

Cross asset investment strategy

Février 2017

Achevé de rédiger le 13 février 2017



Allocation d'actifs

**Points morts
d'inflation et taux
nominaux**

Inflation zone euro

Sterling & Brexit

Dollar US

**Trump : impact
sur les obligations
d'entreprises**

**Chine : facteurs de croissance
à long terme**

Février 2017

Allocation d'actifs

Nos convictions

Page 4

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

Le thème du mois

Page 7

Taux longs : changement de régime, changement de niveau... ?

La remontée des taux longs suscite une question cruciale : est-ce un changement de régime, un changement de niveau, ou une correction à l'intérieur d'une bande de fluctuation qui restera basse ? L'objet de cet article est de répondre à cette question.

Tableaux récapitulatifs

Page 9

Facteurs de risque

Page 11

Contexte macroéconomique

Page 18

Prévisions macroéconomiques et financières

Page 19

Sommaire

Zone euro

1 Y aura-t-il une vraie reprise de l'inflation en zone euro en 2017 ?

Page 20

À côté d'une inflation « générale » sujette à de fortes variations en raison des mouvements du prix du baril, l'inflation sous-jacente reste, pour l'heure, très atone en zone euro, où l'on note tout de même un net reflux des pressions déflationnistes apparues au cours des dernières années.

> FOCUS > La diffusion des variations des prix de l'énergie aux autres secteurs et les effets de change pourraient avoir des effets contradictoires sur l'inflation sous-jacente en 2017.

Change

2 Trajectoire de la livre sterling en période d'incertitude

Page 24

La livre sterling est devenue une « devise politique » depuis le référendum de juin dernier et son évolution est désormais dictée par les développements politiques. Après avoir été la devise la moins performante des grandes économies en 2016, à quoi faut-il s'attendre pour la livre sterling ? Bien que les fondamentaux montrent qu'une nouvelle dépréciation ne peut être exclue, tout dépendra selon nous de la position du Royaume-Uni dans les négociations commerciales avec l'Union européenne, car la politique va conserver encore quelque temps un rôle majeur dans l'évolution de la livre sterling.

Février 2017

3 Donald Trump : une politique de dollar fort, malgré lui

Page 27



Dans quelle mesure la politique fiscale américaine va-t-elle soutenir le billet vert ? S'il ne faut pas exclure une phase de surréaction du dollar à la hausse, cette dernière ne durerait pas très longtemps compte tenu du fait qu'il est déjà très surévalué.

Marchés obligataires

4 Points morts d'inflation et taux nominaux : analyse des pressions haussières actuelles et à venir

Page 31

Les taux longs ont fortement augmenté après les élections américaines. Plusieurs facteurs peuvent expliquer ce mouvement : mesures de stimulation budgétaire de la nouvelle administration, réévaluation des anticipations de politique monétaire, remontée de l'inflation. Il existe encore une marge de progression pour les points morts d'inflation, davantage en Europe qu'aux États-Unis. Les taux longs américains ne pourront monter de façon plus significative que si les performances économiques permettent d'accréditer une accélération du programme de *fed funds* par rapport à ce qui est pricé actuellement.

Obligations d'entreprises

5 Marchés du crédit : quel positionnement après la victoire de D. Trump ?

Page 34

L'année 2016 a été une année remarquable pour les marchés du crédit. La victoire de Donald Trump a été accueillie très positivement par les marchés et a quelque peu changé la donne. Dans ce nouveau contexte, comment se positionner sur les marchés du crédit ?

6 Taux de défaut des obligations à haut rendement : bilan 2016 et perspectives 2017

Page 38

La fin du « mini-cycle » de défaut aux États-Unis (lié presque intégralement aux matières premières) est proche de sa fin : nos régressions augurent une baisse marquée du taux de défaut, qui devrait passer de 6 % à 3,7 % d'ici décembre 2017. De même, en Europe, le cycle des taux de défaut ne devrait guère évoluer en 2017 et rester globalement stable, voire faible sur la base des niveaux historiques.

Chine

7 Investir en Chine : quelle est l'importance des fondamentaux macroéconomiques à long terme ?

Page 40

Les opinions macroéconomiques claires, à rebours du consensus et portées par des convictions fortes sont de plus en plus rares, mais leur valeur est immense. L'opinion que l'on se fait de la Chine est en train de devenir une prévision macroéconomique cruciale pour l'avenir des investissements. En particulier, il est important d'avoir un avis sur les tendances à long terme liées au dérèglement climatique et à la démographie en Chine.



Allocation d'actifs

Nos convictions

PHILIPPE ITHURBIDE, *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse*

L'élection de Donald Trump à la présidence des États-Unis a eu plusieurs conséquences majeures sur les marchés financiers :

- Tout d'abord, un **repricing des perspectives de croissance, des anticipations d'inflation, et une nette montée des taux longs**, ce qui est particulièrement significatif dans un environnement jusque-là déterminé par les débats sur les taux durablement bas, sur la stagnation séculaire et sur la fin de l'inflation. La question est bien de savoir si ce *repricing* se justifie à court terme ou bien à long terme. En clair, est-on en train d'assister à une extension d'un cycle de croissance en train de s'essouffler ou plutôt au tout début d'un nouveau souffle et d'un nouveau cycle de croissance ?
- Plus encore, dans un monde dominé par des banques centrales accommodantes et allant dans le sens des pouvoirs en place, **sont apparues des fortes tensions entre la nouvelle administration américaine et la Fed** sur la conduite de la politique monétaire tout d'abord, puis tout récemment sur le rôle actuel (jugé « inacceptable ») de la Fed dans la réglementation (notamment bancaire). Mis à part le fait que Janet Yellen ne sera probablement pas reconduite à son poste en 2018, on peut (doit ?) s'attendre à la montée des tensions entre Fed et administration Trump, ce qui ajoutera de la volatilité sur les marchés.
- **Le débat sur le protectionnisme a également de quoi sérieusement inquiéter.** L'histoire est remplie d'épisodes de ce genre qui n'incitent pas à l'optimisme en matière d'expansion économique. Cette thématique intervient à un moment où le commerce des biens est en repli marqué, et on sait combien l'expansion du commerce est allée de pair avec des politiques étrangères marquées par l'ouverture. L'auto-centrisme économique n'augure rien de bon en matière de relations internationales. Les velléités protectionnistes américaines se sont déjà traduites par des tensions diplomatiques et économiques avec la Chine (qui a resserré son contrôle des capitaux), le Mexique et même le Japon.

Au total, nos convictions sont les suivantes :

- **Miser sur une extension du cycle actuel est raisonnable à ce stade... croire en un nouveau cycle de croissance ou en une amélioration de la croissance potentielle est pour l'heure excessif.** La croissance américaine va certes bénéficier d'une politique budgétaire et fiscale plus généreuse, mais nous ne devrions pas pour autant assister à un nouveau – et plus solide – cycle de croissance. On suivra néanmoins avec attention les futures décisions en matière de fiscalité, et notamment celles qui devraient concerner l'impôt sur les sociétés, qui redonnera un nouvel élan au marché d'actions.
- **Malgré tout, le contexte est redevenu favorable au marché d'actions, notamment sur les thèmes « domestiques » américains** (Small caps – Mid caps, demande interne, et secteurs cycliques). **Nous avons cependant réduit ces expositions au bénéfice du marché européen**, qui nous paraît prometteur et surtout moins risqué en termes de valorisation. Avant l'élection de D. Trump, nous considérions excessive la valorisation du marché américain (grandes capitalisations et SMID caps). Autant dire que c'est encore le cas si nous ne croyons pas en un nouveau cycle de croissance et de profits. La prochaine publication des résultats d'entreprises (mi-mars) sera le « juge de paix ». Pour l'heure, les choix pays entre Japon, États-Unis et Europe sont assez peu marqués, même si nous avons actuellement une légère préférence pour la zone euro. Les facteurs « qualité » aux États-Unis et « value » sont revenus au premier plan dans nos allocations.

“ Une nouveauté depuis de nombreuses années : des tensions fortes entre la Fed et l'Administration en place ”

“ L'auto-centrisme économique n'augure rien de bon en matière de relations internationales et de croissance mondiale ”

“ États-Unis : miser sur une extension du cycle actuel est raisonnable à ce stade... Croire en un nouveau cycle de croissance ou en une amélioration de la croissance potentielle est pour l'heure excessif ”

“ Marchés d'actions : nos choix pays entre Japon, États-Unis et Europe sont assez peu marqués, même si nous avons actuellement une légère préférence pour la zone euro ”

Février 2017

- **Même chose pour les obligations d'entreprises: nos portefeuilles sont surpondérés en cette classe d'actifs, aussi bien aux États-Unis qu'en Europe.** À noter toutefois que les obligations américaines, compte tenu du *releveraging* des entreprises américains, sont plus vulnérables que leurs homologues européennes à toute hausse des taux.
- **Les hausses de taux longs américains ne dureront pas:** il nous semble que nous vivons un épisode de changement de bande de fluctuation et non un changement de régime. L'écart de taux avec l'Europe ou le Japon notamment, ou encore les primes de terme devraient bientôt redonner de l'intérêt aux obligations gouvernementales américaines. À noter que celles-ci revêtent un **intérêt particulier pour le portage** qu'elles offrent, mais aussi pour les **qualités naturelles de macro-hedging** en cas de difficultés dans le monde émergent, ou en Europe.
- Dans un environnement de faible remontée des taux longs américains, et de remontée temporaire, **ne pas s'attendre à une forte remontée des taux longs en Europe** et ce d'autant plus que la BCE continue d'acheter bien plus que les émissions nettes de la zone euro. La fin du QE de la BCE signifierait cependant une forte remontée des taux 10 ans allemands (+ 150pb pour être en ligne avec leur valeur d'équilibre) et des taux des pays périphériques (entre 250pb et 350pb selon les pays), autant dire une crise sur l'obligataire. Le risque ne viendra pas en 2017 de la BCE, mais de la montée des risques politiques qui vont maintenir les *spreads* à des niveaux plus élevés qu'au cours de ces deux dernières années. L'enjeu des élections hollandaises, italiennes ou françaises, c'est l'avenir de l'Europe, et c'est pour cela que tous les *spreads* seront concernés. **Rester à l'écart des pays à faible solvabilité, à forte instabilité politique.**
- L'inflation remonte aux États-Unis, principalement du fait de la remontée du prix des matières premières, et cela nourrit les anticipations d'inflation, ce qui valide des hausses de taux de la part de la Fed. La hausse des prix sera très bientôt au-dessus de la cible de la Fed (2 %) et les craintes de voir l'inflation continuer de progresser sont redevenues un thème majeur. Ces craintes nous semblent largement exagérées à ce stade de croissance, mais il a suffi à nous inciter à regarder de près les **obligations indexées sur inflation**. Jugées intéressantes pour leur **valorisation extrêmement faible** et leur **énorme sous-pondération dans les portefeuilles**, nous avons décidé de revenir sur ces marchés au premier trimestre 2016 du fait des **qualités de macro-hedging** de cette classe d'actifs. Nous sommes désormais investis pour des raisons davantage liées à leurs propres **fondamentaux**, dont le cycle d'inflation et la meilleure tenue du prix du pétrole (pour les échéances courtes des obligations réelles).
- **La Fed ne sera pas agressive dans ses hausses de taux. Nous n'entrons toujours pas dans un cycle de normalisation monétaire**, fort différent de celui que la Fed avait entamé en 1995 (+ 300pb en un an) ou en 2004 (+ 425pb en deux ans). Elle va certes profiter de la situation actuelle (« *repricing* » de la croissance, de la politique économique et des anticipations d'inflation) pour reconstituer des marges de manœuvre, mais les conditions réelles (croissance potentielle, endettement des entreprises, niveau réel de l'inflation...) ne devraient pas lui permettre de procéder à de nombreux resserrements monétaires. **Nous attendons deux hausses des taux en 2017.**
- Même si l'élection de D. Trump à la présidence des États-Unis a détourné bon nombre d'investisseurs des marchés émergents (tensions politiques, craintes de mesures protectionnistes, attaques politiques frontales...) et nous a également incités à réduire fortement notre exposition, nous maintenons notre vue à moyen terme: **les marchés EMG conservent beaucoup d'atouts.** Des valorisations attractives, des devises souvent sous-évaluées, des sous-pondérations importantes dans les portefeuilles, des flux de capitaux potentiellement élevés... tout cela justifie de rester positif (pour plus de détails, se référer à notre édition du mois de janvier, pages 10 et 11 pour la Chine, pages 11 et 12 pour les marchés émergents en général). Nous escomptons d'ailleurs une belle performance de ces marchés en 2017. Pour

“

Marchés des obligations d'entreprises : rester surpondéré

”

“

Les taux américains ne monteront pas de façon durable et retrouvent déjà une partie de leurs qualités de portage et de *macro-hedging*

”

“

Europe : ne pas s'attendre à une forte remontée des taux longs allemands, mais miser sur un écartement durable des *spreads* de crédit souverains, compte tenu du contexte politique

”

“

Obligations indexées sur inflation : notre investissement s'est porté aussi bien sur les titres américains que sur leurs homologues européens

”

“

Fed : deux hausses des taux en 2017, mais toujours pas de véritable normalisation

”



Février 2017

l'heure, nous sommes sous-exposés en devises émergentes, en actions émergentes et en produits de dette. Nous préférons nettement la dette en devises dures au détriment des dettes en devises locales, à fort potentiel... mais pour plus tard

• **Le dollar conserve nos faveurs**, compte tenu des divergences de dynamique des anticipations de croissance, de l'élargissement des écarts de taux entre États-Unis et Japon \ Europe, et des orientations différentes de politiques monétaires. En outre, la faiblesse des devises émergentes ne devait pas réellement s'inverser tant que les craintes de mesures protectionnistes demeureront.

• **Les stratégies de macro-hedging sont conservées.** Le contexte géopolitique mondial, les tensions diplomatiques entre les États-Unis et certains grands pays (Chine et tête) et le contexte politique en Europe justifient quelques mesures de protection. Les marchés de US Treasuries, la volatilité, le cash en USD et les obligations indexées sur inflation sont particulièrement intéressants de ce point de vue. Pour ceux qui miseraient sur des coups de semonce plus sérieux, avoir également des positions longues en or devient indispensable.

“ Nous préférons nettement la dette en devises dures au détriment des dettes en devises locales, à fort potentiel... mais pour plus tard ”

“ Rester long USD nous semble approprié dans le contexte actuel ”

“ Conserver de mesures de protection dans un contexte de plus grande volatilité ”

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

Type de portefeuille

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

Allocation d'actifs

Le thème du mois

Taux longs : changement de régime, changement de niveau... ?

PHILIPPE ITHURBIDE, *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse*

Nous avons à de nombreuses reprises évoqué les raisons qui ont justifié le fait que l'élection de D. Trump se soit traduite par une remontée des taux longs : la priorité à la croissance américaine, les perspectives de renversement de la politique budgétaire et fiscale interviennent au moment même où l'inflation va repasser au-dessus de l'objectif de la Fed, redonnant à celle-ci des marges de manœuvre incontestables lui permettant, enfin, de procéder à des hausses de taux d'intérêt.

Tout cela a naturellement provoqué un élargissement des *spreads* entre États-Unis et Europe, sur l'ensemble de la courbe. Les rendements obligataires européens (souverains et *corporates*) étaient entrés en territoire négatif en 2016, mais la remontée des taux longs américains a changé en grande partie la donne : si, en septembre, plus de 50 % de l'univers de crédit européen (souverains, quasi-souverains, *corporates* et financières) livraient encore des taux négatifs, ce pourcentage est tombé, fin d'année, à moins de 25 %.

Si la remontée des taux longs depuis l'élection de D. Trump n'est pas surprenante, elle suscite néanmoins une question cruciale : sommes-nous en train d'assister à un renversement radical de la tendance de fond qui, depuis plusieurs décennies déjà, pousse les rendements obligataires à la baisse, en a-t-on terminé avec des taux anormalement bas, ou s'agit-il « simplement » d'une de ces nombreuses corrections auxquelles nous assistons régulièrement ? En clair, est-ce un changement de régime, un changement de niveau, ou une correction à l'intérieur d'une bande de fluctuation basse ?

Quoi qu'il en soit, l'impact de la hausse des taux américains sur les taux longs européens ne doit pas non plus être négligé. L'augmentation des taux à long terme peut provenir de 8 facteurs principaux :

1. Une reprise significative des perspectives de croissance (effective et/ou potentielle),
2. Un retour vers des politiques de taux d'intérêt moins accommodantes,
3. La fin des QE,
4. Une reprise de l'inflation,
5. Un renversement des politiques budgétaires et fiscales,
6. Des questions sur la solvabilité (doutes sur dette publique, hausse des primes de risque...),
7. Un renversement de positionnement des portefeuilles (signalant la fin des taux bas),
8. S'agissant des taux européens, une hausse des rendements des obligations américaines et une corrélation élevée avec les taux américains.

Où en sommes-nous actuellement ? Dans le cas des États-Unis, les facteurs 1, 2, 4, 5 et 7 sont indubitablement à l'origine de la remontée des taux. Dans le cas de l'Europe, les trois premiers ne se concrétisent pas (encore) et le quatrième n'est pas encore une préoccupation. Le cinquième prend forme, mais pas en Europe, aux États-Unis seulement... et il aura un impact sur les quatre premiers. Le débat actuel sur les politiques fiscales et budgétaires est crucial pour les taux d'intérêt. Le sixième (situation politique notamment) et le septième (portefeuilles positionnés pour des niveaux de taux bas pendant longtemps) doivent être

L'essentiel

La remontée des taux longs depuis l'élection de Trump n'est pas surprenante, mais elle suscite une question cruciale : sommes-nous en train d'assister à un renversement radical de la tendance de fond qui, depuis plusieurs décennies déjà, pousse les rendements obligataires à la baisse, en a-t-on terminé avec des taux anormalement bas, ou s'agit-il « simplement » d'une de ces nombreuses corrections auxquelles nous assistons régulièrement ? En clair, est-ce un changement de régime, un changement de niveau, ou une correction à l'intérieur d'une bande de fluctuation basse ? Après analyse des éléments déclencheurs habituels et spécifiques de hausses des taux longs, cinq conclusions s'imposent :

- I. En l'absence d'un nouveau cycle de croissance, les taux longs américains devraient se maintenir dans une bande de fluctuation de 1,5 % – 3 %.
- II. Il ne devrait pas y avoir de changement de régime pour les taux longs du noyau dur — au sens strict — de la zone euro, ainsi que pour les taux japonais. Le niveau de croissance et d'inflation, ainsi que les politiques monétaires menées ne le justifient pas.
- III. La contagion en provenance des taux américains sera limitée tant que les anticipations de changement de régime resteront faibles aux États-Unis.
- IV. Seule l'interruption des QE semble susceptible de modifier significativement et durablement le niveau des taux de la zone euro.
- V. Enfin, les élections européennes et l'incertitude qu'elles représentent semblent en revanche suffisamment cruciales pour entraîner un changement de niveau pour les *spreads* périphériques.



La remontée des taux longs depuis l'élection de Trump n'est pas surprenante... mais est-elle durable ?



Février 2017

étroitement surveillés. Seul le huitième est actuellement hautement crédible, et avec les facteurs évoqués ci-dessus, il pousse les taux à la hausse.

Au regard de ce qui précède, cinq conclusions s'imposent :

- I. Les taux longs américains devraient se maintenir dans une bande de fluctuation de 1,5 % – 3 %.
- II. Il ne devrait pas y avoir de changement de régime pour les taux longs du noyau dur — au sens strict — de la zone euro, ainsi que pour les taux japonais.
- III. La contagion en provenance des taux américains sera limitée tant que les anticipations de changement de régime resteront faibles aux États-Unis.
- IV. Seule l'interruption des QE semble susceptible de modifier significativement et durablement le niveau des taux de la zone euro.
- V. Enfin, les élections européennes et l'incertitude qu'elles représentent semblent en revanche suffisamment solides pour entraîner un changement de niveau pour les *spreads* périphériques.

Conclusion

Rappelons pour terminer trois choses :

- **Les marchés obligataires européens sont, en 2016, devenus graduellement plus dysfonctionnels, avec des taux extrêmement bas, en tout cas loin de leur valeur fondamentale habituelle, ce qui représente peut-être le risque majeur.** Du fait du QE notamment, le marché obligataire fournit des mesures peu fiables (prix, taux et volatilité), comme un baromètre qui fournirait des mesures inexactes : une liquidité plus faible qu'auparavant, une volatilité artificiellement basse, des niveaux de taux artificiellement bas... et des risques (hausse vs. baisse) totalement asymétriques.
- **Les marchés obligataires européens sont certes dépendants des taux américains, mais ils sont également à la merci de la politique de QE de la BCE.** L'abandon du QE se traduirait par une hausse des taux des bunds de l'ordre de 150pb (l'écart actuel entre les taux courants et le taux d'équilibre hors QE) et une remontée des taux de 250 à 350pb dans les pays périphériques, où les taux feraient plus que doubler ! Une véritable situation de crise financière...
- **Le regain d'intérêt pour les obligations indexées sur inflation se confirme.** La configuration actuelle plaide pour cette classe d'actifs, et ce depuis quelques mois déjà. Voilà une classe d'actifs longtemps négligée, très fortement sous-pondérée dans les portefeuilles internationaux, et à valorisation par conséquent attractive. À cela vient s'ajouter la remontée des prix des matières premières, pétrole en tête, qui a un impact particulièrement prononcé pour les obligations réelles à durée courte. Les obligations indexées sur inflation représentent non seulement un bon outil de protection contre la remontée des indices de prix, mais également un actif attractif en termes de valorisation.



