

## Perspectives 2016

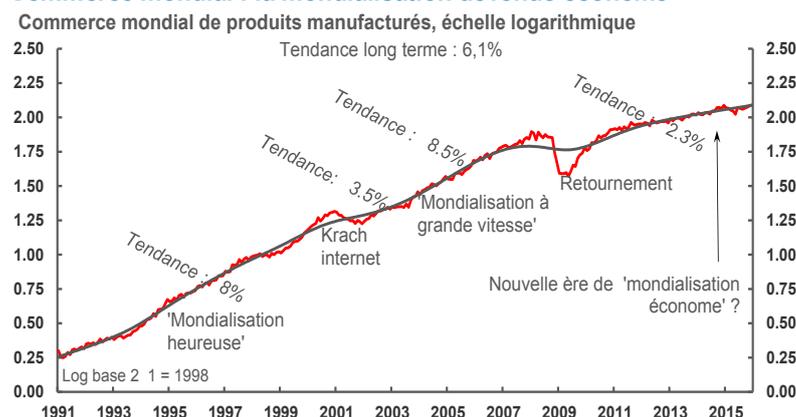
### Croissance limitée, divergences monétaires et faibles rendements

#### Points clés

- La croissance mondiale restera limitée, en 2016 et 2017. Une décélération modeste est probable aux Etats-Unis et en Chine tandis que nous attendons un rythme stable en zone euro.
- Cette modeste croissance mondiale reflète un déficit de demande, surtout lié à un manque d'investissement, et explique pour partie la faiblesse de l'inflation et des prix des matières premières.
- Les divergences monétaires s'accroîtront en 2016, avec le resserrement de la Fed et de la BdA, tandis que la BCE, la BdJ et la BPdC poursuivront leur politique accommodante. Ces divergences renforceront le dollar mais pourraient aussi augmenter la volatilité.
- Les perspectives de rendements en 2016 sont modestes. La hausse des taux, surtout aux Etats-Unis, invite à la prudence sur l'obligataire. Dans cette classe d'actifs, nous préférons les spreads périphériques et les indexés à l'inflation.
- Au sein du crédit, nous maintenons une préférence pour le high yield, au moins à court terme. Et nous ramenons l'investissement grade à une légère sous-pondération.
- La valorisation des actions est plutôt chère, offrant peu de potentiel de croissance des multiples. Le rendement viendra de la progression des bénéfices, autour de 5%. Nous maintenons notre préférence pour les marchés actions de la zone euro et du Japon. Les Etats-Unis restent notre principale sous-pondération.

Figure 1

#### Commerce mondial : la mondialisation devenue économe



Source : CPB et Recherche AXA IM

#### Recommandation d'allocation d'actifs

Allocation globale	Recommandation	
	Court terme (3-6M)	Moyen terme (12-24M)
Liquidité	=	=
Actions	=	=
Obligations d'Etats	=	●
Crédit	●	=

Source: AXA IM Research

Avec les contributions de

Amaury Boyenval, *Multi Asset Client Solutions*  
 Greg Mansell, *Real Assets*  
 Kathryn McDonald, *Rosenberg*  
 Olivier Mouton, *Fixed Income*  
 Mark Tinker, *Framlington*  
 Jonathan White, *Rosenberg*

## Sommaire

<b>La fin du rattrapage.....</b>	<b>3</b>
<b>L'économie mondiale en 2016 : croissance modeste et divergences monétaires.....</b>	<b>4</b>
<b>Résumé des prévisions.....</b>	<b>8</b>
<b>Allocation d'actifs recommandée.....</b>	<b>12</b>
<b>La courbe de taux après la première hausse : ce cycle est différent.....</b>	<b>13</b>
<b>Etats-Unis et Royaume-Uni : Conséquences d'une hausse de la consommation.....</b>	<b>16</b>
<b>Chine : implications de la libéralisation des mouvements de capitaux.....</b>	<b>18</b>
<b>Chine : Marchés actions et changements structurels.....</b>	<b>20</b>
<b>Zone euro : que reste-t-il pour le cycle ?.....</b>	<b>22</b>
<b>Union européenne : Vers une possible harmonisation des régimes de faillite bancaire ..</b>	<b>24</b>
<b>Union européenne : Immigration massive, un test d'intelligence pour l'Europe.....</b>	<b>26</b>
<b>Marchés émergents : Ne plus compter sur une croissance facile.....</b>	<b>28</b>
<b>Swap spreads : appelés à rester bas.....</b>	<b>30</b>
<b>Crédit : Les taux de défauts américain et européen sont parés à diverger.....</b>	<b>32</b>
<b>Actions : Utiliser le cycle des bénéfiques pour définir le Smart Beta adéquat.....</b>	<b>34</b>
<b>Immobilier : Des opportunités de rendement dans un contexte de taux bas.....</b>	<b>36</b>
<b>Chartbook : Surprise gap et RAB.....</b>	<b>38</b>
<b>Performance des marchés.....</b>	<b>39</b>
<b>Valorisation des marchés d'actions.....</b>	<b>40</b>
<b>Glossaire des abréviations.....</b>	<b>40</b>

## La fin du rattrapage

Par Eric Chaney

En agissant le 16 décembre, la Fed a officiellement conclu la phase de rattrapage du cycle amorcé au creux de la crise de 2008-2009, ce que les investisseurs avaient déjà appris à leurs dépens. Lorsqu'on a passé le pire d'une crise, point besoin d'être savant pour conclure qu'il faut investir en actifs risqués. Ce principe fonctionna bien jusqu'en 2014 et, début 2015, le sentiment que le rattrapage allait se poursuivre persistait : le chômage était encore élevé dans bien des pays et la forte baisse du prix du pétrole faisait miroiter un surcroît de croissance et de profits.

Las, à 3,1%, la croissance mondiale a déçu, même au regard de notre modeste prévision de 3,4%, et la plupart des actifs financiers ont enregistré de piètres performances<sup>1</sup>. Le dividende de croissance escompté d'un pétrole bon marché ne s'est pas matérialisé : si les consommateurs ont empoché un surcroît de pouvoir d'achat, probablement dépensé, surtout dans les pays émergents, le revers de la médaille a été une forte chute des investissements liés aux hydrocarbures non conventionnels, image en miroir de leur forte hausse lorsque le pétrole était cher.

Nous tournant vers 2016, nous avons deux sources d'inquiétude : la croissance a peu de chance d'accélérer et la volatilité des marchés pourrait encore augmenter.

Coté croissance, il est difficile de trouver des facteurs d'accélération. La baisse de l'ensemble des matières premières ne peut avoir qu'une explication d'ensemble : un déficit mondial de demande, que le ralentissement de l'investissement en Chine a rendu plus évident. Comme les entreprises ne veulent pas se ré-endetter, craignant toujours le stigma associé à la dette, et ne sont pas convaincues des perspectives de demande, elles ne combleront pas l'écart. Les Etats ne le feront pas non plus, pour des raisons politiques aux Etats-Unis et en Europe ou d'accès au crédit pour les émergents. Sans accélération de la croissance, les profits stagneront.

Du côté financier, les divergences monétaires qui ont déjà marqué 2015 vont s'intensifier en 2016 : la Fed continuera à relever ses taux, la BCE et la Banque du Japon à accroître leur bilan et la Banque centrale chinoise à stimuler la demande. Ces divergences correspondent à des positions différentes dans le cycle : chômage élevé dans la zone euro, ralentissement structurel et risque de déflation en Chine, contre plein emploi aux Etats-Unis. Mais pour les marchés, les divergences monétaires risquent d'accroître la volatilité et le risque de turbulences financières.

En revanche, ces divergences monétaires devraient se refléter dans les changes. Nous étions haussiers pour le dollar en 2015 et le restons en 2016, pour la première partie de l'année au moins, ce qui devrait aider les actions dans la zone euro et au Japon. Et l'analyse des valorisations nous fait penser que les obligations à haut rendement ont été excessivement punies, avec des taux de défaut anticipés trop élevés même pour la faible croissance que nous envisageons. Enfin, les économies émergentes importatrices de pétrole pourraient redevenir attrayantes, une fois l'impact de l'action de la Fed dans les prix. Il y aura des opportunités d'investissement en 2016, mais elles demanderont flexibilité et esprit d'opportunité.

---

<sup>1</sup> Au 17 décembre 2015, l'indice mondial MSCI en dollars (dividendes inclus), était en baisse de 0,8% sur l'année, l'indice US à +1.1%, zone euro à +11,3% (en euros), marchés émergents à -14,3% (en \$). Les obligations du Trésor US et ceux des états de la zone euro (indice JPM) étaient en hausse respectivement de 1,0% and 1,5%, tandis que les obligations d'entreprise de qualité étaient en baisse de 0,7% aux US et 0,6% en Europe. Les matières premières avaient décroché de 33,7% (indice S&P GSCI en \$), seconde année de forte perte. Coté changes, le dollar était en tête, avec un taux de effectif à +9,4%, le yen stable (+2,2%) et l'euro en baisse (-6,9%).

## L'économie mondiale en 2016 : croissance modeste et divergences monétaires

- La croissance mondiale restera limitée, à 3,1% en 2016 et 3,0% en 2017, contrairement à la prévision du FMI d'une accélération. Nous attendons une décélération modeste aux E-U et en Chine, mais un rythme inchangé en zone euro. Le Japon est l'une des rares économies avancées où nous attendons une accélération.
- Cette modeste croissance mondiale reflète un déficit de demande, surtout lié à un manque d'investissement, et explique pour partie la faiblesse de l'inflation et des prix des matières premières. Le déséquilibre offre/demande persistera en 2016.
- De plus, cette faible croissance reflète un ralentissement du potentiel dans de nombreuses économies, conséquence du stock de capital, lui-même dû au manque d'investissement.
- Les divergences de politique monétaire s'accroîtront en 2016, avec le resserrement de la Fed et de la BdA, tandis que la BCE, la BdJ et la BpC poursuivront leur politique accommodante.
- Ces divergences renforceront le dollar contre toutes devises mais pourrait aussi augmenter l'incertitude sur les marchés financiers, et partant la volatilité.

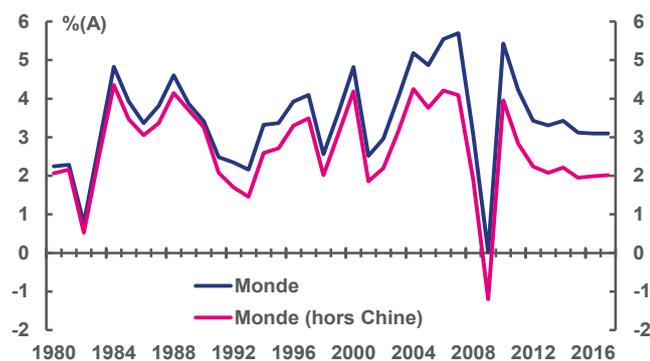
### La croissance mondiale restera modeste

2015 devrait livrer la croissance mondiale la plus faible depuis la crise financière mondiale (CFM). Nous pensons que la croissance mondiale restera morose, à 3,1% en 2016 et 3,0% en 2017 (Figure 2), contrairement aux prévisions plus optimistes du FMI de 3,6% et 3,8%.

Figure 2

#### Croissance mondiale au plus bas depuis des décennies

Croissance du PIB mondiale (avec et sans la Chine)



Source : FMI et Recherche AXA IM

Il est tentant d'attribuer cette décélération à la Chine. Clairement, le ralentissement chinois de plus de 10% (moyenne 2000-2010) à moins de 7% en 2015 a eu un fort impact sur l'activité mondiale. Mais en excluant la Chine, le PIB mondial est à son rythme le plus bas (hors CFM) en 20 ans. La croissance aux E-U a été plus

lente, reflétant une croissance potentielle post-crise plus faible, tandis qu'elle a été tardive et modeste en zone euro. De plus, la croissance des émergents a été limitée. L'Asie émergente a souffert du ralentissement chinois et de la croissance modeste aux E-U ; l'Amérique latine a subi des freins sévères avec la chute des prix des matières premières, et l'Europe centrale et de l'Est (PECO) a souffert de difficultés spécifiques en Russie et en Turquie.

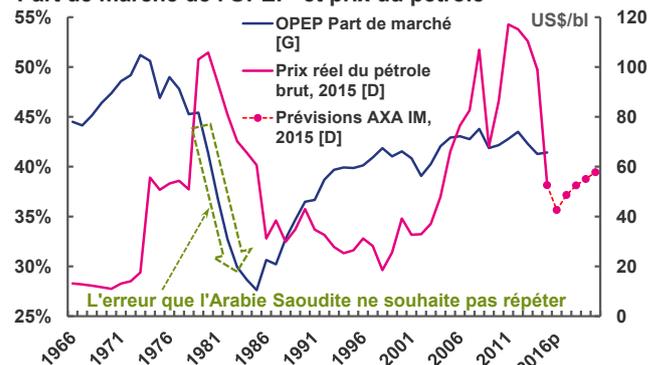
La chute des prix des matières premières en 2015 et la faiblesse de l'inflation même dans des économies bénéficiant de politiques monétaires très accommodantes (E-U, Europe et Japon) révèlent un déficit de demande persistant. Une part peut s'expliquer par la prudence des consommateurs, même dans les pays importateurs nets de pétrole, une partie est liée à l'insuffisance d'investissement, en infrastructures en particulier<sup>2</sup>.

Peu de ces dynamiques devraient s'améliorer en 2016. Nous attendons une décélération modeste aux E-U et en Chine. La croissance de la zone euro a l'air stable et bénéficiera d'une accélération des dépenses publiques. Le Japon devrait faire exception avec une croissance qui bénéficiera d'un stimulus budgétaire. Les émergents devraient accélérer modestement, avec les PECO et l'Amérique latine sortant de récession, mais une probable nouvelle décélération en Asie émergente. La persistance de prix du pétrole bas (notre hypothèse pour 2016 est un Brent autour de \$45/bl, Figure 3) pourrait soutenir la consommation mondiale, mais nous voyons ce facteur comme un risque à la hausse plutôt que comme un scénario central.

Figure 3

#### Le pétrole ne devrait pas se redresser rapidement

Part de marché de l'OPEP et prix du pétrole



Source : BP Statistical Review et Recherche AXA IM

Les politiques monétaires devraient diverger davantage en 2016. Nous anticipons que la Fed continuera de normaliser ses taux, après une pause jusqu'à juin, et la BdA devrait la rejoindre à partir de mi-2016. À l'inverse, la BCE devrait encore assouplir sa politique en 2016 (en

<sup>2</sup> Cf. Davradakis, M., « [Des ponts et chaussées pour les émergents \(partie 2\)](#) », Recherche AXA IM, 30 avril 2015.

étendant le QE) et de nouveaux assouplissements sont probables en Chine et au Japon.

## États-Unis – PIB potentiel ralenti

Les E-U devraient croître de 2,5% en 2015 – à peine plus que l’an passé à 2,4%, malgré le soutien de la baisse des prix du pétrole. Nous anticipons un ralentissement modeste en 2016, à 2,2%, et encore en 2017 à 1,7%, contrairement à d’autres prévisionnistes plus positifs à 2,5% chaque année.

2015 devrait voir la consommation privée croître de plus de 3% pour la première fois depuis 2004. 2016 pourrait même voir une accélération. Les dépenses ont été soutenues par le revenu réel, et même si celui-ci devrait commencer à ralentir en 2016 avec le redressement de l’inflation<sup>3</sup>, les ménages devraient en limiter l’impact en réduisant leur épargne. De plus, une modeste reprise de l’investissement résidentiel devrait soutenir la croissance.

L’activité devrait faire face à un dollar fort. Le taux de change effectif a augmenté de plus de 8% en 2015 (jusqu’ici). Ceci devrait peser sur les exportations en 2016, surtout avec une croissance mondiale limitée. Le dollar réduit également les profits des entreprises. Pourtant, la baisse de 4,7% au 3<sup>ème</sup> trimestre semble exagérée par les évolutions dans l’énergie. Pour 2016, nous prévoyons une croissance modeste mais positive des bénéfices.

La Fed a relevé ses taux en décembre pour la 1<sup>ère</sup> fois depuis 2006, mais la Présidente Yellen a insisté sur la progressivité du relèvement à venir. Le durcissement des conditions de financement et une éventuelle répétition du problème de saisonnalité au 1<sup>er</sup> trimestre devraient dissuader le FOMC d’augmenter les taux en mars. Nous voyons la Fed augmenter de nouveau en juin – indiquant clairement un rythme progressif – et prévoyons 3 hausses en 2016. Les hausses de 2017 devraient amener le taux directeur à 1.75-2.00%.

## Zone euro – une reprise tardive mais stable

La zone euro devrait continuer la reprise modeste initiée début 2014. Nous prévoyons une progression limitée les prochaines années, à 1,5% en 2015, 1,6% en 2016 et 1,4% en 2017. Notre prévision est marginalement en deçà du consensus.

La croissance de la zone euro devrait venir de moteurs domestiques. Les dépenses des ménages devraient continuer de soutenir le PIB. La baisse du chômage et des politiques budgétaires plus accommodantes dans certains Etats devraient soutenir les revenus, même si le rebond attendu de l’inflation (à 1,2% fin 2016) limiterait la croissance des revenus réels. De plus, nous voyons un soutien de l’investissement avec un marché immobilier en amélioration progressive<sup>4</sup>. Nous

<sup>3</sup> Cf. Page, D., « Etats-Unis et Royaume-Uni : Conséquences d’une hausse de la consommation », page 16.

<sup>4</sup> Cf. Alimi, M., « Zone euro : que reste-t-il pour le cycle ? », page 22.

attendons aussi des dépenses budgétaires supplémentaires, liées à la sécurité ou associées aux afflux massifs de réfugiés<sup>5</sup>.

La nature domestique de ces moteurs de croissance protège la zone euro des freins extérieurs. Pour autant, la morosité de la demande mondiale pèserait sur la croissance des exportations, expliquant pour partie une progression à peine supérieure à la croissance potentielle, que nous estimons autour de 1,25%.

La BCE a continué son assouplissement monétaire lors de sa réunion de Décembre, bien qu’elle ait fait moins que ce qui était anticipé, en baissant encore un taux de dépôt et allongeant le QE à mars 2017. La BCE semble déterminée à ramener le plus rapidement possible l’inflation à sa cible. Ainsi, la BCE continuera d’être très accommodante en 2016.

Cette reprise économique soulève un risqué d’inertie au niveau politique. Il nous semble essentiel que la zone euro profite de cette dynamique pour restaurer sa résilience à de futurs chocs. Ceci passe en particulier par l’assainissement du secteur bancaire, où le stock de créances douteuses reste élevé.<sup>6</sup>

## Dans le reste de l’Europe

Au R-U, nous anticipons une modeste décélération de la croissance à 2,1% en 2016 et 2,0% en 2017 contre les 2,4% prévus en 2015, un peu en dessous des 2,3% and 2,2% du consensus. La consommation devrait rester dynamique grâce à l’accélération de la croissance des salaires soutenue par la hausse du salaire minimum. Mais l’investissement pourrait ralentir à cause de l’incertitude sur l’appartenance du R-U à l’UE, avec un référendum prévu en 2016. Néanmoins, une croissance solide et au-dessus de sa tendance devrait encourager la BdA à resserrer sa politique monétaire en 2016. Nous attendons une première hausse au milieu de l’année et une cible de taux de 1.0% pour la fin 2016.

Après avoir évité une récession technique en 2015, la croissance suisse accélérera à 1,6% en 2016 et 2017 contre 0,9% en 2015, soutenu par des facteurs domestiques solides. La forte appréciation de sa devise après le changement de politique de la SNB a contribué à une baisse de l’inflation, attendue à -1,1% pour 2015. La politique de la BCE pourrait inciter la SNB à assouplir sa politique pour compenser toute pression d’appréciation sur sa devise. Cela réduira l’appréciation du franc suisse en 2016 et participera à remonter l’inflation à -0,6%.

La Scandinavie a des perspectives mitigées pour 2016. Nous voyons la Suède croître de 3%, le Danemark un peu en dessous de 2% et la Finlande d’un peu plus de 1%. Le cas de la Suède est un test intéressant par rapport aux flux de migration actuels en Europe, étant la première destination quand on rapporte le nombre à sa

<sup>5</sup> Cf. Clavel, L., « Union européenne : Immigration massive, un test d’intelligence pour l’Europe », page 26.

<sup>6</sup> Cf. « [2015 EU-wide Transparency Exercise Report](#) », Autorité bancaire européenne, 25 novembre 2015.

population. Cela posera des enjeux logistiques, sociaux et politiques.

## China – transition et ralentissement

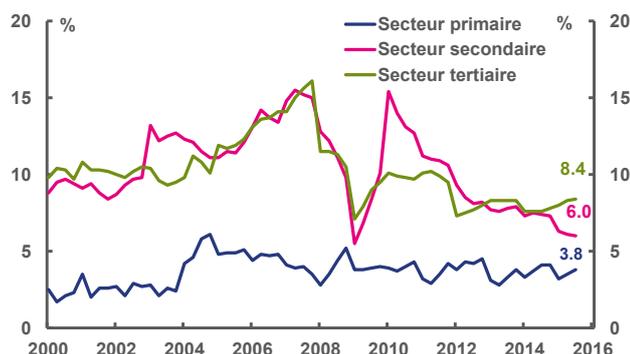
La croissance de la Chine ralentira à 6,8% en 2015, pour la première en dessous de 7% en 15 ans. Elle devrait ralentir encore à 6,3% en 2016 et 6,2% en 2017 (Figure 4). Ce ralentissement repose sur des transitions structurelles : la démographie implique une force de travail en baisse ; l'économie bascule de l'industrie et des exportations vers les services et la consommation intérieure ; la Chine continue de libéraliser et ouvrir son système financier. Cette tendance s'explique par un difficile équilibre entre les perspectives à court et long termes.

A court terme, les autorités préfèrent éviter un ralentissement qui dépasse la réduction de la croissance potentielle de la Chine. Les autorités monétaires et fiscales ont rapidement réagi à la décélération de 2014, au krach boursier de cette année et aux sorties de capitaux. Nous ne nous attendons pas à davantage de stimulus, en plus de ce qui a déjà été annoncé, mais il y a peu de doutes que toute surprise négative provoquerait des mesures supplémentaires.

Figure 4

### La transition et le ralentissement de la Chine

Répartition de la croissance du PIB chinois dans les différents secteurs



Source : CEIC et Recherche AXA IM

Les intentions de la Chine à long terme sont claires : une réforme structurelle pour assurer plus de croissance à forte valeur ajoutée pour progresser au-delà de son statut actuel de pays à revenu moyen<sup>7</sup>. Le 13ème plan quinquennal a annoncé des réformes structurelles, incluant la fin de la politique de l'enfant unique en Chine. Les autres priorités sont davantage de libéralisation des marchés financiers locaux, de la balance courante et une plus grande internationalisation du yuan – aidée par son inclusion dans le panier des DTS du FMI.

Pour autant, l'émergence de risques à la baisse poussera les autorités à donner priorité à la croissance à court terme. Avec un large éventail d'outils disponibles, cela compense les risques à la baisse pour

<sup>7</sup> Cf. Yao, A., « Chine : implications de la libéralisation des mouvements de capitaux », page 18.

2016, mais peut renforcer les déséquilibres à long terme.

## Japon – une exception rare

Le Japon semble être l'une des seules économies développées à voir une accélération pour l'année à venir. Nous anticipons une croissance de 1,1% en 2016 par rapport au 0,6% prévu pour 2015. Les salaires devraient rester un soutien, reflétant une inflation plus basse, la hausse de taxe de 2014 ne rentrant plus dans la comparaison annuelle. De plus, il y a des signes de reprise dans l'immobilier qui devrait stimuler la construction. Mais nous estimons aussi que 2016 bénéficiera d'un stimulus budgétaire actuellement en débat. Alors que les perspectives actuelles d'inflation modérée suggèrent davantage d'action de la BdJ, son inaction récente nous conduit à être prudents pour l'année 2016.

Nous voyons la croissance revenir à sa tendance en 2017, prévoyant 0,5% (consensus 0,7%) avec une nouvelle hausse de la taxe sur la consommation.

## Emergents – stabilité dans l'ensemble

Les marchés émergents ont été secoués en 2015<sup>8</sup> par le ralentissement et la transition en Chine et une croissance modérée aux E-U et en Europe. La croissance des EM devrait atteindre 3,9% en 2015 et nous prévoyons une légère accélération en 2016 et 2017, vers respectivement 4,0% et 4,2%.

L'Amérique latine a probablement été la plus affectée: la baisse de la demande chinoise a fortement impacté cette région productrice de matières premières. Cela a été renforcé par le dollar, qui a déprécié les devises et importé de l'inflation. Les banques centrales ont ainsi imposé des conditions monétaires strictes pour compenser cette tendance, avec peu d'économies, à part le Brésil, ayant suffisamment de réserves pour opter pour d'autres politiques. La région devrait se contracter de 0,8% en 2015. Nous anticipons une certaine stabilisation pour 2016, avec une croissance de 0,3% et une véritable accélération à 1,9% en 2017.

L'Asie émergente s'est aussi affaiblie et nous nous attendons à un ralentissement à 6,3% en 2015 puis 5,8% en 2016 et 5,7% en 2017, copiant la décélération en Chine et aux E-U. La consommation actuelle des économies développées, et de plus en plus de la Chine, et les assouplissements monétaires passés, qui répondaient à une inflation en baisse, permettront d'éviter un ralentissement encore plus marqué. L'importance des exportations de matières premières en Indonésie et Malaisie les rendent particulièrement vulnérables.

L'Europe émergente devrait réussir à s'en sortir après une contraction de 0,6% en 2015. Nous anticipons une accélération de la croissance à 0,7% et 2,1% en 2016 et

<sup>8</sup> Cf. Davradakis, M., « Marchés émergents : ne plus compter sur une croissance facile », page 28.

2017. Ceci reflète en grande partie une contraction plus contenue en Russie. Pour le reste, l'Europe émergente profitera de la reprise modérée de la zone euro.

