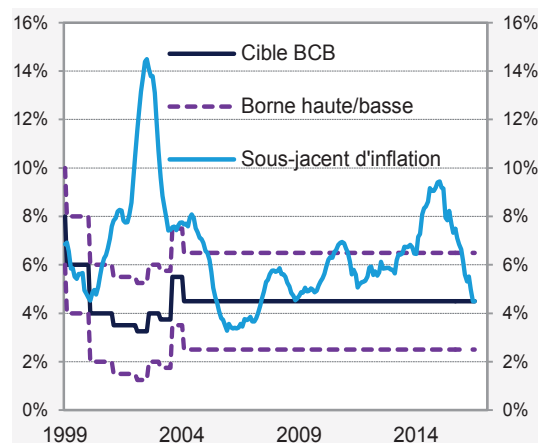
<sup>1</sup> Spread de l'indice EMBI Global Diversified

**4 USD/BRL Volatilité Implicite 1 an et indicateur éco avancé**



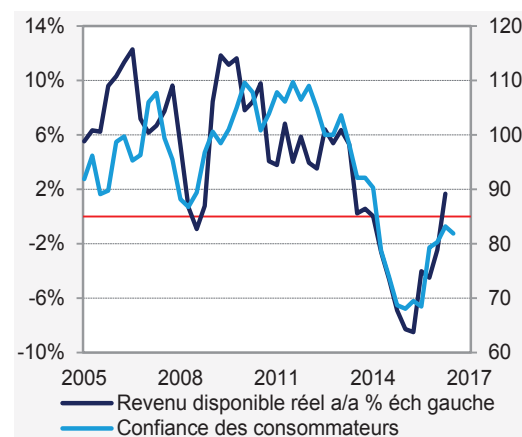
Source: Thomson Reuters, Amundi

**5 Sous-jacent d'inflation**



Source: Thomson Reuters, Amundi

**6 Revenu disponible réel**



Source: Thomson Reuters, Amundi

Juillet/Août 2017

ruiner ses efforts sur la maîtrise de l'inflation en déstabilisant sa devise. A contrario, un biais monétaire trop restrictif pourrait impacter la reprise actuelle.

L'exercice d'estimation du taux neutre est particulièrement ardu mais il est possible d'obtenir des indications sur ce taux à partir de quelques principes empirique simples. L'idée est que le niveau du sous-jacent d'inflation joint au niveau d'indicateurs d'utilisation des capacités de production doit permettre d'évaluer une sorte de taux de politique neutre.

En procédant de la sorte, on obtient un taux « empirique » neutre estimé à 10,7 % pour un taux d'utilisation des capacités de 78 % (hypothèse de retour au niveau de février 2016) et un sous-jacent d'inflation en ligne avec la cible de la BCB à savoir 4,5 %. À 10,25 %, la BCB est très proche d'un taux plutôt neutre. Ceci a l'avantage de ne pas mettre en risque la conjoncture brésilienne tout en préservant la stabilité de la devise. En supposant une hausse de taux supplémentaire de la Fed d'ici à décembre, et encore une baisse de 50 pb de la part de la BCB et des taux dix ans américains autour de 2,2 %, le rendement d'équilibre de l'indice Brésil de dette locale (JP Morgan GBI-EM Global Diversified) devrait se stabiliser à environ 10 %, ce qui correspond précisément au portage actuel.

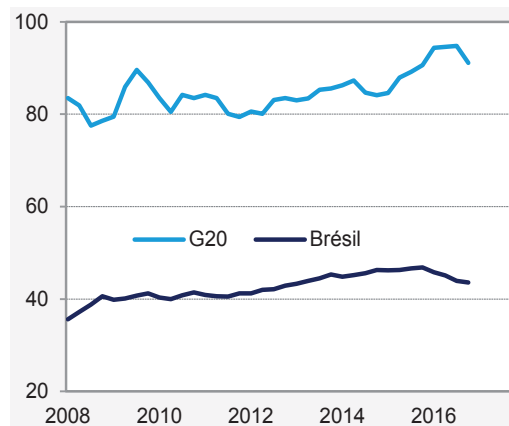
**En conclusion, en absence d'aggravation significative de la situation politique qui pourrait remettre en risque le principe même de la réforme des retraites, et sous hypothèse que les prix des matières premières soient stables ou en hausse, les actifs de dette brésiliens apparaissent attractifs. Le portage de la dette locale à 10 % reste protecteur et le *spread* souverain devrait s'abaisser encore de 60 pb par rapport à son niveau actuel.**