L'impact de la hausse des taux américains sur les taux longs européens ne doit pas être négligé



Février 2017

Le tableau ci-dessous dresse un état des lieux des différents éléments déclencheurs de hausse des taux évoqués ci-dessus.

Éléments déclencheurs de hausses des taux longs, aux États-Unis et en zone euro		
Élément déclencheur	États-Unis	Zone euro
I. Une reprise significative des perspectives de croissance (effective et/ou potentielle)	Amélioration des perspectives de croissance, mais croissance potentielle pour l'heure inchangée (inférieure à 2 %). Mesures fiscales à venir (notamment l'impôt sur les sociétés) de nature à redonner du souffle à l'investissement et au marché d'actions. Nous n'escomptons pas une amélioration durable des perspectives de croissance. Situation qui favorise une plus grande volatilité sur l'obligataire.	La situation économique s'améliore pas à pas, mais pas de façon suffisante pour renverser la donne et compenser les effets de la faiblesse de l'inflation, du QE et de la politique de taux d'intérêt.
Risque	Modéré à court terme, faible à moyen terme.	Faible à court terme, faible à moyen terme.
II. Un renversement des politiques de taux d'intérêt	La Fed souhaite reconstituer des marges de manœuvre, mais n'y est pas arrivée pour l'instant. Elle devrait pouvoir relever deux fois ses taux d'intérêt en 2017. Il ne s'agit toujours pas d'une réelle normalisation de sa politique monétaire.	La BCE va conserver pour quelques années encore une politique de taux d'intérêt bas. Sortir des taux négatifs (mesure assez peu efficace et utile) ne devra pas être interprété comme un retour à une politique monétaire restrictive.
Risque	Faible risque de normalisation, mais poursuite effective du resserrement monétaire en 2017.	Faible risque de hausse des taux... sauf si désir de sortir des taux négatifs.
III. La fin des QE	La Fed a interrompu ses programmes d'achats d'actifs, mais continuer de réinvestir les papiers venant à maturité. En clair, son bilan est inchangé. Amender cette stratégie serait un message fort... et négatif pour les marchés d'actions notamment.	La BCE vient tout juste de procéder à une extension de son programme actuel. Le débat sur la fin du QE devrait refaire surface, mais il provoquera davantage un changement de régime de la volatilité des taux qu'un changement de régime du niveau des taux. Attention cependant : une fin prématurée du QE serait assimilable à un krach obligataire (hausse des taux, hausse des <i>spreads</i> entre États, hausse de la volatilité).
Risque	Modéré.	Nul en 2017, mais débat inévitable.
IV. Une reprise de l'inflation	L'inflation progresse, c'est un fait, mais elle n'est pas une menace, d'autant que tout le monde s'accorde à penser qu'une inflation plus forte serait souhaitable. Les anticipations d'inflation permettent à la Fed de relever ses taux.	Pas de pressions inflationnistes visibles, ni du côté de l'offre, ni du côté de la demande.
Risque	Faible.	Très faible.
V. Un renversement important des politiques budgétaires et fiscales	La nouvelle administration a le désir de relancer la machine par les politiques budgétaire et fiscale. Ne pas surestimer l'ampleur des mesures (accord du Congrès), ne pas sous-estimer non plus le délai entre adoption des mesures et effets sur l'activité économique.	Même si les baisses de taux ont fourni des marges de manœuvre aux gouvernements européens et que se profilent des élections importantes, et même si nombreux sont ceux (FMI, OCDE...) qui recommandent l'utilisation de ces marges de manœuvre, une relance budgétaire d'ampleur significative n'est pas vraiment au programme.
Risque	Modéré, mais en cours.	Très limité.
VI. Des questions sur la solvabilité (doutes sur dette publique, hausse des primes de risque...)	Les États-Unis ne maîtrisent pas leur dette publique, comme de nombreux pays, mais le fait que le dollar soit la principale monnaie de réserve a un caractère protecteur. En l'absence de doutes sur le dollar lui-même, ne pas surestimer ce risque. En 2013, l'arrêt des activités gouvernementales fédérales (« shutdown ») n'avait pas suffi à générer une prime de risque sur la dette US.	Le mouvement est déjà engagé : l'Italie a vu son <i>spread</i> se dégrader, ainsi que la France, compte tenu de situations politiques incertaines et/ou compliquées. À noter que l'enjeu des élections aux Pays-Bas, en Italie, en France ou en Allemagne (qui toutes deux se dérouleront en 2017) va bien au-delà des enjeux nationaux. La principale interrogation concerne l'engagement de ces pays envers l'UE et l'UEM, ce qui justifie une dégradation de tous les <i>spreads</i> contre Allemagne.
Risque	Faible, mais croissant.	Élevé.
VII. Un renversement de positionnement des portefeuilles (signalant la fin des taux bas)	L'élection de D. Trump a sur ce point « assaini » le marché, et les positions à la baisse des taux et les positions à la hausse des taux sont désormais beaucoup moins asymétriques.	Les taux européens ont également progressé suite à l'élection de Trump, à un degré moindre que leurs homologues américains, ce qui est légitime compte tenu des contextes respectifs. Un des dangers du marché européen réside dans l'asymétrie du marché, liée à l'existence d'un consensus fort de maintien des taux bas pendant longtemps. Ceci plaide pour des sauts de volatilité au gré des événements (taux US, élections européennes, chiffres d'inflation...).
Risque	Faible à modéré.	Modéré à élevé.
VIII. Une hausse des rendements des obligations américaines et une corrélation élevée avec les taux américains	Tant que la croissance potentielle reste inchangée (elle dépend essentiellement de la démographie et des gains de productivité), que les mesures budgétaires et fiscales sont limitées, la croissance US ne prendra pas un nouvel essor. La hausse des taux sera limitée	Une corrélation modérée avec les États-Unis se justifie par un cycle de croissance différent, des pressions déflationnistes différentes, un cycle de politique monétaire différent... les taux longs européens conservent une certaine autonomie. Attention cependant : il ne s'agit pas d'une insularité totale de la zone euro. Une hausse (respectivement baisse) des taux US est inévitablement répercutée sur les taux européens.
Risque	Modéré.	Modéré.



Février 2017

Allocation d'actifs

Tableaux récapitulatifs

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

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

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

Stratégies de Macro Hedging

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

L'élection de D. Trump représente un choc d'incertitude sur la politique économique, et notamment sur la politique budgétaire et fiscale. Le « repricing » de la croissance économique va de pair avec une hausse des taux (courts et longs), ainsi qu'une appréciation du dollar. Le stress post-Brexit est retombé, mais on sait que le Royaume-Uni devrait activer l'article 50 avant la fin mars 2017. Les négociations à venir promettent d'être difficiles, et elles commenceront alors que le contexte politique européen devient délicat (élections dans de nombreux pays, dont la France et l'Allemagne).

Nous conservons donc quelques stratégies de *macro-hedging* (voir tableau ci-contre).

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

Facteurs de risque

PHILIPPE ITHURBIDE, *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse*

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

[RISQUE # 1] **La perception d'un changement significatif de politique économique aux États-Unis**

[PROBABILITÉ] **75 %**

ANALYSE L'élection de D. Trump représente sans aucun doute un grand changement dans la « philosophie » de l'Amérique, moins déterminée désormais par une logique de « gendarme du monde » et davantage autocentrée, si l'on se fie aux déclarations du nouveau président. Au-delà de cette inflexion majeure, la question est également de savoir si la politique économique sera fortement infléchie, notamment la politique budgétaire et fiscale. Comment la politique monétaire va-t-elle accompagner ces changements ? Autant de questions cruciales. On sait que sont prévues des baisses d'impôts et une relance des dépenses d'infrastructures, et que l'impact sur le déficit budgétaire peut être très élevé, avec les conséquences que l'on imagine sur les taux longs, la dette publique... et la politique monétaire. On sait également que le Congrès américain (même s'il est majoritairement républicain) ne donnera pas un blanc-seing au nouveau président sur ces sujets : il n'est en effet pas favorable à de gros écarts budgétaires. Ceci étant, même si l'inflexion reste modérée au regard du programme de campagne, ne pas miser sur des changements significatifs serait sans aucun doute une erreur. Certaines propositions comme la *Border tax proposal* représentent à elles seules, si elles venaient à être adoptées, de véritables *game changer*. Même chose pour la baisse de l'impôt sur les sociétés qui, si elle est conséquente, est de nature à changer bon nombre de choses, dont le rapatriement de profits, l'investissement sur le sol américain... À suivre de très près.

IMPACT DE MARCHÉ La victoire de D. Trump apporte son lot d'incertitudes, sur beaucoup de points : le rôle international des États-Unis, l'OTAN, les accords commerciaux, l'accord sur le climat, la politique anti-migrants, la politique commerciale, l'instauration éventuelle de droits de douane... Ses actions à venir, si elles sont validées par le Congrès, représentent un risque supplémentaire pour les marchés financiers (notamment sur le dollar, la volatilité ambiante et sur les taux longs). Un conflit latent avec la Fed brouille également la tenue des marchés de taux. Le risque d'une inflexion majeure de la politique économique, conduisant à un creusement des déficits, mais aussi à un surplus de croissance, un regain de vigueur du dollar, un retour des anticipations d'inflation... n'est pas marginal à ce stade. Suivre de près les négociations avec le Congrès.

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

[PROBABILITÉ] **15 %**

ANALYSE La nomination d'un gouvernement technique (dirigé par Paolo Gentiloni) et l'extension du programme d'achats d'actifs de la BCE ont nettement rassuré les marchés financiers italiens, mais il s'agit désormais de revoir la loi électorale alors que se profilent les élections générales. Prévues initialement pour février 2018, les marchés financiers craignent d'une part la tenue d'élections anticipées qui conduiraient à la prise de pouvoir du parti « populiste » Cinq Étoiles, et d'autre part la tenue d'un référendum sur la participation de l'Italie à l'Union Européenne (« Italexit »). La montée du populisme (qui rime avec rejet de l'establishment, rejet des partis traditionnels, montée du protectionnisme, rejet de la globalisation, colère contre la montée des inégalités, refus de la centralisation, hostilité envers les réformes des systèmes sociaux...) est également une réalité en Italie. Il y a un risque de changement majeur après 5 années de (relative) stabilité politique. Un tel scénario constituerait sans le moindre doute le pire des scénarios, pouvant mener dans un premier temps à une instabilité/crise politique et entraînant à coup sûr une période d'arrêt pour les réformes. Rappelons toutefois que le parti Cinq Étoiles est davantage un parti anti-establishment qu'un parti anti-européen, mais que le peuple italien est, parmi les pays d'Europe, celui qui est le moins enthousiaste à l'égard de l'euro. C'est dire qu'un référendum sur l'Europe, s'il devait avoir lieu, porte en lui l'incertitude la plus totale.

IMPACT DE MARCHÉ La perspective d'élections anticipées – si cela devait avoir lieu – provoquerait une phase d'instabilité politique. Une très mauvaise nouvelle pour ce pays qui est à la traîne en termes de croissance économique (notamment en comparaison avec l'Espagne, son « comparable » sur les marchés). Sa dette est néanmoins protégée par le programme de QE de la BCE, ce qui permet de ne pas faire fuir les investisseurs (à la recherche de rendement et de *spread*). En cas de référendum sur l'Italexit (à ce jour anti-constitutionnel), le marché obligataire italien serait néanmoins traité à part, et les *spreads* de taux se dégraderaient davantage du fait d'un *repricing* du risque italien. L'instabilité politique affaiblirait également – fortement – ses marchés d'actions et de taux.

[RISQUE # 3] **Une mauvaise interprétation des intentions de la Fed ... ou une erreur de la Fed**

[PROBABILITÉ] **30 %**

ANALYSE L'élection de D. Trump brouille un peu les messages : on doute que le nouveau président confirme J. Yellen pour un second mandat en 2018, et on sait également qu'il a critiqué la « complaisance » de la politique monétaire. Le parti républicain a également récemment manifesté son hostilité envers la Présidente de la Fed, notamment sur ses positions sur la réglementation, dont l'allègement



Février 2017

Facteurs de risque

est un des chevaux de bataille du Président Trump. Difficile de bien comprendre le message sur les taux : comment vouloir en même temps avoir une croissance plus forte, un dollar plus faible et une politique monétaire plus restrictive ? Et ce d'autant plus qu'une mauvaise interprétation des intentions/décisions de la Fed était déjà un facteur de risque important. Depuis les élections la situation est encore pire. Avec une croissance du PIB de l'ordre de 2 %, une inflation proche de 2 % et une situation de l'emploi, le taux des *fed funds* devrait être, dans un cycle normal, bien plus élevé qu'il ne l'est aujourd'hui. La Fed est donc, techniquement, « derrière la courbe ». Mais rappelons que dans la moitié des cas (6 fois sur 12), les cycles de resserrement monétaire ont été suivis, depuis 1945, d'une récession de l'économie américaine dans les deux ans qui ont suivi. C'est sans doute ce que le marché craindra s'il était avéré que la Fed va trop vite et surtout trop fort. Pour l'instant, la Fed reste prudente. Elle a bien conscience d'une part que le niveau de croissance et le cycle actuel ne justifiaient pas jusqu'ici une hausse significative des taux et d'autre part que le renversement d'une politique monétaire ultra-accommodante depuis 8 ans revêt plus d'importance que d'habitude. La Fed veille à éviter une appréciation du dollar (les modèles de la Fed indiquent qu'une appréciation du dollar effectif réel de 10 % équivaut à un resserrement monétaire de 175pb). Les indicateurs d'inflation se sont rapprochés de la cible de la Fed et celle-ci devrait relever ses taux deux fois au cours de l'année 2017. Attention cependant : la Fed doit éviter toute erreur de communication, d'où la crainte d'une mauvaise réaction des marchés en cas de hausse des taux prématurée, excessive ou mal argumentée, ou encore en cas de surprise trop forte.

IMPACT DE MARCHÉ Si la Fed commet une erreur, il faudra miser sur une forte baisse des actions, et sur une contagion notamment sur des marchés émergents déjà fragilisés. Cette situation favoriserait l'écartement des *spreads* et taux entre Europe et États-Unis, ainsi qu'une nouvelle faiblesse de l'euro, deux arguments en faveur des actifs risqués européens.

[RISQUE # 4] Un « hard landing » chinois/un éclatement de la bulle de crédit

[PROBABILITÉ] 20 %

ANALYSE Le modèle économique chinois a changé sur la dernière décennie : il est désormais moins tiré par les exportations, et davantage lié à la demande intérieure. Ceci est une bonne évolution, mais ce modèle garde des caractéristiques à certains égards inquiétantes : l'excès de crédit est visible, le poids de la dette enfle, la (faible) compétitivité de l'industrie s'étirole, les gains de productivité sont en retrait... en clair, un fléchissement de la croissance potentielle. La question n'est pas de savoir si la croissance future et potentielle sera plus faible : c'est un fait bien connu. La question est plutôt de savoir si la croissance ne va pas rapidement (et nettement) passer en dessous de sa croissance potentielle (sans doute entre 3 % et 5 % contre 10 % il y a un peu plus de 10 ans)... En clair, la Chine va-t-elle connaître une crise économique de grande ampleur ? Un repli plus dramatique de la croissance chinoise viendrait s'ajouter à une liste déjà longue de pressions déflationnistes mondiales. Les indicateurs les plus récents atténuent ce risque, la croissance du PIB se stabilisant depuis trois trimestres autour de 6,7 % annualisés. La mise en place de droits de douane de 45 % (comme l'a promis D. Trump durant la campagne) serait de nature à favoriser l'enclenchement de cette spirale négative, mais nous ne croyons pas du tout à l'adoption d'une telle mesure.

IMPACT DE MARCHÉ Un tel scénario aurait un impact très négatif et ses effets en cascade seraient particulièrement désastreux : vulnérabilité des systèmes bancaires, vulnérabilité du système financier, vulnérabilité liée à l'endettement public et privé de la Chine, impacts sur les matières premières et les pays émergents, impacts sur les devises des pays exportateurs de matières premières, pays avancés et pays émergents... La Fed interromprait son cycle de resserrement et la BCE poursuivrait son QE.

[RISQUE # 5] Un effondrement de la croissance mondiale

[PROBABILITÉ] 15 %

ANALYSE Un *hard landing* chinois entraînerait évidemment une chute de la croissance mondiale, mais d'autres causes sont possibles. La poursuite de la baisse du prix des matières premières et du commerce mondial, une politique monétaire américaine excessivement protectionniste et la faiblesse structurelle de l'activité économique européenne sont autant de facteurs qui font également craindre un épisode de baisse de la croissance mondiale. Pendant 4 ans, le ralentissement du monde émergent a été une réalité tangible, tandis que le monde « avancé » progressait de nouveau. Un nouveau ralentissement de ce dernier pourrait provenir de l'effet de second rang des pays EMG (chute des exportations), d'un nouveau fléchissement de l'investissement, de l'emploi... bref, de la demande intérieure (essentiellement la consommation), actuellement le principal moteur de leur croissance.

IMPACT DE MARCHÉ Mis à part le recours à des politiques économiques (notamment budgétaires) expansionnistes, on peut craindre le retour d'une guerre des changes, entre pays émergents d'une part, et entre monde avancé et émergent d'autre part. S'attendre à une sous-performance marquée des actifs risqués, actions et crédit.

[RISQUE # 6] Une récession aux États-Unis

[PROBABILITÉ] 20 %

ANALYSE Nous tablons sur une croissance de 2 % en 2017 (vs 1,6 % en 2016), puis une légère accélération en 2018 (2,2 %). La croissance se maintiendrait ainsi légèrement au-dessus du potentiel au cours des deux prochaines années. Il n'est pas question à ce jour de récession aux États-Unis, mais l'absence de marges de manœuvre de la part de la Fed inquiète.

Février 2017

Facteurs de risque

La situation actuelle diffère totalement de 2004-2006, trois années durant lesquelles la Fed avait pu relever 17 fois ses taux, pour un total de 425pb, se créant ainsi les marges de manœuvre... qu'elle n'allait pas tarder à utiliser, dès la crise financière. On est bien loin de cette situation aujourd'hui : la Fed est en retard sur son cycle économique, et la stabilité financière – et à un degré moindre le dollar – ne peuvent pas s'offrir de telles hausses de taux. Ce qui inquiète également, c'est l'incertitude sur la future politique économique : poussé à l'extrême, le protectionnisme (impact sur le Mexique et la Chine notamment), un sévère plan anti migrants (se soldant par une baisse de la force de travail et de la population, ainsi que par une hausse du coût du travail), et la renégociation des traités commerciaux pourraient bien conduire à anticiper une récession. Mais il est bien peu probable que ce programme soit adopté en l'état, et on doit plutôt miser sur un léger mieux à venir pour la croissance US.

IMPACT DE MARCHÉ Une récession aux États-Unis serait catastrophique pour l'économie mondiale, et l'Europe, bien qu'elle soit en meilleure santé, ne serait pas épargnée. Les taux courts resteraient bas pour très longtemps, et la Fed, n'ayant pas de marges de manœuvre sur la politique conventionnelle, n'aurait pas d'autre choix que de procéder à un QE4. Ne pas miser sur un effet positif sur les classes d'actifs risqués. Le premier impact serait négatif, et le manque de crédibilité des banques centrales ajouterait certainement de la volatilité et du stress. Miser sur des nouveaux – et importants – déséquilibres budgétaires.

[RISQUE # 7] Une forte dévaluation du yuan

[PROBABILITÉ] 10 %

ANALYSE En plein mois d'août 2015, la Chine a donné l'impression pendant quelques jours qu'elle abandonnait sa politique de change, préparant les marchés à une vaste dépréciation du yuan (en 1994, elle avait dévalué le yuan de 30 %). Ces mêmes craintes ont resurgi début janvier 2016. Jusqu'ici, la Chine a utilisé la politique monétaire, la politique budgétaire, la politique fiscale et la politique de revenus comme outils de relance, veillant à ne pas utiliser la politique de change. Elle s'est d'ailleurs engagée auprès du G20 en ce sens, et le yuan est désormais une des composantes du DTS (depuis le 1^{er} octobre). En 2016, la Chine a modifié son régime de change, et elle gère une dépréciation graduelle du yuan. La mise en place d'une politique protectionniste aux États-Unis serait fatale, les autorités chinoises seraient incapables et peu désireuses de poursuivre cette politique, et ce d'autant plus que le yuan n'est plus, aujourd'hui, visiblement sous-évalué. La Chine ne manipule pas son cours de change, contrairement à ce que dit (pense ?) D. Trump, et la récente situation a forcé les autorités chinoises à durcir le contrôle des capitaux, une décision à l'encontre de la tendance à long terme qu'elle entend mener. Au-delà des conséquences immédiates très négatives sur les marchés financiers, une dévaluation brutale (de 10 % au moins en un jour) serait sans le moindre doute interprétée comme un aveu de faiblesse quant à la politique économique dans son ensemble. Un risque très faible, mais des dégâts potentiels très importants, car l'enjeu majeur de la Chine est désormais l'ouverture de son compte en capital : attirer des investisseurs internationaux signifie accepter une politique monétaire moins indépendante, un cours de change plus volatil, des règles différentes entre marché *onshore* et marché *offshore*, des flux de capitaux plus volatils, des marchés moins faciles à administrer et davantage dépendants des investisseurs internationaux, une plus grande transparence sur l'état des entreprises et notamment des entreprises d'État... bref, un changement assez radical de gouvernance. Une forte dévaluation du yuan serait une bien mauvaise décision

IMPACT DE MARCHÉ Dans un tel scénario, s'attendre à une vague de baisse généralisée des marchés. Une dévaluation surprise serait l'amorce d'une guerre des changes plus féroce, notamment en Asie. Les politiques monétaires deviendraient extrêmement accommodantes pour éviter les appréciations de change. Un coup dur pour l'euro – et l'économie européenne, car les devises EMG représentent plus de 70 % de son cours effectif.