Les économies émergentes restent exposées à des risques idiosyncratiques. Le début du cycle de resserrement de la Fed mettra plus de pression sur les devises, en particulier celles avec d'importants déficits courants, des actifs principalement détenus par des investisseurs étrangers et des problèmes politiques. Nous suivons plus particulièrement l'Indonésie, les Philippines, la Turquie et le Brésil.

## Risques – variés, mais à la baisse

- Attaques terroristes ; instabilité au Moyen-Orient.
- Les risques sur la croissance restent orientés à la baisse avec la divergence des politiques monétaires accompagnée de volatilité.
- La croissance américaine est menacée par les perspectives dégradées de bénéfices.
- Des flux migratoires plus importants que prévu créent des désaccords politiques, soutiennent les parties extrêmes et augmentent le défi économique pour l'UE.
- Le référendum attendu sur l'appartenance du Royaume-Uni à l'UE.
- Explosion de la bulle immobilière et de crédit en Chine

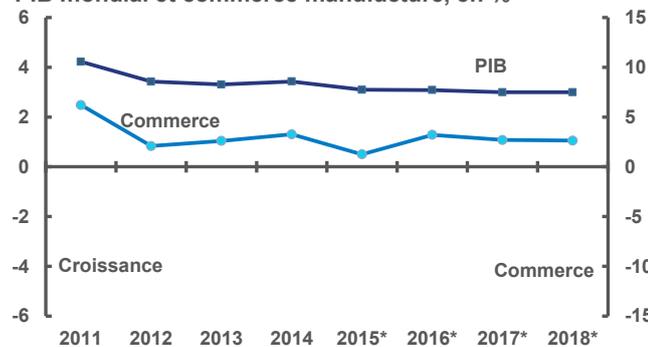
## Résumé des prévisions

18 décembre 2015	2011	2012	2013	2014	2015*	2016*	2017*	2018*
<b>Croissance</b>								
Monde (PPP)	4.2	3.4	3.3	3.4	3.1	3.1	3.0	3.0
Croissance (Market FX rate)	3.0	2.4	2.4	3.0	2.7	2.8	2.6	2.6
Etats-Unis	1.6	2.2	1.5	2.4	2.5	2.2	1.7	1.7
Zone euro	1.6	-0.8	-0.3	0.9	1.5	1.6	1.4	1.4
Royaume-Uni	2.0	1.2	2.2	2.9	2.4	2.1	2.0	2.0
Japon	-0.4	1.7	1.4	-0.1	0.6	1.1	0.5	0.6
Chine	9.5	7.7	7.7	7.3	6.8	6.3	6.2	6.1
Reste de l'Asie	5.4	5.4	6.0	6.1	5.5	5.2	5.1	4.9
Reste du monde	4.8	3.6	3.3	3.1	2.2	2.5	2.8	2.8
<b>Commerce mondial</b>								
Biens manufacturés	6.2	2.1	2.6	3.3	1.3	3.2	2.7	2.6
<b>Inflation</b>								
Etats-Unis	3.1	2.1	1.5	1.6	0.0	1.2	2.0	2.1
Zone euro	2.7	2.5	1.4	0.4	0.0	0.7	1.6	1.7
Royaume-Uni	4.5	2.8	2.6	1.5	0.1	1.0	1.6	1.7
Japon	-0.4	-0.5	0.0	2.7	0.8	1.3	1.3	1.3
<b>Pétrole brut (Brent), US\$/baril</b>								
	111.6	112.0	108.9	99.2	52.6	43.1	49.6	53.6
<b>Taux officiels et devise (fin de période)</b>								
<b>Etats-Unis</b>								
Fed funds (actuel/objectif)	0.15	0.17	0.09	0.06	0.38	1.13	1.88	2.38
Oblig. Trésor 10 ans	1.88	1.80	3.01	2.17	2.30	2.67	2.98	3.29
<b>Zone euro</b>								
EONIA	0.63	0.13	0.17	-0.05	-0.15	-0.2	-0.2	0.4
Bunds 10 ans	1.83	1.43	1.94	0.54	0.60	0.90	1.20	1.57
€1 = ... US\$	1.33	1.33	1.38	1.21	1.05	1.00	1.03	1.06
<b>Japon</b>								
Jour le jour	0.10	0.09	0.10	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05
JGB 10 ans	0.99	0.79	0.74	0.33	0.34	0.56	0.79	1.01
US\$1 = ... JPY	78	76	105	120	126	130	130	125
€1 = ... JPY	104	115	145	145	132	130	134	132
<b>Royaume-Uni</b>								
Base BoE	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	1.0	1.8	2.5
Gilt 10 ans	1.98	1.96	3.03	1.76	1.83	2.4	2.7	3.1
€1 = ... GBP	0.86	0.81	0.83	0.78	0.72	0.70	0.72	0.73
<b>Suisse</b>								
Jour le jour	0.1	-0.2	-0.1	-0.2	-0.9	-0.9	-0.9	-0.6
10 ans	0.74	0.45	1.09	0.37	-0.26	0.1	0.6	1.0
€1 = ... CHF	1.21	1.21	1.23	1.20	1.08	1.05	1.04	1.04

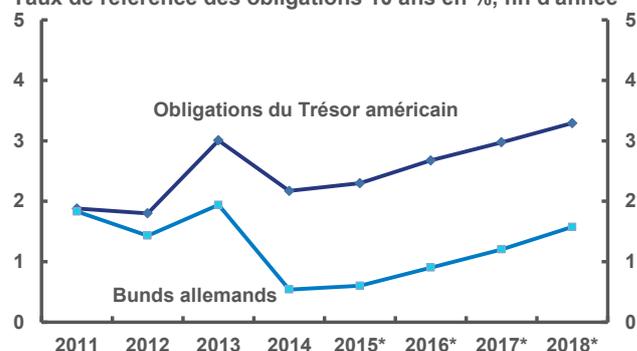
Sources : FMI, Datastream, Recherche AXA IM

\*Prévisions AXA IM

PIB mondial et commerce manufacturé, en %



Taux de référence des obligations 10 ans en %, fin d'année



Ces prévisions ne constituent pas nécessairement un indicateur fiable quant aux performances futures

## 2016 : Préparez-vous à des rendements plus bas

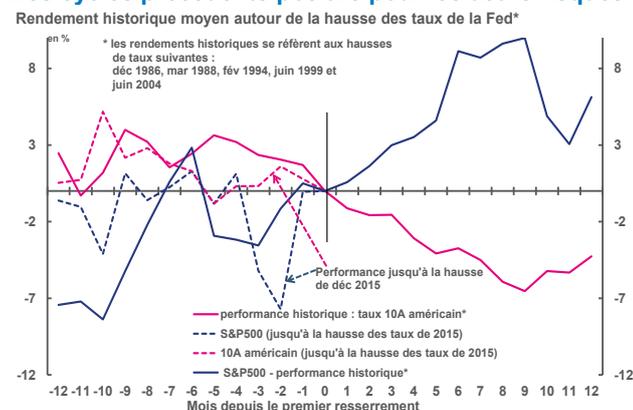
- 2016 sera plus compliquée que 2015. Des taux en hausse, en particulier aux E-U, appellent à la prudence sur les obligations. Au sein de cette classe d'actifs, nous confirmons notre surpondération sur les spreads de la périphérie et les protections contre l'inflation en raison des valorisations. Nous confirmons aussi notre confiance dans le HY à court terme. Les *rallies* des marchés devraient être utilisés pour réduire l'IG à une légère sous-pondération.
- Les valorisations des marchés actions semblent élevées avec peu de potentiel haussier pour les multiples. Les rendements devront reposer sur la croissance des bénéfiques, que nous attendons autour de 5%.
- Au sein des actions, nous privilégions toujours les marchés de la zone euro. La reprise économique et une hausse contenue du coût du travail devraient permettre des rendements proches de 10%. Le marché américain reste notre principale sous-pondération. Nous recommandons également de commencer à racheter de l'Europe émergente, soutenue par des valorisations attractives.

### 2015 fut compliquée, 2016 le sera également

L'année 2015 fut délicate pour la plupart des classes d'actifs. Les rendements obligataires sont de l'ordre de 1,5 à 2% et les rendements actions, en dollar, à peine meilleurs. Les matières premières vont finir en territoire négatif, avec des pertes dépassant 30%.

Nous pensons qu'il sera encore plus difficile de parvenir à des rendements positifs en 2016. La hausse des taux, bien que modérée, va être un obstacle pour les investisseurs obligataires, alors que le contexte de croissance basse va peser sur la croissance des bénéfiques, pourtant déjà faible. Bien qu'un cycle de hausse de la Fed soit généralement positif pour les actifs risqués, nous pensons que celui-ci est différent, limitant les possibilités de comparaison.

Figure 5  
Des cycles précédents positifs pour les actifs risqués



Source : Datastream et Recherche AXA IM

Des anticipations de croissance et d'inflation plus basses que prévues ont maintenu les taux nominaux des obligations et les points morts d'inflation à des niveaux très bas. Le plus étonnant est que la prime de terme des bons du Trésor américain (UST) est nulle ou légèrement négative (Figure 5). Deux raisons possibles : d'un côté, la gestion de son bilan par la Fed, qui comprime les taux de 100pdb ; de l'autre, l'opinion moins pessimiste des investisseurs sur ces anticipations. Si nous comprenons que la croissance reste fragile au niveau mondial, il reste de la marge, en particulier aux Etats-Unis. Le cycle de resserrement de la Fed est de toute évidence un obstacle pour les marchés obligataires. Le taux du 10 ans américain devrait monter, et tirer les autres marchés avec lui. Ainsi notre recommandation est de rester prudent sur la **dette souveraine, en particulier aux Etats-Unis**.

Avec des actions mondiales proches de leur niveau record, il est logique de se demander s'il reste une marge de progression. Nous la pensons faible. La croissance mondiale devrait être moins importante et les perspectives pour 2017 sont mitigées. Nous nous attendons à une croissance nominale de respectivement 4% et 5%, et donc à des chiffres d'affaires limités. De plus, la rotation des actifs a baissé en continu, arrivant à des niveaux même inférieurs à ceux de la crise de 2008/9. Au contraire, les coûts salariaux sont restés contenus : ils sont largement sous leur moyenne de long terme et contiennent les coûts de court terme. Par ailleurs, les cycles d'investissement et d'endettement, bien qu'en hausse, ne montrent aucun signe d'excès. Cela nous donne une cible de **croissance globale des bénéfiques d'environ 5%**. Si les bénéfiques ont été décevants en 2015, les valorisations restent élevées. A l'heure où nous écrivons, l'indice MSCI Monde est valorisé à 19x les bénéfiques rapportés. Les marchés sont donc vulnérables à des chocs, même de faible ampleur.

La divergence des performances des actions entre les Etats-Unis et la zone euro (en devise locale) est un exemple parfait de l'importance de la liquidité (prise dans un sens large), étant donné la croissance réduite des bénéfiques dans les deux zones.

Il faut également voir que l'effet de l'actuelle abondance de liquidités va diminuer et s'accompagner d'une hausse structurelle de la volatilité. Nous pensons que **l'environnement actuel de croissance sera suffisant pour assurer, mais de peu, des rendements actions positifs, que ce soit en termes absolu ou relatif**.

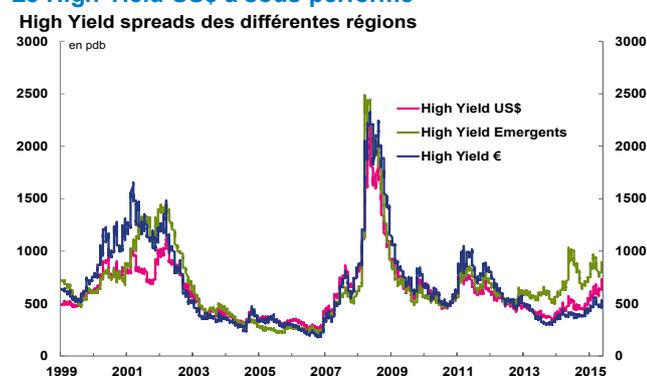
### Faibles rendements pour les obligations

La Fed devrait continuer à monter les taux, avec une cible légèrement au-dessus de 1% à fin 2016. Cependant, les indications de la banque centrale seront de la plus haute importance puisque les marchés ont déjà intégré deux ou trois hausses. Ils seront par conséquent très attentifs au discours tenu. Nous restons

convaincu que la Fed gardera un ton toujours très accommodant afin d'éviter toute hausse brutale des taux qui se propagerait négativement à l'économie réelle. Les dirigeants de la Fed feront tout pour éviter de provoquer une nouvelle panique sur les marchés. Comme les marchés n'ont jamais réussi à anticiper correctement la trajectoire des taux fed funds, il y a un risque que les anticipations soient revues à la hausse, bien que modérément étant donné la particularité de ce cycle économique. Le contexte de croissance fragile renforce notre conviction que la Fed ne changera pas son bilan et continuera de réinvestir les obligations arrivées à maturité (US\$400bn pour 2016 et 2017) et les coupons payés, ce qui continuera à peser sur les taux des UST. Notre scénario central est une hausse modérée des taux longs **pour atteindre 2.7% fin 2016, et implique donc une sous-pondération.**

L'environnement d'inflation basse restera le principal souci de la BCE qui devrait donc conserver un discours très souple. Ceci est confirmé par la déclaration du Président Draghi : le programme devrait être poursuivi pour "un long, long moment". Ainsi, la prime de terme (Figure 6) devrait rester largement négative en 2016, défiant toute valorisation basée sur les fondamentaux macroéconomiques. Nous ne serions cependant pas étonnés par une reprise dans la deuxième moitié de l'année, pour atteindre notre cible de fin d'année de 0.9%, soutenue par les taux américains en hausse. **Pour le moment, nous suggérons de garder un positionnement neutre mais d'utiliser tout rally pour réduire encore davantage les positions.**

Figure 6  
Le High Yield US\$ a sous-performé



Source : Bloomberg et Recherche AXA IM

Nous conservons **notre surpondération sur la dette souveraine de la périphérie**, bien les taux soient proches des niveaux de mars dernier. S'ils compensent à peine le risque souverain, la reprise économique et la recherche de rendement vont davantage compter. Aussi, la liquidité de ces marchés sera primordiale et favorisera les plus gros marchés, l'Italie et l'Espagne en particulier. Les spreads devraient se resserrer de 20 à 30pdb.

Relancer l'inflation a été – et est toujours – au cœur de l'assouplissement monétaire (QE), que ce soit aux US, au Japon ou en Europe. **Pourtant les points morts d'inflation offrent des valorisations attractives**, étant donné que les anticipations d'inflation, mesurées par les marchés swap comme linker, suggèrent que l'action de la banque centrale aurait été vaine et que les injections

massives de liquidités se seraient évaporées sans effet. De fait, les pressions déflationnistes devraient perdurer à court terme. Les anticipations d'inflation à long terme sont contrairement aux cibles des banques centrales et **nous maintenons donc notre surpondération sur cette classe d'actif**, en particulier aux Etats-Unis.

## Crédit 2016 : mesurer ses attentes

La hausse des taux de la Fed n'aura pas été un obstacle majeur pour les actifs risqués, ce qui apparaît de bon augure pour les spreads de crédit l'an prochain. Nous maintenons un point de vue constructif sur le crédit, anticipant une petite compression des spreads d'ici la fin 2016. En dépit de certains risques, tels que l'excès d'offre, la faiblesse des matières premières, une hausse surprise des défauts ou un choc externe, par exemple géopolitique, nous nous attendons à ce que la hausse des taux au premier semestre soit compensée par une baisse des spreads. Pour le second semestre, la pression à l'écartement sera probablement plus forte, si les marchés se concentrent sur la poursuite des hausses de taux dans un contexte où facteurs techniques, notamment la liquidité, sont saisonnièrement faibles.

L'effet combiné devrait aboutir à des taux crédit stables, ou marginalement plus bas, le HY américain étant l'exception. Dès lors, le rendement de la classe d'actifs devrait correspondre à celui du portage, avec des marges faibles d'appréciation du capital.

Nous préférons le HY à l'IG. D'abord, les facteurs d'offre sont plus favorables, ensuite le coussin du spread est mieux à même d'amortir le risque de durée. Enfin, nous pensons que la Fed entame sa hausse des taux pour de bonnes raisons : une croissance solide devrait atténuer le risque de défaut.

Le choix entre crédit € et \$ est moins clair. Pour l'IG, nous sommes plus inquiets du risque de taux en \$ que du risque d'excès d'offre en €. Le portage est supérieur en dollar et devrait le rester, mais n'est pas suffisant pour justifier une surpondération actuellement. Nous recommandons d'utiliser les points hauts pour vendre l'IG euro et viser une légère sous-pondération en IG en général.

En HY, la vulnérabilité des matières premières continue à fragiliser le marché américain mais l'écartement des spreads au mois de décembre a rendu la valorisation plus attrayante. Aujourd'hui, les pertes attendues sont passées au-dessus de 45%, très au-delà de sa moyenne historique. Par ailleurs, seuls 3 secteurs sur 35 affichent un rendement en dessous de 6%<sup>9</sup>. De plus le portage relatif est favorable au HY \$, tandis que la politique monétaire de la BCE et la recherche de rendement favorisent plutôt le HY euro. Au final, nous anticipons des rendements proches sur les deux marchés et recommandons une surpondération combinée, au moins à court terme.

Enfin, le crédit émergent continue sa différenciation régionale. Alors que l'Amérique latine a eu la meilleure performance suite au rebond d'octobre, notre

<sup>9</sup> Venizelos, G., « Crédit : Les taux de défauts américain et européen sont parés à diverger » page 33

préférence désormais va à l'Europe émergente, suivie de l'Asie et enfin l'Amérique latine.

## Actions : vers une baisse du ratio de Sharpe

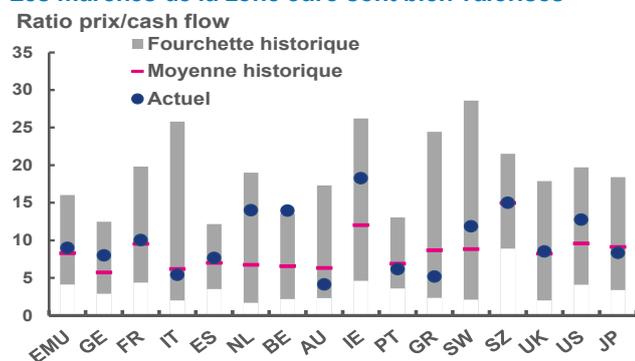
Nous continuons de favoriser les marchés développés en dépit de leur longue surperformance et de l'écart de valorisation. Aujourd'hui, les marchés développés traitent autour de 19x les bénéfices, contre 13x pour les émergents, ce qui est faible en termes absolus, mais pas encore une opportunité indiscutable en relatif.

**Nous maintenons notre préférence pour les marchés de la zone euro.** Tout d'abord, nous ne serions pas surpris de voir les bénéfices remonter. Notre vision sur les perspectives de bénéfices des entreprises de la zone euro se décomposent ainsi : 60% des bénéfices totaux sont générés dans la zone (où nous voyons une croissance nominale du PIB de 2,5% en 2016) et 40% dans le reste du monde. Puisque nous anticipons une croissance nominale (proxy pour les ventes) de 2,5% dans la zone euro et 4% ailleurs, cela implique une croissance des ventes de 3,1%. Les bénéfices des entreprises devraient augmenter plus que les ventes pour deux raisons. Déjà, les marges (profits/ventes) sont, à 3,9%, en dessous de leur moyenne de long terme (4,25% sur les quinze dernières années) et devraient continuer d'augmenter. De plus, l'élasticité long terme des bénéfices par rapport à la croissance nominale va jusqu'à 2 en phase d'accumulation (les entreprises cotées sont plus rentables que les autres). Nous prenons une hypothèse, conservatrice, d'une élasticité de 1,7 et sur cette base, les bénéfices pourraient augmenter de 5,3% à 6,2%. Nous restons prudents sur cette fourchette de croissance puisque les entreprises devraient bénéficier de conditions de financement bancaire plus favorable en 2016. La liquidité reste abondante même si la BCE n'en rajoute pas à la suite de sa réunion de décembre. Néanmoins, nous ne serions pas surpris de voir une nouvelle extension du programme d'achats.

La valorisation anticipée autour de 15x laisse une faible marge pour la croissance des multiples, mais le marché est bien évalué sur la base des cashflows (*Figure 7*). **Au total, nous anticipons un rendement de 5 à 10%.**

Figure 7

### Les marchés de la zone euro sont bien valorisés



Source : Datastream et Recherche AXA IM<sup>10</sup>

<sup>10</sup> Codes pays : GE, Allemagne ; FR, France ; IT, Italie ; ES, Espagne ; NL, Pays-Bas ; BE, Belgique ; AU, Autriche ; IE, Irlande ;

L'environnement pour **les actions japonaises est très similaire**. Liquidité abondante et devise faible devraient soutenir le Kabuto Cho. Des perspectives économiques légèrement optimistes sont soutenues par une valorisation modeste (14x forward P/E).

### Wall Street reste notre principale sous-pondération.

Nous sommes sceptiques sur les perspectives bénéficiaires. L'appréciation de la devise et l'accélération des coûts unitaires du travail jettent un doute sur les prévisions des analystes, actuellement à 8%. Des valorisations élevées complètent notre liste d'inquiétudes. Si l'expérience passée suggère que les hausses de taux de la Fed sont en général favorables aux actions, il pourrait en être autrement cette fois-ci tant le cycle économique est particulier. A la condition que la liquidité ne s'assèche pas brutalement, nous anticipons des multiples stables ou modérément en baisse, pour un rendement total autour de 5%.

### Nous restons prudents sur les marchés émergents.

Historiquement, ils tendent à bien se comporter autour des hausses de taux, mais aujourd'hui l'environnement apparaît franchement défavorable. La dynamique cyclique reste faible, les marges bénéficiaires sont sous pression et l'endettement s'est fortement accru ces dernières années, même s'il reste acceptable. Même si les prix des matières premières se stabilisent, une croissance des bénéfices de 10% apparaît ambitieuse. De plus, nous anticipons que les devises émergentes resteront fragiles, ce qui est un frein aux marchés actions, à la différence des marchés développés.

Dans l'univers émergent, nous préférons toujours l'Asie, selon notre conviction que i) les autorités chinoises feront ce qu'il faut pour stabiliser la croissance et ii) les valorisations sont attractives. Les fondamentaux s'améliorent en Europe émergente alors qu'une valorisation anticipée de 7x et des devises proches de leur juste valeur sont favorables. Le problème principal est le poids de la Russie et son exposition au pétrole, en plus des risques géopolitiques qui invitent à la prudence à court terme. L'Amérique latine nous apparaît la région la moins attractive, les fondamentaux très dégradés n'étant pas compensés par des valorisations raisonnables (13x forward P/E) et des devises déjà faibles.

## Risques

- Discours de la Fed sous-entendant qu'elle serait en retard.
- Mouvements de devises incontrôlables. Un dollar plus fort renforçant la volatilité, en particulier dans les marchés émergents.
- Prix des matières premières faisant monter les taux de défaut, en particulier aux US.
- Les situations économique ou politique des pays émergents empirent, sorties de capitaux.
- L'essor de l'activité M&A sape les marchés de crédit.

PT, Portugal ; GR, Grèce ; SW, Suède ; SZ, Suisse ; UK, Royaume-Uni ; US, Etats-Unis et JP, Japon.

## Allocation d'actifs recommandée

Allocation globale	Court terme (3-6M)	Moyen terme (12-24M)
Liquidité	=	=
Actions	=	=
Obligations d'Etats	=	●
Crédit	●	=

▲/▼ Changements du mois

Actions	Court terme (3-6M)	Moyen terme (12-24M)
Etats-Unis	●	●
Zone euro	●	●
Royaume-Uni	=	●
Suisse	●	●
Japon	●	=
Amérique latine	●	●
Europe émergente	▲ =	= ▲
Asie émergente	●	●

▲/▼ Changements du mois

Obligations d'Etat	Court terme (3-6M)	Moyen terme (12-24M)
Etats-Unis	●	●
Zone euro	●	=
Cœur zone euro	=	=
Périphérie zone euro	●	=
Royaume-Uni	●	●
Japon	=	=
Pays Emergents	=	=
Swap spreads	=	●
Indexées à l'inflation	=	●
Etats-Unis	●	●
Europe	=	●

▲/▼ Changements du mois

Crédit	Court terme (3-6M)	Moyen terme (12-24M)
Corporate - Etats-Unis	●	=
Corporate - zone euro	▼ =	=
High Yield - Etats-Unis	●	=
High Yield - zone euro	●	=

▲/▼ Changements du mois

## Nos convictions

- Nous recommandons d'être neutre sur les actions. Une valorisation de 19x les bénéfices est élevée, vu les faibles perspectives de bénéfices.
- Sous-pondération globale sur les obligations, principalement du fait des UST.
- Nous restons positif sur le crédit en général mais suggérons de réduire les positions en IG.

=====

- Sous-pondérer Wall Street dont le cycle est mature, bénéfices réduits par l'appréciation de la devise and et des conditions financières plus strictes.
- Surpondérer la zone euro et le Japon, grâce une raisonnable croissance des bénéfices (5 à 10%), une valorisation attractive et l'afflux de liquidités.
- Fin de la sous-pondération Europe émergente grâce à une reprise de l'activité et l'influence de la BCE.
- Nous préférons l'Asie dans les marchés émergents. La croissance devrait se stabiliser et les valorisations sont basses (12x).

=====

- Prudence sur le risque de duration aux US. Le chômage en baisse devrait soutenir la croissance des salaires et conforter le cycle de hausse de la Fed.
- Duration pressures should remain contained in the euro area, given ECB liquidity and supportive technical. Rester surpondérer sur la périphérie ; l'action de la BCE devant comprimer un peu plus les taux.
- Le QQE XXL de la BoJ maintiendra des taux très bas.
- Construire des positions sur les points morts d'inflation, d'abord aux US puis dans la zone euro.