Le Brésil est aujourd'hui une des économies émergentes les plus avancées dans son processus de désendettement

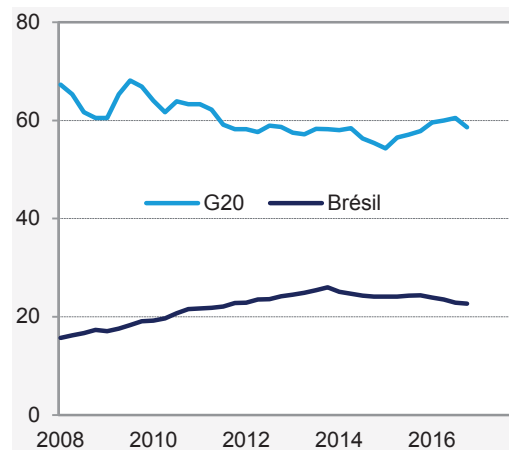


**7 Crédit aux entreprises non financières (% PIB)**



Source: Thomson Reuters, Amundi

**8 Crédit aux ménages (% GDP)**



Source: Thomson Reuters, Amundi

## 9 Disruption 2.0\_ Le décrochage de la publicité ravive les craintes structurelles dans le secteur média : un tournant ?

FRÉDÉRIC LABIA, *Analyse Actions*

Le fléchissement de la publicité aux États-Unis et en Europe malgré un contexte macroéconomique favorable a ravivé les craintes structurelles, entraînant une sous-performance des agences de publicité et des chaînes TV. La faiblesse relative de la croissance du marché publicitaire sur fond de données macroéconomiques solides aura clairement été un thème dominant pendant la saison des résultats du 1<sup>er</sup> trimestre.

- En particulier, la croissance organique moyenne des revenus des cinq premières agences publicitaires au niveau mondial s'est établie à seulement 1,7 % au 1<sup>er</sup> trimestre, soit le taux de croissance le plus faible depuis sept ans, dans le sillage du fléchissement amorcé dès le 3<sup>e</sup> trimestre 2016. Les agences publicitaires ont particulièrement souffert aux États-Unis.
- Les recettes publicitaires des diffuseurs ont également connu une évolution morose au 1<sup>er</sup> trimestre, en diminution de 1 % alors que le marché tablait sur une hausse de 1 %, et en baisse par rapport au quatrième trimestre 2016 (0 %). Par ailleurs, les perspectives pour le deuxième trimestre ont déçu chez ITV (-6 % sur les quatre premiers mois de l'année, -8 % en mai, -15-20 % en juin) et ProSieben, qui a légèrement revu à la baisse ses perspectives pour la publicité télévisée en Allemagne en 2017, de 2-3 % à 1,5-2,5 %.
- De plus, certains observateurs notent un nouveau fléchissement de la publicité télévisée sur l'ensemble des marchés européens au deuxième trimestre. Selon une enquête réalisée par DB, la diminution du budget publicité de leurs clients a contraint les agences à réviser leurs prévisions sur l'année à la baisse sur l'ensemble des principaux marchés.

Pour certains analystes, un schéma s'est dégagé ces neuf derniers mois : la télévision traditionnelle dite « linéaire » n'évolue plus à l'unisson de la confiance des consommateurs et des tendances du PIB. Autrement dit, les dépenses publicitaires télévisuelles sont en rupture avec les données macroéconomiques. La télévision linéaire ne s'effondre pas, mais une part importante des nouvelles campagnes va à la vidéo en ligne, sur les réseaux sociaux et les mobiles. Les marchés en proie à la rupture la plus forte sont également ceux qui assistent à l'évolution la plus rapide des habitudes de consommation : le public passe moins de temps à regarder la télévision linéaire au profit des vidéos en ligne et sur mobiles.

### L'essentiel

**Le fléchissement de la publicité aux États-Unis et en Europe malgré un contexte macroéconomique favorable a ravivé les craintes structurelles, faisant sous-performer les titres des agences de publicité et des chaînes TV ces derniers mois.**

Selon nous, les obstacles à court terme tiennent davantage à des facteurs cycliques, à savoir la pression exercée par les professionnels du marketing produits de grande consommation (PGC), qu'à des facteurs structurels. Toutefois, même en cas de réaccélération de la croissance, une partie de la sous-performance récente ne sera pas rattrapée car elle est liée à l'émergence de modèles d'activité moins friands de médias. Les agences vont maintenant devoir faire face à une disruption indirecte, celle de leurs clients...