[RISQUE # 8] Un fort ralentissement économique des émergents

[PROBABILITÉ] 20 %

ANALYSE La baisse du prix des matières premières, le repli de la croissance chinoise, le renversement à venir de la politique monétaire (et de la politique commerciale) américaine sont autant de facteurs qui, au cours de ces toutes dernières années, ont pu faire craindre un épisode « à la 1997-1998 » pour les émergents, période d'effondrement généralisé. Il faut rappeler que suite à la fin des programmes de QE américains, les marchés émergents ont été en souffrance. L'Asie a mieux tenu le choc, portée par la bonne tenue de la Chine et sa capacité à endiguer les difficultés, et du fait qu'elle est plutôt consommatrice de matières premières. Des défauts d'entreprises ou des indicateurs avancés d'activité ont certes de temps en temps alerté les marchés, mais les moyens utilisés par les officiels chinois (baisse des taux, baisse des taux de réserves des banques, injection de liquidités, mesures budgétaires et fiscales, maintien de la politique de change...) ont finalement permis que tout rentre dans l'ordre. Le risque est de voir la demande interne se déliter et les politiques économiques devenir totalement inefficaces. Ce risque s'est néanmoins atténué depuis quelques mois : la remontée des prix du brut (davantage de cohésion au sein de l'OPEP) et l'afflux de capitaux (à part pour la Chine) ont notamment redonné des couleurs à ces marchés. Les craintes d'un retour au protectionnisme de la part des États-Unis ont de nouveau fait resurgir des craintes sur l'activité économique de bon nombre de pays émergents.



Février 2017

Facteurs de risque

IMPACT DE MARCHÉ Même si la baisse du prix du pétrole est un atout pour les pays avancés consommateurs de matières premières, il sera difficile de croire en une insularité totale de ces pays. Avec la baisse des prix des matières premières et le fléchissement d'activité, il faudrait miser sur la poursuite de la baisse des devises EMG, ainsi que des sorties de capitaux des EMG... et favoriser les classes d'actifs des pays avancés, et les valeurs refuge.

[RISQUE # 9] **Le dossier post-Brexit affaiblit durablement le Royaume-Uni**

[PROBABILITÉ] **70 %**

ANALYSE « *Brexit signifie Brexit et il faut en faire un succès politique* », telle était la position de Teresa May le jour de sa nomination au poste de premier ministre. « *Cela signifie qu'il n'y aura pas de deuxième référendum* », ajoutait-elle. « *Il n'y aura aucune tentative de rester dans l'UE par la petite porte; dans les faits, nous allons procéder au Brexit* ». Nous en savons un peu plus désormais : le premier ministre a annoncé que l'article 50 sera activé au cours du premier trimestre 2017. Il s'agira d'un « *hard Brexit* ». Selon les estimations, l'impact sur le PIB serait significativement négatif. Le RU « *pourrait perdre* » entre 2,5 % et 9,5 % de son PIB. Volume et coûts du commerce en seraient affectés, notamment dans le secteur des services financiers, de la chimie, de l'automobile, autant de secteurs très intégrés dans l'Union européenne. Le risque pour le Royaume-Uni réside dans ses futures capacités à commercer librement dans le marché unique, à acquérir l'indépendance souhaitée sans les contraintes de l'UE. On peut en douter, et c'est en tout cas l'enjeu des négociations qui débiteront au plus tard au deuxième trimestre 2017... et qui pourraient durer deux ans (pour en savoir plus, lire notre dossier « *le post-Brexit en quelques questions – réponses* », Cross Asset Investment Strategy Mensuel, Amundi, juillet 2016). L'absence de plan B de la part des Britanniques, l'absence de discussions entre le RU et les pays de l'UE (dans l'attente de l'activation de l'article 50), et la nature du débat (qui oppose des pragmatiques à des idéologues du Brexit) rendent la situation plutôt confuse.

IMPACT DE MARCHÉ Dans un tel cas de figure, on assistera à un affaiblissement supplémentaire de la livre sterling et du PIB long terme de l'économie britannique, deux éléments susceptibles de prolonger le statu quo monétaire. On assisterait aussi, sans aucun doute à une fragilisation des actifs financiers de la zone euro.

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

[PROBABILITÉ] **20 %**

ANALYSE Sur un plan purement économique, toutes choses égales par ailleurs, le retrait du Royaume-Uni n'aurait pas de conséquences graves pour les pays de l'Union. Les pays les plus touchés seraient néanmoins ceux qui ont des liens étroits avec le Royaume-Uni : l'Irlande en premier, puis le Luxembourg, la Belgique, la Suède, Malte et Chypre si l'on regarde l'angle des exportations, des flux d'investissements directs et du secteur financier. Le risque est essentiellement politique, celui de voir d'autres pays européens prôner l'Europe à la carte et ou faire preuve de fortes divisions dans le traitement du dossier britannique. Les institutions européennes montrent régulièrement leurs limites, car le « *dogme de la convergence* » ne les avait pas préparées aux scénarios de risque. Il s'agissait de répondre à des problèmes comme le déficit de gouvernance européenne, le manque de coordination des politiques budgétaires, le défaut de surveillance des déséquilibres budgétaires, les écarts de compétitivité entre pays, le caractère encore inachevé du mécanisme de soutien aux pays en difficulté, la sous-estimation des interdépendances entre pays membres (même si le dispositif anti-contagion de la BCE a fortement progressé, il n'en est pas de même du côté budgétaire)... Le récent référendum britannique a ajouté une nouvelle couche d'incertitude. La gestion de la sortie du RU de l'UE ressemble fort à la gestion du divorce le plus complexe de l'histoire. Ce qui est sûr, c'est qu'il s'agit d'un test important sur la capacité de l'Europe à (une nouvelle fois), gérer une situation de crise, à convaincre sur l'existence d'un projet pour l'Europe et à ôter toute velléité d'Europe à la carte qui pourrait émerger ici ou là dans l'UE. Une nouvelle crise européenne, si elle devait avoir lieu, pourrait être fatale... à moins d'un grand saut (très peu probable) vers le fédéralisme. À noter que les négociations avec le RU vont intervenir en pleine année électorale en France et en Allemagne notamment, ce qui n'est assurément pas une configuration politique idéale. Il s'agira de réconcilier les Européens avec l'idée européenne, et notamment de rassurer les eurosceptiques. Ce ne sera pas facile. Avant le Brexit et avant les élections américaines, la situation européenne était déjà compliquée.

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

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

[PROBABILITÉ] **70 %**

ANALYSE Les banques centrales ont permis depuis quelques années le retour de la stabilité financière : baisse des taux, courts et longs ; maintien des taux à de bas niveaux ; baisse de la volatilité, resserrement des *spreads* de crédit... autant de facteurs qui ont généré un environnement de plus grande stabilité. Attention toutefois : i) cette stabilité a des côtés artificiels qu'il ne faut pas sous-estimer. Les banques centrales ne peuvent pas à elles seules résoudre tous les problèmes (emploi, investissement, croissance...) et si les conditions générales ne s'améliorent pas de façon plus nette, une certaine désillusion/déception risque bien de s'installer

Février 2017

Facteurs de risque

et cette stabilité pourrait se transformer en instabilité. ii) Les politiques monétaires ont atteint leurs limites, aussi bien les taux négatifs que les QE, et il est bien difficile d'attendre davantage de leur part. La réponse macroéconomique proviendrait à terme des politiques budgétaires et fiscales, et, traditionnellement, les dépenses publiques ont beaucoup moins de vertus stabilisatrices pour les marchés financiers que les baisses de taux d'intérêt. iii) Enfin, les échéances électorales en Europe ne seront pas sans conséquence pour la volatilité des actifs financiers.

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

RISQUE # 12] Une crise de liquidité

[PROBABILITÉ] **20 %**

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

IMPACT DE MARCHÉ Cela doit être intégré dans les décisions d'investissement et faire partie des contraintes de construction de portefeuille et des tests de résistance (*stress tests*). Prévoir des plans de sortie ou de *macro-hedging* pour les segments de portefeuilles moins liquides ou susceptibles de le devenir en cas de crise.

[RISQUE # 13] Les banques s'effondrent

[PROBABILITÉ] **10 %**

ANALYSE Ce risque nous paraît très largement exagéré. Nous ne sommes pas candides pour autant : les taux négatifs pénalisent les banques, le niveau élevé du coût du capital reflète le poids des crises passées, les craintes d'une nouvelle crise, l'incertitude sur la régulation, et la difficulté pour les investisseurs à discriminer les banques et les systèmes bancaires. Ce sont les facteurs principaux de la sous-performance des banques... une sous-performance qui avait été amplifiée par le référendum britannique précisément parce qu'il ajoutait quelques incertitudes sur la croissance. Nous ne sommes pas non plus exagérément pessimistes. Les banques de 2016 n'ont rien à voir avec les banques de 2008 ou de 2011 : non seulement elles ont levé des montants très élevés de capitaux, mais le dispositif anti-crise de la BCE est désormais bien établi : surveillance bancaire, *stress tests*... En outre, les facilités d'accès aux liquidités BCE ont fortement réduit risque spécifique et risque systémique depuis plus de deux ans. Cependant, on montre aisément le lien étroit entre sous-performance des banques et baisse des taux longs jusqu'en territoire négatif et la question qui se pose est bien de savoir jusqu'à quel point les banques peuvent faire face à un maintien durable des taux en territoire négatif. Nous n'anticipons pas un effondrement, mais la poursuite des pressions sur la profitabilité, amplifiées par l'enjeu de la digitalisation qui pousse les banques à réduire leur endettement et à rester prudentes en matière de crédit. Notons cependant que depuis quelques semaines (et notamment depuis l'élection de D. Trump), une grande partie de l'univers de taux est revenue en territoire positif, et nous avons assisté à une repentification de la courbe des taux, ce qui représente deux atouts certains pour la profitabilité des banques. En bref, la situation s'est améliorée de façon significative.

IMPACT DE MARCHÉ Parmi les facteurs de fragilité, l'incapacité à discriminer entre banques et entre systèmes bancaires est sans doute le plus gênant : toute rumeur ou difficulté d'une banque se traduit par des vagues de stress, d'élargissement de *spreads* et de chute des valeurs bancaires. Inutile de montrer en détail les implications sur la stabilité financière et sur les économies si des faillites bancaires devaient se produire.

[RISQUE # 14] Les risques géopolitiques s'intensifient

[PROBABILITÉ] **70 %**

ANALYSE Les marchés financiers évoluent désormais dans un contexte difficile sur le plan géopolitique : Syrie, État islamique, flux de migrants, attentats terroristes, Turquie... autant d'éléments qui ont tendu et fragilisé les relations diplomatiques entre pays, notamment en Europe. Les États-Unis sont entrés officiellement dans ce débat avec l'élection de D. Trump et la perspective de renvoi des migrants et de construction d'un mur à la frontière mexicaine. Viennent s'ajouter des déclarations et tensions entre États-Unis et Chine, notamment. Ne pas miser sur une résolution rapide des problèmes et conflits en cours. Intégrer les risques géopolitiques de façon permanente dans les constructions de portefeuilles (prévoir systématiquement des stratégies de *macro-hedging*) a davantage de sens désormais.



Février 2017

Facteurs de risque

IMPACT DE MARCHÉ Il ne fait aucun doute qu'il y aura régulièrement des regains de tensions et de volatilité. Les risques géopolitiques actuels sont bien identifiés et spécifiques. L'ampleur d'autres risques politiques (notamment les conséquences de la nouvelle diplomatie américaine) est plus difficile à évaluer à ce stade. Tout cela sera-t-il de nature à affecter les perspectives de croissance et les orientations des marchés financiers ? Rien n'est sûr à ce stade, mais il est fort probable que cela soit le cas.

[RISQUE # 15] **Les risques politiques européens s'intensifient (échéances électorales, populisme...)**

[PROBABILITÉ] **70 %**

ANALYSE Les marchés financiers rentrent désormais dans un contexte très difficile sur le plan politique. En 2017, de nombreuses élections auront lieu, dont certaines sont particulièrement importantes : élections générales aux Pays-Bas en mars 2017, élections présidentielles (23 avril et 7 mai 2017) et législatives (11 juin et 18 juin) en France, élections générales en Allemagne à l'automne 2017... Ce qui intrigue/inquiète, c'est la montée des partis extrêmes (partis extrêmes de droite dans les pays du noyau dur de l'Europe et partis extrêmes de gauche dans les pays périphériques) et du populisme, qui se traduit notamment par des thèmes protectionnistes, anti-immigration, et pro-déficits publics. Certains partis seront inévitablement tentés par ces thèmes afin de plaire à un électorat de plus en plus sensible au creusement des inégalités, au poids de la fiscalité... Dans l'histoire, de telles politiques (de repli sur soi notamment) se traduisent généralement par des phases de très faible croissance (ou d'absence de croissance) et de plus forte inflation. Ces phases de stagnation économique et de forts déficits publics mènent inévitablement à des périodes de récession et d'instabilité politique et financière. Un autre thème majeur concerne l'Europe : doit-on craindre des référendums dans des pays comme la France ou l'Italie ? Nous ne misons pas sur la prise de pouvoir de partis populistes en France ou en Allemagne (pour l'Italie, voir ci-dessus, facteur de risque # 2), nous misons plutôt sur la possibilité d'un axe franco-allemand renforcé.

IMPACT DE MARCHÉ Les risques politiques actuels sont bien identifiés, mais la perspective d'élections majeures en Europe notamment entraînera un regain de volatilité et des questionnements sur la gouvernance et le leadership futur de l'UE. Cela peut-il affecter les perspectives de croissance et les orientations des marchés financiers ? La réponse est oui. Le QE de la BCE ne pourra pas éviter le maintien de primes de risque sur certaines dettes européennes, Italie et France notamment.

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

[PROBABILITÉ] **65 %**

ANALYSE Les mois à venir vont sans doute consacrer l'importance des élections françaises : quatre échéances électorales se profilent : les élections présidentielles (les 23 avril et 7 mai 2017) et les élections législatives (les 11 juin et 18 juin). Soyons clairs : l'enjeu des élections européennes (Pays-Bas, Italie, France, Allemagne) réside dans la pérennité de la construction européenne. Nous ne misons pas sur la prise de pouvoir du parti Front National (Marine Le Pen), qui aviverait de façon certaine le dossier Frexit. M. Le Pen fait en effet de la réforme de l'UE ou de la sortie de l'UE un de ses principaux chevaux de bataille. Si la France n'est pas capable d'infléchir à un horizon de 6 mois les positions de la BCE sur la politique économique, la politique d'immigration... alors Marine Le Pen procédera, comme elle l'a promis, à un référendum sur la sortie de l'UE. Nul doute que ce risque (le « Frexit ») va continuer d'impacter l'UE et plus spécialement l'UEM : fragilité de l'euro, écartement des *spreads* des pays périphériques (dont la France) contre Allemagne... Nous ne croyons pas en un tel scénario ; nous misons plutôt sur la possibilité d'un axe franco-allemand renforcé. Avant d'en arriver là, les marchés financiers devront faire face à trois situations critiques :

- En premier lieu, ils devront vivre avec la perspective de voir le parti d'extrême droite sortir en tête du premier tour des élections présidentielles. Si l'on se fie aux sondages, Marine Le Pen, à l'heure où nous écrivons, devancerait Emmanuel Macron (Mouvement « En Marche », gauche modérée), François Fillon (droite conservatrice) et Benoît Hamon (Parti socialiste), et Jean-Luc Mélenchon (Gauche) avec des scores respectifs de 27 %, 22 %, 20 %, 15 % et 10 %.
- Ensuite, par le jeu des reports de voix, et selon les sondages actuels, encore une fois, ils devraient vivre l'élimination probable de Marine Le Pen au second tour des élections présidentielles... Notons que par le jeu des reports de voix et du fait de la capacité des partis de droite de se désister pour les partis de gauche, et inversement, les électeurs français ont jusqu'ici éliminé l'extrême droite de la plupart des élections, qu'elles soient nationales, régionales, municipales...
- Enfin, il faudra que le nouveau président élu (vraisemblablement E. Macron (en tête des sondages) ou F. Fillon) attire les électeurs afin d'obtenir une majorité présidentielle aux élections législatives, seule façon d'avoir une stabilité gouvernementale. Les deux candidats sont nettement pro-européens et leur élection laisserait augurer d'un couple franco-allemand solide et de gouvernements capables de mener des réformes. F. Fillon bénéficie du support d'un grand parti, du soutien des partis de droite, ce qui n'est pas vraiment le cas d'E. Macron, jugé par nombre d'électeurs socialistes comme une sorte de « dissident ». En cas de victoire d'E. Macron (ce que les sondages mettent de plus en plus en avant), le risque perçu serait de se retrouver avec un président sans soutien d'un parti homogène, ce qui serait sans doute compliqué.

Février 2017

Facteurs de risque

IMPACT DE MARCHÉ Les élections françaises représentent un risque majeur pour les marchés financiers car elles sont emblématiques des tendances actuelles : montée des partis d'extrême droite dans les pays du noyau dur de l'UEM, rejet croissant de l'establishment, tentations protectionnistes, hostilité envers l'Europe et/ou les institutions européennes... l'élection d'un candidat anti-européen ou souhaitant réformer l'Europe ou sortir de l'UE en cas d'échec à la réformer (Marine le Pen, ou Jean-Luc Mélenchon) serait dans la continuité du Brexit et de l'élection de D. Trump aux États-Unis. Ce n'est pas notre scénario central mais il nous semble légitime que les primes de risque (*spreads* contre Allemagne, volatilité, CDS...) restent dégradées en attendant d'y voir plus clair. Les élections françaises ravivent les craintes sur la zone euro, mais ces craintes nous semblent exagérées. Miser sur une amélioration des *spreads* et CDS souverains après les élections.

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

[PROBABILITÉ] 10 %

ANALYSE Depuis la crise financière, les taux longs ont non seulement poursuivi leur baisse, mais ils sont surtout entrés en territoire négatif, entraînés par des taux directeurs eux-mêmes négatifs (Europe et Japon notamment) et entraînant avec eux les taux des obligations d'entreprises de haute qualité. La recherche de rendement dans ce désert de taux ultra-bas ou négatif a favorisé trois oasis de *spreads* : la dette émergente, la dette privée et la dette high yield. Le risque de hausse des taux provient des États-Unis, et non de la zone euro. La hausse des taux longs américains peut provenir de cinq sources : i) une remontée significative des perspectives de croissance, ii) un resserrement plus énergique des politiques de taux d'intérêt, iii) la « véritable » fin des QE (le non-remplacement des papiers venant à maturité), iv) une résurgence de l'inflation, ou v) un renversement massif des politiques budgétaires et fiscales. Tous ces facteurs (hormis sans doute le troisième) ont pris de l'ampleur aux États-Unis. C'est pour cela que le débat en cours aux États-Unis ou à venir en Europe sur les politiques budgétaires et fiscales est crucial pour les taux d'intérêt. En ce qui concerne les États-Unis, nous prévoyons une extension du cycle de croissance actuel (qui s'essouffait depuis plusieurs trimestres), mais pas l'avènement d'un nouveau cycle de croissance. Il nous semble donc prématuré et excessif de miser sur une hausse permanente des taux longs américains, et cette conclusion vaut encore plus dans le cas de la zone euro. Ne pas sous-estimer néanmoins les conséquences des décisions de la nouvelle administration américaine, qui justifient des niveaux de taux plus élevés. La situation en matière de croissance, d'inflation, de cycle de politique monétaire, le QE de la BCE et la plus faible capacité à relancer la machine économique par la politique budgétaire et fiscale « protègent » les marchés européens de la hausse des taux aux États-Unis... mais les primes de risque progressent du fait des incertitudes politiques. Dissocier noyau dur (Allemagne), pays périphériques et pays *intermédiaires* (comme la France) est indispensable.

IMPACT DE MARCHÉ Hormis l'incertitude politique (bien présente), le risque de voir les taux longs progresser significativement est faible en zone euro. Attention dans le cas des États-Unis : la sensibilité aux taux longs a augmenté avec le *releveraging* des entreprises (à son plus haut historique), ce qui fragilise la croissance et porte en soi les germes d'une future baisse des taux longs. À noter aussi que toute hausse des taux longs devient un frein pour la politique monétaire et pour les éventuelles velléités de hausse des taux directeurs de la Fed. Une autre raison de ne pas croire en une hausse durable et ample des taux longs américains.