=====

- 2016 sera plus difficile pour l'IG avec la duration qui sera un obstacle et pèsera sur les performances, qui ne seront que marginalement positives. Profiter d'un rally pour réduire l'exposition.
- Préférer le HY court, surtout aux US où les spreads offrent des taux attrayants et une marge de sécurité; Le HY € devrait profiter du programme d'achat de la BCE et d'anticipations de défaut faibles.

## La courbe de taux après la première hausse : ce cycle est différent

Par Zhili Cao et Eric Chaney

- Lors des cinq cycles précédents, les taux longs américains ont augmenté et la courbe de taux s'est aplatie.
- Le nouveau cycle est atypique car la Fed remontera ses taux très graduellement, et la prime de terme, pratiquement nulle, ne pourra que monter.
- Tout considéré, les taux long devraient monter, suivant les taux anticipés et la prime de terme. Cependant les incertitudes sont importantes, et nous signalons un risque de volatilité plus important que lors des cycles précédents.

Nous sommes entrés dans un nouveau cycle de resserrement modéré de la Réserve Fédérale américaine (Fed). Une question cruciale pour les marchés et les économies réelles est la façon dont les taux longs (les rendements obligataires) vont réagir. Nous examinons cette question, 1) en observant les mouvements des taux longs et de la courbe de taux au cours des cinq précédents cycles, 2) en décomposant les rendements 10 ans en taux anticipés ajustés du risque et prime de terme.

Notre conclusion n'est pas univoque. D'un côté, les cycles précédents montrent qu'en moyenne, les taux longs ont tendance à monter et la courbe à s'aplatir après la première hausse. D'un autre, ce cycle démarre dans des conditions bien particulières : la prime de terme est anormalement basse (proche de zéro) en raison des achats massifs d'obligations par la Fed ; de plus, la Fed n'a jamais autant insisté sur le gradualisme de sa future politique, en raison d'une inflation restée 'trop basse, trop longtemps'. Au bout du compte, les régularités passées, des taux longs en hausse et une courbe de taux devenant plus plate devraient se reproduire, mais pour des raisons différentes des cycles précédents.

Figure 8

### Les cycles de resserrement monétaire depuis 1986

Cycles de hausse	Taux initial	Variation du FFR	Durée (mois)
Déc 1986 - Sep 1987	5,875%	1,375%	9
Mar 1988 - Fév 1989	6,50%	3,25%	11
Fév 1994 - Fév 1995	3,00%	3,00%	12
Juin 1999 - Mai 2000	4,75%	1,75%	11
Juin 2004 - Juin 2006	1,00%	4,25%	24

Source : Federal Reserve Bank of New York et AXA IM Research

### Retour sur les cycles précédents

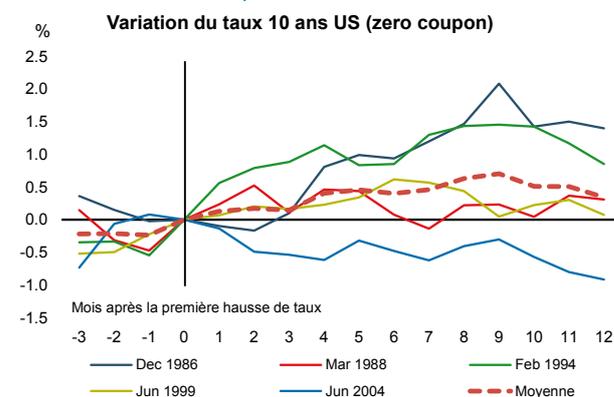
Depuis 1986, le taux des fonds fédéraux (FFR), c'est-à-dire le taux d'intérêt auquel les institutions de dépôt, banques en particulier, s'échangent les actifs qu'ils détiennent à la Réserve Fédérale, a été le principal outil de politique monétaire de la Fed pour remplir son

mandat<sup>11</sup>. C'est pourquoi nous commençons cette revue en 1986. Cinq cycles se sont succédés, amorcés en décembre 1986, mars 1988, février 1999 et juin 2004<sup>12</sup>. Les variations du taux directeur (FFR) et la durée des cycles sont résumés dans la Figure 8.

Le comportement des taux à 10 ans avant et après la première hausse est visualisé dans la Figure 9. En moyenne, le taux 10 ans commence à monter quelques mois avant la hausse, qui se poursuit pendant neuf mois (hausse de 70 pb), à la seule exception du cycle de 2004. Comme nous le verrons, cette exception est reliée à une forte baisse de la prime de terme.

Figure 9

### Quand la Fed monte, le taux 10 ans tend à monter...

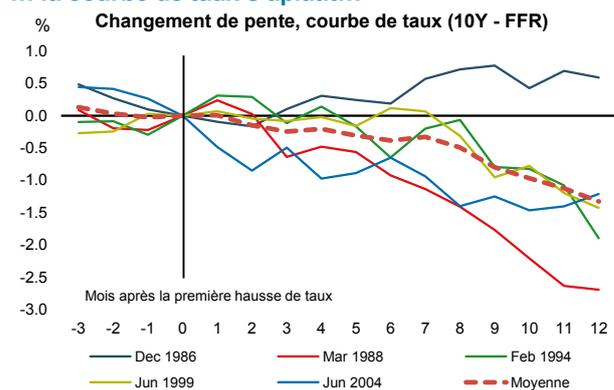


Source : Bloomberg et AXA IM Research

Le comportement de la courbe de taux est souvent considéré comme plus important que la direction des taux. Nous l'observons par une mesure très résumée, l'écart entre le taux 10 ans et celui des fonds fédéraux.

Figure 10

### ... la courbe de taux s'aplatit...



Source : Bloomberg et AXA IM Research

En moyenne, l'écart se réduit, jusqu'à 130 pb dans l'année qui suit la première hausse. A nouveau, une exception : le cycle amorcé en décembre 1986, également liée à un comportement atypique, une

<sup>11</sup> "Do They Walk on Water?: Federal Reserve Chairman and the Fed," Praeger; 1ère édition, 2008 ; avant 1986, l'outil principal de la Fed était le taux de l'escompte.

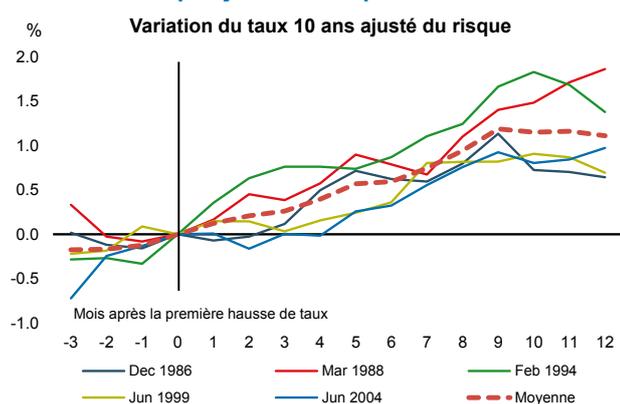
<sup>12</sup> Nous ne tenons pas compte de la hausse unique de 1997.

hausse de la prime de terme. Il faut donc se pencher de plus près sur la décomposition des taux longs en taux anticipés et prime de terme pour en savoir plus.

## Les anticipations suivent l'action de la Fed

Selon la théorie des anticipations, le rendement d'une obligation sans risque de crédit (notre hypothèse pour les obligations du Trésor américain, les *Treasuries*) a deux composantes. La première est la moyenne géométrique des 'vraies' anticipations du marché concernant les taux courts futurs (FFR par exemple). La seconde est la prime de rendement que les investisseurs demandent pour porter le risque de duration qu'ils prennent en achetant l'obligation. Nous appelons cette prime 'prime de terme' et nommons le taux moyen anticipé 'taux anticipé ajusté du risque' ('risk-free rate' dans la littérature). Dans cette note, nous utilisons notre réplique du modèle développé par Adrian, Crump et Moench<sup>13</sup>, dont les résultats sont publics sur le site de la Réserve fédérale de New York. Notons que les estimations se font sur des courbes zéro-coupon, dont les taux peuvent légèrement différer des taux nominaux.

Figure 11  
... le taux anticipé ajusté du risque monte...



Source : Bloomberg et AXA IM Research

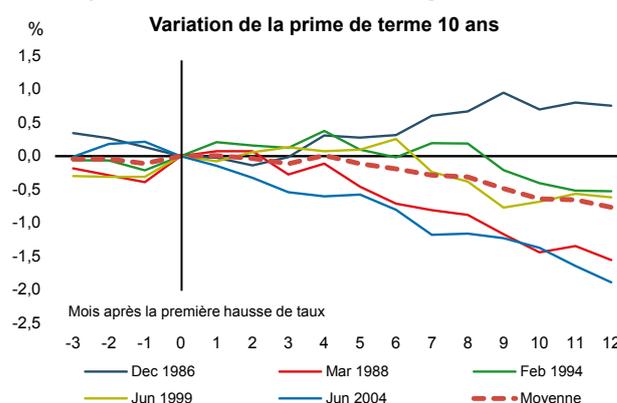
Comme le montre la *Figure 11*, le taux moyen anticipé, une fois corrigé du risque, monte régulièrement, avant et après la première hausse de taux. Ce n'est pas surprenant : lors de chacun des précédents cycles, la Fed a régulièrement relevé sa cible pour le FFR, réduisant l'incertitude sur sa stratégie à chacun de ses meetings. De plus, la moyenne des taux anticipés sur les 10 prochaines années dépend positivement du point de départ, aussi longtemps que les marchés n'anticipent pas un retournement monétaire. **Prenant la moyenne des cinq cycles précédents, nous observons que le taux anticipé ajusté du risque culmine 120 pb au-dessus de son niveau initial environ neuf mois après la première hausse, et que la dispersion des différents cycles autour de cette moyenne est faible.**

<sup>13</sup> Adrian, T., Crump, R.K. and Moench, E., "Pricing the Term Structure with Linear Regressions," *Journal of Financial Economics* 110, no. 1 (October 2013): 110-138.

## La prime de terme baisse après le premier tir

La prime de terme, qui est ici la différence entre le taux observé et le taux ajusté du risque, se comporte bien différemment. Dans chacun des cycles précédents (sauf celui de 1986), elle a été soit stable, soit décroissante sur toute la période d'observation (*Figure 12*). Cela paraît rationnel et conforme à la théorie des anticipations : à mesure que la Fed avance sur le chemin de la normalisation, elle réduit l'incertitude sur ses prochaines actions, du moins durant l'année qui suit la première hausse. Comme la prime de terme est, fondamentalement une prime réclamée par des investisseurs averse au risque, cette baisse a du sens. Ce sont donc les exceptions à la règle qui attirent notre attention.

Figure 12  
... et la prime de terme baisse, en moyenne



Source : Bloomberg et AXA IM Research

Commençons par le cycle initié en décembre 1986, le seul où la prime de terme a monté. Nous voyons une explication possible pour cette anomalie dans le fait que l'accord du Louvre<sup>14</sup> fut conclu presque immédiatement après la hausse, en février 1987. Le but de l'accord était de mettre fin à la baisse du dollar de façon à stabiliser les marchés de change. Comme la devise américaine continua de se déprécier après l'accord, on peut concevoir que l'action future de la Fed devint plus incertaine, au cas, par exemple, d'une plus forte inflation importée. En réalité, l'inflation crainte ne se matérialisa pas, les marchés ayant sous-estimé l'impact de la baisse du prix du pétrole entraînée par le changement de stratégie de l'Arabie saoudite.

L'inverse se produisit lors du cycle initié en février 2004, au cours duquel Alan Greenspan se plaignait du 'mystère des taux longs' ('bond conundrum') : la partie longue de la courbe de taux semblait parfaitement indifférente à l'action de la Fed sur les taux courts. Pourtant, Don Kim et Jonathan Wright<sup>15</sup> avaient bien noté que le mystère résidait dans la baisse de la prime de terme, et non pas dans le comportement des taux ajustés du risque, qui, eux, suivaient docilement l'action de la Fed (voir *Figure 11*). Une explication crédible de la

<sup>14</sup> L'accord du Louvre, signé le 22 février 1987, visait à stabiliser les marchés de change en enravant la chute du dollar.

<sup>15</sup> Kim, Don and Wright, Jonathan, "An arbitrage-free three factor term structure model and the recent behaviour of long-term yield and distant horizon forward rates", *FEDS*, 2005-33

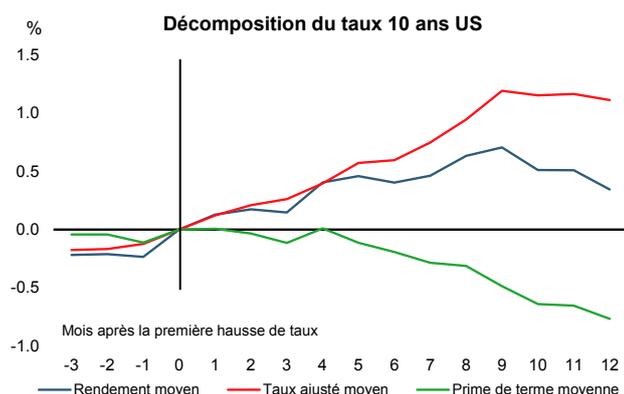
forte baisse de la prime de terme est l'accumulation d'actifs en dollars par la Chine et d'autres économies émergentes, dont les excédents commerciaux croissants créaient une abondante demande pour des actifs en dollars sans risque. Comme la prime de terme est, d'un point de vue technique, un résidu, la distorsion du marché entraînée par ces achats massifs se retrouvait sous la forme d'une baisse artificielle de la prime de terme. Le même phénomène s'est répété lors des épisodes d'assouplissement quantitatif, durant lesquels la Fed achetait des *Treasuries* sans regarder leur prix.

## Enfin, qui va gagner ?

La décomposition en taux ajusté du risque et prime de terme a mis en évidence deux forces contraires : tandis que la première monte après le premier tir de la Fed, la seconde baisse. Mais, en moyenne, le résultat des courses est clair, comme le montre la *Figure 13*. Au cours du cycle moyen des trente dernières années, la hausse du taux ajusté du risque l'emporte sur la baisse de la prime de terme, faisant monter le taux 10 ans d'environ 70 pb dans l'année qui suit.

Figure 13

### Les taux anticipés plus forts que la prime de terme ?



Source : Bloomberg et AXA IM Research

Si les régularités historiques ne peuvent être ignorées, il reste que ce cycle s'amorce dans des conditions bien différentes, ce qui incite à la prudence.

En ce qui concerne la politique de la Fed elle-même, ses orientations explicites ('forward guidance') ont lourdement insisté sur le gradualisme à venir. Les vues du camp défavorable à la normalisation, bien représentées par Larry Summers (qui, ne présidant pas la Fed, dit ce qu'il pense) qui craint qu'une trop grande précipitation ne cause une récession. A l'inverse, toute hausse imprévue de l'inflation ou des salaires pourrait faire pencher la balance en faveur des faucons du FOMC, qui pensent que la Fed a déjà pris trop de retard. De ce fait, l'évolution du taux anticipé ajusté du risque, qui sera plus lente que lors des épisodes précédents selon toute vraisemblance, est incertaine.

D'un autre côté, la prime de terme n'a jamais été si basse en début de cycle. A la suite des multiples

phases d'assouplissement quantitatif et de l'opération 'twist', la prime de terme est pratiquement tombée à zéro<sup>16</sup>, à comparer à une moyenne de long terme de 150 pb (1961-2014). De plus la taille du bilan de la Fed devrait continuer à peser sur la prime de terme<sup>17</sup>, tant que la Fed maintiendra sa politique de réinvestissement des actifs venus à échéance. Mais même si la Fed garde son bilan constant, comme la prime de terme part de zéro, nous pensons qu'elle a plus de chance de monter lors de la normalisation monétaire, que de baisser comme lors des cycles précédents.

Si nos suppositions sont correctes, les taux longs américains devraient monter durant l'année 2016, car les deux composantes, taux anticipé ajusté et prime de terme, devraient elles même monter. **Nous anticipons que le taux à 10 ans devrait atteindre environ 2,7% d'ici la fin de l'année.** Mais l'amère vérité est que de fortes incertitudes entourent les deux composantes des taux longs : tout changement des orientations de la Fed pourrait faire fluctuer les anticipations des marchés et, de plus, l'évolution de la prime de terme est hautement incertaine, puisque, par exemple, sa sensibilité au bilan de la Fed n'a été estimée que lors d'un seul cycle, faute d'autres exemples historiques. Pour corser l'affaire, et à la différence de l'époque du 'mystère des taux longs', la Chine va continuer à diversifier ses actifs financiers et pourrait décider de réduire son exposition aux *Treasuries* si nécessaire, ajoutant un élément supplémentaire d'incertitude à l'évolution de la prime de terme.

**En conclusion, les taux longs américains devraient monter, comme ils l'ont fait lors des précédents cycles. Mais la volatilité devrait également monter, non seulement pour le marché des *Treasuries*, mais aussi pour les marchés qui en dépendent, comme celui des obligations d'entreprises.**

<sup>16</sup> Au 8 décembre 2015, l'estimation de la prime de terme par la Fed de NY (modèle ACM) est 0,0%, la nôtre étant -0,15%.

<sup>17</sup> Selon Stanley Fischer, vice Président de la Fed, les achats d'actifs durant les programmes de QE (environ 3 Tn dollars), ont fait baisser les rendements 10 ans d'environ 110 pb. Voir : [Conducting Monetary Policy with a Large Balance sheet](#), Stanley Fisher speech, Feb 27, 2015.

## Etats-Unis et Royaume-Uni : Après le ralentissement de la consommation

Par David Page

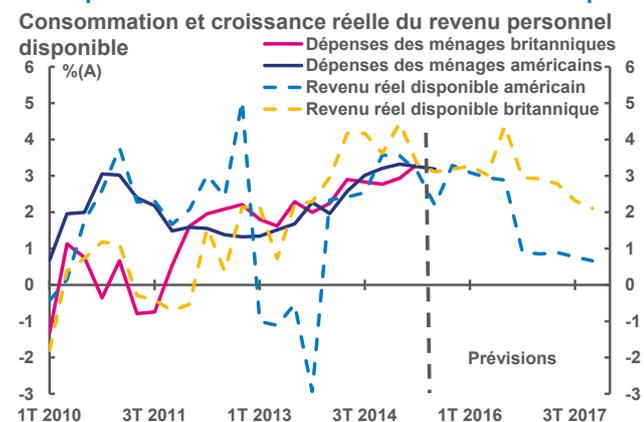
- La consommation a soutenu la reprise des économies américaine et britannique. Cette hausse récente de la consommation a été alimentée par celle du revenu réel disponible, lui-même porté une inflation exceptionnellement basse.
- La croissance du revenu disponible devrait ralentir avec une atténuation de la désinflation et un ralentissement de l'emploi. Bien que portée par une croissance plus rapide des salaires et une réduction de l'épargne en 2016, la consommation devrait ralentir par la suite.
- Sur la base des cycles antérieurs, nous analysons les possibles réactions macro-économiques, monétaires et du marché des actions, pour en tirer des conclusions pour 2016-2017.

### Le consommateur au cœur des économies

Les PIB américain et britannique sont dominés par les dépenses des ménages. Même après la récession, depuis 2010, ces dépenses de consommation représentent 68% de l'économie américaine et 62% de celle du Royaume-Uni, soutenant la reprise.

Figure 14

#### Les dépenses de consommation ont alimenté la reprise



Source : Bureau of Economic Analysis, Bureau de la Statistique Nationale et Recherche AXA IM

Aux États-Unis, le redémarrage de l'économie a été porté par une solide expansion de la consommation avant l'accélération des dépenses d'investissement mi-2011. Depuis mi-2013, un nouveau rebond de la consommation y est observé, au rythme annualisé de 2,8%. Le Royaume-Uni a connu la même dynamique un peu plus tard, avec une accélération de la croissance de la consommation des ménages à partir de mi-2013, qui a coïncidé avec une reprise de l'investissement pour sortir de la stagnation prévalant depuis mi-2009 (Figure 14).

### La consommation des ménages à un tournant

Si la consommation reste solide pour l'instant, nous pensons que sa dynamique n'est pas loin d'atteindre

un plafond, et devrait ralentir avant la fin de l'année 2016.

Le principal moteur à long terme de la consommation est la croissance du revenu réel disponible. Malgré une inflation salariale modérée aux États-Unis et jusqu'à récemment au Royaume-Uni, la croissance des revenus a été ferme. Ceci a été favorisé par la forte progression de l'emploi, par l'augmentation du nombre de ménages ayant un emploi rémunéré. Plus récemment, un effondrement de l'inflation, entraîné par le recul des prix des biens importés, pétrole en particulier, a renforcé la croissance du revenu réel.

Mais ces facteurs devraient ralentir. L'inflation devrait remonter avec la disparition de certains des facteurs désinflationnistes ayant conduit les taux directeurs à zéro. Il est probable que l'IPC américain dépasse légèrement 1,5% dans la seconde moitié de l'année 2016, et l'inflation britannique devrait le suivre de près. La croissance de l'emploi semble également prête à s'atténuer car la croissance du PIB ralentit et les marchés du travail se resserrent.

Une progression de la croissance des salaires pourrait atténuer en partie l'impact du rebond de l'inflation et du ralentissement de la croissance de l'emploi. L'introduction du salaire minimum en avril 2016 est susceptible d'entraîner une nouvelle accélération, après un record l'an passé depuis six ans. Cependant, même au Royaume-Uni, nous prévoyons une hausse des salaires entre 3% et 4%, qui ne devrait pas neutraliser la hausse attendue de l'inflation. Aux États-Unis, nous prévoyons une croissance des salaires moins forte, qui devrait atteindre 2,6% d'ici fin-2016 (aujourd'hui à 2,2%).

Une baisse de l'épargne est également susceptible d'amortir l'effet d'une croissance plus lente des revenus. Avec la crise, le taux d'épargne a fortement augmenté, aux États-Unis comme au Royaume-Uni. Pour les premiers, il a progressé de 3,0% (2007) à 6,1% (2009). Au Royaume-Uni, la mesure officielle est passée de 7,3% à 9,8% en 2009 (hors cotisations de retraite, -0,7 % à 4,7%). Ceci est pour l'essentiel lié à une hausse de l'épargne de précaution.

Avec la croissance du revenu ralentissant au second semestre 2016, les ménages américains devraient maintenir leur niveau de dépenses actuels, en puisant dans leur épargne, encouragés par un chômage faible et les premiers signes de hausse des salaires. Cela devrait prévenir un fort ralentissement des dépenses en 2016. Toutefois, le ralentissement des revenus persistant en 2017, les ménages seront prudents quant à la réduction de leur épargne.

Au Royaume-Uni, le recours à l'épargne devrait être moindre. Le sentiment du consommateur britannique a nettement changé en 2013 et, en dépit de l'accélération modeste de la croissance du revenu réel, la consommation a fortement progressé, les ménages

réduisant leur épargne de précaution (le taux d'épargne hors retraite a reculé à 1,5% contre 4,0%).

En toute logique, la croissance de la consommation de 2016 dépassera celle de 2015, avant de ralentir en 2017.

## Quelle suite au pic de la consommation?

Vu l'importance de la consommation des ménages pour les économies américaine et britannique, il n'est pas surprenant d'observer une décélération de la croissance du PIB après des pics de croissance de la consommation. Ces pics ne semblent avoir que peu de liens avec la politique monétaire, pouvant être tout aussi bien la cause que la conséquence de l'expansion monétaire. Cependant, nous pensons qu'un lien très net a été observé entre ces pics et les marchés boursiers, ces derniers reculant immédiatement dans les trimestres qui suivent, à des degrés variés.

**Un ralentissement de la croissance de la consommation a toujours abouti à un ralentissement plus large du PIB** les trimestres suivants. Aux États-Unis, bien qu'un tel ralentissement n'ait qu'exceptionnellement entraîné une large récession économique (en particulier après les pics de 1968 et 1973), le PIB a ralenti et vu sa croissance trimestrielle proche de la stagnation dans les 1,5 à 2 ans suivant le pic. Pour 2016, nous prévoyons que la consommation des ménages contribuera à près de 100% de la croissance du PIB sur quatre trimestres. Bien que la contribution de la consommation ait été plus élevée au cours des pics de 1976 et 1983, la contribution moyenne - ces deux exemples exclus - était d'environ deux-tiers du PIB. Le modèle de croissance britannique est plus frappant : dix pics identifiés de la consommation depuis 1960 ont donné lieu à six contractions trimestrielles et trois épisodes à peine positifs, en moyenne dans les quatre trimestres suivant le pic de croissance des dépenses.

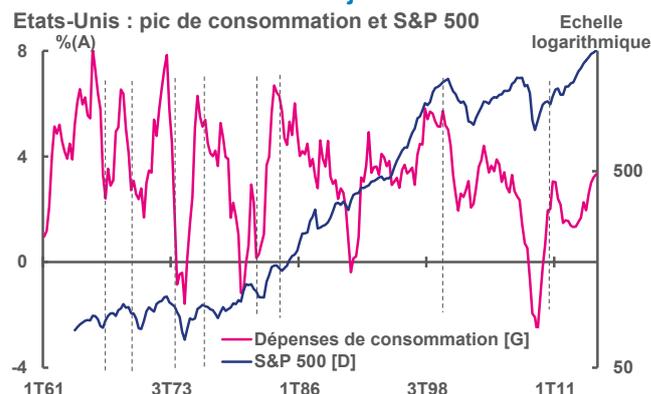
**La politique monétaire présente une relation plus ambivalente aux pics de croissance de la consommation.** Aux États-Unis et au Royaume-Uni, l'assouplissement monétaire était aussi souvent la cause que la conséquence ces pics. Depuis le début des années 1970, quatre des six pics de consommation américains ont été précédés par un assouplissement significatif de la politique monétaire. Au Royaume-Uni, six des dix pics ont suivi un assouplissement, y compris celui tristement célèbre de la fin des années 1980. Cependant, à d'autres moments le ramollissement de l'activité économique, dû au fléchissement des dépenses des ménages, a entraîné l'assouplissement monétaire y compris après 2000 aux États-Unis et en 1973, 1979, 2000 et 2007 au Royaume-Uni.