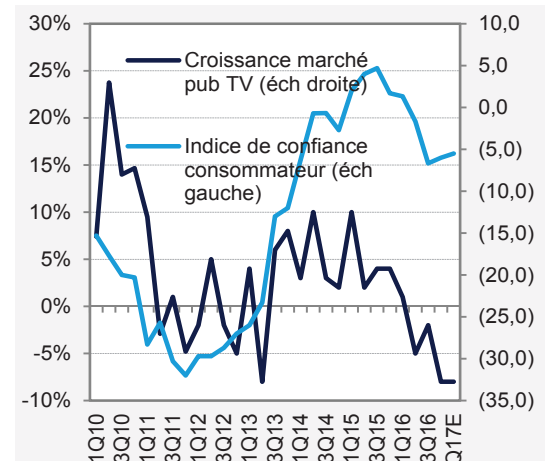


Une tendance émerge : la rupture des dépenses publicitaires télévisuelles avec les données macroéconomiques

### Exposition agences par catégorie de client

%	WPP	Publicis	Havas	Omnicom	Interpublic
<b>PGC</b>	31	27	13	23	21
- dont Alimentation	15	12	9	13	13
- dont Hors-alimentation	16	15	4	10	8
<b>Santé</b>	11	13	16	12	21
<b>Automobile</b>	13	13	8	8	16
<b>TMT</b>	12	13	11	14	21
<b>Distribution</b>	5	6	5	6	6
<b>Voyages et divertissement</b>	6	7	12	7	na
<b>Finance</b>	8	14	11	7	9
<b>Autres</b>	14	7	24	23	6

### 1 TV Royaume Uni vs. confiance consommateur



Source : Données sociétés, Bloomberg Finance, Recherche Amundi

Juillet/Août 2017

Mais on peut aussi penser que c'est la faiblesse du secteur des produits de grande consommation (PGC) qui est en grande partie à l'origine de ce repli. Les agences publicitaires et les diffuseurs sont en effet actuellement confrontés à un environnement de croissance difficile, essentiellement en raison de la diminution des dépenses de publicité pour les PGC conjuguée à la morosité du secteur de la distribution en général. Selon Nielsen, les ventes de PGC ont chuté de 2,5 % en volumes unitaires au premier trimestre, contraignant P & G, Nestlé, Unilever et consorts à chercher des moyens de protéger leurs marges. Avec une part du chiffre d'affaires des agences comprise entre 25 et 33 %, les PGC représentent un secteur majeur pour les agences publicitaires et les diffuseurs.

Face au ralentissement de la croissance des ventes, les réductions des coûts deviennent la priorité et sur cette question, les fabricants de PGC se sont concentrés sur trois domaines :

- une orientation croissante vers les publicités digitales, moins chères : c'est en réalité l'expression d'un phénomène ancien dans la mesure où les annonceurs ont depuis des années déjà accompagné le déplacement des audiences vers internet
- la réduction du nombre global d'agences et de prestataires de services. Ainsi, Unilever a annoncé son intention de diviser par deux le nombre de ses agences de publicité afin d'élargir ses volumes d'achats avec ses partenaires.
- Et aussi une volonté de payer moins pour les mêmes services, ce que les agences sont contraintes d'accepter si elles souhaitent conserver leurs clients ou en gagner de nouveaux. P & G a annoncé des économies potentielles de plus de 2 milliards de dollars sur ses dépenses marketing, dont plus de la moitié sur les achats médias, et d'environ 0,5 milliard de dollars grâce à la baisse des frais des agences et des coûts de production des publicités.