Contexte macroéconomique

AMÉRIQUES		FACTEURS DE RISQUE
ÉTATS-UNIS	<p>Prolongation du cycle de croissance dans un contexte de forte incertitude politique</p> <ul style="list-style-type: none"> > L'économie a rebondi au S2 tirée par la demande intérieure. L'amélioration du marché du travail continue mais les salaires n'accroissent pas et compensent à peine les pertes de pouvoir d'achat liées à la remontée des prix du pétrole. De plus, l'inflation sous-jacente a ralenti en fin d'année (+1,7 % sur un an pour le déflateur de la consommation des ménages). > Donald Trump a promis une politique de relance (baisses d'impôts sur les ménages et les entreprises, dépenses d'infrastructure) et des mesures protectionnistes. Il ne pourra cependant appliquer qu'une partie de son programme en raison de l'opposition du Congrès républicain à un creusement des déficits. > Celles des mesures qui seront appliquées (probablement surtout des baisses d'impôts et un assouplissement de la réglementation, notamment concernant la finance, l'environnement et la santé) auront un effet sans doute stimulant sur l'économie, visible davantage en 2018 qu'en 2017. La probabilité de mise en place de mesures protectionnistes a augmenté au vu des premières déclarations et décisions de D. Trump en tant que Président. De telles mesures constitueraient un risque pour le commerce international. Les incertitudes géopolitiques restent élevées. 	<ul style="list-style-type: none"> > Forte incertitude concernant les décisions de la nouvelle administration > Potentiel de croissance durablement entamé (« stagnation séculaire ») > Érosion des marges des entreprises
BRÉSIL	<ul style="list-style-type: none"> > Du côté des données macroéconomiques, le PIB du T3 est ressorti à -2,9 en ga contre -3,6 au T2. L'investissement qui était revenu positif au T2 s'est de nouveau contracté. > L'inflation a considérablement diminué et la BCB a entamé un cycle d'assouplissement monétaire qui compte tenu de la faiblesse des indicateurs cycliques pourrait s'accroître à condition que le real se stabilise face au dollar. > Le Gouvernement a déposé une proposition de réforme de la sécurité sociale au Congrès qui devrait renforcer le système actuel si elle est adoptée. > Le Gouvernement continue ses avancées sur le plan des réformes politiques et anticorruption avec des mesures qui ont d'ores et déjà été votées à l'Assemblée. 	<ul style="list-style-type: none"> > Crise politique toujours en cours > Pressions baissières sur le change et hausse de l'inflation > Montée des risques géopolitiques.
EUROPE		
ZONE EURO	<p>Légère décélération sous l'effet de l'érosion de facteurs temporaires et du risque politique</p> <ul style="list-style-type: none"> > Les chiffres du T4 ont été bons, nous conduisant à revoir en hausse nos prévisions de croissance du PIB pour 2017 (1,5 % contre 1,3 % auparavant). La reprise va continuer, soutenue par le cycle positif du crédit et de l'emploi. > Une légère décélération est cependant probable en cours d'année, en raison de l'effritement du soutien apporté, en 2014-2016, par la baisse du cours du pétrole et par celle de l'euro. > Les prochains rendez-vous politiques en zone euro (élections aux Pays-Bas, en France et en Allemagne en 2017, élections anticipées possibles en Italie) et l'incertitude liée au Brexit et à la politique américaine peuvent également inciter les entreprises à décaler certains projets d'investissement. 	<ul style="list-style-type: none"> > Risque politique (calendrier électoral chargé, montée des partis contestataires, Brexit) > Contagion des difficultés économiques et/ou financières des émergents
ROYAUME-UNI	<p>La conjoncture tient mieux que prévu. Mais l'incertitude politique va peser en 2017</p> <ul style="list-style-type: none"> > Le manque de visibilité concernant le futur cadre des relations économiques avec l'UE va pénaliser l'économie. Pour l'heure, les indicateurs d'activité restent encourageants, mais l'activité va ralentir en 2017. > L'investissement privé (entreprises, immobilier) et la consommation vont être affectés. En plus de l'incertitude, ils vont subir l'effet de la remontée de l'inflation liée à la dépréciation de la livre. 	<ul style="list-style-type: none"> > Choc d'incertitude lié au Brexit > Déficits (public et externe) très élevés
ASIE		
CHINE	<p>Chine: un effet stabilisateur sur l'économie mondiale et les devises en 2017</p> <ul style="list-style-type: none"> > La stabilisation de l'économie chinoise devrait se poursuivre jusqu'à la fin de l'année 2017. > Dans une année 2017 placée sous le signe de la transition politique, la stabilisation de l'économie chinoise sera due à la fois à des facteurs microéconomiques (des signaux positifs apparaissent dans le secteur privé) et macroéconomiques (sous l'impulsion majeure des investissements dans les infrastructures). > À notre avis, la Chine ne présente aucune des six caractéristiques propres à un « atterrissage forcé » que nous avons retenues, et le pays devrait surtout parvenir à repousser ses problèmes en essayant de régler notamment la question des bulles de l'immobilier et de la dette. 	<ul style="list-style-type: none"> > Une source de stabilisation pour l'économie mondiale en 2017 > Stabilisateur des marchés des changes en 2017
INDE	<p>Inde: un moteur de croissance régulier pour l'Asie en 2017</p> <ul style="list-style-type: none"> > L'Inde s'inscrit dans une trajectoire de croissance régulière mais des obstacles empêchent son économie de fonctionner à plein régime, dans un contexte d'incertitude sur le plan des politiques des autorités > L'inflation devrait continuer à ralentir en 2017. > Nous pensons toujours que la RBI maintiendra une approche accommodante plus longtemps et dans des proportions plus importantes que ne le prévoit le marché. 	<ul style="list-style-type: none"> > La croissance indienne est en passe de rebondir > Le ralentissement de l'inflation est durable
JAPON	<p>La reprise se poursuit, avec une croissance supérieure au potentiel</p> <ul style="list-style-type: none"> > L'économie montre des signes d'accélération du côté de la demande interne en ce début d'année. La consommation devrait rester soutenue la hausse des salaires réels. Conjuguée à la stabilisation en Chine, le plan de stimulus budgétaire et la baisse de l'impôt sur les résultats des entreprises constituent des soutiens importants. 	<ul style="list-style-type: none"> > Exposition au ralentissement chinois > Politique de taux d'intérêt négatifs

Février 2017

Prévisions macroéconomiques et financières

PRÉVISIONS MACROÉCONOMIQUES

- **États-Unis** : l'investissement en biens d'équipement a rebondi au T4 2016. La croissance reste tirée par la demande domestique. Toutefois, la croissance des salaires stagne en dépit de la vigueur des créations d'emploi. De plus, l'inflation sous-jacente a ralenti en fin d'année. L'incertitude demeure en ce qui concerne les politiques budgétaire et commerciale des États-Unis. D'un point de vue macroéconomique le biais est haussier. Mais certaines des mesures de la nouvelle administration peuvent avoir des effets négatifs à moyen/long terme (inflation, protectionnisme) voire infléchir le cycle plus tôt que prévu.
- **Japon** : la hausse des salaires est la clef d'une reprise durable compte tenu de l'atonie du commerce mondial. La politique budgétaire est un facteur de soutien essentiel. La politique de la BoJ qui vise à maintenir durablement le taux à 10 ans à zéro donne des marges de manœuvre au gouvernement.
- **Zone euro** : la reprise se consolide. Les enquêtes indiquent un renforcement de la conjoncture en ce début d'année. Nous avons relevé notre prévision de croissance de 0,2pp à 1,5 %. Toutefois les moteurs temporaires (baisse de l'euro et du cours du pétrole) s'effritent tandis que le risque politique lié aux élections (Pays-Bas, France, Allemagne et Italie) demeure le point faible de la zone. À surveiller.
- **Brésil** : Le PIB du T3 est ressorti à -2.9 en ga contre -3.6 au T2. L'investissement qui était revenu positif au T2 s'est de nouveau contracté. La production industrielle en novembre s'est encore contractée (-1.1 % en ga) pour le 33^e mois consécutif de baisse. Nous continuons donc de prévoir une récession de 0.5 % pour cette année 2017.
- **Russie** : la contraction du PIB au T3 (-0.4 % en ga) est moindre que celle du T2 (-0.6 %). Nous maintenons donc notre scénario de sortie de crise en 2017 avec une prévision de croissance de +1 %.

Moyennes annuelles (%)	Croissance du PIB réel, %			Inflation (IPC, a/a, %)		
	2015	2016	2017	2015	2016	2017
États-Unis	2,6	1,6	2,0	0,1	1,3	2,5
Japon	1,3	1,0	0,9	0,8	-0,3	0,7
Zone euro	2,0	1,7	1,5	0,0	0,2	1,4
Allemagne	1,5	1,9	1,6	0,1	0,4	1,5
France	1,3	1,1	1,3	0,1	0,3	1,2
Italie	0,8	0,9	1,1	0,1	-0,1	1,1
Espagne	3,2	3,2	2,0	-0,5	-0,3	1,3
Royaume-Uni	2,2	2,0	1,0	0,1	0,7	2,5
Brésil	-3,8	-2,5	-0,5	9,0	8,0	6,0
Russie	-3,7	-0,7	1,0	15,5	7,6	5,5
Inde	7,6	7,5	7,6	5,2	5,4	5,2
Indonésie	4,8	5,0	5,2	6,4	4,5	4,5
Chine	6,9	6,7	6,4	1,4	1,2	1,5
Turquie	4,0	1,5	2,2	7,7	8,0	7,8
Pays développés	2,1	1,6	1,7	0,2	0,8	1,9
Pays émergents	4,2	4,1	4,4	4,0	4,0	3,9
Monde	3,3	3,0	3,2	2,4	2,6	3,0

Source : Recherche Amundi

PRÉVISIONS DE TAUX DIRECTEURS

- **Fed** : la Fed a relevé ses fed funds le 14 décembre pour les porter à 0,50/0,75 %. La remontée des anticipations d'inflation a été un tournant décisif. La Fed devrait procéder à deux autres hausses en 2017. La normalisation du bilan peut devenir un thème de marché.
- **BCE** : la BCE a étendu son QE jusqu'à décembre 2017 à un rythme de 60 Mds €. Peu de changements sont à attendre dans l'immédiat mais les divergences au sein du conseil deviendront de plus en plus évidentes.
- **BoJ** : la BoJ va poursuivre sa politique de contrôle de la courbe des taux et ne devrait pas changer ses cibles.
- **BoE** : la BoE s'est placée dans une position d'attente et les développements liés aux négociations sur le Brexit seront cruciaux.

	03/02/2017	Amundi + 6m.	Consensus T2 2017	Amundi + 12m.	Consensus T4 2017
États-Unis	0,75	1,00	0,95	1,25	1,30
Zone euro	0,05	0,00	0,00	0,00	0,00
Japon	-0,10	-0,20	-0,10	-0,30	-0,10
Royaume-Uni	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25

PRÉVISIONS DE TAUX LONGS

- **États-Unis** : la poursuite de la matérialisation de puissants effets de base d'inflation peut amener les taux longs un peu plus haut. Cela étant dit, les points morts d'inflation ne sont plus très loin de leurs niveaux « normaux ».
- **Zone euro** : il existe encore une marge de progression certaine pour les points morts d'inflation. La partie courte de la courbe se pentifiera au fil de l'année avec le retour de l'idée que la BCE procédera à une normalisation de sa politique de taux dans les années à venir.
- **Royaume-Uni** : avec la perspective de négociations liées au Brexit difficiles et sans changement de politique de la part de la BoE, les taux britanniques devraient stagner aux alentours des niveaux actuels.
- **Japon** : la BoJ contrôle la partie longue de la courbe et est vraisemblablement en faveur d'une baisse des taux courts.

Taux 2 ans					
	03/02/2017	Amundi + 6m.	Forward + 6m.	Amundi + 12m.	Forward + 12m.
États-Unis	1,18	1.20/1.40	1,52	1.60/1.80	1,79
Allemagne	-0,74	-0.80/-0.60	-0,66	-0.80/-0.60	-0,64
Japon	-0,23	-0.40/-0.20	-0,15	-0.40/-0.20	-0,08
Royaume-Uni	0,11	0.00/0.20	0,24	0.00/0.20	0,46

Taux 10 ans					
	03/02/2017	Amundi + 6m.	Forward + 6m.	Amundi + 12m.	Forward + 12m.
États-Unis	2,44	2.40/2.60	2,60	2.40/2.60	2,74
Allemagne	0,42	0.40/0.60	0,53	0.60/0.80	0,65
Japon	0,10	0	0,17	0	0,24
Royaume-Uni	1,36	1.40/1.60	1,56	1.40/1.60	1,70

PRÉVISIONS DE CHANGE

- **EUR** : avec la remontée des taux allemands et le bruit qui entourera les possibles ajustements de la politique de la BCE, les risques sont plutôt orientés à la hausse.
- **USD** : l'évolution du dollar est actuellement dictée par le différentiel de taux longs. Les autorités américaines (Fed, nouvelle administration) ne toléreront pas une appréciation significative du dollar. Cependant, des mesures de stimulation budgétaire de grande ampleur seraient positives pour le dollar.
- **JPY** : le yen est de nouveau sous-évalué. Avec le contrôle de la courbe des taux de la BoJ, une remontée des taux américains se traduit pour une dépréciation du yen.
- **GBP** : l'évolution de la livre va continuer d'être dictée par les développements politiques.

	03/02/2017	Amundi + 6m.	Consensus T1 2017	Amundi + 12m.	Consensus T3 2017
EUR/USD	1,08	1,05	1,03	1,10	1,05
USD/JPY	113	115,00	118,00	110,00	117,00
EUR/GBP	0,86	0,90	0,86	0,90	0,85
EUR/CHF	1,07	1,05	1,07	1,00	1,08
EUR/NOK	8,85	8,70	8,74	8,50	8,66
EUR/SEK	9,45	9,20	9,41	9,00	9,20
USD/CAD	1,30	1,40	1,35	1,45	1,36
AUD/USD	0,77	0,75	0,72	0,70	0,72
NZD/USD	0,73	0,70	0,68	0,67	0,68



1 Y aura-t-il une vraie reprise de l'inflation en zone euro en 2017 ?

TRISTAN PERRIER, *Stratégie et Recherche Économique*

Tirée par les effets de base du prix du pétrole, l'inflation « générale » (qui intègre les prix de l'énergie et de l'alimentation, en plus de ceux des autres biens et services de consommation) **va poursuivre sa hausse en zone euro au T1 2017**, touchant brièvement un rythme annuel d'environ 2 % avant de refluer nettement au T2 (sauf dans un scénario, improbable, de nouvelle hausse très marquée du prix du baril). Cependant, au-delà de cette volatilité, et **malgré la reprise économique en cours depuis trois ans, il n'y a pour l'heure que très peu de signes de véritable accélération de l'inflation d'origine domestique.**

L'inflation sous-jacente reste très faible, notamment celle des services

Ainsi, l'indice IPCH sous-jacent (Indice des Prix à la Consommation Harmonisé, hors pétrole et alimentation) de la zone euro, après avoir touché un point bas à 0,6 %, en rythme annuel au T1 2015, n'est pas parvenu à dépasser, depuis, le seuil des 1 % (contre 1,7 % en moyenne durant la reprise précédente de 2003-2008). Notons également que l'inflation des services (qui, moins affectée par les mouvements des devises et des matières premières que l'inflation des biens, reflète mieux la dynamique du marché intérieur) reste très faible également à 1,2 % (contre 2,2 % durant la période 2003-2008) (cf. graphique 1).

Recul des pressions déflationnistes et réduction des divergences entre grands États membres

À défaut d'accélération de l'inflation, on observe tout de même un net reflux des **pressions déflationnistes** dans les pays où elles ont été particulièrement marquées au cours des dernières années : en Espagne, au Portugal, en Irlande et en Grèce, l'inflation sous-jacente, après avoir connu des périodes en territoire négatif, est à présent redevenue positive ou proche de zéro. **De plus, pour s'en tenir au cas des quatre plus grands États membres, les écarts sont aujourd'hui beaucoup plus faibles qu'il y a quelques années :** l'Allemagne est en tête de peloton avec une inflation sous-jacente à 1,2 %, l'Italie en dernière position avec 0,4 % (après plusieurs années d'inflation supérieure à la moyenne de la zone euro) (cf. graphique 2).

L'inflation sous-jacente est freinée avant tout par la lenteur de la reprise, probablement aussi par les réformes

Plusieurs causes concourent à maintenir l'inflation à ce niveau positif, mais faible. En plus d'un environnement mondial marqué au cours des dernières années par la désinflation, on note, en zone euro, le manque de vigueur de la reprise elle-même et, notamment, le caractère toujours dégradé des marchés de l'emploi (même si des progrès significatifs ont été observés dans ce domaine en 2016). De plus, les réformes structurelles menées dans certains pays au cours des dernières années ont pu, d'une part, limiter le pouvoir de négociation des salariés en matière de rémunération, d'autre part accroître la concurrence et donc générer des pressions baissières sur les prix dans certains secteurs (cette dernière évolution étant généralement considérée comme vertueuse). Une ré-accélération de l'inflation d'origine domestique suppose, à présent, que soient résorbés les excès de capacités issus des récessions des dernières années (sur le marché du travail comme sur les autres marchés intérieurs) au moins dans une partie significative de la région.

Les indicateurs habituellement utilisés pour prévoir l'inflation envoient des signaux mitigés

Concernant le marché du travail, les salaires horaires et les CSU (Coûts Salariaux Unitaires, salaires corrigés de la productivité) **ne communiquent, aujourd'hui, aucun signal véritablement haussier** (Cf. graphique 3). Malgré

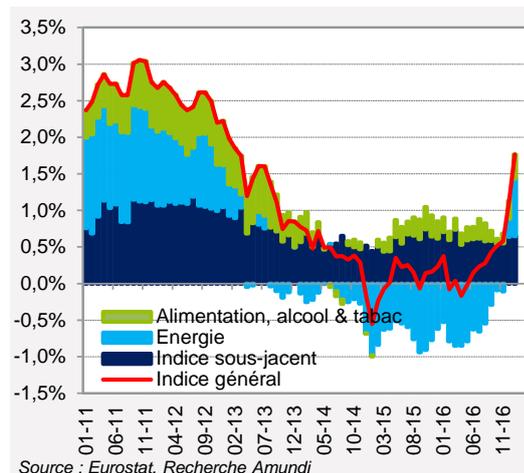
L'essentiel

Alors que l'inflation « générale » réagit aujourd'hui surtout aux effets de base du cours du pétrole, l'inflation sous-jacente reste très faible en zone euro, même si l'on note un net reflux des pressions déflationnistes apparues au cours des dernières années.

Au vu des indicateurs de cycle économique, une accélération de l'inflation sous-jacente est peu probable dès 2017, mais le devient nettement plus à l'horizon 2018 ou 2019. La situation est différente, cependant, en Allemagne, où la situation du marché du travail plaide pour l'apparition de tensions inflationnistes (qui devraient cependant rester modérées) dès cette année.

“ Les pressions déflationnistes ont nettement reflué ”

1 Zone euro : inflation générale et inflation sous-jacente, variation annuelle en %



Février 2017

quelques variations de court terme, ils restent, dans l'ensemble, à un niveau très inférieur à celui du cycle précédent. Or, alors que la productivité reste en progression lente mais positive, une hausse annuelle des salaires d'environ 3 % (contre nettement moins de 2 % aujourd'hui) est très probablement nécessaire pour atteindre une inflation sous-jacente à 2 %. Un examen des CSU par grands pays fait, certes, apparaître une progression un peu plus forte concernant l'Allemagne, mais sans accélération récente et toujours en dessous de 2 %.

Cependant, l'absence de tensions salariales aujourd'hui ne permet pas d'écarter l'hypothèse d'une accélération d'ici quelques trimestres, une fois le chômage conjoncturel résorbé. Indicateur du taux de chômage théorique correspondant à cette situation, l'estimation du NAIRU¹ de l'OCDE se trouve à 8,8 % (contre un taux de chômage actuel de 9,6 %). Au vu du rythme récent de baisse du taux de chômage (un peu moins de 1pp par an environ), et en supposant une croissance économique presque stable (ce qui correspond à notre scénario) se communiquant au taux de chômage au même rythme (voire à un rythme légèrement inférieur), ce niveau pourrait être atteint début 2018, et rendre alors plus probable des tensions inflationnistes.