**La relation entre pics de consommation et actions est plus claire.** Sur les dix dernières baisses des marchés actions depuis 1960 d'une durée de deux trimestres ou plus, huit ont été précédées d'un pic de croissance de la consommation<sup>18</sup> (Figure 15). La

<sup>18</sup> Le pic de consommation n'a pas marqué le récent effondrement des actions en 2008-09, ce qui reflète la nature de cette crise

correction moyenne ajustée était de 25% (allant de 2,5 à 50%). Le délai moyen entre le pic de consommation et le recul des actions était de deux trimestres (fourchette de un à trois).

Figure 15  
Pic de consommation avant ajustement des actions



Source : Bureau of Economic Analysis, Datastream et Recherche AXA IM

Au Royaume-Uni, la relation au marché actions est moins claire. L'indice actions FTSE 100 a toujours été un indice international et ses déterminants externes affaiblissent l'impact des facteurs internes. Le FTSE 250 reflète mieux l'économie britannique, et ses reculs de 1994, 2000 et 2007 ont tous été associés à des pics de dépenses. Ceci peut toutefois indiquer un plus grand degré de synchronisation mondiale.

## Conclusions

Les consommations américaine et britannique devraient atteindre des pics de croissance en 2016. Sur la base du passé, nous pensons que :

- La croissance du PIB devrait ralentir, même si le resserrement progressif de la politique monétaire et un cycle plus lent de reprise du logement aux États-Unis devraient permettre d'éviter la stagnation de la croissance du PIB dans les deux ans. En 2016 et 2017, nous prévoyons une croissance du PIB à 2,2% et 1,7% aux États-Unis, et de 2,0% et 1,8% au Royaume-Uni, en dessous du consensus.
- Une croissance plus faible de la consommation est susceptible de justifier un resserrement progressif de la politique monétaire au cours des années à venir.

financière. Il a raté la chute du quatrième trimestre 1987. Il n'a pas non plus signalé les baisses des actions dans les années 1990 associées à la guerre du Golfe. En outre, nous notons que les pics de dépenses en 1992 et 2004 n'ont pas entraîné de reculs immédiats des actions.

## Chine : Implications de la libéralisation des mouvements de capitaux

Par Aidan Yao

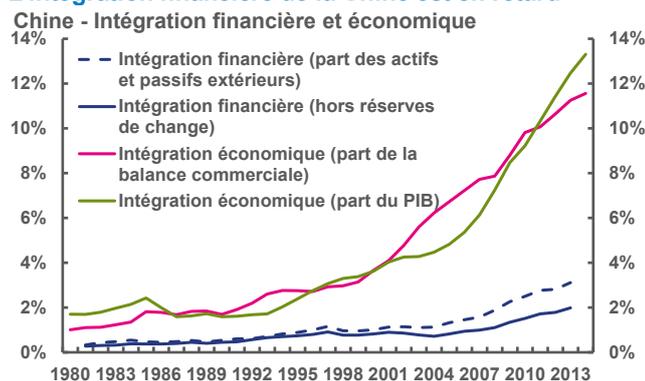
- Peu d'événements vont revêtir autant d'importance pour les marchés financiers mondiaux que la libéralisation des mouvements de capitaux en Chine.
- Nous attendons de ce tournant une hausse significative des flux de capitaux transfrontaliers et d'importants changements des positions extérieures de la Chine en matière d'avoirs et d'engagements.
- La libéralisation des mouvements de capitaux va comporter des avantages et des risques – ces derniers nécessitant une gestion prudente.

### La Chine accélère son intégration financière

L'une des raisons majeures du triomphe économique de la Chine durant les décennies récentes fut l'intégration réussie de l'économie chinoise dans celle du reste du monde avec des conséquences profondes sur l'économie mondiale. En revanche, l'influence chinoise sur les marchés financiers mondiaux a été bridée par la fermeture de son marché de capitaux et la non-convertibilité du renminbi (RMB, Figure 16).

Figure 16

#### L'intégration financière de la Chine est en retard



Source : FMI, BoE et Recherche AXA IM

Reconnaissant les effets de distorsion liés à la fermeture de son marché de capitaux, le gouvernement chinois a commencé à lever diverses restrictions. Le dernier (13<sup>ème</sup>) plan quinquennal a érigé en priorité la convertibilité du compte de capital et l'internationalisation du RMB pour ce qui concerne les réformes du secteur financier. Nous pensons que la dynamique de libéralisation va s'effectuer à un rythme soutenu au cours des prochaines années.

L'approfondissement de l'intégration financière de la Chine exercera une profonde influence sur le monde, au même titre que son intégration économique lors des décennies précédentes. L'analyse ci-dessous indique que **les flux de capitaux transfrontaliers entrants et sortants de Chine vont fortement augmenter** à partir de leurs niveaux actuels et que la composition de la position extérieure de la Chine va fortement changer.

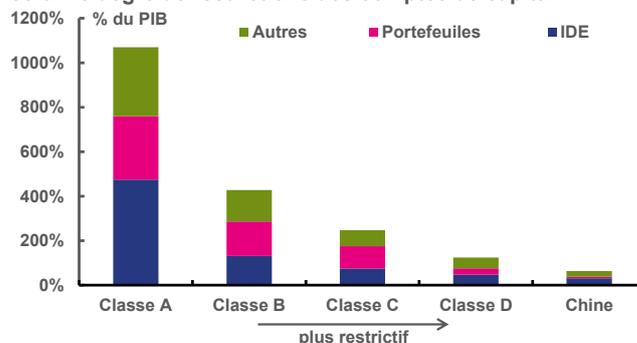
### La libéralisation va libérer les flux de capitaux

L'absence d'ouverture du compte de capital, même si elle n'est pas totale, a très fortement limité les mouvements de capitaux et la capacité de la Chine d'accumuler des créances et des engagements externes. La Figure 17 retrace les situations en matière d'investissements internationaux de 25 pays avancés ou en développement, regroupés selon le degré de restriction portant sur le compte de capital<sup>19</sup>. Les positions moyennes se réduisent logiquement du groupe A - comptes de capitaux les plus libéralisés - au groupe D - comptes les moins ouverts. La Chine, membre du groupe D, affiche l'un des bilans extérieurs les moins importants.

Figure 17

#### La libéralisation du compte de capital se traduit par une situation extérieure plus importante

Positions d'investissement international pour 25 pays selon le degré de restrictions des comptes de capital



Source : FMI et Recherche AXA IM

Il n'est pas évident de quantifier le changement attendu. Même si son sens est clair, la trajectoire effective de cette libéralisation souffre d'importantes incertitudes sur le plan économique, celui des marchés et de la politique économique.

Il faut donc interpréter avec prudence l'analyse qui suit. Elle ne vise qu'à fournir une estimation approximative des positions extérieures de la Chine après qu'elle aura achevé le processus de libéralisation.

Pour estimer l'effet potentiel de la libéralisation du compte de capital de la Chine sur sa position extérieure globale<sup>20</sup>, on peut :

- 1) partir d'une étude empirique avec l'hypothèse qu'elle suivra l'évolution moyenne de libéralisation de mouvements de capitaux observée dans les 25 pays évoqués au cours des 60 dernières années ;

<sup>19</sup> Nous construisons des indices de restrictions des mouvements de capitaux à l'aide de données du dernier Rapport Annuel du FMI sur les Accords et Restrictions sur les Marchés des Changes.

<sup>20</sup> He, D., et al « [How would capital account liberalisation affect China's capital flows and the Renminbi real exchange rate?](#) », Honk Kong Institute for Monetary Research, Avril 2012 et Hooley, J., « [Bringing down the Great Wall? Global implications of capital account liberalisation in China](#) », Bulletin trimestriel de la BoE, 12 décembre 2013.

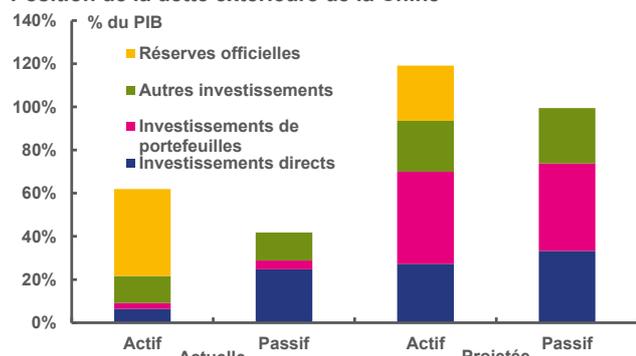
- 2) tabler sur une convergence de sa position extérieure vers celle observée au Japon et aux Etats-Unis ;
- 3) se concentrer sur les seuls flux de capitaux transfrontaliers entre la Chine et les Etats-Unis.

En résumé, nous prenons la moyenne des trois approches et comparons la prévision fournie par le modèle à la situation actuelle (Figure 18). Tout d'abord, **les avoirs et engagements de la Chine vont fortement augmenter en % du PIB**. La situation agrégée (brut : avoirs + engagements) va plus que doubler pour atteindre 220% du PIB à partir d'un niveau actuel de 100%. **Par ailleurs, la position nette (avoirs - engagements) devrait rester à peu près inchangée, la Chine restant créancière nette vis-à-vis du reste du monde.**

Figure 18

### La libéralisation se traduit par de profonds changements des positions extérieures de la Chine

Position de la dette extérieure de la Chine



Source : FMI, diverses études économiques et Recherche AXA IM

Enfin, **la composition des positions extérieures de la Chine va changer profondément**. Commençons par les investissements directs, où la position nette débitrice actuelle va devenir bien plus équilibrée, la Chine accumulant plus d'actifs extérieurs. Cette évolution est cohérente avec l'offensive stratégique du gouvernement en faveur des investissements à l'étranger au travers du One-Belt-One-Road (initiative centrée sur la connectivité et la coopération entre pays, notamment l'Eurasie) et de la Banque Asiatique d'Investissement pour les Infrastructures, et d'un encouragement des entreprises du secteur privé à investir à l'étranger. L'activité de crédit bancaire transfrontalier retracée par le poste « autres investissements » (Figure 18), va doubler en % du PIB, le système bancaire chinois s'ouvrant à la concurrence étrangère et les banques domestiques s'aventurant à l'étranger. Mais le changement le plus important vise les investissements de portefeuille, les positions brutes devant être multipliées par plus de dix pour atteindre 85% du PIB. Ceci tient au fait que les investissements de portefeuille sont la partie du compte de capital sur laquelle pèse le plus de restrictions. Enfin, les réserves de change de la Chine vont reculer de 36% à 25% du PIB. Un compte de capital plus libre et un taux de change plus flexible vont réduire le besoin de conserver des réserves aussi volumineuses.

Ces changements de composition des positions extérieures de la Chine constituent un rééquilibrage en deux étapes : 1) **un transfert de ressources du secteur public vers le secteur privé**, 2) un

**rééquilibrage entre investissements directs et investissements de portefeuille.**

### Coexistence d'avantages et de risques

En théorie, une intégration réussie des marchés de capitaux chinois dans les marchés mondiaux devrait **rendre le système financier mondial plus équilibré, plus stable**, avec une plus grande liquidité du marché. En revanche, les risques de cette transition sont non-négligeables, comme l'illustrent des expériences passées de libéralisation dans de nombreux marchés émergents.

Pour la Chine, un marché de capitaux plus libéré peut se traduire par un plus fort partage du risque transfrontalier, peut améliorer la structure du marché, élargir les canaux de financement pour les emprunteurs domestiques, accroître la concurrence au sein du secteur bancaire et permettre une diversification pour les investisseurs tant locaux qu'étrangers. Pour les ménages, un meilleur partage des risques pourrait réduire le besoin d'épargne de précaution et donc se traduire par une hausse de la consommation favorisant le rééquilibrage de l'économie. Enfin, une moindre accumulation de réserves de change pourrait améliorer le solde budgétaire de la Chine, le rendement de ses réserves de change étant en général inférieur au coût de stérilisation de tels achats.

Le prix à payer pour obtenir de tels avantages est l'abandon, par les autorités, du contrôle des flux de capitaux. Cependant, les expériences des pays émergents montrent que la libéralisation du compte de capital a souvent eu pour conséquence des crises bancaires et financières. Pour minimiser ces risques, la Chine doit donc gérer avec prudence le processus de libéralisation, coordonner les réformes extérieures et domestiques, et définir des réglementations financières transfrontalières. Conserver une certaine capacité d'intervention en matière de flux de capitaux - même après leur libéralisation - est désormais recommandé par le FMI<sup>21</sup> et en ligne avec le souhait de la Chine de chercher à procéder à une « libéralisation contrôlée avec convertibilité » de son compte de capital.

Pour le monde pris dans son ensemble, un approfondissement de l'intégration financière de la Chine devrait rendre les marchés mondiaux plus réactifs à des chocs en provenance de Chine. Des flux croissants dans les deux sens et le changement de composition des investissements des investisseurs chinois et internationaux devraient avoir dans l'ensemble un impact notable mais inégal sur certains marchés d'actifs. Enfin l'internationalisation du RMB a connu un succès considérable au cours des dernières années. Si l'opération est gérée avec succès, ceci pourrait modifier le contexte d'ensemble du système monétaire mondial au cours des décennies à venir, en créant un système multilatéral moins sensible aux inflexions de la politique monétaire des Etats-Unis.

<sup>21</sup> « [The liberalisation and management of capital flows: an institutional view](#) », Policy Paper du FMI, 14 novembre 2012

## Chine : Marchés actions et changements structurels

Par Mark Tinker

- Les investisseurs avaient l'habitude de miser sur la Chine à l'aide d'actifs de substitution comme les marchés émergents, les matières premières et les entreprises occidentales vendant en Chine. Un tel schéma ne fonctionne plus.
- Le nouveau modèle de croissance est centré sur la consommation et les services, en particulier internet.
- Le système financier chinois s'adapte à cette nouvelle économie. Des marchés de capitaux à l'occidentale remplaceront le système bancaire parallèle et empiéteront sur les banques traditionnelles.
- Les investisseurs en actions devront s'engager sur les marchés de capitaux chinois s'ils veulent tirer profit de la croissance chinoise 2.0.

### L'ancienne approche : usage de proxys

Jusqu'à présent, les investisseurs avaient une vision assez unidimensionnelle de la Chine. La croissance était forte et consommait beaucoup de matières premières, mais il n'était pas forcément nécessaire d'accéder au marché actions chinois pour en profiter. Il était possible d'investir dans les marchés émergents, ceux-ci étant largement tirés par la Chine, contribuant pour plus d'un quart à la croissance du PIB mondial, et, pour une part encore plus élevée des profits. En même temps, les *stock-pickers* pouvaient aisément sélectionner des grands groupes faisant beaucoup d'argent en Chine, des sociétés européennes du luxe aux producteurs de matières premières brésiliens et australiens, en passant par les biens de consommation en évolution rapide sur l'immense marché chinois, les actions liées au jeu à Macao, l'immobilier hongkongais et les valeurs internet chinoises cotées aux Etats-Unis. Désormais, seules ces dernières pourraient figurer dans un portefeuille constitué de valeurs de croissance chinoises.

La Chine a rapporté beaucoup aux entreprises étrangères depuis dix ans, mais ceci était une conséquence de la croissance chinoise et non le but recherché, comme certains furent tentés de le croire. Les demandes de baisse des taux d'intérêt en Chine ou les accès de panique à l'idée que la Chine s'orientait vers une phase de dévaluation compétitive montrent une incompréhension de la politique économique chinoise. L'objectif est que ceci profite à la Chine, et à personne d'autre. Les investisseurs pensant que la politique monétaire peut résoudre tous les problèmes doivent comprendre que la Chine a de multiples objectifs et dispose de nombreux leviers pour agir.

### La nouvelle approche : croissance 2.0

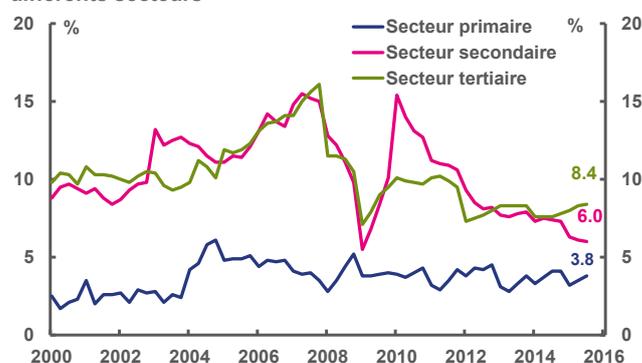
La croissance chinoise décélère mais c'est une bonne chose, et pas seulement en vertu de la loi des grands

nombre : une croissance de 5% par an contribue autant à l'activité économique qu'une croissance de 10% il y a 5 ans. Une croissance de 6,5% n'est donc pas si mal. Autrement dit, l'économie chinoise est plus importante que celles de la France, de l'Allemagne et du Royaume-Uni réunis. Si une seule d'entre elles affichait 4% de croissance, sans parler d'une progression de 6,5% des trois, les économistes crieraient au resserrement monétaire plutôt que de se plaindre du manque d'accommodation. Il faut comprendre le changement structurel de la croissance qui sera désormais surtout tirée par le secteur des services, alors que le secteur manufacturier, facile à mesurer, ralentit rapidement. Du coup, les mesures traditionnelles et l'obsession du taux de croissance risquent d'induire en erreur les investisseurs (Figure 19).

Figure 19

### La Chine est désormais tirée par les services

Répartition de la croissance du PIB chinois dans les différents secteurs



Source : CEIC et Recherche AXA IM

La précédente phase de croissance en Chine a créé un excès d'offre de matières premières, des capitaux importants ayant été engloutis dans les mines et dans l'exploration et la production de pétrole et de gaz. La liquidité liée au QE a encouragé ce type d'investissement et, souvent, l'endettement a eu pour effet de produire en dessous du coût marginal pour assurer les paiements de dette, ce qui a accentué le recul des prix : aubaine pour le consommateur mais terrible nouvelle pour les détenteurs du capital investi dans ces secteurs. Attendre une plus forte et soudaine croissance chinoise serait se méprendre sur le fait que si la Chine continuera bien à consommer ces ressources, la très forte croissance et les profits exceptionnels appartiennent au passé. La réponse, pour les matériaux de base et pour l'énergie, se situe du côté de l'offre et non de la demande.

### Made in China 2025

La Chine est en transition, d'un modèle de quantité de facteurs de production (utiliser plus d'inputs) à un modèle de productivité des facteurs (mieux les utiliser), en témoigne l'initiative Made in China 2025. Celle-ci consiste en partie en plus d'intensité capitaliste : les

productions utilisant beaucoup de main-d'œuvre et à faible valeur ajoutée sont délocalisées et la production requérant une plus forte utilisation de machines et de robots est réalisée sur place. Celle-ci inclut aussi une croissance moins gourmande en énergie : les serveurs de réseaux consomment certes de l'électricité, mais beaucoup moins qu'une fonderie d'aluminium. Les projets industriels sont également plus verts, avec un accent sur moins de pollution, sur les énergies renouvelables et les véhicules électriques.

## Consommation et politique économique

La consommation en Chine dépend de la progression des salaires mais aussi d'une baisse de l'épargne de précaution. Le taux d'épargne excède 50%, mais l'absence d'infrastructures sociales qui l'explique est en train de changer avec le plan quinquennal. La santé, l'éducation et la réforme des retraites se combinent non seulement pour promouvoir ces secteurs, mais aussi pour obtenir un niveau global de consommation plus élevé. Les entreprises de la nouvelle économie chinoise sont apparues, tirées par de nouveaux modes de consommation centrés sur l'internet. On dénombre environ 670 millions de chinois connectés, presque tous sur des terminaux mobiles, discutant, achetant et réservant tout en ligne. Dans ces domaines, il devrait y avoir plus de sociétés asiatiques qu'occidentales pour profiter de ces tendances. Enfin, les classes moyennes chinoises voyagent comme jamais auparavant, notamment vers l'Asie du nord, la convertibilité croissante de la monnaie et les réformes du secteur financier permettent plus d'investissements à l'étranger.

## One Belt, One Road

Les réserves officielles ne sont plus recyclées sous forme de bons du Trésor américain mais investies en actifs réels à l'étranger, de la façon la plus visible avec l'initiative One Belt, One Road. Par ailleurs, la Banque Asiatique d'Investissement pour les Infrastructures (AIIB) permettra à la Chine de recycler son excédent courant sous forme d'actifs réels, avec des investissements en infrastructures en l'Asie et au Moyen Orient, ce qui a souvent été qualifié de Plan Marshall sans guerre. Ceci va réduire les surcapacités dans la construction et le secteur des matériaux mais il s'agit surtout d'accroître les flux de produits en provenance de Chine. Les actions des sociétés d'infrastructures vont en bénéficier dans un premier temps, mais à plus long terme se dessine une menace concurrentielle croissante des biens et services chinois pour l'Occident, et que les investisseurs internationaux de plus long terme devraient observer avec la plus grande attention.

## Le système financier se développe

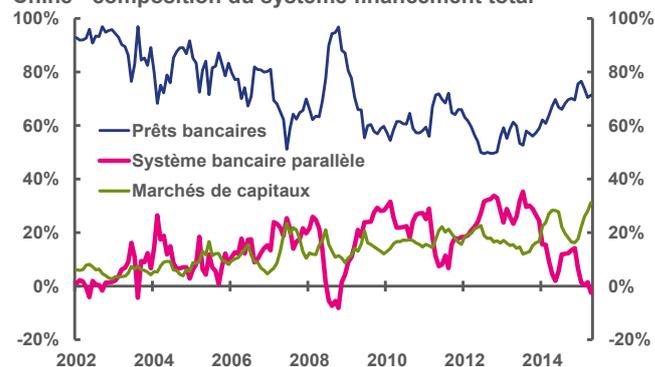
La Chine n'a pas à ce jour un système financier à la mesure de son économie, mais elle progresse. Le développement de zones de libre-échange, les schémas de connexion des bourses et l'ouverture de quotas d'investissements à l'étranger sont autant

d'éléments d'un changement structurel profond des infrastructures financières visant à connecter « le reste du pays au reste du monde ». Cette année, des changements structurels sont intervenus, permettant à la devise et aux taux d'intérêt de réagir aux forces du marché. Ces changements doivent être suivis avec attention par les analystes occidentaux. Par exemple, les changements apportés au régime de change au cours du troisième trimestre ne consistaient pas en une dévaluation compétitive mais visaient une entrée de la devise chinoise dans le panier DTS du FMI, qui s'est réalisée. Alors ils s'ouvrent aux capitaux internationaux, les marchés financiers devraient évincer le système bancaire parallèle et supplanter les banques traditionnelles encore dominantes. Ceci réduira le coût du capital et améliorera l'efficacité du système.

Figure 20

### Les marchés de capitaux vont continuer de croître

Chine - composition du système financement total



Source : CEIC et Recherche AXA IM

## Les marchés chinois continuent d'évoluer

Les marchés de capitaux sont constitués autant d'obligations que d'actions et on voit déjà bien plus d'émissions locales pour rembourser des engagements externes en devise étrangère. Il est assez naturel que le marché actions ait néanmoins reçu le plus d'attention en 2015, par son parcours en dents de scie. Lors du pic de juin 2015, les marchés actions chinois, pris dans leur ensemble, constituaient le second marché mondial en termes de capitalisation, les investisseurs internationaux n'y étant pourtant que très peu exposés. La plupart s'en estiment heureux, suite à la chute spectaculaire cet été, mais ils ne peuvent plus se permettre d'ignorer la Chine. Les marchés sont jeunes et les autorités chinoises vont continuer à les renforcer, les élargir et les approfondir. Beaucoup de nouveaux secteurs en croissance se financent déjà sur place plutôt que par recours aux prêteurs traditionnels. Les investisseurs internationaux voulant s'exposer aux opportunités de croissance de la Chine 2.0 vont devoir investir plus directement que par le passé. Ils devront adopter une approche plus bottom-up. Malgré le fort recul des marchés au troisième trimestre, les valorisations agrégées pour la Chine ne sont pas spécialement bon marché, puisqu'elles sont semblables à la plupart des autres marchés développés. A l'avenir la performance sera d'avantage liée aux actions individuelles, avec une attention particulière portée aux changements structurels et aux moteurs de croissance des bénéficiaires.

## Zone euro : que reste-t-il pour le cycle ?

Par Maxime Alimi

- La zone euro pourrait bénéficier de moins de facteurs favorables en 2016 mais nous restons confiants que la croissance sera soutenue par des facteurs domestiques.
- En particulier, des marges de rebond importantes demeurent dans le marché du travail et la construction. Une normalisation de ces secteurs devrait s'avérer un important soutien à la croissance.

Les inquiétudes sur la croissance se sont succédées en 2015, d'abord en Chine durant l'été, puis dans l'ensemble des émergents et finalement aux Etats-Unis. Dans ce contexte, la zone euro apparaît paradoxalement comme un îlot de stabilité, grâce à une trajectoire de croissance stable, bien que modeste. Cependant, un certain nombre de soutiens à la reprise européenne s'affaiblira en 2016, remettant en question la pérennité du cycle haussier. Dans cet article, nous étudions deux raisons soutenant notre conviction que la zone euro peut croître au-dessus de son potentiel sur les deux prochaines années.

### Tout ça pour ça ?

Beaucoup d'espoir avait été placé en début d'année dans la résurgence de l'Europe, les investisseurs voyant dans la baisse des prix du pétrole, de l'euro et des taux d'intérêt un alignement des planètes. Un an plus tard, même si ce scénario s'est réalisé dans les grandes lignes, une croissance peu glorieuse de 1,5% ne peut laisser qu'une impression partagée.