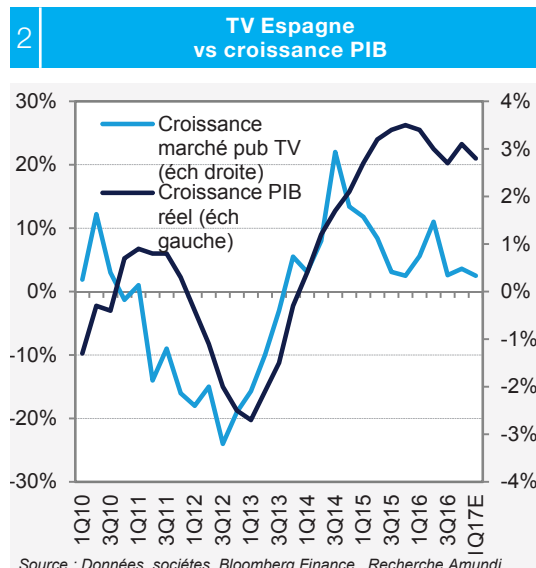
Il existe cependant quelques motifs d'espoir à court terme. Alors que le taux de croissance actuel des ventes de biens de consommation est morose par rapport aux années précédentes, il se situe toujours à des niveaux relativement « normaux ». Nombre de marques PGC voient un phénomène cyclique dans le déclin récent des volumes, estimant que le point bas a été atteint et qu'il y aurait un potentiel de hausse significatif (même si les prévisions de croissance ont été ramenées au niveau de 1-3 %). Le niveau absolu des dépenses publicitaires des entreprises sera certainement appelé à augmenter ou réaccélérer sous l'effet de la reprise de la demande des ménages.

**MAIS PAS SI VITE!** Alors que la réaccélération de la demande des ménages devrait avoir un impact positif sur les dépenses en publicité, celui-ci sera tempéré, selon nous, par d'autres obstacles externes structurels. Le fait est que le changement technologique et l'évolution des modèles d'activité ont modifié la nature des relations entre annonceurs et agences.

Le principal changement structurel impactant les dépenses publicitaires est l'adoption de modèles d'activité moins friands de publicité et de promotions. Les stratégies de vente directe (principale raison de l'acquisition de Dollar Shave Club par Unilever), l'adoption généralisée de formats de boutiques indépendantes (tels que la marque de thé T2 d'Unilever ou les magasins indépendants des groupes cosmétiques, tels que Kiehl's de L'Oréal, Urban Decay ou Smashbox d'Estée Lauder) ou les marques « hors médias traditionnels » telles que NYX de L'Oréal qui sont 100 % numériques sont autant d'exemples de ce changement de modèle d'activité.

Du côté de la demande, des produits artisanaux plus localisés, qui peuvent dans certains cas être plus chers, deviennent plus recherchés que les produits de grande consommation. Cette tendance est défavorable aux agences car par nature, les biens de niche ne sont pas produits ou commercialisés à grande échelle. Ils ne nécessitent pas la coordination et l'ampleur des agences traditionnelles.

Le passage au digital ouvre de nouvelles portes aux professionnels du marketing, dont certaines sont très éloignées des médias. L'essor du numérique



“  
Même en cas de réaccélération de la croissance, cela ne sera pas suffisant à nos yeux.”



Juillet/Août 2017

révolutionne en profondeur la manière dont les marques de produits de grande consommation se fraient un chemin dans la conscience des consommateurs, comment elles interagissent avec les consommateurs et la façon dont la transaction d'achat se déroule.

- Le commerce électronique modifie l'approche des marchés par les entreprises : Amazon érige actuellement un écosystème fermé (« *walled garden* »)<sup>1</sup> pour la publicité en ligne et la vente directe. Ses motivations sont différentes de celles des médias en ligne : il s'agit davantage de provoquer des ventes que de soutenir les recettes publicitaires. Cela contraint les annonceurs à revoir tous leurs budgets, de la publicité des marques jusqu'à la distribution.
- Les technologies marketing fournissent de nouveaux outils en interne : leur essor représente un défi différent, mais connexe. Comme dans le cas d'Amazon, nous ne pensons pas que ces entreprises font concurrence aux agences. Toutefois, cette technologie renforce l'automatisation et l'efficacité, réduisant donc les coûts des professionnels du marketing et modifiant le rôle des agences.



L'avènement du digital ouvre de nouvelles portes aux professionnels du marketing



<sup>1</sup> NdT : écosystèmes publicitaires de quelques géants du digital au sein desquels l'accès aux données est très restreint pour les agences et annonceurs, source : <https://www.definitions-marketing.com/definition/walled-garden/>



## NOTES

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---



# Amundi Research Center

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



Foreign Exchange  
Money Markets  
Equities

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

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

## Publications récentes

### Working Papers

- **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

- **Huile de Palme\_ Le dilemme environnemental**  
ELSA BLOTIÈRE, JULIEN GROUILLET, AURÉLIE RENARD – *Analyse ESG*
- **The Global Trade Slowdown: Structural or Cyclical?**  
PHILIPPE ITHURBIDE – *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse*
- **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*, VALÉRIE 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](mailto: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](http://www.amundi.com)

Crédit photo: iStock by Getty Images - traveler1116