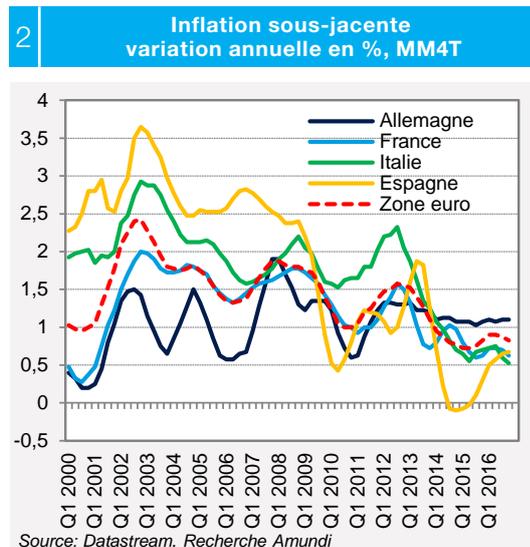
Une observation de la courbe de Phillips de la zone euro, liant historiquement hausses des salaires et taux de chômage (cf. graphique 6) indique toutefois que l'accélération pourrait être plus tardive. On voit, en effet, que durant le cycle de 2007-2008, l'accélération des salaires n'a eu lieu, à l'issue d'une période « plate » malgré l'amélioration du marché de l'emploi, que lorsque le taux de chômage s'est retrouvé plus de 1pp en dessous de l'estimation du NAIRU : dans le cadre du cycle actuel, un tel seuil correspondrait à un taux de chômage en dessous de 8 %, peu susceptible d'être atteint d'ici un an (la courbe de Phillips ici représentée se fonde sur l'écart par rapport au NAIRU, mais l'utilisation du niveau absolu du taux de chômage ne donne pas des résultats fondamentalement différents : en 2007-2008, les salaires n'ont vraiment accéléré qu'une fois le taux de chômage passé en dessous de 8 %). Ces extrapolations à partir des comportements passés sont toutefois fragiles tant l'expérience (et de nombreuses études) montre que la forme de la courbe de Phillips est susceptible d'évoluer d'un cycle à l'autre².

Portant sur l'ensemble des capacités de l'économie (et pas uniquement sur le marché du travail) les évaluations de l'output gap envoient un message similaire à celui du NAIRU. À s'en tenir à ces chiffres (estimés par les grandes organisations internationales, et à utiliser avec prudence car ils sont fréquemment révisés), des excès de capacité subsistent bien aujourd'hui (le PIB devrait être, en 2017, environ 1 % en dessous de son niveau potentiel) mais pourraient être pratiquement résorbés en 2018. Il est à noter, à ce propos, que c'est, paradoxalement dans certains pays « périphériques » durement touchés par les crises des dernières années (notamment l'Espagne et le Portugal) que ce potentiel pourrait être le plus rapidement dépassé (en raison de la forte destruction de capacités entraînée par la crise). Quelques pressions inflationnistes en provenance des pays du Sud, pourtant jusqu'à récemment surtout exposés au risque déflationniste, pourraient donc apparaître d'ici un an.

D'une façon générale, **les estimations de NAIRU et d'output gap renvoient donc la perspective d'une véritable accélération de l'inflation, à l'échelle de la zone euro, à un horizon d'au moins un an.** Il s'agit là probablement d'un minimum, d'autres éléments (comportement des salaires lors des cycles précédents, délais nécessaires pour que la résorption du chômage conjoncturel et le comblement de l'output gap se fassent sentir sur les salaires et les prix) **plaidant plutôt pour un délai de deux ans.**

¹ NAIRU : Non Accelerating Inflation Rate of Unemployment : taux de chômage en deçà duquel l'inflation est censée accélérer.

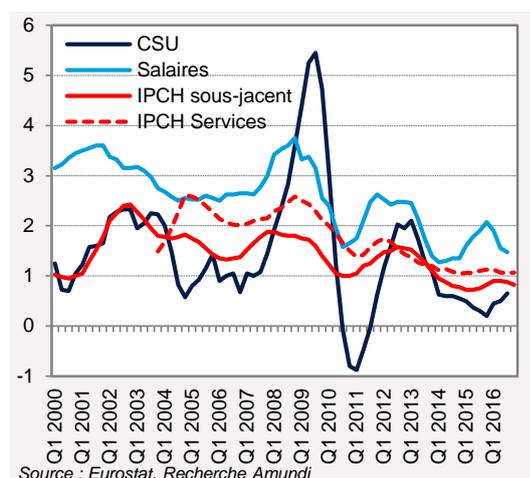
² Voir par exemple : *Low inflation in the euro area: Causes and consequences*. Matteo Ciccarelli and Chiara Osbat (Editors), ECB occasional Paper Series, janvier 2017.



“ Les tensions salariales restent faibles, mais cette situation pourrait évoluer ”

“ L'output gap pourrait être comblé d'ici un à deux ans ”

3 Salaires horaires, Coûts Salariaux Unitaires (CSU) et inflation sous-jacente (variation annuelle en %)



Février 2017

> La diffusion des variations des prix de l'énergie aux autres secteurs et les effets de change pourraient avoir des effets contradictoires sur l'inflation sous-jacente en 2017

Les variations des prix de l'énergie, si elles ne sont pas directement prises en compte dans l'indice sous-jacent, se diffusent tout de même habituellement aux autres secteurs de façon différée. Le rebond du cours du baril de pétrole intervenu depuis le T1 2016 devrait donc exercer une légère pression haussière en 2017. De même, les anticipations d'inflation (telles que mesurées par les enquêtes et les instruments de marché) ont, au cours des derniers trimestres, surtout suivi l'inflation générale et donc les effets de base des prix de l'énergie. Si elles doivent, logiquement, refluer progressivement à partir du T2, ce ne sera probablement pas sans contaminer légèrement au passage l'inflation sous-jacente, y compris via les salaires.

Enfin, les variations des devises observées en 2016 pourraient, elles aussi, imprimer leur marque. S'il est vrai que l'euro s'est récemment légèrement déprécié contre le dollar, son taux de change effectif reste en hausse au cours des quatre derniers trimestres, en raison de son appréciation vis-à-vis des devises émergentes et, plus encore, de la livre sterling. En raison du délai de diffusion de ces mouvements de devises aux prix des produits et services importés, l'effet à en attendre sur l'inflation en zone euro en 2017 est probablement neutre voire légèrement négatif (ceci sans présager d'éventuels nouveaux grands mouvements sur le marché des changes). Cf. Graphique 8.

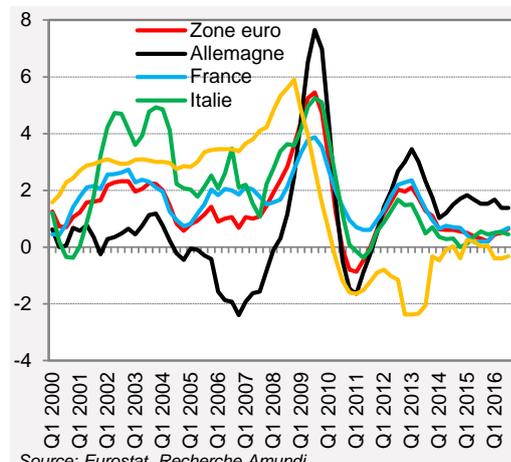
Peu probable à l'échelle de la zone euro, une hausse sensible de l'inflation sous-jacente dès 2017 ne peut, en revanche, être écartée dans le cas de l'Allemagne

Plutôt qu'à l'échelle de l'ensemble de la zone euro, c'est en fait surtout dans le cas de l'Allemagne que se pose la question de l'apparition rapide de tensions inflationnistes émanant du marché du travail. Depuis 2011, le taux de chômage allemand se trouve en deçà de l'estimation du NAIKU (et à un niveau absolu aujourd'hui très faible, en dessous de 4 %, en données normalisées Eurostat). Cette situation a déjà, au cours de ce cycle comme des précédents (voir graphique 7) conduit à une progression des salaires à un rythme d'environ 3 % par an, mais ce dernier seuil n'a pas, jusqu'à présent, été dépassé de façon significative, pas plus qu'il ne s'est maintenu de façon durable.

L'exemple du Royaume-Uni et des États-Unis plaide cependant pour une accélération modérée des salaires en Allemagne, qui pourrait intervenir assez rapidement. La situation allemande actuelle n'est en effet pas sans rappeler celle de ces deux grands pays, qui ont retrouvé un quasi-plein emploi accompagné d'importantes mutations structurelles du marché du travail : le NAIKU a dû y être révisé en baisse à plusieurs reprises, l'accélération des salaires s'y est longtemps fait attendre, mais elle a tout de même fini par s'enclencher en 2016, quoique dans des proportions modestes (retard et modération s'expliquant, d'après les thèses les plus fréquentes, par des facteurs à rattacher à la problématique générale de la désinflation, tels que la dichotomie croissante entre contrats sûrs et contrats précaires, le départ à la retraite de nombreux *baby-boomers* aux salaires élevés ou encore les pressions baissières liées à la mondialisation, entre autres causes). Or, en termes de cycle économique, rappelons que l'Allemagne n'a connu la récession européenne en *double dip* de 2012-2013 que de façon très légère. De ce fait, la chronologie de la reprise allemande ressemble plus à celle des États-Unis (croissance quasi ininterrompue depuis 2009) qu'à celle de la moyenne de la zone euro.

Le scénario le plus probable, courant 2017, est donc tout de même celui d'une remontée du rythme de hausse des salaires allemands à près de 3 %, susceptible de rapprocher nettement l'inflation sous-jacente du seuil des 2 % bien avant qu'une telle dynamique n'apparaisse dans les autres grands États membres. Les récents événements spécifiques à l'Allemagne (entrée prévisible d'une partie des réfugiés de la période 2015-2016 sur le marché du travail, susceptible d'exercer une pression baissière sur les salaires dans les activités peu qualifiées, instauration en 2014 d'un salaire minimum pouvant, a

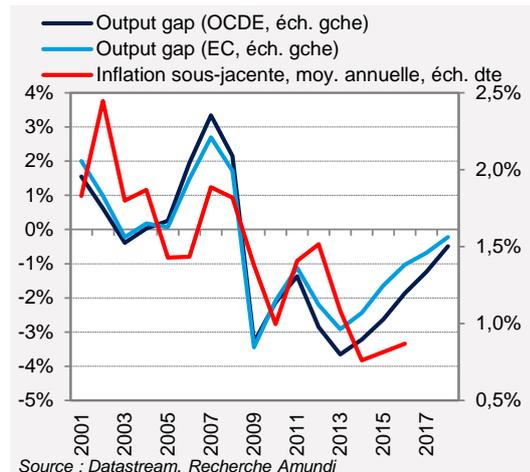
4 Coût Salariaux Unitaires (CSU) variation annuelle en %



Source: Eurostat, Recherche Amundi

“ Aux États-Unis et au Royaume-Uni, la hausse des salaires, quoique tardive, s'est bien produite ”

5 Output gap et inflation sous-jacente



Source : Datastream, Recherche Amundi

“ La hausse des salaires en Allemagne pourrait retrouver un rythme proche de 3 % par an ”

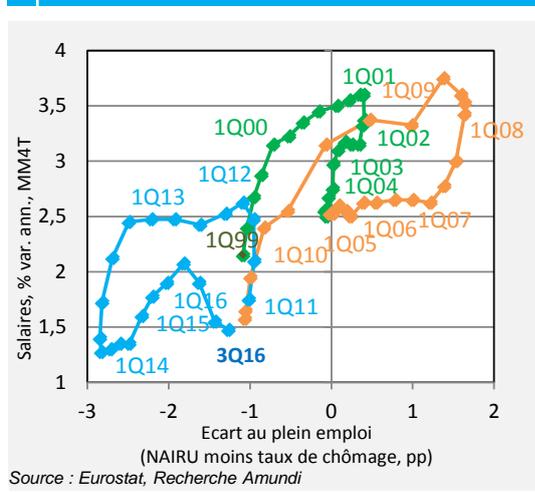


Février 2017

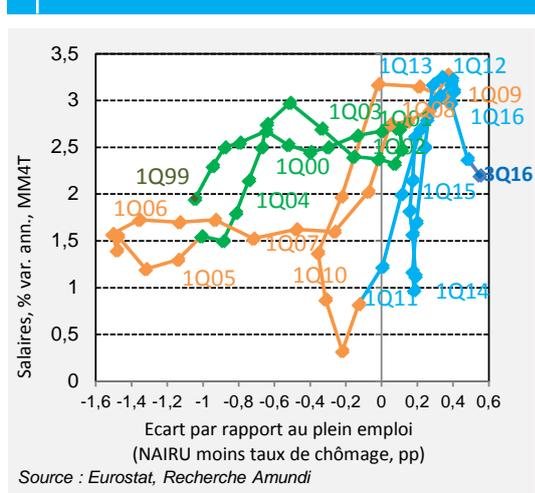
contrario, tirer l'inflation à la hausse) ne devraient pas modifier radicalement cette perspective.

En conclusion, la probabilité d'une nette hausse de l'inflation sous-jacente dès 2017 paraît faible en zone euro. Si les pressions déflationnistes ont nettement reflué dans les pays les plus fragiles, les signes avant-coureurs d'une véritable accélération restent rares. Nous ne retenons par conséquent, dans notre scénario 2017, qu'une inflation sous-jacente légèrement supérieure à celle observée en 2016 (1,2 %, en moyenne annuelle, après 0,9 %), une hausse qui prend en compte également un effet modéré des facteurs externes (voir encadré). À en juger par les indicateurs de cycle, cette situation devrait, toutefois, changer à l'horizon 2018 et surtout 2019, si la reprise économique se poursuit sans accident d'ici là. Cependant, la question d'une accélération de l'inflation dès 2017 se pose nettement dans le cas de l'Allemagne, au vu de la situation du marché du travail dans ce pays et de la hausse, tardive mais réelle, observée dans d'autres grands pays où le taux de chômage a également beaucoup baissé. 2017 devrait donc être une année d'inflation sous-jacente atone en zone euro, mais relevant la tête en Allemagne, situation qui ne manquera pas d'alimenter les controverses et désaccords au sein de la BCE.

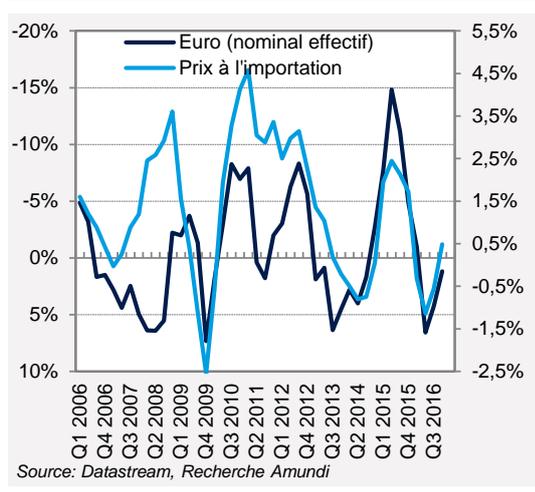
6 Courbe de Phillips, zone euro



7 Courbe de Phillips, Allemagne



8 Taux de change nominal effectif de l'euro et prix à l'importation des biens de consommation, var. ann.



2 Trajectoire de la livre sterling en période d'incertitude

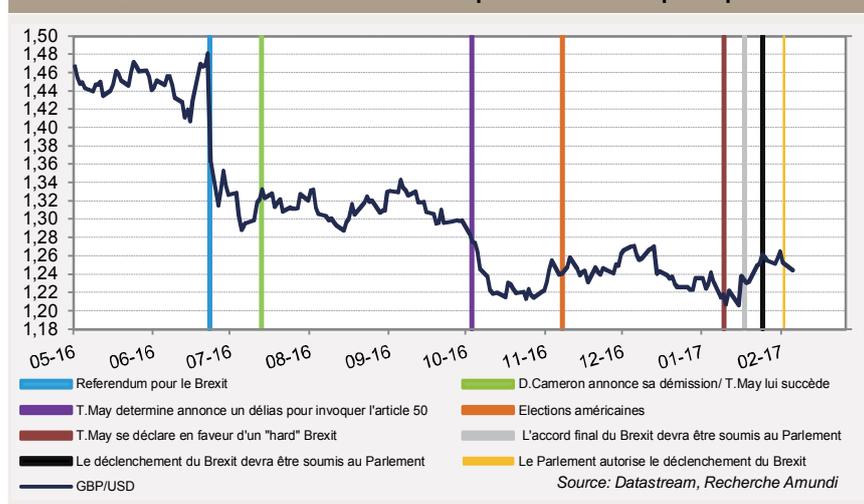
BASTIEN DRUT, ROBERTA FORTES, *Stratégie et Recherche Économique*

Selon les dernières statistiques économiques du Royaume-Uni, le pays n'a guère pâti du Brexit. La croissance du PIB est ressortie à 0,6 % au 4^e trimestre 2016, un niveau supérieur aux prévisions du consensus (0,5 %), grâce à la bonne tenue de la consommation des ménages. Même si la résistance de la demande intérieure reste pour l'heure une bonne nouvelle, les perspectives demeurent fragiles du fait i) du rebond de l'inflation lié à la dépréciation de la livre sterling et ii) des ajustements réels qui vont intervenir en raison des nouveaux accords internationaux conclus par le Royaume-Uni. Comme l'a déclaré Mark Carney, Gouverneur de la Banque d'Angleterre (BoE), dans un discours quelques jours après le Brexit « *Le résultat du référendum est clair. Mais pas ses implications pour l'économie.* » Selon lui, la question la plus importante « *n'est pas savoir si le Royaume-Uni peut s'adapter, mais plutôt à quelle vitesse et avec quelle efficacité.* »¹

Six mois après le référendum, l'horizon reste plombé par l'ampleur et la persistance probable des incertitudes politiques. Comme l'a indiqué récemment Ian MacCafferty, membre externe du Comité de politique monétaire de la BoE, « *En règle générale, les accords dans le cadre de négociations commerciales sont conclus au tout dernier moment, et ceux relatifs à la sortie du Royaume-Uni de l'UE ne devraient pas s'affranchir de cette tendance. Par conséquent, compte tenu de la multitude des issues possibles, le niveau d'incertitude va rester probablement élevé pendant très longtemps.* »² D'autres membres de la BoE se sont aussi exprimés sur les difficultés à faire des prévisions dans un contexte aussi flou, notamment en raison du « *niveau élevé d'incertitude quant aux incertitudes.* »³

La victoire du Brexit, non anticipée par les marchés, a plombé la livre sterling. Celle-ci a enregistré l'une des pires performances des principales devises en 2016, cédant 16,4 % face au dollar américain. Depuis le Brexit, le facteur « politique » est devenu le principal déterminant des variations de la livre, qui n'a cessé d'évoluer au gré de l'actualité politique. C'est précisément ce dont témoigne le graphique ci-dessous, où sont représentés six moments clés de la trajectoire de la livre. On observe par exemple que i) le vote en faveur du Brexit et ii) l'annonce de la Première ministre Theresa May que le Brexit serait activé « *au plus tard en mars 2017* » ont été des moments clés pour la devise britannique.

La livre est fortement influencée par des facteurs politiques



¹ Cf. « *Uncertainty, the economy and policy* », 30 juin 2016.

² Cf. « *The UK economy: where now? Our emerging understanding of the impact of the referendum on the economic outlook.* », 20 décembre 2016.

³ Cf. « *Uncertainty about Uncertainty* », discours de Kristin Forbes, le 23 novembre 2016.

L'essentiel

La livre sterling est devenue une « devise politique » depuis le référendum de juin dernier et son évolution est désormais dictée par les développements politiques.

Avec tant de défis à venir, une question se pose : quelles sont les perspectives de la livre sterling ? Les fondamentaux montrent qu'une nouvelle dépréciation est possible et que la livre n'est pas particulièrement bon marché. Sur le plus long terme, l'évolution de la livre dépendra de la crédibilité de la stratégie mondiale pour la Grande Bretagne (« Global Britain ») que T. May va présenter lors des négociations avec l'UE. La politique va donc continuer à jouer pendant encore quelque temps un rôle majeur dans l'évolution de la livre sterling.



Depuis le Brexit, le facteur « politique » est devenu le principal déterminant des variations de la livre, qui n'a cessé d'évoluer au gré de l'actualité politique



Février 2017

Les toutes dernières déclarations de Theresa May, selon lesquelles on se dirigerait plutôt vers un « hard Brexit » plutôt que vers un « soft Brexit », ont également fait se déprécier la livre sterling. Mais cette baisse a été rapidement annulée lorsque T. May a annoncé que le Parlement aurait le dernier mot sur l'accord l'UE: la livre a regagné 3 % face au dollar le jour même, passant de 1,20 \$ à 1,23 \$. Fin janvier, elle renouait avec le seuil de 1,26 \$ après la décision de la Cour Suprême britannique d'imposer le vote du Parlement pour déclencher la procédure Brexit (largement validé par la House of Commons). Notons toutefois que la remontée de la parité GBP/USD est également provenue d'une dépréciation généralisée du dollar. Une question essentielle se pose donc aujourd'hui : quelles sont les perspectives pour la livre sterling ?

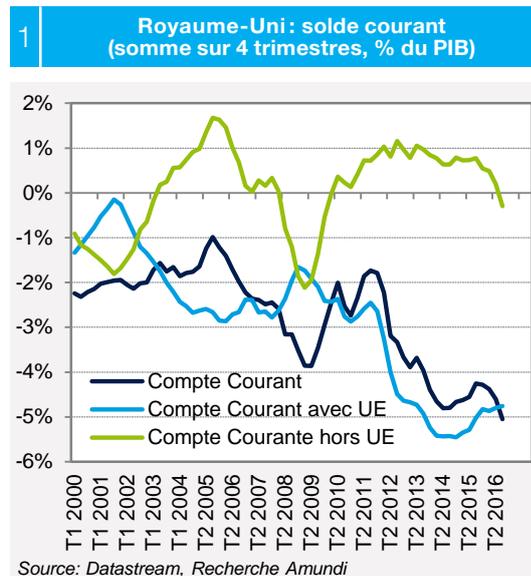
Il est aujourd'hui très difficile d'y répondre car, comme la livre est devenue une « devise politique », sa trajectoire pourrait prendre des orientations très diverses (comme évoqué ci-dessus). Certains « outils », comme les fondamentaux macroéconomiques (notamment le secteur extérieur) et la valorisation de la devise, peuvent néanmoins donner quelques indications.