Par ailleurs, un certain nombre de ces vents favorables vont se dissiper en 2016. Sauf à prévoir une nouvelle baisse de 50%, l'impact du pétrole sera moins favorable. L'inflation en zone euro devrait revenir au-dessus de 1% en janvier, réduisant les revenus réels. Les taux d'intérêt resteront bas mais pourraient remonter si la BCE ne parvient pas à contenir complètement l'influence des Etats-Unis. Enfin, l'économie mondiale devrait ralentir, induisant moins de demande étrangère pour les exportateurs européens.

Ces éléments questionnent la poursuite de l'embellie économique en 2016. Nous pensons qu'elle est possible, parce que **les moteurs domestiques de la croissance viendront compenser l'environnement mondial moins porteur**. En comparaison des Etats-Unis ou du Royaume-Uni, en phase mature du cycle, la zone euro est encore au début de sa reprise, que la crise souveraine a repoussée d'environ trois ans. Nous anticipons en particulier deux soutiens à la croissance, faiblement vulnérables aux facteurs externes : le marché du travail et le secteur de la construction.

### Abondance de travail

Ce n'est une surprise pour personne que le marché du travail en zone euro reste déprimé, le taux de chômage

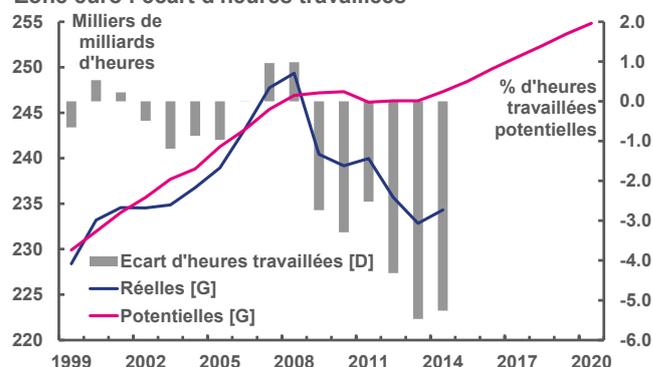
atteignant 10,7% en octobre. Deux considérations doivent être ajoutées. D'abord, quelle est la composante structurelle de ce chômage, qui ne va pas se réduire rapidement ? Ensuite, le taux de chômage est-il une jauge fiable du marché du travail actuellement ? Pour répondre, nous construisons une mesure d'écart d'heures travaillées qui donne la distance entre le total des heures travaillées dans l'économie par rapport à son potentiel. Cet exercice a le mérite d'inclure non seulement le moindre nombre de travailleurs dans l'emploi, mais aussi le moindre nombre d'heures travaillées par employé.

Nous construisons la série d'heures potentielles à partir d'hypothèses sur la dynamique structurelle de la population en âge de travailler, le taux de participation, le taux de chômage et le nombre d'heures travaillées par employé. Nous faisons en particulier une hypothèse conservatrice sur le taux de chômage structurel, qui baisserait seulement de 9,6% en 2014 à 9,0% en 2020. Tous ces paramètres mis bout à bout donnent une croissance des heures travaillées potentielles de 0,8% par an entre 1999 et 2007 (le PIB a crû de 2,3% par an sur la période), puis de 0,1% par an entre 2008 et 2013 (hausse du chômage structurel et émigration) et un rebond attendu à 0,5% entre 2014 et 2020 (Figure 21).

Figure 21

### Les heures travaillées 5% en dessous du potentiel

Zone euro : écart d'heures travaillées



Source : Eurostat, OCDE et Recherche AXA IM

En comparaison, les heures travaillées réelles ont chuté au total de 7% et restaient fin 2014 5% en dessous de leur niveau potentiel. Sauf à prévoir une hausse continue du chômage structurel et/ou une forte émigration, le rebond du marché du travail devrait fournir un puissant soutien dans les prochaines années. Depuis mi-2013, la croissance des coûts unitaires du travail a ralenti à environ 1%, un ajustement prix bienvenu qui rend le travail relativement plus attractif. Cela coïncide justement avec le début de l'amélioration des heures travaillées.

Faire l'hypothèse que l'écart d'heures travaillées se referme en 2020 implique une croissance des heures travaillées de 1,4% par an. Cela est vrai alors même que notre mesure de croissance potentielle est plus faible qu'avant crise. La croissance potentielle des heures travaillées pourrait être rehaussée par une hausse du

stock de travail disponible (immigration ou participation plus élevée) et/ou une baisse du chômage structurel (marchés du travail plus flexibles).

## Tout à construire

Cette abondance de l'offre de travail pose la question de sa traduction sur le terrain. Les données d'heures travaillées par secteur permettent une observation intéressante : en juin 2015, les heures travaillées totales étaient 6% en dessous de leur pic de 2008, mais 14% en dessous dans l'industrie, 27% en dessous dans la construction et seulement 2% dans les services marchands.

La construction était dans l'œil du cyclone pendant la crise et n'a toujours pas rebondi, contrairement aux Etats-Unis. Il s'agit à notre avis d'un soutien important à la croissance à venir. D'un point de vue de valeur ajoutée, le secteur de la construction avait atteint son pic en 2008 et son point bas seulement fin 2014, 24% plus bas. Bien sûr, l'avant-crise n'est probablement pas la meilleure référence, mais une reprise est inévitable.

Dans le secteur résidentiel, les prix immobiliers ont entamé leur reprise mi-2014 et restent modérément sous-évalués selon la BCE. Les conditions de prêts sont attractives, étant donné le niveau des taux d'intérêt, et les stocks de logements sont en baisse dans les zones où un investissement excessif a eu lieu, comme l'Espagne. Les enquêtes de confiance des promoteurs reflètent ces améliorations, notamment en Italie et en Espagne. En France, la dépression a été prolongée par des changements réglementaires en 2014, relâchés en suite cette année.

Côté immobilier non-résidentiel, l'activité a été tout aussi faible depuis 2008, du fait de la prudence extrême des entreprises devant des projets d'investissements à plusieurs années. A mesure que la visibilité augmente sur la demande future, les entreprises devraient relancer leurs programmes de dépenses de structure, pour s'agrandir, s'adapter, ou simplement rénover.

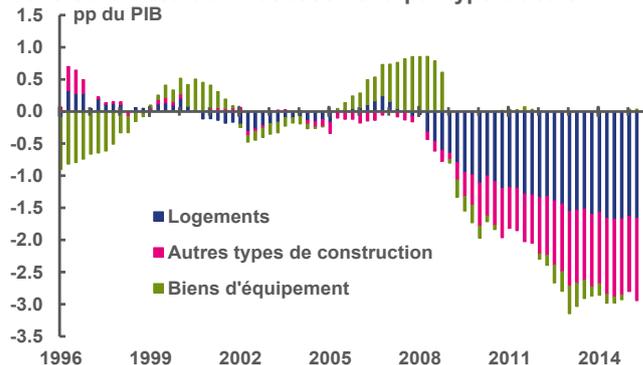
Le taux d'investissement en zone euro par type d'actif montre l'état très déprimé de l'investissement en construction. Pour juger du déficit, nous estimons un écart d'investissement où le niveau d'équilibre est simplement calculé comme le taux d'investissement moyen entre 1996 et 2007. Dans une économie mature, il y a de bonnes raisons de penser que ce taux est stationnaire. Nous trouvons que le taux d'investissement est actuellement 2pp en dessous de sa moyenne historique. Mais il apparaît que l'écart est quasiment de zéro pour l'investissement en machines et équipement, ce qui suggère que les entreprises ont investi de façon adéquate par rapport aux conditions de la demande. Par contre, l'écart d'investissement en construction est de 3%, à parts égales entre résidentiel et non-résidentiel (Figure 22). Il est clair que la période 1996-2007 inclut des années de surinvestissement qui peuvent surestimer le taux d'équilibre. Mais même à corriger pour cet effet, la marge potentielle de rebond est significative dans les prochaines années.

Une embellie dans la construction aurait d'importants effets positifs pour l'économie de la zone euro. D'abord, le secteur a un « multiplicateur de Leontief » important, c'est-à-dire des effets d'entraînement sur d'autres pans de l'économie. Un investissement immobilier engendre des dépenses connexes de biens et services. Ensuite, la construction est riche en emplois (ou pauvre en productivité) et donc une accélération créera des emplois et du revenu. Enfin, la construction est l'un des secteurs les plus domestiques, souffrant peu des conditions de l'environnement extérieur, sauf peut-être des taux d'intérêt.

Figure 22

### L'investissement en construction s'est seulement stabilisé depuis 2014

Zone euro - Ecart d'investissement par type d'actifs



Source : Eurostat et Recherche AXA IM

## Retour vers le futur

Avec l'expérience de cinq années après la crise financière, les Etats-Unis nous semblent être un bon benchmark pour la zone euro. Une trajectoire similaire de reprise stable mais modeste est selon nous la plus probable, comme cela semble se dessiner depuis fin 2013. Pour les standards européens, avec une croissance potentielle qui devrait se stabiliser autour de 1,25%, une croissance de 1,5-1,75% nous semble un scénario raisonnable sur les prochaines années.

Cela ne peut se produire cependant que dans le cas où l'économie mondiale n'est pas trop défavorable, en particulier sans récession aux Etats-Unis. Peut-être est-ce déjà trop demander. Mais en tout cas, notre ferme conviction est que les conditions domestiques en zone euro correspondent à un début de cycle, non à un cycle mature.

Notre scénario implique une lente fermeture de l'écart de production, qui est estimé autour de 2-2,5% en 2015. Si la croissance reste autour de 0.5pp au-dessus du potentiel, cela se traduirait par un écart de production négatif jusqu'en 2020. Si l'économie mondiale vient mettre la reprise en péril, cela pourrait être encore plus long. Mais la montre tourne, surtout sur le marché du travail où plus on reste au chômage, moins on retrouve un emploi facilement. Cela peut expliquer pourquoi la BCE poursuit une politique agressive pour contrer les facteurs externes qui menacent la zone euro.

## Union européenne : Vers une possible harmonisation des régimes de faillite bancaire

Par Olivier Mouton

- L'exigence de capacité d'absorption des pertes (TLAC) vise à une résolution ordonnée des banques systémiques au niveau mondial (G-SIBs).
- Selon la directive européenne sur le redressement et la résolution des défaillances bancaires (BRRD), la dette senior émise par une entité opérationnelle (l'OpCo Senior) n'est pas éligible au TLAC.
- Les initiatives allemande et italienne visant à rendre éligible au TLAC ce même OpCo Senior ont abouti à un ensemble disparate de régimes nationaux de faillite bancaire au sein de l'UE.
- Mais 2016 pourrait voir une harmonisation de ces derniers, d'autant que la BCE penche dans ce sens.

### Buts de la nouvelle réglementation bancaire

La nouvelle réglementation bancaire a deux objectifs distincts mais complémentaires. **En premier lieu, renforcer les banques** en exigeant qu'elles détiennent plus de capital et de liquidités. Ensuite, **s'assurer que, au cas où l'une d'elles ferait faillite, les coûts associés ne seront plus portés par le contribuable, mais par ses actionnaires et créanciers.** A cette fin, des régimes de résolution ont doté les autorités d'un arsenal législatif leur permettant d'imposer des pertes aux créditeurs. Pour rappel, la résolution est une alternative nécessaire à la liquidation pour les G-SIBs, dans la mesure où liquider une banque systémique serait vecteur de contagion à l'ensemble du système financier.

### Le TLAC, prérequis à une résolution réussie

Ce second objectif resterait un vœu pieu si les trente G-SIBs – comme définies par le Conseil de stabilité financière (FSB) – ne détenaient pas assez de passifs pouvant absorber les pertes en résolution. **Le TLAC vise justement à s'assurer de cela.** Plus spécifiquement, la règle finale du 9 novembre 2015 fixe le montant de TLAC au maximum de (a) 16% des actifs pondérés des risques (RWA) hors coussins de capital, et (b) 6% de l'exposition de levier. Cette exigence s'appliquera à compter de début 2019, et sera portée à 18% des RWA et 6,75% de l'exposition de levier à partir de 2022<sup>22</sup>. Par ailleurs, au moins 33% du TLAC doit être composé de passifs autres que des fonds propres, afin d'assurer que les G-SIBs détiennent assez de ressources pour absorber les pertes en résolution, c'est-à-dire à un stade où les fonds propres seront largement épuisés.

### Principe régissant l'éligibilité au TLAC

Plus généralement, pour qu'un passif soit éligible au TLAC, il faut pouvoir lui imposer des pertes en pratique,

et ce sans que cela n'ouvre la voie à un recours juridique. Cela implique que **les instruments éligibles au TLAC doivent exclure les passifs opérationnels (PO) tels que dépôts et dérivés, et leur être subordonnés d'une quelconque manière.** L'exigence de subordination tient au fait qu'il ne sera pas possible en pratique d'imposer des pertes à un PO en résolution, pour des raisons de contagion. Or, ne pas imposer des pertes à un PO tout en en imposant à un passif qui lui serait *pari passu* dans la loi de faillite bancaire nationale rendrait possible un recours juridique.

### Options à disposition des banques de l'UE

Il existe trois moyens de subordonner un passif aux PO (Figure 23). **Structurellement** d'abord, lorsque le passif est émis par une société holding non-opérationnelle, étant donné que cette dernière ne détient pour ainsi dire pas de PO. **Contractuellement** ensuite, lorsque la subordination du passif est stipulée dans son prospectus d'émission. **Statutairement** enfin, lorsqu'elle est inscrite dans la loi nationale de faillite, indépendamment des termes contractuels du passif.

Figure 23

#### Les trois moyens de subordonner un passif aux PO

Moyen	Structurel	Contractuel	Statutaire
Comment ?	Société Holding (H)	Dans le prospectus	Par la loi
Pays ?	E.-U., R.-U. Suisse	Autres UE	Allemagne Italie
Instruments ?	Dette H	Tier 2 /3	OpCo Sen.

Source : FSB et Recherche AXA IM

Alors que les G-SIBs américains, britanniques et suisses satisferont au TLAC par la voie structurelle, cette option n'est pas disponible pour leurs homologues d'Europe continentale qui ne disposent pas de société holding. Ces G-SIBs ont du coup **deux moyens de parvenir à une subordination contractuelle.**

**Le premier est d'émettre du Tier 2**, qui est contractuellement subordonné à tous les passifs seniors, PO inclus. Bien qu'ayant le mérite d'être simple, cette stratégie est coûteuse comme en témoignent les indices euro spread contre swaps des dettes bancaires senior (57pdb) et subordonnées (205pdb) au 27 novembre.

**Le second consisterait à émettre un nouvel instrument dénommé « Senior Contractuel » ou Tier 3.** Ce dernier serait senior au Tier 2 - et donc moins coûteux à émettre - mais également contractuellement subordonné à l'OpCo Senior existant, et donc aussi aux PO. Bien que séduisante à première vue, cette option est en fait difficile à mettre en œuvre, notamment parce que les prospectus d'émission des Tier 2 existants interdisent généralement l'émission de titre qui leur soit senior, autre que la dette senior existante.

<sup>22</sup> 2025 et 2028 pour les G-SIBs basées dans un pays émergent

## Eligibilité au TLAC de l'OpCo Senior et BRRD

Le fait qu'aucune des deux options susmentionnées ne soit pleinement satisfaisante amène à s'interroger sur le fait de savoir si l'OpCo Senior est éligible au TLAC.

Pour répondre à cette question, il convient de rappeler que la BRRD introduit dans l'UE la préférence **partielle – et non totale** – aux déposants, qui ne s'applique donc qu'aux particuliers et PME. Pour ce faire, la BRRD exige des Etats membres de l'UE qu'ils modifient leur loi nationale de faillite<sup>23</sup> afin d'y inscrire la subordination statutaire de l'OpCo Senior aux dépôts des particuliers et PME. Le fait que cette préférence partielle ne s'applique pas aux dépôts des grandes entreprises implique en revanche que l'OpCo Senior reste *pari passu* avec ces derniers, ainsi qu'avec les dérivés. **Ainsi, la BRRD ne subordonne pas l'OpCo Senior à tous les PO, impliquant qu'il n'est pas éligible au TLAC.**

Il faut toutefois signaler que le FSB, à titre dérogatoire et sous certaines conditions, autorise l'OpCo Senior à compter dans le TLAC à hauteur de 2,5% des RWA, et de 3,5% à partir de 2022.

## Allemagne et Italie vont plus loin que la BRRD

En tant que directive, la BRRD définit un ensemble d'exigences minimales devant ensuite être transposées dans les législations nationales par chaque Etat membre. Alors que nous venons de démontrer que la BRRD dans sa version actuelle ne permet pas à l'OpCo Senior d'être éligible au TLAC, **certains pays de l'UE ont opté pour la transposer d'une façon plus stricte, qui permette précisément d'obtenir une telle éligibilité.**

Ainsi, en septembre 2015 **l'Allemagne a voté une loi amendant son régime national de faillite bancaire et selon laquelle, à compter de 2017, l'OpCo Senior absorbera les pertes avant tous les autres passifs senior, PO inclus.** Ainsi, cette loi débouchera sur une subordination statutaire implicite de l'OpCo Senior à tous les PO, garantissant son éligibilité au TLAC.

De même, **l'Italie** a récemment amendé son régime national de faillite bancaire, de telle sorte qu'il **introduira à compter de 2019 une préférence totale aux déposants.** Si ce changement entraînera la subordination statutaire de l'OpCo Senior à tous les dépôts, la classe d'actifs restera néanmoins *pari passu* avec les dérivés, ce qui devrait l'empêcher *stricto sensu* d'être éligible au TLAC. Cependant, étant donné le faible montant de PO restant *pari passu* avec l'OpCo Senior, l'éligibilité au TLAC de ce dernier devrait être possible, comme cela est prévu par la norme finale TLAC du FSB<sup>25</sup>.

## Un ensemble disparate de régimes nationaux

Il est important de signaler que les amendements allemand et italien n'ont été ni coordonnés, ni suivis par la France et l'Espagne. En effet, ces deux pays se sont pour le moment contentés d'introduire la préférence partielle aux déposants, l'Espagne amendant en outre son régime de faillite afin de faciliter l'émission de Tier 3 par ses banques. **D'où un ensemble disparate de régimes nationaux de faillite bancaire au sein de l'UE, où le rang de l'OpCo Senior, et donc son profil de risque, varient de façon significative.** En effet, comme souligné en rouge dans la *Figure 24* le montant de passifs *pari passu* avec l'OpCo Senior varie fortement d'un pays à l'autre, se traduisant par des taux de recouvrement très inégaux.

Figure 24

### Rang de l'OpCo Senior dans divers régimes nationaux

"X" = rang dans la chaîne des pertes	France & Espagne	Italie	Allemagne
Fonds propres	1	1	1
Dette subordonnée	2	2	2
Dette senior	3	3	3
Dérivés	3	3	4
Dépôts Gdes Entr.	3	4	4
Dépôts Parti/PME	4	5	5

Source : Recherche AXA IM

## 2016 pourrait être l'année de l'harmonisation

**Dans son avis sur la loi allemande,** la BCE a suggéré son souhait de voir émerger un cadre commun au sein de l'UE sur le degré de subordination de la dette senior, en déclarant que ceci éviterait de compliquer son travail de supervision des banques de la zone euro<sup>26</sup>.

**De plus, des discussions ont eu lieu** au niveau de la Commission Européenne **au sein du « Groupe d'experts relatif aux activités bancaires, de paiements et d'assurance ».** Elles ont porté sur l'amélioration de la coordination en matière d'amendements des régimes nationaux de faillite bancaire, ainsi que sur la possibilité d'amender la BRRD une fois la norme finale du TLAC publiée par le FSB<sup>27</sup>.

**2016 pourrait donc voir les États de l'UE remédier au manque d'harmonisation.** Plus précisément, un nombre croissant de pays pourrait emboîter le pas à l'Allemagne et à l'Italie en introduisant une forme de subordination statutaire de l'OpCo Senior. Ou bien la BRRD pourrait être amendée pour introduire une telle subordination de façon coordonnée au sein de l'UE. Une telle décision rendrait l'OpCo Senior éligible au TLAC, assurant ainsi également la conformité des G-SIBs d'Europe continentale au standard.

<sup>23</sup> Comme exigé par [l'article 108 de la BRRD](#), janvier 2015.

<sup>24</sup> « Abwicklungsmechanismengesetz » (AbwMechG) en allemand.

<sup>25</sup> L'article 11 de la norme finale stipule que l'exigence de subordination aux PO n'est pas requise, lorsque le montant de PO *pari passu* avec l'OpCo Senior n'excède pas 5% du TLAC de la banque.

<sup>26</sup> Cf. « [Avis sur la résolution des défaillances bancaires](#)

(CON/2015/31) », Supervision bancaire de la BCE, 2 septembre 2015.

<sup>27</sup> Cf. « [Compte-rendu de la 27<sup>ème</sup> réunion du groupe d'experts](#) », Commission Européenne, 17 juin 2015.

## Union européenne : Immigration massive, un test d'intelligence pour l'Europe

Par Laurent Clavel

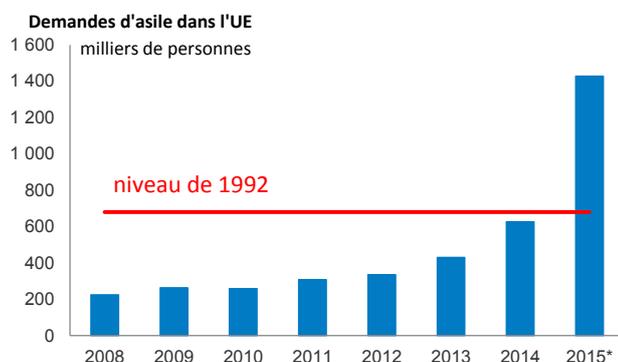
- En 2015 et 2016, l'UE (surtout l'Allemagne, la Hongrie et la Suède) font face à des flux de demandeurs d'asile sans précédent depuis la Seconde Guerre mondiale.
- Economiquement, ceci représente un soutien (démographique) bienvenu à la croissance potentielle (+0,2% par an), ainsi qu'une opportunité de stimulus budgétaire (+0,3% de PIB en 2016 pour la zone euro).
- Cette immigration massive va cependant entrer en concurrence avec les travailleurs locaux peu qualifiés et représente ainsi un risque politique significatif, avec des dissensions entre États membres et la montée des extrêmes.

### L'UE reçoit son plus fort flux de migrants depuis la Seconde Guerre mondiale

Cette année, les demandes d'asile devraient atteindre 1,4 million dans l'UE<sup>28</sup>. C'est plus de deux fois le pic du conflit yougoslave en 1992 (≈700 000) et ainsi le plus fort flux de migrants depuis la Seconde Guerre mondiale (Figure 25).

Le HCR<sup>29</sup> attend un flux du même ordre de grandeur l'an prochain. Mais avec environ quatre millions de personnes sous « protection temporaire » en Turquie, au Liban, en Jordanie et en Egypte (selon Frontex), 2016 pourrait voir un nouveau record.

Figure 25  
Un flux de réfugiés record pour l'UE en 2015



Source : HCR, Eurostat et Recherche AXA IM

Même si le conflit syrien reçoit le gros de la couverture médiatique (et représente la première origine des réfugiés dans l'UE), les énormes flux actuels sont très hétérogènes, venant aussi bien du Kosovo que de l'Afghanistan, l'Érythrée et la Gambie. Et même si le point d'entrée dans l'UE est souvent au sud de l'Europe, les principaux pays d'accueil sont l'Allemagne, la

<sup>28</sup> En prenant en compte l'estimation de l'office allemand des réfugiés et migrants, et en supposant une stabilisation conservatrice des flux mensuels (publiés par Eurostat et l'UNHCR) pour les autres États membres.

<sup>29</sup> Haut-Commissariat des Nations unies pour les Réfugiés

Hongrie et la Suède, avec 64% du total des demandes d'asile dans l'UE depuis début 2015 (et 33% rien que pour l'Allemagne). Cette convergence géographique des réfugiés implique que, par rapport à leur population, certains pays (surtout les pays nordiques, la Hongrie, l'Autriche et la Suisse) voient un flux sans précédent, créant un défi logistique, administratif et social.

### Un impact économique positif à long-terme, fonction de l'intégration au marché du travail

Economiquement, à long terme, l'augmentation du solde migratoire est un soutien bienvenu aux tendances démographiques défavorables en Europe. Avec des taux de fécondité très faibles, la population en âge de travailler (16-64 ans) de l'UE-28 diminue déjà (-0,3% en 2015) et décroîtrait encore dans la plupart des États membres, la Belgique et la Suède faisant exceptions (Figure 26). Ce facteur contribue au ralentissement du PIB potentiel de l'UE, même si les projections de population active et d'emploi sont un peu plus favorables (en prenant en compte une augmentation du taux d'activité, surtout pour les seniors). Toutes choses égales par ailleurs<sup>30</sup>, les flux de réfugiés feraient plus que compenser la baisse spontanée de la population en âge de travailler.

Figure 26  
Frein démographique en vue pour la plupart des États membres

	Croissance moyenne annualisée de la population en âge de travailler		
	2015	2015-2025	
		Com. Eur.	ONU
<b>UE-28</b>	<b>-0,3%</b>	<b>-0,3%</b>	<b>0,0%</b>
Allemagne	-0,3%	-0,6%	-0,7%
France	-0,1%	0,0%	0,0%
Italie	0,0%	0,1%	-0,4%
Espagne	-0,6%	-0,5%	-0,3%
Royaume-Uni	0,1%	0,2%	0,3%
Hongrie	-0,7%	-0,6%	-0,8%
Suède	0,1%	0,5%	0,3%

Source : ONU, Eurostat et Recherche AXA IM

L'impact sur le PIB potentiel dépend cependant beaucoup de l'intégration au marché du travail : quelle proportion des migrants trouvera un travail ? Et pour quelle valeur ajoutée ? Les États membres offrent ici des performances diverses (Figure 27), comme l'illustre l'écart de taux d'emploi (qui synthétise le taux d'activité, ou la propension à travailler ou rechercher activement un travail, et le taux de chômage) entre personnes nées localement et en dehors de l'UE. Un calcul similaire sur le revenu médian<sup>31</sup> montre aussi une forte hétérogénéité,

<sup>30</sup> Sans doute un peu optimiste, certains pays limitant l'immigration économique « classique » en réponse à la crise des migrants.

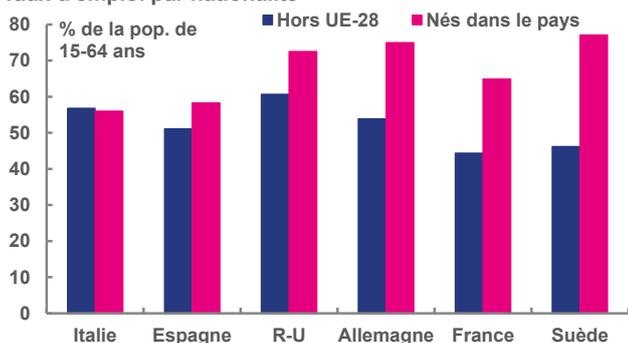
<sup>31</sup> Pris ici comme proxy du salaire et, partant, de la valeur ajoutée. Prendre la médiane et seulement les 25-59 ans devrait limiter les biais liés à l'écart de chômage et aux transferts sociaux et entre ménages.

de 15% en Allemagne et au Royaume-Uni, à 40% en Espagne. Ceci provient de nombreux facteurs : niveau de qualification, spécialisation sectorielle, discrimination éventuelle. Malheureusement, les États membres (sauf le Royaume-Uni) présentent aussi des performances limitées en termes de montée en compétence des migrants non-européens : les enfants nés à l'étranger, ainsi que ceux dont un parent au moins est né à l'étranger, ont des scores plus faibles que les enfants indigènes en lecture, maths et science<sup>32</sup>.

Figure 27

### L'intégration des étrangers au marché du travail de l'UE : des performances hétérogènes

Taux d'emploi par nationalité



Source : Eurostat et Recherche AXA IM – au 2T 2015.

Pour les réfugiés actuels, l'écart de qualification pourrait être plus faible : plus de 40% des Syriens en Suède en 2014 avaient au moins une éducation secondaire supérieure et 43% en Allemagne<sup>33</sup>. En moyenne cependant, même si les réfugiés actuels sont plus éduqués que la moyenne de leur pays d'origine, ils ont souvent un niveau inférieur à celui de la population du pays d'accueil.

En supposant que le flux de réfugiés ralentisse à environ un million par an après 2016, et en utilisant l'intégration passée au marché du travail comme un indicateur prospectif, la vague de réfugiés augmenterait la croissance potentielle de l'UE (et de la zone euro) d'environ 0,2pp (et 0,5pp pour l'Allemagne et la Suède).

Ceci améliorerait la trajectoire de dette publique à long terme, et relativement plus en Italie, en Espagne et au Portugal, où la contribution budgétaire nette des ménages immigrés est plus importante que celle des indigènes<sup>34</sup>.

### A court terme, la crise des migrants offre un stimulus budgétaire bienvenu

La croissance observée ne convergerait que progressivement vers ce potentiel rehaussé, au fur et à mesure de l'intégration au marché du travail. Cela se traduirait initialement par un déficit de demande (output gap) plus important, un taux d'activité moindre et un chômage plus élevé. Mais la crise des migrants offre aussi une opportunité pour un stimulus budgétaire

bienvenu, vu le manque de demande mondiale, et particulièrement européenne : le gouvernement allemand a déjà annoncé 6 Mds € de dépenses supplémentaires et l'Institut Ifo<sup>35</sup> estime un stimulus un peu plus fort de 21 Mds € ou 0,7% du PIB (et plus en 2016). En Suède, les employés locaux (qui assurent la logistique de l'accueil des migrants) pourraient obtenir une augmentation salariale exceptionnelle, avec un soutien bienvenu à l'inflation domestique. D'autres États membres pourraient aussi justifier un dérapage budgétaire par la crise des migrants. Le président de l'Eurogroupe, Jeroen Dijsselbloem, a reconnu le 2 novembre que la crise des réfugiés nécessiterait d'être prise en compte (via l'utilisation de la clause de « circonstances exceptionnelles ») dans l'évaluation des budgets nationaux dans le cadre du Pacte de stabilité et de croissance. Au total, la dépense supplémentaire (et son multiplicateur proche de 1) représenterait un stimulus temporaire de 0,2% du PIB de la zone euro.

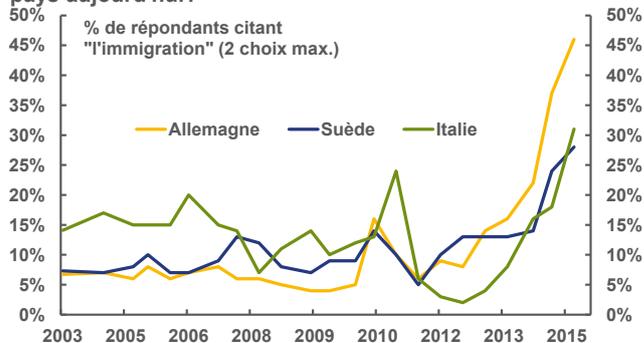
### Attention aux défis/risques sociaux et politiques à moyen terme

L'écart entre offre et demande de travail n'est pas réparti uniformément selon les qualifications. Les réfugiés limiteront le déficit de travailleurs moyennement (9 millions d'ici 2025<sup>36</sup>) ou très qualifiés (23 millions), mais ils augmenteront aussi l'excédent d'offre de travailleurs peu qualifiés (23,5 millions). Ce choc positif d'offre de travail viendra augmenter la polarisation du marché du travail européen en termes de qualification.

Figure 28

### Inquiétudes grandissantes concernant l'immigration

Quels sont les deux principaux problèmes de votre pays aujourd'hui?



Source : Commission européenne (Eurobaromètre), Recherche AXA IM

Ceci peut en partie expliquer pourquoi l'immigration est aujourd'hui la principale préoccupation des Européens (Figure 28). Le principal défi et risque est donc politique, avec davantage de dissensions entre États membres et la montée des extrêmes dans plusieurs d'entre eux (Ligue du Nord en Italie, Front National en France, UK Independence Party et risque de Brexit au Royaume-Uni, Démocrates Suédois).

<sup>32</sup> Programme International pour le suivi des Acquis des élèves (PISA). OCDE, 2012.

<sup>33</sup> Source : Institut statistique suédois et OCDE.

<sup>34</sup> Perspectives des migrations internationales, OCDE, 2013.

<sup>35</sup> Institut de recherche économique de Munich.

<sup>36</sup> Projections du Centre européen pour le développement de la formation professionnelle (Cedefop).

## Marchés émergents : Ne plus compter sur une croissance facile

Par Manolis Davradakis

- Les marchés émergents (EM) qui ont des fondamentaux solides et se réforment, résistent mieux que leurs pairs depuis la crise des marchés de 2013, confirmant ainsi l'importance des réformes.
- La faiblesse des prix des matières premières, l'endettement massif et des dépenses d'investissements inefficaces devraient limiter les perspectives économiques des EM.
- Les réformes visant à améliorer la productivité doivent être la priorité car la productivité est le principal déterminant de l'écart entre le PIB par habitant des économies émergentes et développées.

### Les différences entre EM devraient perdurer

Les investisseurs font une différence entre les ME depuis environ deux ans, chaque fois que les chiffres américains signalent l'imminence d'une première hausse des taux de la Fed. Les diverses performances des devises des EM témoignent de cette différenciation, puisque les économies aux fondamentaux solides et qui ont connu des réformes s'en sont mieux sorties. La différenciation restera un thème clé pour les EM car la normalisation de la politique monétaire américaine se précise. **Nous pensons que les devises émergentes se déprécieront de 5 à 10% par rapport au dollar** dès que la Fed commencera son cycle de hausse et que les flux de portefeuille entrés dans les EM pendant la politique non conventionnelle de la Fed vont s'inverser.<sup>37</sup>

La capacité et la volonté des gouvernements des EM d'opérer des réformes structurelles correspondent à l'évaluation des fondamentaux macro-économiques par les investisseurs internationaux. Dans certains cas, l'introduction de réformes structurelles a eu plus de poids que les soldes budgétaires, commerciaux ou courants. Le Mexique et l'Inde sont les exemples les plus frappants. Les deux pays ont des déficits jumeaux – budgétaire et courant – mais leurs devises se sont dépréciées beaucoup moins que celles des autres EM, puisque les investisseurs ont apprécié les réformes introduites. Le MXN et l'INR ont perdu respectivement 13% et 5% contre le US\$ (ytd) alors que la moyenne des devises des quatre EM présentant les plus grands déficits des comptes courants (IDR, BRL, TRY et ZAR) s'est dépréciée de 25% (ytd).

### Un modèle de croissance des EM obsolète

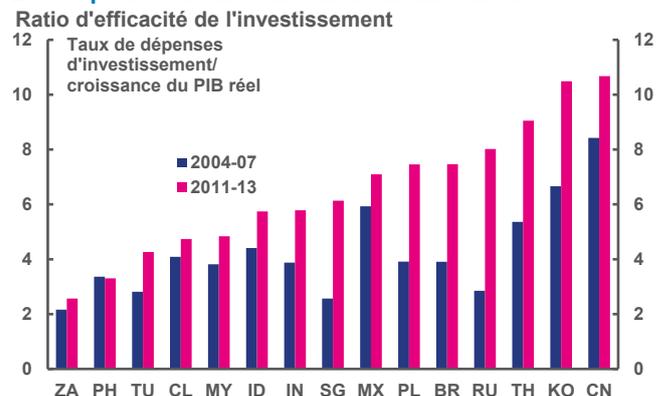
Le différentiel de croissance entre les EM et les économies avancées s'est constamment réduit depuis 2009 : à près de 7% en moyenne entre 2000 et 2007, elle est tombée à 5% entre 2008 et 2015. Ce ralentissement des EM s'est

généralisé, ce qui indique que des facteurs communs sont à l'œuvre.

Premièrement, **le modèle de croissance orientée vers l'exportation**, où l'épargne publique est utilisée pour renforcer la capacité industrielle et produire des biens manufacturés expédiés à l'étranger, **est à bout de souffle**. L'exemple le plus remarquable est la Chine. Elle a investi massivement pour renforcer ses capacités de production, entraînant un important stock de capital par rapport à la production. La progression du stock de capital ne peut cependant pas dépasser la croissance indéfiniment. Désormais, la Chine a du mal à atteindre un objectif de croissance de 6,5%-7% du PIB réel. L'investissement devra augmenter à des taux inférieurs à la croissance du PIB de sorte que le ratio capital/PIB puisse revenir à des niveaux moins excessifs. Toutefois, la faiblesse des investissements implique une faible croissance, toutes choses égales par ailleurs.

Figure 29

### Des dépenses d'investissement moins efficaces



Note : hors période 2008-10 où de nombreux EM étaient en récession

Source : Datastream et Recherche AXA IM

Les dépenses d'investissement ne sont plus aussi efficaces à générer de la croissance économique dans les EM. Pour générer un point de croissance du PIB réel, les EM devront désormais investir plus que par le passé (Figure 29<sup>38</sup>).

Deuxièmement, les **EM ont connu une importante accumulation de dettes** depuis 2008 qui pèse maintenant sur les bilans du secteur privé et limite la contribution de la demande intérieure à la croissance économique. Les entreprises non financières sont lourdement endettées de +15pp du PIB en 2015 par rapport à 2007 pour les EM hors Chine et +6pp pour les ménages. Rien qu'en Chine, l'endettement des entreprises non financières a progressé de 61pp du PIB entre 2007 et 2017 et les ménages de 14pp. Bien que les niveaux d'endettement soient loin de ceux des pays

<sup>37</sup> Clavel, L., Davradakis, M., Signori, O., Venizelos, G. et Wenzel, F., « [Marchés émergents : retour aux fondamentaux](#) », Recherche AXA IM, 24 novembre 2015.

<sup>38</sup> Codes pays utilisés dans le texte : BR: Brésil, RU: Russie, IN: Inde, ID: Indonésie, CN: Chine, ZA: Afrique du Sud, PH: Philippines, TU: Turquie, CL: Chili, MY: Malaisie, SG: Singapour, MX: Mexique, PL: Pologne, TH: Thaïlande, KO: Corée du Sud, SL: Slovaquie, IL: Israël, EE: Estonie, SK: Slovaquie et HU: Hongrie.

développés à la veille de la crise Lehman, ils sont historiquement élevés pour les EM.

Troisièmement, **les exportations de matières premières ne peuvent plus facilement générer de croissance** en raison de l'affaiblissement de la demande en provenance de Chine, qui rééquilibre son modèle de croissance de la production vers la consommation. Pour l'instant, plusieurs exportateurs de matières premières en Amérique latine et Europe de l'Est-Moyen Orient-Afrique connaissent une croissance ralentie de leur PIB réel, du fait des bas prix internationaux des matières premières. Nous constatons qu'une baisse de 1% des termes de l'échange (ou ratio export/import des prix) des exportateurs de matières premières réduit de 0,25pp leur croissance. La capacité des exportateurs de matières premières d'amortir les dettes existantes serait remise en question non seulement par la faiblesse des prix des matières premières, mais aussi par des taux plus élevés à l'échelle mondiale alors que la Fed a commencé à resserrer sa politique monétaire.

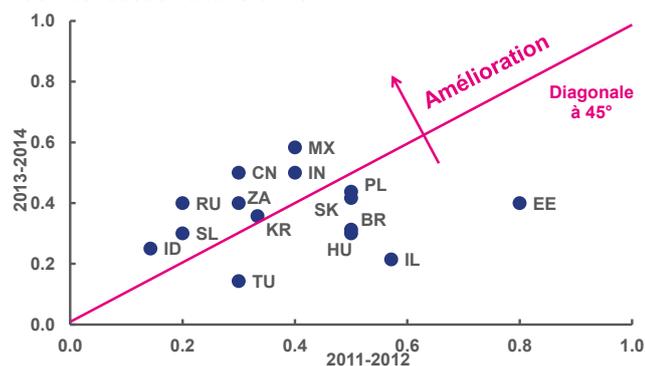
### Les EM n'ont plus de marge de manœuvre

La crise de 2013 a souligné le manque de réformes structurelles des EM et en a incité plusieurs à en lancer. Si les EM se sont montrés plus réceptifs aux réformes proposées par l'OCDE en 2014 par rapport à 2012, les mesures mises en place restent à mi-chemin (Figure 30)<sup>39</sup>. Parmi les retardataires les plus importants, on trouve le Brésil et la Turquie. Les deux pays ont sans surprise connu la pire performance en matière de devise (~40% de perte contre le dollar) depuis le 22 mai 2013, lorsque le président de la Fed, Ben Bernanke, déclarait que la banque centrale américaine mettrait fin à ses achats d'actifs plus tard au cours de l'année.

Figure 30

#### Des réformes accomplies mais le chemin reste long

Taux de réaction à la réforme



Source : OCDE et Recherche AXA IM

**La faible productivité du travail est le facteur majeur de l'écart du PIB par habitant** entre les économies émergentes et développées. L'écart entre le PIB par habitant et l'écart de productivité sont quasiment les

<sup>39</sup> Le taux de réactivité de la réforme en 2013-2014 (2011-2012), calculé par l'OCDE, repose sur un système de notation où un pays prend une valeur de un si il a réalisé des progrès importants en 2014 (2012) sur les réformes proposées en 2013 (2011) et de zéro autrement.

mêmes. Une régression des écarts du PIB par habitant sur ceux de la productivité du travail et de l'utilisation donne des coefficients estimés significatifs, respectivement de 0,97 et 0,44.

**La faible croissance de la productivité dans les EM, combinée à l'accélération des salaires, l'augmentation des coûts salariaux unitaires** ont entravé la compétitivité et les profits des entreprises. Le coût unitaire du travail a triplé au Brésil et doublé en Chine entre 2003 et 2012 alors qu'il a augmenté de près de 50% en moyenne pour l'ensemble des EM sur la même période.

Les EM sont montés dans les chaînes de valeur internationales et ont maintenant besoin d'importer davantage afin de produire les biens qu'ils exportent. Ainsi, la dépréciation de la devise fait baisser les coûts de leurs exportations, mais augmente également leurs coûts de production, ce qui compense l'impact positif de la dévaluation sur leur compétitivité. Cette compétitivité ne peut plus être rétablie par une dévaluation puisque les EM sont presque tous membres de l'OMC, qui interdit toute dévaluation compétitive.

La productivité devrait ralentir au niveau mondial, en particulier dans les EM, comme expliqué dans le scénario de l'OCDE pour les 50 années à venir<sup>40</sup>. **Des réformes qui améliorent la productivité sont d'une importance primordiale** pour en soutenir sa croissance et donc le PIB par habitant. Des politiques stimulant la création de capital humain peuvent permettre non seulement d'améliorer la productivité, mais aussi d'aider les économies à se rénover une fois qu'elles seront proches ou à la frontière technologique. La suppression des formalités administratives pourrait faciliter la croissance de la productivité en facilitant l'innovation et l'intégration des technologies étrangères, des compétences et aptitudes managériales. Les EM doivent faire face à de nombreux obstacles à l'entrepreneuriat et à un contrôle sévère de l'Etat, en particulier dans le secteur des infrastructures, ce qui entraîne des goulets d'étranglement et moins de concurrence. Lever les obstacles au commerce et à l'investissement direct étranger permettrait d'améliorer le financement des déséquilibres extérieurs. Cela permettrait également d'améliorer l'intégration des EM dans les chaînes de valeur mondiales et de stimuler la productivité via le transfert de technologies et la fourniture d'intrants plus élaborés. Une plus grande libéralisation des échanges au niveau multilatéral plutôt que régional pourrait faire progresser le niveau du PIB à long terme de près de 4% en Chine, au Mexique, en Russie, en Turquie, en Inde et dans d'autres économies asiatiques<sup>41</sup>.

<sup>40</sup> Nicoletti, G., "OECD@100: policies for a shifting world", OCDE, 4 juin 2014.

<sup>41</sup> Gurria, A., "Going for Growth: breaking the vicious circle", OCDE 9 février 2015.

## Swap spreads : appelés à rester bas

Par Ombretta Signori et Amaury Boyenval

- Les swap spreads américains et britanniques continuent de baisser, toujours plus négatifs, à l'encontre de ce que les fondamentaux indiquent.
- Nous identifions deux principaux facteurs jouant à long terme : i) les écarts de durée des bilans des investisseurs institutionnels liés à l'environnement de taux bas et ii) les changements réglementaires.
- Une normalisation progressive des taux devrait réduire les déficits des fonds de pension et donc alléger la pression à la baisse et rendre les swap spreads moins négatifs. Néanmoins, la nouvelle réglementation est structurelle et continuera de peser sur les spreads.
- Même si les swap spreads repassent en territoire positif, nous ne nous attendons pas à ce qu'ils retournent à leurs moyennes d'avant 2008, et anticipons davantage de volatilité que par le passé.
- La crise de la dette européenne affecte également le marché des swaps et réduit la corrélation entre les swap spreads € et \$. Il faudra du temps pour que les swaps € reviennent à leur niveau d'avant-crise.

### Oubliez les fondamentaux habituels

Les swap spreads américains moyen et long termes traitent actuellement à des niveaux négatifs (Figure 31) alors qu'une telle situation ne s'explique théoriquement que lorsque les investisseurs estiment que la dette du gouvernement est plus risquée que celle du secteur bancaire.

Figure 31

#### Les swap spreads \$ ont beaucoup baissé depuis 2008



Source : Bloomberg et Recherche AXA IM

Une analyse fondamentale<sup>42</sup> du swap spread américain 10 ans suggère une juste valeur plutôt autour de 50pdb, au lieu des -10pdb actuels.

<sup>42</sup> Signori, O., « [Les swap spreads américains et leurs fondamentaux](#) », Recherche AXA IM, 29 août 2012.

### Les investisseurs long terme compriment les spreads...

Pour gérer au mieux leurs passifs, les investisseurs comme les fonds de pension ou les compagnies d'assurance, utilisent de plus en plus les swaps de taux d'intérêt comme alternative aux bons du Trésor à 30 ans. L'offre limitée d'obligations très longues sur le marché obligataire et la préférence pour des instruments synthétiques ont participé à ce basculement vers les swaps comme outil de gestion de la durée.

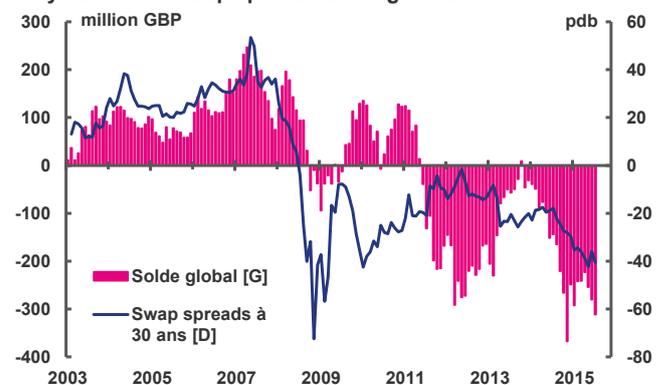
En 2008, la forte baisse des taux a provoqué un écart de durée massif entre l'actif et le passif de nombreux fonds de pension américains et britanniques (Figure 32). Ils ont alors décidé de rallonger leur durée en utilisant des swaps receveurs longs (recevoir un taux fixe, payer un taux variable). Ces ajustements ont poussés à la baisse le niveau des swaps et ont entraîné le swap spread à trente ans en territoire négatif.

Comme nous ne nous attendons qu'à une hausse modérée des taux, notamment aux Etats-Unis, nous anticipons un besoin réduit de couverture de durée de la part des investisseurs. Cependant, le besoin grandissant d'instruments dérivés des investisseurs institutionnels devraient maintenir la courbe des taux plus plate que ce qu'elle n'a été par le passé.

Figure 32

#### Les besoins de financement jouent sur les swap spreads à maturité longue

##### Royaume-Uni - swap spreads de longue durée



Source : Pension Protection Fund (PPF) et Recherche AXA IM

La gestion actif-passif des investisseurs institutionnels concernant en premier lieu les maturités longues, nous anticipons des impacts moins importants sur les swap spreads court et moyen termes (5 et 10 ans). Comme second facteur de pression, nous identifions aussi les changements réglementaires.

### ... tout autant que les changements de réglementation

La crise financière ayant mis en évidence un recours massif à l'effet de levier et aux instruments dérivés dans le système financier et surtout bancaire, les régulateurs

ont décidé dès 2009 la mise en place de nouvelles règles afin d'assurer un système financier plus stable.

Parmi ces nouvelles règles, **la réglementation bancaire (Bâle III) est la plus complexe et surtout la plus importante dans la mesure où elle change la façon dont les banques vont devoir gérer leur bilan et ajuster leur modèle économique pour respecter tous les nouveaux ratios obligatoires.** Telle que la régulation est écrite aujourd'hui<sup>43</sup>, les opérations de pension (repo) impactent le Ratio de Levier à hauteur du nominal de l'opération et comme il y a très peu de marge pour compenser, la charge en capital supplémentaire pour un repo « classique » court terme sera très importante, pouvant aller jusqu'à 40-45pdb<sup>44</sup> par an. En augmentant le coût des opérations de repo, **la réglementation va forcer les banques d'investissements à réduire la taille de leurs portefeuilles dédiés aux opérations de trading** qui avaient l'habitude de se financer avec cet instrument et donc réduire leurs positions en crédit et obligations d'Etat. Toutes choses étant égales par ailleurs, cela devrait resserrer les swap spreads.

**Bâle III devrait également influencer la façon dont les investisseurs gèrent leur risque de durée sans mobiliser de cash.** Aujourd'hui, pour rallonger leur durée, les investisseurs peuvent acheter de la dette souveraine à long terme et financer le besoin de trésorerie associé en mettant la même obligation en repo, l'approche étant similaire à l'achat de contrats à terme mais permettant de bénéficier d'un traitement comptable plus avantageux. Avec une hausse des coûts de repo, le bénéfice de cette stratégie pourrait disparaître et forcer les investisseurs à se tourner vers les swaps et donc comprimer les swap spreads.

**Plus de dette d'entreprise émise et des propositions sur les niveaux requis de capacités de pertes des banques ont récemment pesé sur les swap spreads américains à 5 et 10 ans, à mesure que les banques émettaient davantage de dettes pour faire face aux fonds propres réglementaires.** Afin de se couvrir face au risque de durée, elles investissent dans des swaps, ce qui vient réduire les spreads, particulièrement sur la partie moyen terme de la courbe de swap, et augmente, du moins temporairement, la volatilité.

### Les prix vont mettre du temps à se stabiliser

Comme le cadre réglementaire est encore mouvant (méthodologie en cours de finalisation, action de lobbying...) et que son implémentation va prendre de nombreuses années, il est très difficile d'estimer dès aujourd'hui précisément tous les impacts de Bâle III sur les prix de marché des instruments financiers. Ceux-ci dépendent clairement de la façon dont les banques vont adapter leur modèle économique, la gestion de leur bilan et leur portefeuille de swaps d'actifs, entre autres.

De plus, contrairement à la réglementation bancaire, les règles issues du Dodd Frank Act & de l'European Market

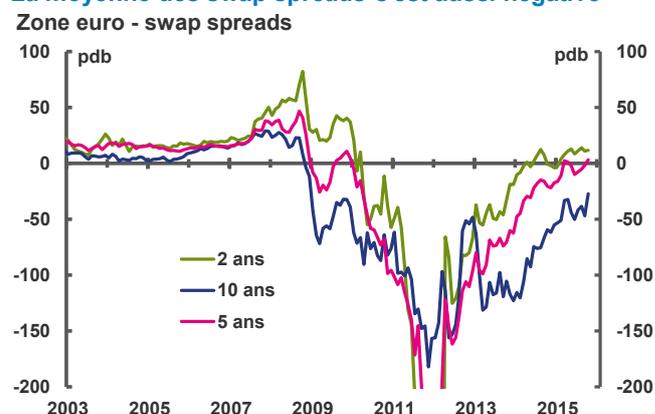
and Infrastructure Regulation (EMIR) requièrent la centralisation, la compensation et la standardisation des produits dérivés. Cela devrait réduire le risque de crédit porté par les utilisateurs de dérivés et introduire davantage de pression à la baisse des swap spreads.