Sur le plan macroéconomique, le graphique 1 témoigne d'une très nette détérioration de la balance courante du Royaume-Uni. Étant donné que l'accord sur le Brexit pourrait engendrer des modifications majeures en ce qui concerne les relations commerciales avec l'Union européenne et que les marchés européens reçoivent 44 % des exportations britanniques, une nouvelle détérioration de la balance courante est tout à fait possible, en particulier à court terme. Même s'il est vrai que le repli de la livre sterling peut améliorer la compétitivité des exportations britanniques, il faudra du temps pour trouver de nouveaux partenaires commerciaux et négocier/conclure de nouveaux accords.

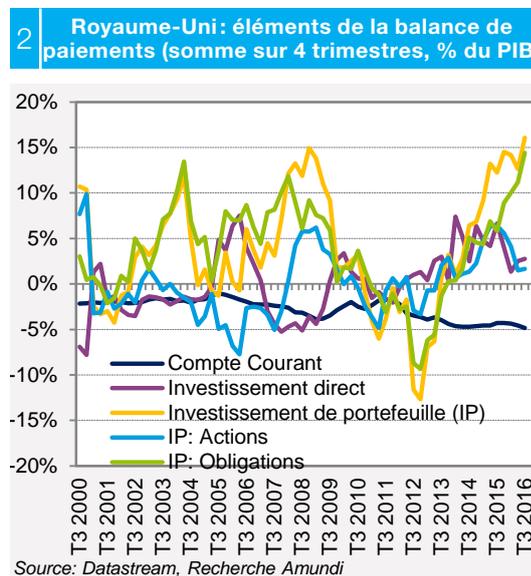
Dans un monde caractérisé par d'importants déséquilibres, il faut savoir qu'un creusement du déficit de la balance courante ne constitue pas en lui-même une difficulté économique majeure puisqu'il peut être financé par des entrées de capitaux étrangers. Le graphique 2 montre notamment que pour le Royaume-Uni, les investissements de portefeuille, en particulier les titres de dette, ont été une source extrêmement importante de financement du déficit courant ces dernières années. Des problèmes pourraient apparaître si les investisseurs perdaient confiance dans le pays. Cela pourrait être préjudiciable pour la livre sterling en cas de stress de marché, puisqu'elle affiche une corrélation historique très négative avec l'aversion au risque (graphique 3). Compte tenu des incertitudes qui assombrissent l'horizon du Royaume-Uni, des risques devraient apparaître sur ce front en raison notamment du niveau très élevé des engagements bruts du pays envers l'étranger (plus de 500 % du PIB – graphique 4). Si les entrées de capitaux (privés) devaient s'interrompre « brutalement », la pression baissière sur la livre sterling serait très forte. Il est toutefois difficile de déterminer à l'avance le degré d'ajustement nécessaire pour corriger les déséquilibres. En outre, le maintien probable des taux d'intérêt à un bas niveau pendant quelque temps est peu attractif pour les investisseurs internationaux.

Déterminer la valeur d'une devise n'est pas une tâche très simple et il existe de nombreuses approches de valorisation. L'une des méthodes les plus utilisées est la parité de pouvoir d'achat (PPP) : il est possible de l'étudier en mesurant l'écart du taux de change effectif réel (*Real Effective Exchange Rate* – REER) par rapport à sa moyenne à long terme. Il est clair que les fluctuations du taux de change effectif réel sont principalement liées aux termes de l'échange et aux variations de la productivité relative d'un pays. C'est pourquoi nous appliquons un modèle de taux de change d'équilibre comportemental (*Behavioral Equilibrium Exchange Rate* – BEER), qui prend en compte ces variables. L'évolution du taux de change réel est évidemment liée à la dynamique de la balance des paiements, qui saisit tous les flux financiers et les transactions entre résidents et non-résidents. Le modèle de taux de change d'équilibre fondamental (*Fundamental Equilibrium Exchange Rate*, FEER) stipule qu'une balance courante trop élevée doit mener à une appréciation de la devise, alors qu'une balance courante trop faible doit mener à une dépréciation de la devise.

Dans le tableau ci-dessous, nous agrégeons les résultats de ces trois modèles (PPP, BEER et FEER), dont les signaux peuvent différer. On constate clairement que la livre sterling n'est pas, en moyenne, la plus sous-évaluée des grandes



“ Les fondamentaux économiques indiquent qu'une nouvelle dépréciation de la livre ne peut être exclue ”



Février 2017

devises. À noter que le modèle FEER (celui qui tient compte de la dynamique du secteur extérieur) juge la livre surévaluée d'environ 10 %. Pris collectivement, les modèles de valorisation indiquent que la livre sterling n'est pas particulièrement « bon marché ».

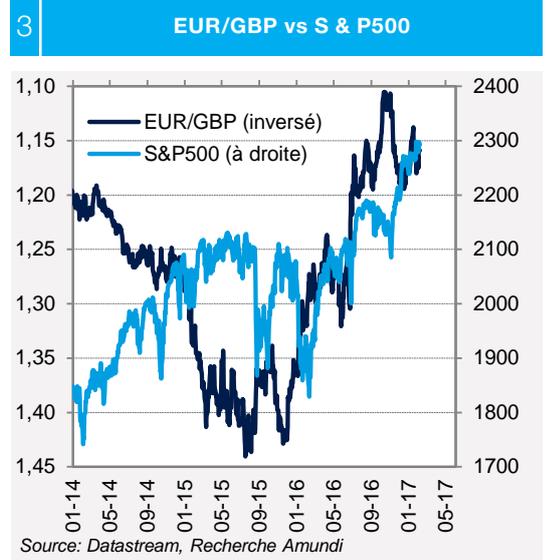
Ainsi, les fondamentaux économiques indiquent qu'une nouvelle dépréciation de la livre ne peut être exclue. Selon nous, le seuil de 1,20 par dollar pourrait toutefois être enfoncé et l'effet déclencheur pourrait venir de signaux témoignant concrètement d'une « nouvelle » configuration politique: en effet, s'il s'avère difficile de trouver des accords commerciaux avec l'Union européenne (scénario d'un véritable « hard Brexit »), on peut s'attendre à une nouvelle dépréciation de la livre en raison des probables évolutions structurelles qui pourraient se profiler. Dans l'intervalle, la livre va très certainement rester dans sa fourchette actuelle (1,20-1,27 GBP/USD), tout en évoluant en fonction des informations sur le front politique. Néanmoins, il s'agit là d'une perspective à très court terme. Le Gouverneur de la Banque d'Angleterre Mark Carney a récemment rappelé qu'« au cours des prochaines années, l'ampleur des effets de l'ajustement sur l'offre potentielle, la demande intérieure et la valeur de la livre sterling sera quelque peu incertaine ; ».⁴ À plus long terme, l'évolution de la livre dépendra en grande partie de la crédibilité de la stratégie mondiale pour la Grande Bretagne (« Global Britain ») que T. May va présenter lors des (nombreux) rounds de négociations commerciales qui se profilent.

⁴ Cf. « Lambda », 16 janvier 2017.

Modèles de valorisation des devises

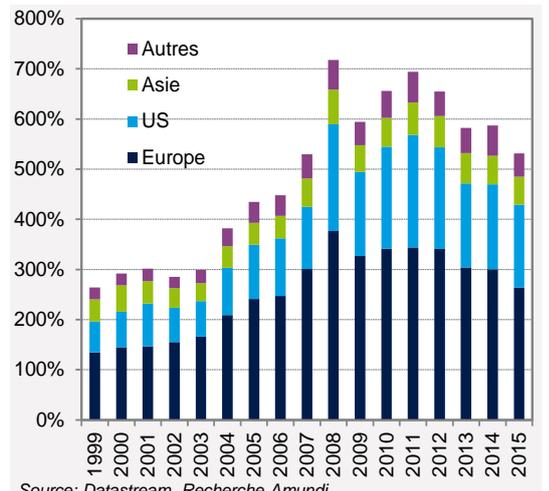
	PPP	BEER	FEER	moyenne	
CNY	27,0 %	1,9 %	0,8 %	9,9 %	Surévalués
USD	8,5 %	18,4 %	1,5 %	9,5 %	
BRL	6,6 %	18,3 %	1,9 %	9,0 %	
HKD	3,9 %	16,8 %	1,5 %	7,4 %	
AUD	9,7 %	10,7 %	0,7 %	7,1 %	
PHP	14,3 %	5,9 %	-0,9 %	6,4 %	
IDR	8,6 %	1,2 %	6,2 %	5,3 %	
NZD	12,6 %	11,6 %	-11,0 %	4,4 %	
CHF	9,1 %	9,8 %	-5,9 %	4,3 %	
CZK	11,1 %	8,9 %	-7,7 %	4,1 %	
PEN	2,6 %	-3,9 %	11,0 %	3,2 %	
RUB	12,1 %	-2,5 %	0,1 %	3,2 %	
SGD	7,4 %	-1,6 %	-5,3 %	0,2 %	
THB	6,3 %	8,9 %	-16,5 %	-0,4 %	
ILS	6,3 %	3,2 %	-11,4 %	-0,6 %	
COP	-8,5 %	-8,5 %	14,9 %	-0,7 %	
INR	7,2 %	-4,2 %	-5,8 %	-0,9 %	
HUF	3,2 %	3,4 %	-10,2 %	-1,2 %	
CLP	-2,0 %	-4,2 %	0,8 %	-1,8 %	
NOK	-8,1 %	-8,9 %	10,6 %	-2,1 %	
CAD	-4,2 %	-5,4 %	2,7 %	-2,3 %	
KRW	1,2 %	3,8 %	-13,4 %	-2,8 %	
EUR	-9,2 %	-0,4 %	-2,7 %	-4,1 %	
GBP	-16,5 %	-11,3 %	10,0 %	-6,0 %	
TWD	-8,1 %	-4,6 %	-7,8 %	-6,9 %	
PLN	-4,0 %	-8,4 %	-10,8 %	-7,7 %	
ZAR	-13,9 %	-6,3 %	-3,9 %	-8,0 %	
JPY	-23,8 %	-5,4 %	-0,4 %	-9,8 %	
SEK	-13,5 %	-12,2 %	-4,2 %	-10,0 %	
MYR	-16,5 %	-19,3 %	2,2 %	-11,2 %	
TRY	-13,1 %	-25,1 %	-8,9 %	-15,7 %	
MXN	-32,1 %	-26,5 %	-7,3 %	-22,0 %	

Source : Recherche Amundi



Le seuil de 1,20 par dollar pourrait toutefois être enfoncé et l'effet déclencheur pourrait venir de signaux témoignant concrètement d'une « nouvelle » configuration politique

4 Royaume-Uni : position extérieure par région, passifs en % du PIB



3 Donald Trump : une politique de dollar fort, malgré lui

DIDIER BOROWSKI, *Recherche, Stratégie et Analyse*
BASTIEN DRUT, ROBERTA FORTES, *Stratégie et Recherche Économique*

Suite à l'élection de Donald Trump, le dollar s'est apprécié atteignant son plus haut niveau depuis 2003, avant de retomber quelque peu depuis le début de l'année (le taux de change effectif est actuellement 2,4 % au-dessus de son niveau de début novembre). Dans quelle mesure la politique fiscale américaine va-t-elle soutenir le billet vert ? Cette question est cruciale non seulement pour l'économie américaine (selon le modèle de la Fed une hausse de 10 % du dollar équivaut à une remontée des taux de la Fed d'environ 100pb) mais aussi pour les économies émergentes dans la mesure où l'appréciation du dollar fragilise les économies endettées en dollar.

L'histoire montre que les épisodes de relance budgétaire américaine correspondent à un dollar fort. Les deux épisodes de surréaction à la hausse du dollar observés au cours des 40 dernières années coïncident avec deux épisodes marquants d'allègement de la fiscalité (sous Reagan au début des années 1980 et sous Bush en 2001-2003). Ces deux épisodes sont néanmoins de nature très différente :

- **Sous Ronald Reagan**, la politique monétaire très restrictive de la Fed, visant à briser l'inflation (alors proche de 14 %), a joué un rôle déterminant. C'est la combinaison d'une politique monétaire restrictive et d'une politique budgétaire expansionniste qui explique l'appréciation du dollar.
- **Sous George W. Bush**, en revanche, le dollar s'est apprécié alors même que les taux d'intérêt (taux directeurs et taux longs) diminuaient. Les baisses d'impôts ne sont d'ailleurs pas à l'origine du mouvement de hausse du dollar (ce dernier avait commencé bien avant) ; mais elles ont probablement nourri le mouvement de surréaction (via les anticipations sur la croissance).

La situation actuelle est néanmoins unique à plus d'un titre (inflation, dynamique de la dette, positionnement de l'économie dans le cycle). En l'occurrence, c'est la première fois qu'un programme de relance budgétaire et fiscale est discuté alors que l'économie est proche du plein emploi. La comparaison avec les années Reagan ne tient pas la route (cf. article « *Trump peut-il être le nouveau Reagan ?* », D. Borowski, Cross Asset Investment Strategy, décembre 2016). En 2017, nous faisons l'hypothèse d'un vote d'un paquet de mesures fiscales (baisses d'impôts pour les entreprises et les ménages) voté à la mi-2017 qui devrait permettre de prolonger le cycle à l'horizon 2018¹. Dans un discours prononcé le 19 janvier (« *The Economic Outlook and the Conduct of Monetary Policy* »), Janet Yellen continuait certes de plaider pour une remontée graduelle des taux directeurs. Mais on comprend, en creux, que les décisions de politique budgétaire vont jouer, cette année, un rôle déterminant dans la conduite de la politique monétaire.

En 2017, le dollar devrait bénéficier d'un ou plusieurs facteurs spécifiques :

1. **Le décalage de cycle (en faveur des États-Unis) va continuer de soutenir le dollar.** Les États-Unis sont au plein-emploi ce qui n'est pas le cas de leurs principaux partenaires commerciaux. Une stimulation fiscale exacerberait inévitablement les pressions inflationnistes et pourrait forcer la Fed à remonter davantage ses taux pour ancrer les anticipations d'inflation. Les autres banques centrales ne sont pas dans ce cas de figure :

¹ Les parlementaires républicains, dans leur majorité, sont hostiles à une expansion budgétaire car très opposés à une dérive supplémentaire de la dette. Dans ces conditions, l'augmentation du déficit budgétaire devrait être contenue (inférieure à 1 % du PIB ex ante). Néanmoins, la manière de compenser les baisses d'impôts (hausse de la base fiscale via un ajustement fiscal à la frontière par exemple ou baisse de dépenses (santé, éducation etc.)) fait encore l'objet de débats dans le camp républicain. Les investisseurs, à l'instar de la Fed, attendent des éclaircissements de l'administration Trump.

L'essentiel

Le dollar est à son plus haut niveau depuis 2003. Dans quelle mesure la politique fiscale américaine va-t-elle soutenir le billet vert ? Cette question est cruciale non seulement pour l'économie américaine mais aussi pour les économies émergentes, très endettées en dollar.

L'histoire montre que les épisodes de relance budgétaire américaine correspondent à un dollar fort. Mais c'est la première fois qu'un programme de relance budgétaire et fiscale est discuté alors que l'économie est proche du plein emploi. Les décisions de politique budgétaire vont donc jouer, cette année, un rôle déterminant dans la conduite de la politique monétaire. **En 2017, le dollar devrait bénéficier d'un ou plusieurs facteurs spécifiques :** décalage de cycle, possible ajustement fiscal à la frontière, baisse du taux d'imposition sur les profits rapatriés.

Dans ces conditions, il ne faut pas exclure un mouvement de surréaction à la hausse du dollar. Mais ce dernier ne serait sans doute pas amené à durer très longtemps. Car le dollar est déjà l'une des devises les plus surévaluées du monde (d'environ 10 %), ce qui préoccupe d'ailleurs la nouvelle administration. **Et toutes les devises ne réagiraient sans doute pas de la même façon...**

“ C'est la première fois qu'un programme de relance budgétaire et fiscale est discuté alors que l'économie est proche du plein-emploi ”

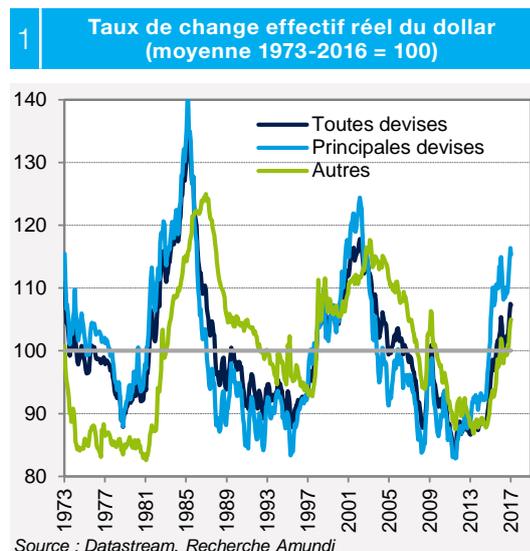


Février 2017

- a. **Au sein de la zone euro**, les facteurs cycliques expliquent la faiblesse de l'inflation sous-jacente. En dehors d'Allemagne, les économies sont encore loin du plein-emploi. L'inflation sous-jacente ne devrait pas accélérer et la BCE abandonner son QE. Ce dernier est par ailleurs nécessaire pour endiguer une éventuelle contagion de la remontée des taux américains².
- b. **Au Royaume-Uni**, en dépit des pressions inflationnistes liées à la baisse de la livre, la BoE reste accommodante, en raison des risques induits par les négociations sur le Brexit (qui s'annoncent longues et difficiles).
- c. **Au Japon**, il n'est pas question à ce stade pour la BoJ d'abandonner sa politique de ciblage des taux longs (l'objectif est de maintenir le taux 10 ans à zéro).
- d. Enfin **en Chine**, la PBoC est contrainte de poursuivre une politique monétaire accommodante pour stabiliser l'économie³.

Dans ces conditions, une politique de stimulation fiscale creuserait les écarts de taux d'intérêt entre les États-Unis et les autres grandes zones, qui se sont nettement creusés après les élections. En décembre, l'écart de taux 10 ans avec l'Allemagne était au plus haut depuis 1989 et l'écart de taux 2 ans au plus haut depuis 2000. Il convient toutefois d'être prudent dans le cas particulier de la zone euro (cf. « *Points morts d'inflation et taux nominaux: analyse des pressions haussières actuelles et à venir* »), puisque les taux allemands restent à des niveaux très bas, notamment avec des points morts d'inflation qui restent à des niveaux très déprimés⁴.

2. Un ajustement fiscal à la frontière (« Border Adjustment Tax ») apprécierait le dollar. Même si Donald Trump a récemment rejeté cette option jugée « trop compliquée » à ses yeux, il semble qu'elle soit toujours sur la table du côté des Républicains du Congrès. En théorie, **les ajustements fiscaux à la frontière sont neutres pour la compétitivité.** Ex ante, un tel ajustement a les mêmes effets sur le commerce extérieur qu'une dévaluation (hausse du prix des importations, baisse du prix des exportations). **La monnaie du pays qui procède à un tel ajustement est censée s'apprécier immédiatement** par le jeu des variations attendues de l'offre et la demande de devises. On démontre que l'appréciation de la devise du pays qui procède à un ajustement de ce type vient compenser le gain de compétitivité procuré *ex ante*. Ainsi pour une taxe de 20 % à la frontière (le montant proposé par la chambre des représentants⁵), le dollar devrait s'apprécier de 25 %, laissant le prix relatif inchangé. Ce mécanisme de marché n'a cependant rien



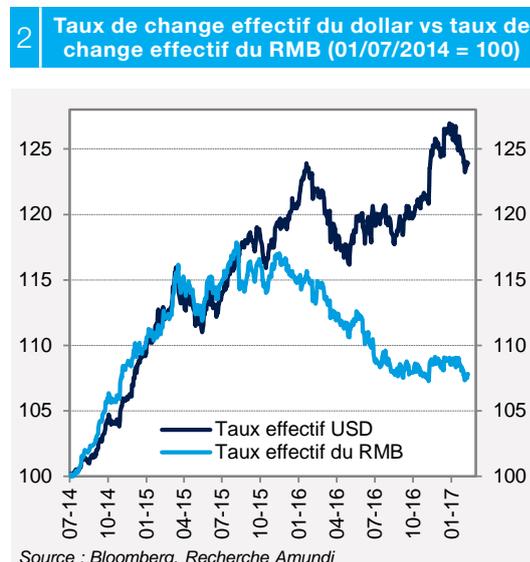
“ Une politique de stimulation fiscale creuserait les écarts de taux d'intérêt entre les États-Unis et les autres grandes zones ”

² En fait, la montée des taux nominaux qui fait suite à une remontée des anticipations d'inflation en zone euro est certainement bienvenue pour la BCE. Ce qui, en revanche, ne le serait pas, serait une remontée des taux nominaux déconnectée des fondamentaux de la zone euro (induite par exemple par une hausse des anticipations d'inflation propre aux États-Unis). On peut a priori compter sur la communication ou l'action de la BCE pour endiguer une éventuelle contagion de ce type. La BCE pourrait aussi intervenir pour éviter que le risque électoral en zone euro ne génère des primes de risque trop élevées susceptibles de peser sur la reprise.