### Le marché des swaps € est différent du \$

La comparaison directe des marchés américains et européens est difficile. Tout d'abord, il n'y a pas de marché commun des obligations souveraines européennes. Ensuite, le poids des investisseurs institutionnels diffère selon les pays et leur demande en obligations reste largement nationale du fait de contraintes locales. Les swap spreads allemands restent donc positifs alors que ceux d'autres pays de la zone euro sont en territoire négatif. La faible corrélation (entre 30% et 40%) entre les swap spreads américains et allemands confirme ces divergences.

Figure 33

#### La moyenne des swap spreads € est aussi négative



Source : Bloomberg, Datastream et Recherche AXA IM

Pour contourner cette problématique, nous proposons de calculer le niveau théorique des swap spreads euro (Figure 33) en soustrayant le taux moyen de marché des obligations souveraines au taux de swap européen. Ceci nous permet de soulever plusieurs points intéressants. La moyenne des swap spreads euro pendant la crise est toujours restée en dessous des niveaux américains de 30, 40 et 50pdb respectivement sur les maturités 2, 5 et 10 ans. De plus, le risque systémique de la zone euro a contribué à faire passer en négatif le niveau moyen des swap spreads euro, y compris ceux de durée courte. Enfin, et c'est le plus étonnant, les spreads américains et européens ont convergé vers des niveaux similaires ces derniers temps et nous avons de sérieux doutes sur le fait que cela dure longtemps. Aux Etats-Unis, les taux courts comme longs ont commencé à se normaliser, allant dans le sens d'un écart grandissant entre les deux régions. Du côté des investisseurs, les assureurs européens vont devoir suivre de plus près leur écart de durée une fois que Solvabilité 2 sera entrée en vigueur en janvier 2016 même si les assureurs ont déjà commencé à intégrer ce nouveau cadre réglementaire dans leur activité ces dernières années.

<sup>43</sup> « Bâle III : ratio de levier et exigences de publicité », BRI, janvier 2014.

<sup>44</sup> ICMA, European Repo Market Survey September 2015

## Crédit : Les taux de défauts américain et européen sont parés à diverger

Par Greg Venizelos

- Les craintes sur les défauts se sont avérées infondées, avec un taux de défaut sur 12 mois glissants bénin, à 3% pour le HY américain et 2,5% pour l'euroéen.
- On ne peut cependant exclure une hausse des défauts en raison des prix bas persistants des matières premières et de conditions de refinancement plus difficiles pour le crédit des secteurs énergétique et minier.
- Notre modèle à deux facteurs du taux de défaut indique une différenciation entre HY américain et européen plus réaliste (taux estimés à 5,2 et 2%) que celui de Moody's (4,1 et 2,8%).
- Nos prévisions de défaut, associées aux spreads observés, montrent une valorisation raisonnable du HY européen (-0,3σ) et élevée pour le HY américain (+0,4σ).

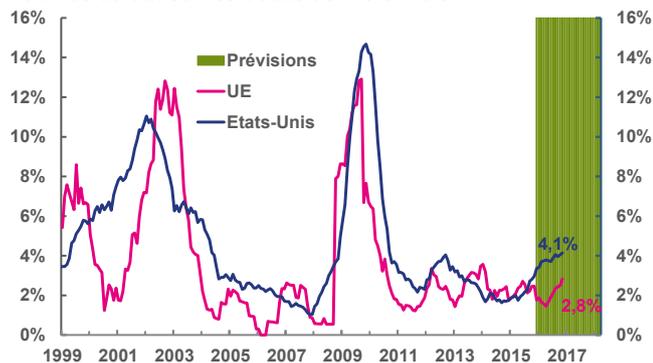
### La vague de défauts attendue n'a pas eu lieu

L'an dernier, les marchés du HY ont vu un écartement des spreads et une forte volatilité, notamment en raison des craintes sur la croissance et les prix de l'énergie. Cet épisode a mis fin à 2 ans d'un resserrement des spreads débuté au second semestre 2012. Pour beaucoup, ceci marquait le début de la fin d'un cycle et annonçait une hausse des défauts pour les douze mois suivants. Un an après, rien de tout cela n'a été observé, comme l'indiquent les chiffres de Moody's en Figure 34.

Figure 34

#### Moody's prévoit une remontée des défauts pour 2016

Taux de défaut sur les douze derniers mois



Source : Moody's et Recherche AXA IM

Le taux de défaut à 12 mois pour l'énergie est proche de 10%, en dessous des prévisions de 15 à 20% de l'an passé. Le taux de défaut du HY américain bénin est à 3% (à 1,7% hors énergie, celle-ci représentant 12% de l'indice HY). Pour le HY européen, ce taux est de 2,5%. Ceci place les deux marchés légèrement au-dessus de leur niveau moyen post-crise (Figure 35), et à environ les deux tiers de leur tendance depuis 1998. Il y a un an, les mêmes craintes pesaient sur le HY européen, craintes

rapidement dissipées, dès fin décembre / début janvier avec les perspectives d'un QE de la BCE.

En dépit des faibles niveaux de défaut observés, les spreads se sont élargis et la volatilité a augmenté, le crédit et les taux d'intérêt pesant sur les performances. Les taux de défaut, déterminant essentiel des pertes réalisées, sont la principale préoccupation des investisseurs.

Figure 35

#### Statistiques de défauts et prévisions pour le HY

	Taux de défaut des 12 derniers mois, en %						
	Moyenne		Min-Max		Spot	Prévision 1Y	
	[1999-]	[2011-]	[1999-]	[2011-]		Moody'	AXA IM
US HY	4.8	2.6	1.0-14.7	1.6-4.1	3.0	4.1	5.2
EU HY	3.8	2.2	0.1-12.9	1.2-3.6	2.5	2.8	2.0

Source : Moody's et Recherche AXA IM

### Perspectives pour 2016

Rien ne garantit que ces faibles taux soient amenés à durer, et ce plus particulièrement pour le HY américain énergie et matières premières en raison (i) de conditions de prêts plus strictes, les banques prenant en compte les bas prix prolongés des matières premières, et (ii) de l'arrivée à échéance des couvertures sur les matières premières, trop coûteuses à renouveler. Ces pressions pourraient conduire à la restructuration ou au défaut des crédits les moins solides.

Les prévisions de défaut de Moody's sont actuellement à 4,1% pour le HY américain et à 2,8% pour le HY €, et inférieures à leurs moyennes de long terme (4,8% et 3,8%). La prévision du niveau de défaut européen est sans doute un peu pessimiste, avec une remontée tardive de près de 1% (Figure 34) qui nous paraît incompatible avec les perspectives européennes (amélioration de la croissance et extension du QE). À l'inverse, la prévision pour le HY américain nous semble plutôt faible.

### Une modélisation du taux de défaut

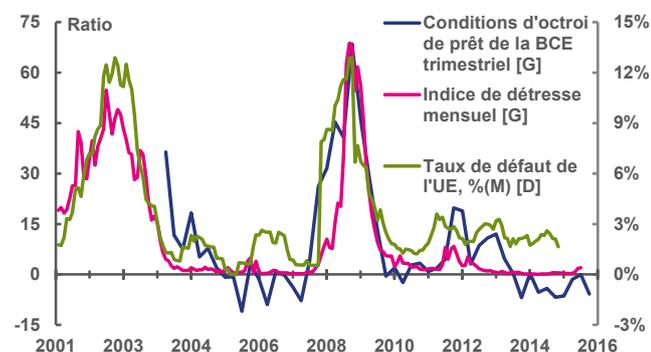
Pour réfléchir aux perspectives de défaut, nous avons construit un modèle à deux facteurs basé sur les conditions d'octroi de crédit bancaire (enquêtes trimestrielles de la BCE et de la Fed) et les indicateurs de stress des marchés obligataires (part des obligations se négociant à un prix inférieur à 70 cents ou avec un spread de plus de 1000 bps). Ces deux mesures, fortement corrélées, anticipent le taux de défaut avec 9 à 12 mois d'avance (Figure 36), mieux que ne le font les spreads de crédit ou d'autres mesures du risque comme la volatilité des actions ou des taux, et les courbes 2-10 ans des taux d'intérêts ou des swaps de taux. Ceci se vérifie tant pour les marchés américain qu'euroéen.

La Figure 37 permet de comparer les estimations de notre modèle à l'historique des taux de défaut observés (données de Moody's). Le pouvoir explicatif est impressionnant pour le HY américain ( $R^2$  à 96%) et raisonnable le HY européen (75%). Par ailleurs, notre modèle permet selon nous d'obtenir une différenciation plus réaliste que les prévisions de Moody's, avec un taux de défaut du HY américain plus de deux fois supérieur à celui du HY européen (Figure 35).

Figure 36

### Les variables du modèle précèdent le taux de défaut

Conditions de refinancement et taux de défaut



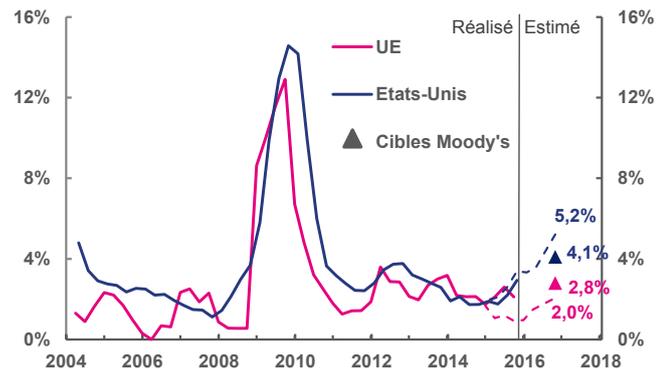
Source : BCE, Barclays Capital, Moody's et Recherche AXA IM

**Notre prévision du taux de défaut du HY US (5,2%) est au-dessus de ses moyennes** mesurées depuis 1998 ou 2011 (respectivement 4,8 et 2,6%). À l'inverse, la prévision du taux de défaut du HY européen (2%) est en dessous des moyennes mesurées depuis 2011 (2,2%) ou depuis 1998 (3,8%). Au sein du HY US, nous estimons que, dans l'année qui vient, les défauts du secteur de l'énergie devraient compter pour la moitié des défauts. Ceci donnerait des taux de défaut de 21% pour le secteur de l'énergie et de 3,4% pour le HY US hors énergie, représentant un taux de défaut total de 5,2%.

Figure 37

### Vers une différenciation des taux de défaut dans le HY

Taux de défaut effectifs et estimés



Source : BCE, Barclays Capital, Moody's, S&P et Recherche AXA IM

### Notre prévision de défaut rend le HY US légèrement cher

Sur la base de nos prévisions de défaut, nous décomposons les spreads de crédits actuels entre pertes attendues (part des spreads compensant la perte liée aux probables défauts) et la marge excédentaire (part restante couvrant les autres risques, comme la prime de

liquidité, Figure 38). Pour ce faire, nous calculons une estimation du taux de recouvrement (perte en cas de défaut = 1 – recouvrement). Nous supposons un taux de 40%, en ligne avec les données historiques.

- Un taux de défaut de 5,2% (HY US) induit une perte attendue de 314pdb. Cette perte attendue (PA%) représente 43% du spread actuel de 733pdb, soit une marge excédentaire (ou spread ajusté du défaut) de 419pdb.
- De même, pour le HY européen, le taux de 2% équivaut à une perte attendue de 122pdb, soit une PA% de 24% du spread actuel de 515pdb, laissant une marge excédentaire de 393pdb.

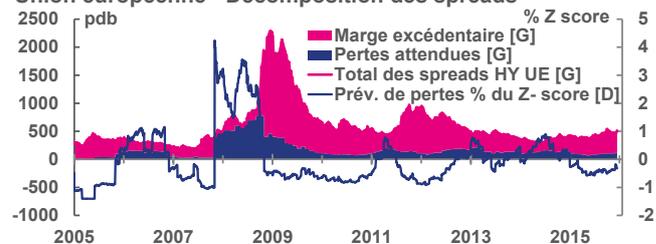
Nous avons montré récemment<sup>45</sup> que la PA% a été en moyenne d'environ 33% ces dix dernières années pour les marchés HY américain et européen. Nos prévisions du taux de défaut indique que le **HY US est cher, avec un écart-type proche de 0,4 (+0.4σ) et une PA% à 43%**. À l'inverse, le **HY européen nous paraît bon marché, avec un écart-type de -0.3σ et une PA% de 24%**. Cette divergence repose essentiellement sur nos prévisions des taux de défaut. Ce différentiel de 3,2% entre américain et européen, inhabituel, n'est pas sans précédent. Il avait atteint 7,7% en 2009.

Pour finir, les estimations de défauts peuvent évoluer du fait de la corrélation et du bêta des spreads US et européen. Un élargissement des spreads HY US peut déclencher un élargissement des spreads du HY européen. Comme la corrélation et le bêta des spreads US et européen ont varié significativement, la possible divergence entre spreads US et européen pourrait conduire à une révision des estimations de défaut, avec une amélioration relative du HY américain par rapport au HY européen.

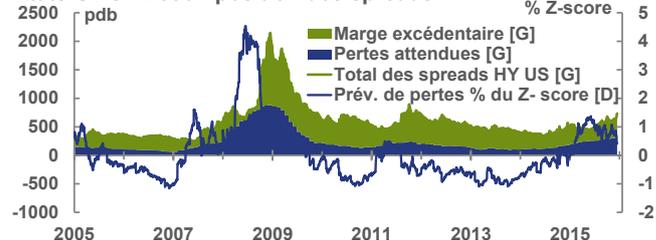
Figure 38

### Si le PA% US est cher, l'UE est abordable

Union européenne - Décomposition des spreads



Etats-Unis - Décomposition des spreads



Source : Bank of America Merrill Lynch, Moody's et Recherche AXA IM

<sup>45</sup> Venizelos, G., « [1/3rd of credit spreads account for expected default losses](#) », Recherche AXA IM, 10 novembre 2015.

## Actions : Utiliser le cycle des bénéfices pour définir le Smart Beta adéquat

Par Jonathan White et Kathryn McDonald

- Les stratégies Smart Beta font l'objet d'une attention croissante de la part des investisseurs en actions, avec la promesse de meilleurs rendements ajustés du risque. Elles continueront de se développer en 2016.
- Notre recherche montre que les primes de risque de Qualité, Faible Volatilité, Value et Momentum offrent toutes de solides performances à long terme. A plus court terme, elles sont sensibles au cycle des bénéfices, d'où des profils de performances différents.
- Pour 2016, nous prévoyons une poursuite du contexte de fin d'expansion, favorable aux primes de risque de Qualité et de Momentum.

### La logique du Smart Beta

Les indices pondérés par capitalisations de marchés ont constitué le mode d'accès traditionnel au beta du marché actions. Mais aujourd'hui la plupart des investisseurs connaissent les écueils inhérents à ces types d'indices.

Cette inefficacité a suscité un intérêt pour les stratégies Smart Beta intégrant diverses primes de risque actions. La Figure 39 montre les rendements de long terme et la volatilité des portefeuilles Value, Momentum, Faible Volatilité et Qualité comparés au marché global.

Figure 39

#### Primes de risque : rendement et volatilité sur 25 ans

Marché mondial	Rendement (%)	Vol. (%)	Ratio de Sharpe	Pertes max. sur 3 ans (%)
Faible volatilité	8,0	12,4	0,655	-30
Bonne qualité	9,2	14,8	0,62	-34
« Value »	9,7	16,4	0,59	-46
« Momentum »	9,7	16,8	0,58	-41
Moyenne du marché	7,7	15,6	0,50	-40

Source : Rosenberg Equities<sup>46</sup>

Chaque prime de risque étudiée permet de dégager des rendements supérieurs à ceux du marché. Les primes *Faible Volatilité* et *Qualité* offrent de forts rendements avec des niveaux bas de volatilité et de perte maximum.

Les primes *Momentum* et *Value* ont affiché les plus forts rendements, mais elles ont également les plus hauts niveaux de volatilité et de perte maximum.

Nous pensons que la raison pour laquelle ces quatre stratégies offrent une meilleure performance comparée aux indices par capitalisations de marchés vient de ce qu'elles conservent un meilleur lien avec les caractéristiques des sociétés qui, en dernière instance, déterminent le risque et le rendement d'une action, à savoir les bénéfices des entreprises.

### Sensibilité au cycle des bénéfices

Les rendements de la Figure 39 sont des moyennes annualisées sur les 25 dernières années. Sur des

périodes plus courtes, une prime de risque individuelle peut pâtir de périodes où elle n'a pas le vent en poupe.

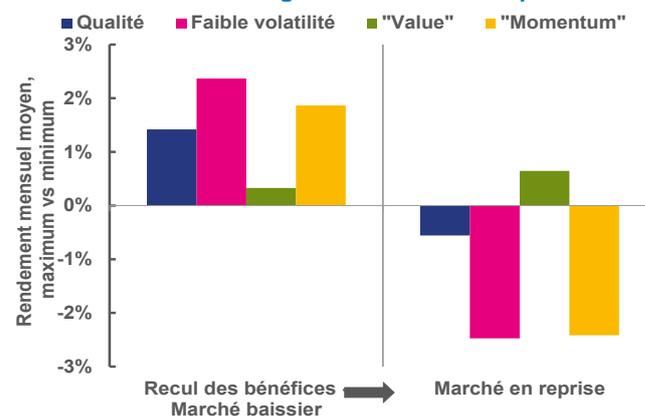
Selon nous, un cadre utile pour juger des profils de performance peut être trouvé dans le contexte du cycle des bénéfices des entreprises. Nous décomposons ce cycle en quatre phases :

1. **Recul des bénéfices : marché baissier** = bénéfices chutant de 20% ou plus, recul des bourses actions.
2. **Marché en reprise** = recul des bénéfices de 20% ou plus, hausse des marchés actions en anticipation d'une reprise.
3. **Hausse des bénéfices : début du cycle - marché haussier** = accélération de la hausse des bénéfices et hausse des marchés actions.
4. **Hausse des bénéfices : milieu/fin de cycle - marché haussier** = bénéfices en hausse en rythme constant ou en décélération. Hausse des bourses.

Nous retraçons les performances des portefeuilles avec différentes stratégies à chaque phase du cycle des bénéfices. Celles de *Qualité* et de *Faible Volatilité* se comportent bien durant la phase baissière des bénéfices, mais souffrent pendant la reprise (Figure 40). Celles de *Momentum* se comportent également bien durant la phase de recul des bénéfices-marché baissier, mais souffrent pendant la phase de reprise. Ce revers peut être sévère, comme lors de la reprise consécutive à la crise financière mondiale. La performance des portefeuilles de type *Value* évolue bien durant les phases récession-baissier et reprise, mais avec moins de stabilité.

Figure 40

#### Performance des stratégies : récession et reprise



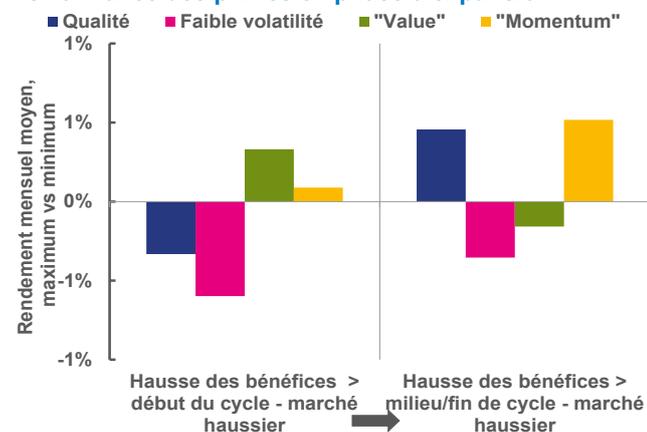
Source : Rosenberg Equities<sup>46 & 47</sup>

Les phases d'expansion se caractérisent, chez les investisseurs, par des préférences variables de profils de bénéfices (Figure 41). Durant ces phases du cycle, les portefeuilles *Faible Volatilité* sont en moyenne en retard sur l'ensemble du marché, tant durant les phases départ que milieu/fin – un résultat peu surprenant puisque les marchés sont alors en mode rebond au sein d'un marché haussier. Les portefeuilles *Qualité* performent toutefois plus efficacement durant les phases de hausse des bénéfices et sont devenus par le passé une source plus

importante de rendement à mesure que le cycle arrive à maturité. Les portefeuilles *Value* se comportent en général bien durant les phases de progression des bénéfices. Mais un examen plus détaillé de l'éventail des portefeuilles *Value* montre qu'à mesure que le cycle de progression des bénéfices arrive à maturité, le cours sur actif net et le rendement de dividende sont devenus historiquement moins efficaces, le *Value*, lorsqu'il est mesuré par le ratio cours/bénéfices, restant efficace.

Figure 41

### Performance des primes en phase d'expansion



Source : Rosenberg Equities<sup>46 & 47</sup>

Selon nous, la phase finale du cycle de progression des bénéfices ayant dominé l'année 2015 devrait se poursuivre en 2016. En période de moindre croissance, les investisseurs ont par le passé dû payer une prime pour les actions continuant à produire des bénéfices. Les actions de type *Qualité* ont été privilégiées pour la prévisibilité et la stabilité de leurs bénéfices, les titres *Momentum* ont été aussi favorisés pour leur lien avec la croissance à court terme des bénéfices. **A court terme, il semble justifié d'investir dans les portefeuilles à primes de risque *Qualité* et *Momentum*.**

Mais en regardant le long terme, on peut arriver à une vision plus nuancée sur ce qu'il convient de faire. A partir de l'analyse ci-dessus, on peut simplement remarquer qu'**aucune stratégie prise isolément ne fonctionne bien durant toutes les phases du cycle des bénéfices.** Ceci résulte en partie des profils de risques très différents de chaque stratégie. Cette simple

<sup>46</sup> Les données des Figure 39, Figure 40, Figure 41 et Figure 42 sont basées sur des portefeuilles avec primes de risque à long terme sur la période janvier 1990 – juin 2015. Nous classons selon le critère souhaité (e.g. *Faible Volatilité*) et formons des portefeuilles de risques en sélectionnant les 30% aux deux extrêmes de la fourchette de l'univers défini selon un système de pondérations basé sur la racine carrée de la capitalisation de marché (SRMC), rééquilibrés chaque mois (coûts de transactions et autres frais exclus). Figure 39 et Figure 42 affichent des rendements annualisés pour les portefeuilles dans le top 30% pour le marché mondial, (indice MSCI Monde). Le rendement du marché global est aussi basé sur des pondérations SRMC (Figure 39). Sur cette période, un indice équivalent de capitalisation de marché aurait affiché un rendement annualisé de 6,9% avec une volatilité de 15,1%.

<sup>47</sup> Les Figure 40 et Figure 41 retracent le rendement mensuel moyen des portefeuilles en comparant les 30% aux deux extrêmes de la fourchette. Pour prendre en compte les décalages temporaires possibles des cycles de bénéfices entre différentes zones, les données utilisées dans les Figure 40 et Figure 41 sont basées sur les indices MSCI américains du cycle de bénéfices du portefeuille de risque.

remarque, et le fait de savoir qu'il est difficile de prévoir le timing exact des cycles de bénéfices, nous conduit à la conclusion que **constituer un mélange de primes de risque est la façon la plus efficace d'investir à long terme.**

### Quel cocktail de primes de risque ?

Le mélange adéquat de stratégies dépend du type de résultat visé. Comprendre la relation entre la prime de risque et le cycle des bénéfices peut aider un investisseur en Smart Beta à élaborer le mix de primes de risque qui satisfait le mieux ses objectifs d'investissement à long terme.

Nous montrons des exemples de mélanges de primes de risque (Figure 42). Un investisseur pour lequel une réduction des pertes maximum est importante va plutôt graviter autour d'une prime de risque *Faible Volatilité*. Mais, en mélangeant *Faible Volatilité* et *Qualité*, un investisseur peut profiter des propriétés défensives des deux primes durant les phases de recul des bénéfices et du profil asynchrone de leurs rendements durant la phase haussière des bénéfices. Le profil de perte maximum du mélange *Faible Volatilité - Qualité* est compétitif par rapport à celui avec la seule *Faible Volatilité*, mais le rendement est amélioré grâce au profil de rendement plus élevé de la *Qualité*.

Figure 42

### Primes de risque : rendement et volatilité sur 25 ans

Marché mondial	Rende <sup>t</sup> (%)	Vol. (%)	Ratio de Sharpe	Pertes max. sur 3 ans (%)
Faible volatilité	8,0	12,4	0,655	-30
Bonne qualité	9,2	14,8	0,62	-34
« Value »	9,7	16,4	0,59	-46
« Momentum »	9,7	16,8	0,58	-41
<b>Exemples de mélanges</b>				
Faible volatilité, Value & Momentum	9,2	14,6	0,63	-39,3
Faible volatilité & Bonne qualité	8,7	13,3	0,65	-31,7
Moyenne du marché	7,7	15,6	0,50	-40,0

Source : Rosenberg Equities<sup>46</sup>

Un type différent d'investisseur, moins soucieux de se couvrir contre une perte maximum et plus intéressé par les mouvements haussiers, peut choisir d'adjoindre de la *Value* et du *Momentum*.

### Conclusion

Puisqu'aucune prime de risque isolée ne fonctionne bien durant toutes les phases du cycle et que prévoir parfaitement le timing du cycle est quasiment impossible, mélanger les primes de risque apparaît comme la façon la plus efficace d'investir sur le long terme.

Nous croyons que la compréhension de la relation qu'entretiennent les primes de risque avec le cycle des bénéfices peut aider un investisseur Smart Beta à élaborer un mélange de primes de risque satisfaisant le mieux ses objectifs d'investissement de long terme.