³ La récente remontée des taux de la PBoC n'est pas le prélude à un durcissement significatif des conditions monétaires locales. Elle vise probablement à retirer un excès d'accommodation monétaire (car les prix à la production sont tournés en territoire positif) et probablement aussi à envoyer un message de bonne volonté à l'administration américaine : la PBoC ne cherche pas à déprécier sa devise.

⁴ La remontée pour de bon de l'inflation totale au-delà de 1 % (la dernière fois que cela s'est produit était en octobre 2013) devrait jouer positivement à la fois sur les anticipations d'inflation et sur la prime de risque d'inflation, et tirer les taux allemands un peu plus haut. A contrario, la persistance d'une inflation sous-jacente modérée (aux alentours de 1 % en glissement annuel en fin d'année dans la zone euro dans notre scénario central) ne milite pas en faveur d'une remontée brutale des taux d'intérêt.

⁵ Certains membres de l'équipe Trump ont laissé entendre qu'une mise en place progressive de cette taxe était envisageable. Par exemple, en créant une taxe de 10 %. Il s'agit sans doute de rassurer les secteurs importateurs, d'éviter de déstabiliser les chaînes de production et/ou de provoquer une appréciation du dollar trop importante.



Février 2017

d'automatique. Une appréciation de cette ampleur est très improbable. L'expérience britannique sous Margaret Thatcher est mise en avant.

3. L'impôt sur les profits rapatriés serait abaissé à 10 %. On estime à quelque 2500 Mds \$ le montant des profits accumulés par les entreprises américaines en dehors des États-Unis en raison d'une fiscalité trop lourde. Cette trésorerie est probablement déjà en grande partie détenue en dollar de sorte que l'effet direct des rapatriements sur la monnaie américaine serait moindre. Mais les rapatriements pourraient donner lieu à une nouvelle vague de rachats d'actions américaines, ce qui ne manquerait pas d'attirer les investisseurs internationaux, en dépit de valorisations boursières excessives. Le mouvement pourrait même être renforcé à court terme par les anticipations de hausse du dollar.

4. Les mesures protectionnistes seraient probablement positives pour le dollar, au moins dans un premier temps.

- a. La montée du protectionnisme exacerberait les pressions inflationnistes. Or c'est naturellement d'abord dans les pays proches du plein emploi que les banques centrales réagiraient le plus vite ;
- b. L'économie américaine étant assez fermée, elle serait relativement épargnée par l'affaissement du commerce mondial ;
- c. En revanche, à moyen terme, le recours à des mesures protectionnistes affaiblirait le rôle dollar comme devise dominante dans les échanges internationaux, portant un coup à son statut de devise de réserve.

En définitive, plusieurs éléments sont en faveur du dollar. Une politique budgétaire de plus grande ampleur que ce qui est anticipé le pousseraient encore davantage à la hausse. Auquel cas il s'agirait d'un mouvement de surréaction qui ne serait pas amené à durer longtemps. Car il faut avoir en tête que le dollar est déjà l'une des devises les plus surévaluées du monde (voir graphique 4). En janvier, nos modèles de valorisation arrivaient à la conclusion que le taux de change réel effectif américain était surévalué de quasiment 10 %. Le modèle FEER de William Cline du Peterson Institute (mentionné par la nouvelle administration américaine) estimait, pour sa part, que le dollar était surévalué d'environ 11 % mi-novembre. À la lumière de ces estimations, **il apparaît clairement que l'évolution du dollar sera un thème extrêmement sensible pour la nouvelle administration américaine.** C'est vraisemblablement pour cette raison que le président Trump multiplie les déclarations sur le fait que le dollar est trop fort et sur la supposée manipulation du taux de change par la Chine, le Japon ou encore l'Allemagne.

Évidemment, toutes les devises ne réagiront pas de la même façon aux politiques de la nouvelle administration américaine. Avec la politique de ciblage de taux 10 ans à zéro de la BoJ, toute montée des taux américains élargirait l'écart de taux et jouerait à la hausse sur la parité USD/JPY. Le yen souffrirait donc vraisemblablement d'une politique budgétaire agressive aux États-Unis. Cela est un peu moins vrai dans le cas de l'Europe où il existe des raisons de voir les taux longs remonter mais où il faut aussi compter avec un risque politique élevé avec les élections qui arrivent. De leur côté, le **dollar canadien** et le **peso mexicain** resteront sous pression un bon moment avec les vellétés de revoir le traité de libre-échange nord-américain (ALENA). Mais ce n'est pas le seul facteur. Concernant le Canada, la morosité de l'économie et la faiblesse de l'inflation pourraient inciter la banque centrale à se montrer encore plus accommodante, ce qui devrait renforcer le décalage cyclique avec les États-Unis. Quant au Mexique, des difficultés propres comme le recul de la production pétrolière et la hausse des pressions inflationnistes associée à une baisse de la croissance, exerceront aussi des pressions baissières sur la devise.

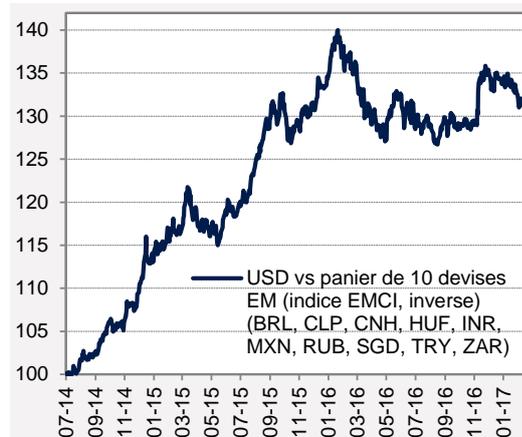
Concernant les pays émergents, ce sont les devises asiatiques qui devraient le plus souffrir de l'administration Trump, car l'Asie concentre les économies les plus exposées aux échanges commerciaux, qui justement exportent des produits manufacturés. Depuis le début de son mandat, Donald Trump montre que le protectionnisme n'est pas seulement un argument de campagne, mais le cœur même de son programme politique : en abandonnant



Le dollar est déjà l'une des devises les plus surévaluées du monde



3 USD vs panier de devises émergentes (01/07/2014 = 100)



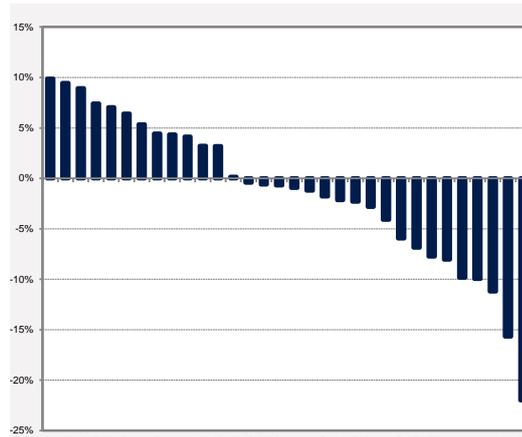
Source : Bloomberg, Recherche Amundi



Le dollar canadien et le peso mexicain resteront sous pression un bon moment



4 Sur/sous-évaluation de devises selon les modèles Amundi



Source : Recherche Amundi



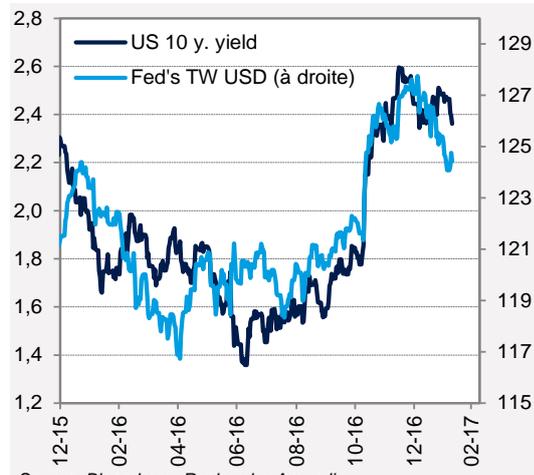
Février 2017

l'accord du Partenariat transpacifique (TPP) dès sa prise de fonction, puis en évoquant la renégociation de l'ALÉNA, Donald Trump a clairement montré au monde entier qu'il fera en sorte que le commerce mondial s'affaiblisse. Cette perspective n'est clairement pas favorable aux marchés asiatiques, car depuis longtemps la demande extérieure est leur principal moteur de croissance. Par conséquent, ces économies devraient moins bénéficier de la croissance américaine. Même si l'ensemble de la région peut être malmené, nous pensons que **le won coréen (KRW)** pourrait être l'une des devises les plus pénalisées, car Donald Trump a expressément critiqué l'accord bilatéral de libre-échange entre la Corée du Sud et les États-Unis. Compte tenu de ses récentes interventions, il faut s'attendre à ce que cet accord soit modifié. Tel pourrait être le cas, même si nos modèles montrent que le KRW est sous-évalué, peut-être en partie en raison de la crise politique qu'a connue le pays en 2016. Nous avons également une vision négative du **peso philippin (PHP)** et du **baht thaïlandais (THB)**, car le pays est fortement exposé aux États-Unis (voir graphique 6).

La Chine est l'un des principaux partenaires commerciaux des États-Unis ; par conséquent, si des restrictions commerciales sont mises en place, elles devraient affecter toute la région en raison des liens commerciaux étroits entre la Chine et les économies asiatiques. De plus, une diminution des échanges commerciaux entraînerait de nouvelles pressions baissières sur le CNY qui est, selon nos modèles, la devise la plus surévaluée parmi les principales économies. Les autorités chinoises ont réussi à éviter que leur devise ne connaisse des mouvements brutaux malgré d'importantes sorties de capitaux en 2016 (des mesures comme des contrôles de capitaux et le recours aux réserves de change ont été largement utilisées). Mais sous la présidence de Donald Trump, les risques baissiers ont certainement augmenté pour le CNY en raison d'éventuels différends dans la relation commerciale des deux pays, mais aussi de l'évocation de la manipulation de la devise. Par conséquent, **les risques baissiers du CNY nous semblent élevés**. Et une dépréciation désordonnée du renminbi serait sans aucun doute très néfaste pour les devises asiatiques. Mais pas seulement. Pour l'ensemble des devises émergentes. Ces 20 dernières années, l'importance de la Chine dans les relations commerciales des marchés émergents a fortement augmenté et elle s'étend maintenant bien au-delà du groupe des pays asiatiques. Comme nous l'avons récemment montré (« *Le renminbi, nouvelle pierre angulaire des devises émergentes* », B. Drut, R. Fortes, Cross Asset Investment Strategy, juillet 2016), depuis la dévaluation d'août 2015, le CNY est devenu la principale devise de référence pour plusieurs devises émergentes. Autrement dit, la moindre fluctuation du CNY a depuis un plus fort impact sur la trajectoire de ces devises.

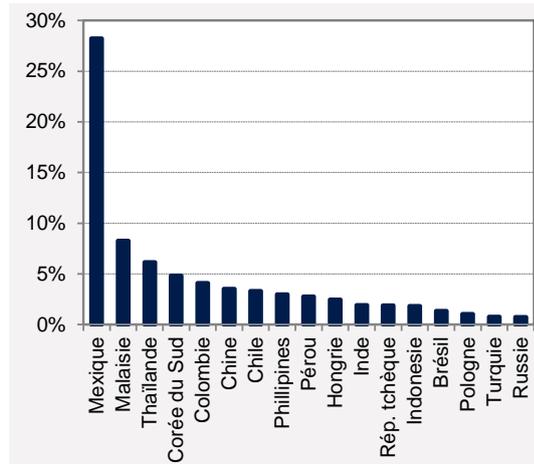
Cela renforce sans aucun doute les risques baissiers pesant sur un scénario déjà compliqué pour les devises émergentes : 1) ces économies pourraient s'adapter à un nouvel environnement marqué par un repli (possible) des échanges commerciaux mondiaux, surtout celles axées sur la production manufacturière ; 2) étant donné le degré élevé d'incertitude politique et géopolitique, ce qui est peu favorable aux actifs risqués et 3) le durcissement de la politique monétaire aux États-Unis pourrait entraîner des sorties de capitaux de ces économies, notamment celles dont la balance extérieure est moins solide (telles que le peso colombien (COP), le rand Sud-Africain (ZAR) et la lira Turquie (TRY)) (voir graphique 7) et dont la devise est déjà chère, comme le réal brésilien (BRL). Cela dit, il est important de souligner que compte tenu de la baisse des perspectives d'inflation pour le Brésil, son taux d'intérêt réel est particulièrement attractif, ce qui constitue un facteur de soutien pour la devise. C'est également le cas pour la Russie. De plus, une activité économique robuste et des prix du pétrole plus élevés rendent le rouble (RUB) intéressant. Dans l'ensemble, nous continuons de penser que la tendance des devises émergentes dépendra en grande partie des caractéristiques individuelles de chaque pays et, notamment, de leurs fondamentaux macroéconomiques.

5 US 10 y. yield vs Fed's TW USD



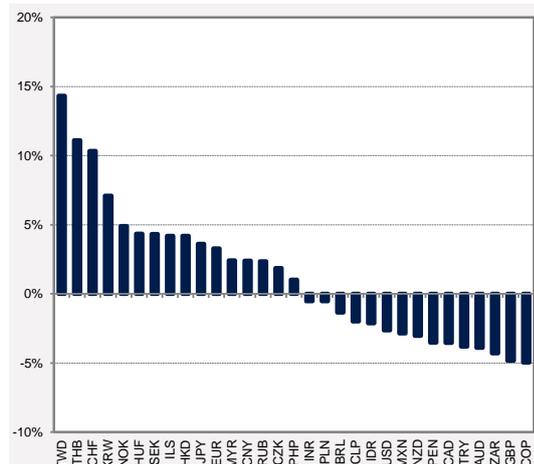
Source: Bloomberg, Recherche Amundi

6 Exportations aux États-Unis (en % du PIB)



Source : Datastream, Recherche Amundi

7 Compte courant (% du PIB)



Source : Datastream, Recherche Amundi



4 Points morts d'inflation et taux nominaux : analyse des pressions haussières actuelles et à venir

BASTIEN DRUT, *Stratégie et Recherche Économique*

Les taux longs ont fortement augmenté après les élections américaines. L'une des raisons communément invoquées pour expliquer ce mouvement a été l'idée que les mesures qu'adoptera la nouvelle administration américaine allaient stimuler à la fois la croissance et l'inflation (plan d'investissement en infrastructure, baisses d'impôts, diminution de la régulation). En parallèle de ce mouvement, nous avons notamment assisté à une réévaluation des anticipations de *fed funds* et la pression médiatique pesant sur la BCE s'est fortement accrue. Par ailleurs, il faut souligner que ce mouvement de remontée de taux longs a coïncidé avec la remontée des indices d'inflation dans la plupart des pays développés. **Plusieurs facteurs sont donc derrière la remontée des taux longs et nous nous proposons dans ce texte d'essayer de les démêler et d'analyser finement les dernières évolutions de taux longs pour les marchés obligataires américains et européens.**

L'inflation (totale) et les points morts d'inflation sont à la hausse

Les points morts d'inflation, différence entre les rendements des obligations nominales et des rendements des obligations indexées à l'inflation de maturité équivalente, ont nettement monté depuis septembre 2016, qu'il s'agisse de la zone euro ou des États-Unis, alors qu'ils se trouvaient à des niveaux très bas. Théoriquement, les points morts d'inflation peuvent être décomposés en la somme des anticipations d'inflation des intervenants de marché et d'une prime de risque d'inflation (voir encadré). Le point mort d'inflation 10 ans américain s'est dernièrement approché de 2,10 %, niveau qui n'avait plus été observé depuis septembre 2014. Le point mort d'inflation 10 ans allemand est, lui, passé d'environ 1 % en octobre à seulement 1,30 % actuellement. La faiblesse des points morts d'inflation en zone euro par rapport aux États-Unis s'explique en bonne partie par la persistance de la déviation de l'inflation réalisée par rapport à la cible de 2 % plus forte, qui a vraisemblablement entraîné la prime de risque d'inflation nettement en territoire négatif.

On considère généralement que les anticipations d'inflation de long terme mesurées dans les enquêtes de prévisionnistes professionnels (SPF, « *Survey of Professional Forecasters* ») fournissent une ancre pour les points morts d'inflation. La dernière publication de l'enquête SPF de la Fed de Philadelphie affiche une prévision moyenne d'inflation de 2,21 % sur les 10 années à venir alors que celle de l'enquête SPF de la BCE affiche une prévision moyenne d'inflation de 1,8 % sur les 5 années à venir. **En termes de valorisation, il existe donc un plus grand potentiel de remontée des points morts d'inflation en zone euro qu'aux États-Unis.**

Généralement, le principal facteur expliquant les mouvements des points morts d'inflation est l'inflation réalisée (« *What drives euro area break-even rates?* », Working paper BCE, 2009) et donc l'évolution des prix du pétrole qui explique la majeure partie de la variabilité de l'inflation totale. Qu'il s'agisse des États-Unis ou de l'Europe, la remontée récente de l'inflation totale a essentiellement été liée à des effets de base favorables en ce qui concerne l'évolution des prix du pétrole (les prix du pétrole ont atteint leur point bas en janvier/février 2016). Cela dit, par définition, les effets de base ne durent qu'un temps et il faut s'interroger sur l'après-février 2017 (point haut des effets de base). En zone euro, la fermeture progressive de l'*output gap* et la montée des prix de l'immobilier devraient soutenir la remontée progressive de l'inflation sous-jacente au fil de l'année 2017 (voir texte de Tristan Perrier « Y aura-t-il une vraie reflation en zone euro en 2017? »). Cela devrait soutenir à un peu plus long terme la remontée des points morts d'inflation en zone euro.

Vers une politique monétaire graduellement moins accommodante de la part de la Fed et de la BCE

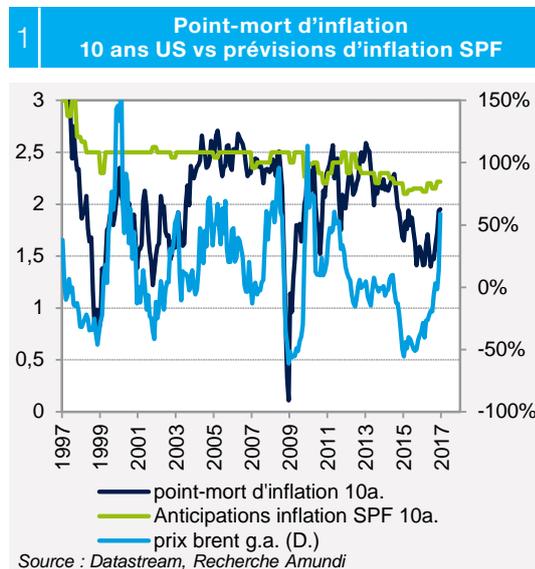
Très clairement, la remontée des anticipations d'inflation des derniers mois a été un « **game changer** » pour la Fed. La forte appréciation du dollar couplée

L'essentiel

Les taux longs ont fortement augmenté après les élections américaines.

Plusieurs facteurs peuvent expliquer ce mouvement de remontée des taux longs : mesures de stimulation budgétaire de la nouvelle administration, réévaluation des anticipations de politique monétaire, remontée de l'inflation. Nous nous proposons dans ce texte d'essayer de les démêler et d'analyser un peu plus finement les dernières évolutions de taux longs pour les marchés obligataires américains et européens.

Dans le contexte actuel de remontée de l'inflation (inflation totale dans un premier temps), il existe encore une marge de progression pour les points morts d'inflation, davantage en Europe qu'aux États-Unis. Les taux longs américains ne pourront monter de façon plus significative que si les performances économiques permettent d'accréditer une accélération du programme de *fed funds* par rapport à ce qui est pricé actuellement. En revanche, en zone euro, une évocation crédible de la fin du QE de la BCE – qui n'est pas imminente selon nous – provoquerait sans doute une nette pentification du segment 2 ans – 5 ans, avec l'anticipation de hausses de taux de la BCE dans les années à venir. Lorsque cela arrivera, le taux 2 ans pourrait remonter nettement avec l'idée que le taux de dépôt pourrait être ramené vers zéro. En revanche, les segments 5 ans – 10 ans et 10 ans – 30 ans sont déjà relativement pentus.