## Immobilier : Des opportunités de rendement dans un contexte de taux bas

Par Greg Mansell

- Les rendements immobiliers réels ont encore une marge de baisse. Comparée aux obligations, la valorisation de cette classe d'actifs semble favorable.
- Développer et rénover des actifs à court terme pour maximiser la reprise modérée de la demande locative.
- Un revenu peu risqué est requis à long terme, renforçant l'attrait des investissements pour les secteurs alternatifs.

### La baisse des taux prend son temps

La valorisation de l'immobilier aux Etats-Unis, au Royaume-Uni et en zone euro est toujours en phase d'ajustement à un contexte de taux bas. Après une rapide hausse durant la crise financière, les rendements immobiliers ont réamorcé une phase de baisse, quoiqu'à un rythme plus modéré qu'avant la crise. Les investisseurs restent, en effet, réticents à accepter des taux de rendement bas, au contraire de ce qui avait été observé à l'approche de la crise de 2007-2008, ce que de nombreux investisseurs avaient regretté après-coup.

Notre conviction est que les rendements immobiliers vont probablement continuer à reculer en 2016, générant des gains élevés sur le court-terme. Par la suite, cette situation de taux bas devrait persister, notamment en zone euro. Nous envisageons ainsi deux scénarios pour 2016, en fonction des préférences en termes d'appétit pour le risque et de périodes de détention.

Pour les détentions de courte durée, **les plus forts rendements seront atteints en prenant plus de risques liés à l'actif et à sa situation locative**, notamment au travers de développements et de rénovations lourdes, afin de profiter du potentiel baissier des taux et haussier des loyers.

Par ailleurs, l'occasion de **repositionner les portefeuilles avec une vision de long terme devrait également se présenter en 2016**. En effet, une fois l'ajustement des prix immobiliers achevé, à un rythme plus ou moins rapide en fonction des marchés, une part importante des rendements totaux devrait provenir des revenus locatifs perçus. Les investisseurs seront ainsi plus enclins à sécuriser des sources de revenus de long-terme sûres parmi les principales classes d'actifs (bureaux, commerce, logistique). Ils devraient également se porter sur les secteurs alternatifs, la concurrence entre acheteurs étant forte sur les actifs traditionnels.

### Taux immobiliers : bas ou élevés ?

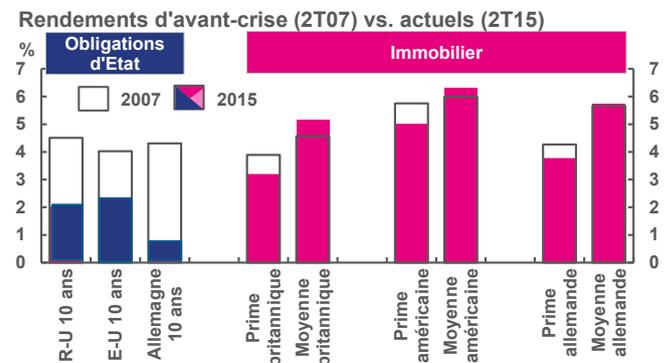
Si les rendements immobiliers sont actuellement en baisse, c'est principalement sur le *prime* (actifs de meilleure qualité et de risque minimal) où ceux-ci ont atteint des plus bas historiques (*Figure 43*). L'ajustement des rendements du moyen gamme est en retard sur le *prime*, ceux-ci se situant autour de 5-6%.

L'immobilier offre cependant un rendement attractif par rapport aux obligations d'état 10 ans. L'écart aux Etats-Unis, au Royaume-Uni et en zone euro est ainsi passée d'une moyenne de 215pdb au cours de la dernière décennie à 285pdb actuellement.

Mais ceci ne signifie pas forcément que l'immobilier est correctement valorisé. En effet, il doit nécessairement exister un premium par rapport aux obligations d'état, afin de rémunérer les investisseurs pour la moindre liquidité et transparence de l'immobilier, ainsi que pour la forte volatilité des valeurs. Cependant, dans un marché en phase de reprise économique, comme c'est le cas dans la zone euro, l'écart devrait logiquement se réduire, grâce à la baisse du risque de défaut de paiement des locataires, permettant une hausse des valeurs locatives.

Figure 43

### Valorisation attractive de l'immobilier



Source : Bloomberg, BofA Merrill Lynch, CBRE, CBRE-EA, MSCI et AXA IM – Real Assets

Si nous prévoyons un nouveau recul des taux *prime* au cours des 6 à 12 prochains mois sur les principaux marchés, ce sont les rendements du moyen gamme qui devraient désormais connaître la plus forte contraction. La recherche de rendements se traduit par des valorisations plus agressives pour les actifs de seconde-main, pour les actifs des villes plus petites, pour les espaces vacants ainsi que pour les baux de courte durée.

### Opportunités et menaces de court terme

La vision selon laquelle les taux ont encore un potentiel baissier ne se fonde pas seulement sur cet écart entre taux immobiliers et obligations. Elle se base aussi sur nos anticipations de croissance des loyers, positive mais encore modérée, reflet du contexte économique.

Les investisseurs devraient ainsi **se concentrer sur les investissements opportunistes (développements) et value-add (rénovations)**, afin d'améliorer la qualité de l'actif et d'engranger des rendements plus élevés.

Depuis 2008 le stock de bureaux des dix plus gros marchés européens s'est accru en moyenne de 0,8% par an<sup>48</sup>.

<sup>48</sup> Paris, Berlin, Francfort, Hambourg, Munich, Milan, Amsterdam, Madrid, Stockholm et Londres.

C'est la moitié du taux observé durant les sept années précédentes, les promoteurs ayant stoppé leurs projets en raison de la moindre disponibilité des financements immobiliers suite à la crise financière.

La déficience d'offre nouvelle, de pair avec la reprise modérée de la demande, crée une opportunité, notamment à Londres et Madrid où les stratégies de développement et de rénovation restent les plus rémunératrices. Berlin et Paris offrent aussi des opportunités intéressantes dans certaines zones – proche périphérie de Berlin ou quartier central d'affaire à Paris autour d'Opéra. Il est toutefois à noter que l'offre future a déjà significativement augmenté à Londres et la fenêtre d'opportunité se réduit désormais aux trois ou quatre prochaines années, après quoi la concurrence entre projets en voie de finalisation sera intense.

Si nous restons confiants dans l'idée de prendre des risques liés à l'actif ainsi que des risques locatifs dans les principales villes, la prise de risque liée à l'emplacement, par des investissements dans des villes de seconde catégorie, ne se justifie pas compte tenu de leur moindre liquidité. A titre d'exemple, environ 36% des investissements ont concerné les dix villes les plus liquides au cours des dix dernières années et les volumes investis chutent fortement hors de ces villes.

De nombreux investisseurs en quête de rendements investiront certainement au-delà des principales villes en 2016, mais il faut garder à l'esprit qu'en cas de ralentissement économique, il pourra s'avérer difficile pour les investisseurs de réduire leur exposition sur ces marchés. La faible liquidité est donc une menace pour leur capacité à gérer leur portefeuille de façon efficace.

## Une stratégie de long terme

**A long terme, les investisseurs devraient se concentrer sur les revenus**, notamment aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, où nous anticipons une hausse des taux directeurs sous peu. Des revenus locatifs significatifs et la poursuite de la croissance des loyers pourraient permettre aux investisseurs d'atteindre des rendements en ligne avec leur stratégie, et ce malgré la hausse des taux. En zone euro, ce phénomène n'est pas anticipé avant 2018 ou 2019.

La *Figure 44* illustre l'importance des revenus locatifs dans les rendements totaux. L'investisseur ayant investi 100€ en 2001 sur l'indice annuel IPD mondial de Propriété<sup>49</sup>, aurait eu 202€ à la fin de 2014, les revenus comptant pour environ 86€ du rendement cumulé, autrement dit 86% du gain total.

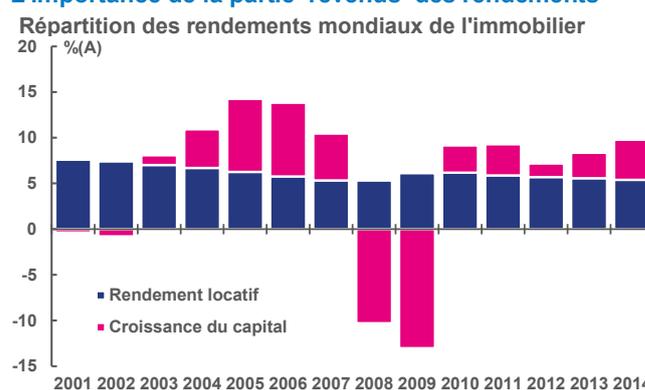
Les revenus sont certes définis dans le temps et le montant des loyers limité aux conditions contractuelles définies dans les baux mais, au niveau du portefeuille, les baux se renouvelant fréquemment, les revenus peuvent constituer une part des rendements cumulés significative,

<sup>49</sup> Indice annuel Investment Property Databank (IPD) sur l'immobilier mondial d'investissement comprend plus de 64,000 propriétés évaluées à plus de 1,460 Mds\$ fin décembre 2014, dans plus de 25 pays différents.

caractéristique essentielle des investissements *core*, et qui devrait gagner en attrait si les prix demeurent stables.

Figure 44

## L'importance de la partie 'revenus' des rendements



Les secteurs alternatifs – hôpitaux, hôtels et data centres par exemple – constituent souvent de bonnes opportunités afin de sécuriser des baux de longue durée, pouvant aller jusqu'à 25 ans. Dans chacun de ces secteurs, l'opérateur est souvent enraciné sur place, bien plus que pour des locataires de bureaux ou industriels, ce qui rend probable que le bail aille jusqu'à son terme.

Notre **secteur alternatif préféré** aux E-U et en Europe, pour un investissement privilégiant le revenu, est le **secteur hospitalier**. En effet, de nombreuses forces de long terme y soutiennent la demande, qu'il s'agisse du vieillissement de la population ou de la hausse des maladies graves et chroniques. Aux E-U, le privé finance en partie le secteur de la santé et les foncières spécialisées pèsent 82 Mds \$<sup>50</sup>, soit presque autant que celui de l'immobilier de bureaux.

Le marché immobilier du secteur européen de la santé se situe loin derrière l'américain en termes de maturité de marché, mais il commence à évoluer dans la même direction, à mesure que le volume des investissements augmente.

## Conclusions

Les investisseurs recherchent un vaste éventail de caractéristiques dans le secteur immobilier : des actifs *prime* assimilables à des obligations (notamment ceux comportant des baux de longue durée), aux opportunités value-add ou opportunistes plus semblables à des actions. En 2016, les investisseurs devraient continuer de se positionner sur une gamme variée de types de placements et de périodes de détention.

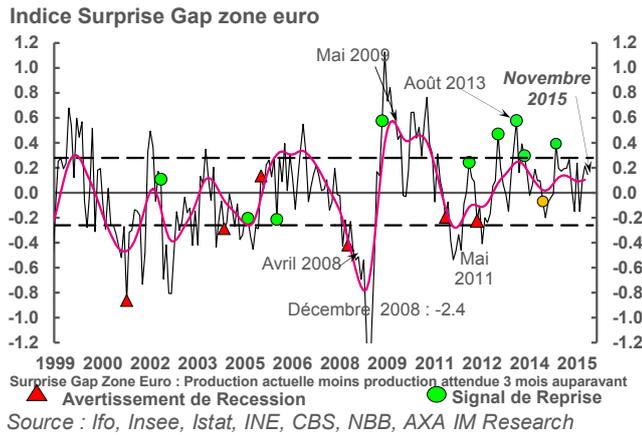
Le contexte de taux d'intérêt bas continuant de prévaloir, une prise de risque plus franche pourrait s'avérer payante l'an prochain. Mais, avec une prévision de ralentissement des rendements après 2016, les investisseurs doivent garder à l'esprit le fait que la qualité la plus défensive et sans doute la plus attractive de cette classe d'actifs est sa capacité à générer des revenus.

<sup>50</sup> Indice FTSE EPRA/NAREIT US Healthcare, 20 novembre 2015.

## Chartbook : Surprise gap et RAB

Figure 45

### Surprise gap euro : en amélioration



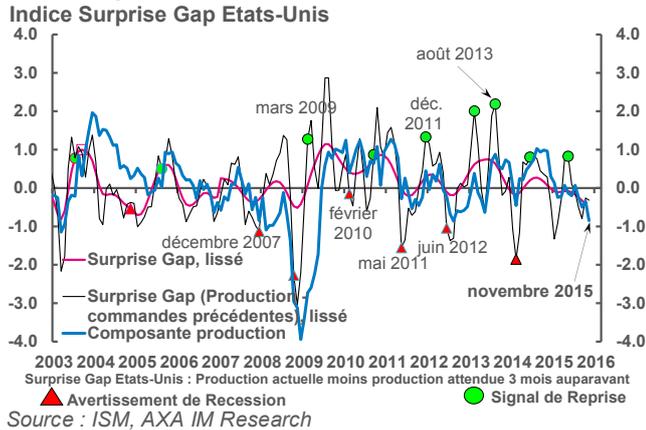
### Surprise gap zone euro

En zone euro, le surprise gap a consolidé en novembre ses gains d'octobre. L'indice est maintenant autour du seuil correspondant à une accélération du secteur manufacturier. Cette embellie est confirmée par les données d'autres régions du monde et pointe vers une accélération du cycle commercial et manufacturier mondial fin 2015.

Au niveau des pays, l'Allemagne et l'Italie semblent les mieux positionnés pour capter cette accélération mondiale, tandis que l'Espagne a connu une baisse surprenante en novembre.

Figure 46

### Surprise gap américain : le ralentissement se confirme



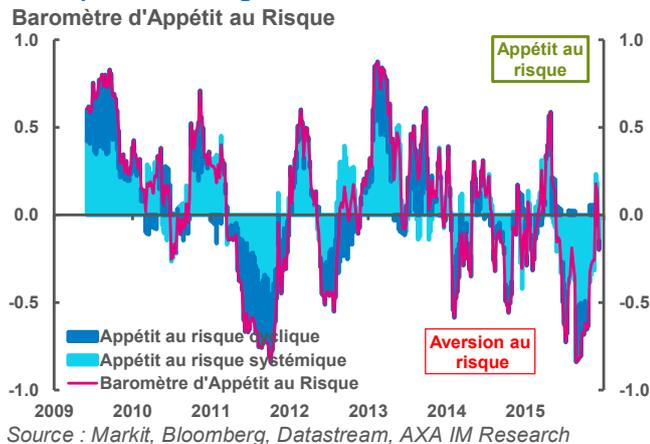
### Surprise Gap Etats-Unis

La baisse supplémentaire du surprise gap américain en terrain négatif illustre parfaitement les difficultés auxquelles le secteur manufacturier est confronté.

Une fois de plus, la composante production était le principale moteur de cette faiblesse générale et, ce, pour deux raisons : 1) les craintes concernant la demande mondiale, principalement à cause la Chine et 2) le raffermissement des devises accompagnée d'un secteur de l'énergie en difficultés.

Figure 47

### RAB : pas de message clair



### Baromètre d'appétit au risque (RAB)

Après une nette reprise qui a ramené le RAB au-dessus de zéro, l'indice est très récemment retombé, nous laissant dans l'expectative.

Tandis que la composante cyclique du risque est demeurée légèrement en dessous du seuil de zéro, la corrélation moyenne, signe de renforcement de l'instinct grégaire, pesait sur la partie systémique du risque.

## Performance des marchés

18 décembre 2015		Perf (%)			
		-1M	-3M	-12M	YTD
<b>Univers obligataire</b>					
<b>Obligations d'Etat</b>					
Etats-Unis	(indice JPM EMU GBI ALL Mats)	0.3	0.3	1.1	1.1
Europe	(indice JPM EMU GBI ALL Mats )	-0.1	1.9	2.4	1.9
Royaume-Uni	(BofA ML UK Gilts All Mats)	1.1	1.0	1.5	1.4
Japon	(BofA ML JP All Mats)	0.4	0.9	1.3	0.8
<b>Obligations indexées</b>					
Etats-Unis	(Barclays Glb Infl US)	-0.4	-1.0	-2.4	0.0
Europe	(Barclays Euro IL BD All Mats)	-1.0	0.9	0.5	-0.1
Royaume-Uni	(Barclays Glb Infl UK)	1.1	-1.0	0.3	0.0
<b>Crédits Investment Grade</b>					
Etats-Unis	(BofA ML Corp Master)	-0.3	-0.0	0.1	-0.4
Europe	(BofA ML EMU Corp)	-0.4	0.9	0.0	-0.4
<b>High Yield</b>					
Etats-Unis	(BofA ML US HY Master II)	-3.5	-5.2	-2.9	-4.9
Europe	(BofA ML Euro High Yield)	-1.7	-0.3	1.8	1.4
<b>Obligations émergentes</b>					
en monnaie locale	(perf en \$) (JPM GBI-EM Global Composite)	-2.7	-1.9	-15.8	-16.8
en devises fortes	(JPM EMBI Global Composite)	-1.2	-0.5	3.6	1.2
<b>Actions (Indice MSCI, rendement total)</b>					
<b>MSCI Monde</b>					
Etats-Unis		-1.2	2.0	5.3	2.3
Europe		-0.3	2.7	3.5	1.1
Europe Small caps		-3.0	0.8	8.2	4.7
Zone Euro		0.1	3.7	23.6	18.6
	France	-3.3	2.5	15.0	11.3
	Allemagne	-4.6	1.6	17.6	13.1
	Italie	-1.9	4.4	13.1	10.0
	Italie	-3.7	-2.3	17.7	15.2
	Espagne	-4.4	-1.9	-0.1	-2.4
Royaume-Uni		-2.6	-0.9	-0.9	-4.4
Suisse		-2.8	-1.2	2.5	0.1
Japon		-1.6	5.4	16.1	11.5
Marchés émergents		-1.9	-1.4	-1.2	-5.2
	Asie	-0.9	0.2	-1.6	-5.5
	Europe de l'Est	-5.5	-4.4	2.6	0.4
	Amérique Latine	-2.8	-4.4	-2.6	-6.2
<b>Matières premières (S&amp;P GSCI, rendement total)</b>					
Indice global Matières premières (light energy)		-5.5	-12.7	-29.2	-26.9
Energie	demiers chiffres (Brent)	36.8	-16.6	-28.1	-46.6
Métaux industriels	demiers chiffres (Copper)	4545.0	-1.9	-13.0	-28.7
Métaux précieux	demiers chiffres (Gold)	1052.0	-2.0	-6.4	-12.8
Produits de l'agriculture		0.5	0.4	-19.1	-15.7
<b>Devises</b>					
€1 = ... USD	demiers chiffres	1.083	1.7	-4.3	-12.6
\$1 = ... YEN	demiers chiffres	122.675	-0.6	1.5	4.5
£1 = ... USD	demiers chiffres	1.488	-2.2	-4.1	-4.9
\$1 = ... YUAN	demiers chiffres	6.484	1.6	1.8	4.5

Source: Datastream, AXA IM

En devise locale

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

## Valorisation des marchés d'actions

18 décembre 2015			PE Cours/Bénéfice		Croissance des bénéfices (%)		Ratio PEG PE / croissance	
			2015	2016	2015	2016	2015	2016
Etats-Unis	S&P 500	2041.9	17.5	16.3	0.5	7.3	n.s.	2.2
Canada	TSE300	13009.9	16.9	14.5	-17.5	16.8	n.s.	0.9
Japon	Topix	1564.7	15.3	14.0	17.6	8.7	0.9	1.6
Zone euro	DJ EUROSTOXX 50	3306.5	14.4	13.8	5.7	4.9	2.5	2.8
Allemagne	DAX	10738.1	13.4	13.1	12.2	3.0	1.1	n.s.
France	CAC40	4677.5	15.1	14.0	2.1	7.6	n.s.	1.9
Royaume-Uni	FTSE 100	6102.5	15.5	14.9	-15.2	4.0	n.s.	n.s.
Italie	FTSE MIB	21523.1	18.6	15.0	9.6	24.0	1.9	0.6
Espagne	Madrid General	997.7	16.2	14.1	15.1	14.5	1.1	1.0
Pays-Bas	AEX	439.0	17.1	15.1	-15.7	12.8	n.s.	1.2
Belgique	Bel 20	3676.1	19.0	17.9	5.6	6.1	n.s.	2.9
Suisse	SMI	8656.3	17.0	16.2	-6.3	5.1	n.s.	n.s.
Suède	OMX	1438.3	16.1	14.7	6.8	9.0	2.4	1.6

Source: Datastream; IBES; Bloomberg

n.s. = non significatif / n.a. = non disponible

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

## Glossaire des abréviations

1T05	premier trimestre 2005	JGB	obligations souveraine japonaise
1S05	premier semestre 2005	£	livre sterling
(A)	glissement annuel	LatAm	Amérique latine
(M)	variation mensuelle	MES	Mécanisme Européen de Stabilité
(T)	variation trimestrielle	MNX	peso mexicain
[D]	échelle droite (graphique)	ncvs	non corrigé des variations saisonnières
[G]	échelle gauche (graphique)	NFIB	National Federation of Independent Business
ABE	Autorité Bancaire Européenne	OCDE	Organisation de Coopération et de Développement Economiques
AQR	Examen de la qualité des actifs	OMC	Organisation mondiale du commerce
BCE	Banque Centrale Européenne	OMT	opérations monétaires sur titres
BNS	Banque nationale suisse	OPEP	Organisation des pays exportateurs de pétrole
BoE	Banque d'Angleterre	P/E	ratio cours/bénéfices
BoJ	Banque du Japon	PCE	Déflateur de la consommation privée
BRL	réal brésilien	PIB	Produit intérieur brut
BPA	bénéfices par action	PMI	Indice auprès des directeurs d'achats
BPC	Banque Populaire de Chine	pdb	point de base
CBI	Confederation of British Industry	pp	point de pourcentage
cvs	corrigé des variations saisonnières	QE	Assouplissement quantitatif
€	euro	QQE	assouplissement qualitatif et quantitatif
DTS	droits de tirage spéciaux	r.a.	en rythme annualisé
EBITDA	Excédent brut d'exploitation	RMB	renminbi chinois (yuan)
EM	marchés émergents	RUB	rouble russe
EPFR	Emerging Portfolio Fund Research, Inc.	TLTRO	opérations ciblées de refinancement à plus long terme
ETF	Exchange-Traded Fund (fonds indiciel coté)	US\$	dollar américain
FMI	Fonds Monétaire International	¥	yen japonais
FOMC	Comité de politique monétaire américain	ytd	depuis le début de l'année
IIF	Institute of International Finance	ZAR	rand sud-africain
IG	crédit Investment Grade	ZIRP	politique de taux zéro
INR	roupie indienne		
IPC	Indice des prix à la consommation		
ISM	Institute of Supply Management		
HK\$	dollar de Hong Kong		
HY	crédit High Yield		

Notre recherche est disponible sur internet : <http://www.axa-im.com/fr/research>



Disponible sur



## AVERTISSEMENT

Ce document est exclusivement conçu à des fins d'information. Il ne constitue ni un élément contractuel, ni un conseil en investissement. Il a été établi sur la base d'informations, projections, estimations, anticipations et hypothèses qui comportent une part de jugement subjectif. Ses analyses et ses conclusions sont l'expression d'une opinion indépendante, formée à partir des informations disponibles à une date donnée. Ainsi, compte tenu du caractère subjectif et indicatif de ces analyses, nous attirons votre attention sur le fait que l'évolution effective des variables économiques et des valorisations des marchés financiers pourrait s'écarter significativement des indications (projections, estimations, anticipations et hypothèses) qui vous sont communiquées dans ce document. En outre, du fait de leur simplification, les informations contenues dans ce document peuvent n'être que partielles. Elles sont susceptibles d'être modifiées sans préavis et AXA Investment Managers n'est pas tenu de les mettre à jour systématiquement.

Toutes ces données ont été établies sur la base d'informations rendues publiques par les fournisseurs officiels de statistiques économiques, et de marché. La responsabilité d'AXA Investment Managers ne saurait être engagée du fait des informations contenues dans ce document et notamment par une prise de décision de quelque nature que ce soit sur la base de ces informations. L'ensemble des graphiques du présent document, sauf mention contraire, ont été établis à la date de publication de ce document.

En outre, compte tenu du caractère subjectif des analyses et jugements précités, il convient de souligner que les informations, projections, estimations, anticipations, hypothèses et/ou opinions éventuelles ne sont pas nécessairement utilisées ou suivies par les équipes de gestion d'AXA IM ou de ses affiliés qui agissent en fonction de leurs propres convictions et dans le respect de l'indépendance des fonctions au sein de la Société.

Les destinataires de ce document s'engagent à ce que l'utilisation des informations y figurant soit limitée à la seule évaluation de leur intérêt propre en considération des stratégies visées. Toute reproduction partielle ou totale des informations ou du document est soumise à une autorisation préalable expresse de la Société.

Ni MSCI ni aucun autre tiers impliqué dans ou associé à la composition, au calcul ou à la création des données MSCI ne font aucune déclaration ni n'offrent aucune garantie expresse ou implicite quant à ces données (ou aux conséquences de leur utilisation), et l'ensemble desdits tiers décline expressément par les présentes toute responsabilité concernant l'originalité, l'exactitude, l'exhaustivité, la conformité de tout ou partie de ces données. Sans limitation de ce qui précède, MSCI, ses filiales ou tout autre tiers impliqué dans ou associé à la composition, au calcul ou à la création des données ne sauraient en aucun cas être tenus pour responsables d'aucuns dommages directs, indirects, spéciaux, punitifs, consécutifs ou autres (y compris les pertes encourues) même si l'éventualité de ces dommages leur a été signifiée. Toute reproduction ou distribution des données MSCI est interdite, sauf consentement exprès et écrit de MSCI.

Rédacteur : AXA Investment Managers – « Cœur Défense » Tour B – La Défense 4 – 100, Esplanade du Général De Gaulle – 92400 Courbevoie. Société anonyme immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 393 051 826.

© AXA Investment Managers 2015

[www.axa-im.com](http://www.axa-im.com)