Février 2017

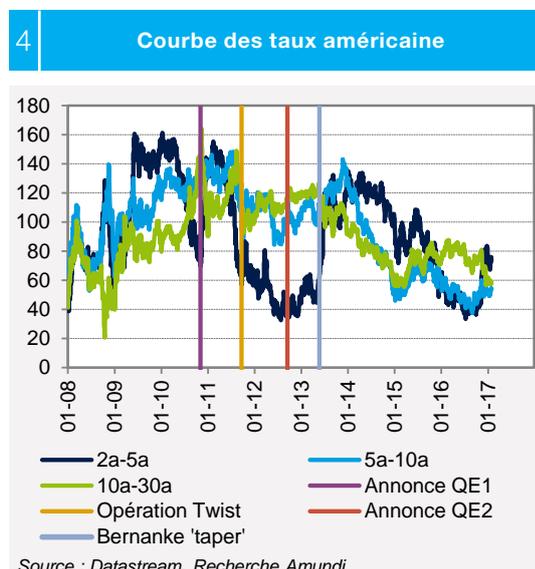
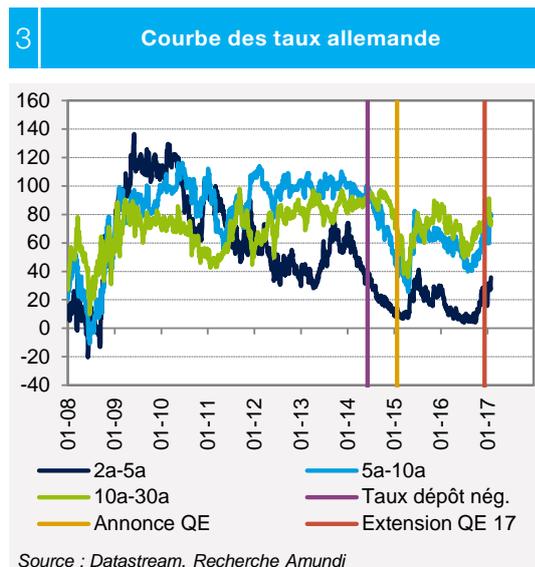
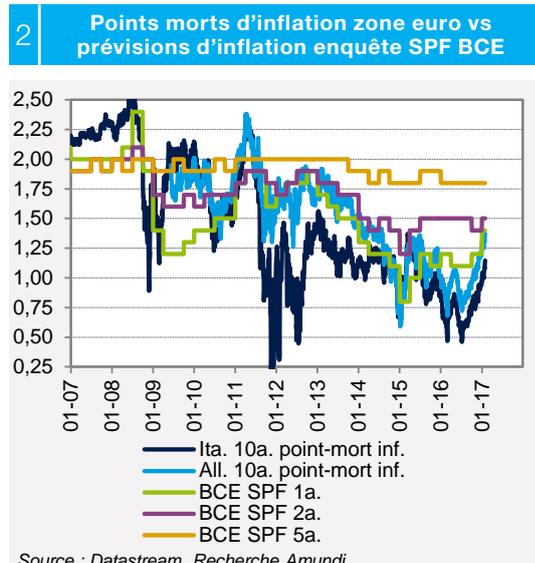
à la forte baisse des prix du pétrole à partir de la mi-2014 a fait fortement chuter l'inflation réalisée (inflation totale mais aussi inflation sous-jacente avec des effets de second tour) mais aussi les anticipations d'inflation. C'est en bonne partie cela qui avait freiné la Fed dans son cycle de resserrement de *fed funds* (voir le fameux discours de Stanley Fischer « *The Transmission of Exchange Rate Changes to Output and Inflation* », novembre 2015) et qui avait poussé les membres du FOMC à revoir à la baisse encore et encore leurs projections de *fed funds* (les « dots »). La remontée des prix des matières premières en 2016 a constitué un développement positif pour l'évolution de l'inflation et pour ses perspectives à court et moyen terme. La remontée des anticipations d'inflation de long terme, qu'il s'agisse des mesures des enquêtes ou de celles de marché, est très rassurante pour les membres du FOMC. Ce mouvement a notamment été salué par Lael Brainard, ce qui constitue un signal fort car elle est vraisemblablement le membre le plus prudent du *Board of Governors*. **La Fed va donc enfin pouvoir avoir la capacité de relever ses taux directeurs davantage comme elle le souhaite en 2017 et 2018.** À ce titre, il faut souligner que la remontée actuelle des taux longs diffère totalement de celle de 2013 (*taper tantrum*) car l'évocation de la diminution du QE par Ben Bernanke en mai 2013 avait été associée à une forte réévaluation de politique de *fed funds* et seuls les taux réels avaient grimpé. Aujourd'hui, la remontée des anticipations d'inflation libère la Fed et donc coïncide avec la réévaluation des anticipations de taux réels futurs.

En Europe, l'évolution des taux longs va continuer d'être intimement liée à l'avenir du QE de la BCE. Le 8 décembre 2016, la BCE a décidé d'étendre ce programme jusqu'en décembre 2017 à un rythme réduit (60 Mds € par mois au lieu de 80) mais cette décision n'a pas été prise à l'unanimité puisque « certains membres » du conseil des gouverneurs (dont Jens Weidmann a priori) pensent que le recours au QE ne se justifie plus avec la dissipation des pressions déflationnistes. A contrario, la majorité du conseil des gouverneurs estime que la progression de l'inflation sous-jacente est encore trop faible pour pouvoir discuter d'un coup de rabot supplémentaire au QE. La dynamique différente de l'inflation sous-jacente et de l'inflation totale va continuer à semer le trouble sur l'évolution de la politique de la BCE et les interrogations de marché tireront ponctuellement les taux allemands à la hausse.

Dans un contexte d'attente de signaux plus clairs sur une diminution encore plus marquée de la politique de QE de la BCE, une comparaison avec le *taper tantrum* américain de mai 2013 n'est pas inutile. **L'évocation par Ben Bernanke en mai 2013 d'une future diminution du QE de la Fed avait amené les marchés à revoir considérablement leurs anticipations de *fed funds* pour les années qui suivaient, ce qui avait conduit à une forte remontée de la prime de terme (voir encadré) et à une forte pentification du segment 2 ans – 5 ans. En revanche, le taux 2 ans n'avait que peu remonté (de 0,20 % début mai 2013 à 0,50 % en septembre 2013), car la probabilité d'une montée de *fed funds* dans les trimestres à venir restait faible.** En Europe, le segment 2 ans – 5 ans de la courbe allemande avait commencé à se pentifier légèrement de septembre à novembre 2016 puis s'est de nouveau aplati après le conseil des gouverneurs du 8 décembre, qui a douché les anticipations d'une fin précoce du QE de la BCE. Une évocation crédible de la fin du QE de la BCE – qui n'est pas imminente selon nous – provoquerait sans doute une nette pentification du segment 2 ans – 5 ans. En ce qui concerne le taux 2 ans, la situation est plus ambiguë que ce qu'elle était pour les États-Unis en 2013 : s'il est peu probable que la BCE remonte ses taux pour des raisons « économiques » une fois qu'elle aura indiqué un signal crédible de la fin future du QE, il est possible qu'elle remonte le taux de dépôt vers 0, car sa négativité fait également partie des mesures non-conventionnelles au même titre que le QE. En revanche, les segments 5 ans – 10 ans et 10 ans – 30 ans sont déjà relativement pentus dans le cas de l'Allemagne.

Conclusion

Dans le contexte actuel de remontée de l'inflation (inflation totale dans un premier temps), il existe encore une marge de progression pour les points morts d'inflation, davantage en zone euro qu'aux États-Unis. Les taux longs américains ne pourront monter de façon plus significative que si les performances économiques permettent d'accréditer une

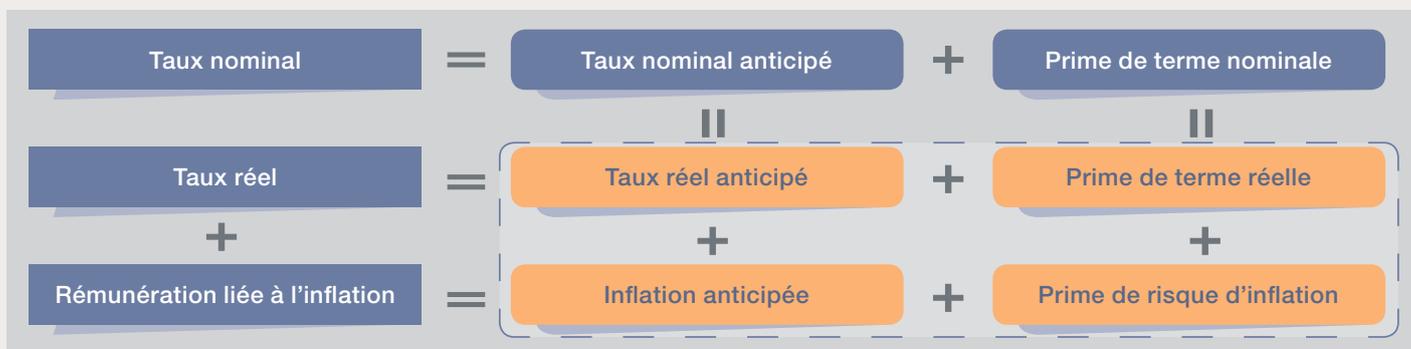


Février 2017

accélération du programme de *fed funds* par rapport à ce qui est pricé actuellement. En revanche, en zone euro, une évocation crédible de la fin du QE de la BCE – qui n’est pas imminente selon nous – provoquerait sans doute une nette pentification du segment 2 ans – 5 ans, avec l’anticipation de hausses de taux de la BCE dans les années à venir. Lorsque cela arrivera, le taux 2 ans pourrait remonter nettement avec l’idée que le taux de dépôt pourrait être ramené vers zéro. En revanche, les segments 5 ans – 10 ans et 10 ans – 30 ans sont déjà relativement pentus.

La décomposition des taux longs

De très nombreuses décompositions des taux longs nominaux existent et de nouvelles méthodologies apparaissent régulièrement dans les milieux académiques. La décomposition la plus populaire des taux longs nominaux est de considérer les taux longs nominaux comme la somme de l’anticipation des taux courts nominaux à venir (taux risque neutre) et d’une prime de terme, censée rémunérer l’investisseur du risque lié à l’incertitude des taux courts dans le futur. Une autre façon de voir les choses est de considérer que les taux longs nominaux équivalent à la somme de taux longs réels et d’une rémunération liée à l’inflation. Chacune de ces deux composantes peut elle-même être décomposée en la somme de sa composante anticipée et d’une prime de risque spécifique. Le schéma suivant synthétise les différentes représentations.

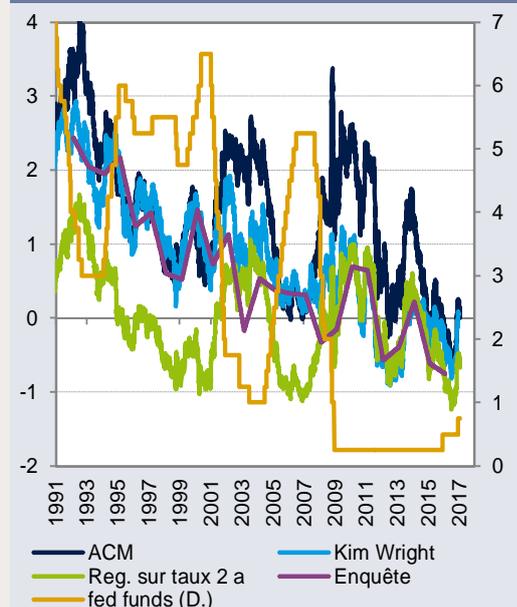


La décomposition des taux longs en ces différentes composantes n’est pas chose aisée, notamment car certaines d’entre elles ne sont pas directement observables. Typiquement, on ne connaît pas précisément la moyenne des taux courts sur les 10 ans à venir et on ne connaît pas non plus précisément la prime de risque liée à l’inflation. **Une grande précaution est de mise lorsque l’on manipule les concepts de prime de terme ou de prime de risque d’inflation** car le passage d’un modèle à un autre peut aboutir à des conclusions complètement opposées (Chernov et Mueller montrent qu’on peut expliquer que la prime de risque d’inflation est positive ou négative selon la modélisation adoptée, « *The term structure of inflation expectations* », 2012, Journal of Financial Economics).

En particulier, il existe de nombreuses façons de calculer la prime de terme (sous-entendu prime de terme nominale). Pour rappel, la prime de terme est censée rémunérer l’investisseur du risque lié à l’évolution des taux courts dans le futur. Les deux méthodologies auxquelles les institutions internationales font le plus souvent référence sont le modèle de Kim & Wright (« *An arbitrage-free three-factor term structure model* », 2005) et celui de Adrian, Crump et Moench (ACM) (« *Pricing the term structure with linear regressions* », 2013). L’un et l’autre sont directement disponibles sur les sites internet de la Fed. Un autre modèle, ayant l’avantage de la simplicité, consiste à récupérer le résidu de la régression du taux 10 ans sur le taux 2 ans (voir par exemple Hanson & Stein (2014) et Gilchrist, LopezSalido, & Zakrajsek (2014)). **Comme on peut le voir sur le graphique, ces métriques, si elles sont corrélées entre elles, sont très différentes entre elles. Toutefois, la méthode de Kim & Wright est celle pour laquelle la variable « moyenne des taux courts anticipés » qu’elle permet de construire est la plus proche des enquêtes réalisées auprès des prévisionnistes professionnels.**

Un durcissement monétaire se traduit-il nécessairement par une montée de la prime de terme? Rien n’est moins sûr. **Lors des cycles de resserrement de fed funds de 1999/2000 et 2004/2006, la montée des taux directeurs a coïncidé avec une diminution de la prime de terme.** Durant cette période, lorsque la Fed remontait ses taux, les investisseurs exigeaient une prime de terme car le risque lié à une éventuelle future baisse des taux courts diminuait. Les politiques monétaires non-conventionnelles de la Fed ont ensuite conduit à compresser la prime de terme sur la période mi-2011 à mi-2013, et notamment jusqu’au *taper tantrum* de mai 2013, lors duquel, la prime de terme américaine s’est normalisée. Les politiques de QE et de *forward guidance* avaient éliminé l’anticipation que des hausses de taux directeurs pouvaient intervenir à court et moyen terme, et de ce fait avaient éliminé le besoin pour les investisseurs d’exiger une prime de terme.

Plusieurs mesures de la prime de terme 10 ans aux États vs taux fed funds



Source : Datastream, Recherche Amundi

5 Marchés du crédit : quel positionnement après la victoire de D.Trump ?

VALENTINE AINOUS, *Stratégie et Recherche Économique*

L'année 2016 a été une année remarquable pour les marchés du crédit. Les performances des obligations d'entreprises ont été fortement positives par rapport aux emprunts d'État de référence: US HY (+16 %), Euro HY (7,6 %), US IG (4,7 %) et Euro IG (2,4 %). Aux États-Unis, les secteurs liés à l'énergie ont très nettement surperformé grâce au redressement des prix du pétrole. En zone euro, le programme de rachat d'obligations privées (CSPP) de la BCE a changé les règles du jeu et les titres éligibles à ce programme ont très nettement surperformé. Les attentes des investisseurs pour 2017 sont beaucoup plus limitées: le niveau actuel des *spreads* est beaucoup plus bas que celui offert au début de l'année 2016. Dans ce contexte, quels sont les segments des marchés du crédit que nous devons privilégier ?

L'environnement mondial de croissance faible reste favorable au marché du crédit

États-Unis: la politique mise en œuvre par l'administration de Donald Trump devrait prolonger le cycle. Nous n'anticipons pas une accélération de la croissance américaine.

- La croissance mondiale demeure faible. La divergence entre la politique monétaire des États-Unis et celles des autres économies développées n'a jamais été aussi importante. Plus de la moitié des encours de dette souveraine offre un taux inférieur à 1 %. Ainsi, une hausse des taux américains se traduirait inmanquablement par des pressions sur le dollar.
- L'économie américaine approche de la fin du cycle d'expansion (plein emploi, endettement élevé des entreprises...). Le PIB a progressé de 1,6 % en 2016. Ce niveau est proche de la croissance potentielle de l'économie qui se situerait autour de 1,5-2,0 % contre une moyenne de 2,5 % avant l'entrée dans la crise. Dans ce contexte, une augmentation de la demande pourrait se heurter à des contraintes de capacités ce qui impliquerait une augmentation des taux pour contenir l'inflation. À ce niveau du cycle, le potentiel d'accélération de la croissance sans risque de surchauffe est limité.

L'élection de Donald Trump a été accueillie très positivement par les marchés et a provoqué une hausse des anticipations d'inflation et des taux longs. Le 10 ans américain évolue désormais aux alentours de 2,5 % après avoir touché un plus bas à 1,4 % en 2016. Nous anticipons une croissance du PIB de l'ordre de 2 %, des taux longs à 2,6 % à l'horizon fin 2017 et deux hausses de 25 points de base des taux Fed Funds au cours des 12 prochains mois. Par ailleurs, le réinvestissement des titres du Trésor arrivant à échéance détenus par la Fed continuera de peser sur les taux longs. L'ensemble de ces paramètres restent favorables aux marchés du crédit dollar.

Zone euro: la reprise économique devrait se poursuivre en 2017. Les derniers indicateurs économiques publiés, meilleurs qu'attendu, confirment ce scénario. L'inflation a fortement accéléré en décembre à 1,1 %. Ce taux est le plus élevé depuis trois ans. Mais la hausse de l'inflation est essentiellement imputable à un effet de base lié à la remontée du prix de l'énergie. Cet effet de base s'essouffera dans le courant de 2017 avec la stabilisation du prix du pétrole que nous anticipons. Nous ne croyons pas à une hausse durable de l'inflation. Par ailleurs, l'inflation sous-jacente reste faible à 0,9 % avec toujours de fortes disparités entre les économies de la zone euro (Allemagne: 1,2 % et l'Italie: 0,4 %).

D'ailleurs, ces différences importantes entre les États membres se traduisent par une divergence de point de vue au sein des membres du conseil des gouverneurs de la BCE. Deux camps s'opposent :

- Ceux (surtout l'Allemagne) qui militent pour un arrêt du QE. Ces pays estiment que la politique de rachat d'actifs de la BCE se justifiait face à un risque de déflation.

L'essentiel

L'année 2016 a été une année remarquable pour les marchés du crédit. Les performances des obligations d'entreprises ont été fortement positives par rapport aux emprunts d'État de référence : US HY (+16 %), Euro HY (7,6 %), US IG (4,7 %) et Euro IG (2,4 %). Nous pensons qu'en 2017, les marchés du crédit bénéficieront d'un environnement économique favorable.

De surcroît, les facteurs techniques seront toujours très favorables sur le marché Euro et devraient même s'améliorer sur le marché dollar. 2017 devrait marquer un tournant : nous anticipons un léger recul de l'endettement des entreprises américaines et un début de ré-endettement pour des entreprises européennes. Les attentes des investisseurs en termes de rendement pour 2017 sont beaucoup plus limitées : le niveau actuel des *spreads* est beaucoup plus serré que celui offert au début de l'année 2016. Notons également très forte surperformance du marché US par rapport à son homologue européen. Dans ce contexte, nous privilégions les segments qui offrent du rendement dans la zone euro (HY, financières, BBB) et le segment IG au sein du marché dollar.

“ Les marchés ont estimé que la victoire de Trump signifiait de meilleures perspectives de croissance ”

Février 2017

- Ceux qui estiment que le QE se justifie car l'inflation sous-jacente ne remonte que trop lentement.

L'Allemagne va accroître les pressions sur la BCE pour mettre fin à cette politique de taux extrêmement bas. Les relations entre les membres de la BCE risquent de se tendre cette année. Dans un tel contexte, les élections qui se profilent en 2017 aux Pays-Bas (mars), en France (avril-mai) et en Allemagne (septembre) constituent des enjeux importants et pourraient être source de volatilité. Bien que la BCE voie ses marges de manœuvre se réduire, la politique monétaire extrêmement accommodante de la banque centrale restera indéniablement un facteur de soutien important pour les marchés du crédit euro. Nous nous attendons à une remontée des taux longs dans la zone euro : le Bund 10 ans est attendu à 0,7 % d'ici la fin de l'année.

Les facteurs techniques seront un fort soutien pour les marchés du crédit en 2017

Le CSPP de la BCE demeure un facteur de soutien très fort pour les marchés du crédit euro :

- Le CSPP a atteint 59 Mds € de volumes d'achat fin janvier soit une moyenne de 1,7 Mds € par semaine. Si ce rythme reste stable, la BCE devrait ajouter au stock existant un volume supplémentaire d'environ 133 Mds € d'ici la fin de l'année 2017. Le portefeuille de la BCE devrait ainsi atteindre près de 17 % de la valeur de l'univers actuel éligible à la fin de l'année 2017. Les titres éligibles au programme de la banque centrale devraient continuer de mieux résister pendant les phases de volatilité.
- L'annonce du CSPP a joué également un rôle de catalyseur sur la demande des investisseurs privés. Les fonds et les ETF d'obligations IG en euros n'ont enregistré que 7 flux hebdomadaires négatifs depuis le 10 mars 2016.
- L'abondance de nouvelles émissions sur le marché primaire euro IG pourrait peser négativement sur les *spreads*. L'activité sur le marché primaire euro devrait rester très soutenue cette année, après avoir atteint des niveaux records en 2016. Les entreprises éligibles au CSPP encouragées par le niveau des taux ultra-bas et le fort appétit des investisseurs ont été très actives sur le marché primaire euro.
- L'offre nette sur le marché Euro HY a été négative en 2016.

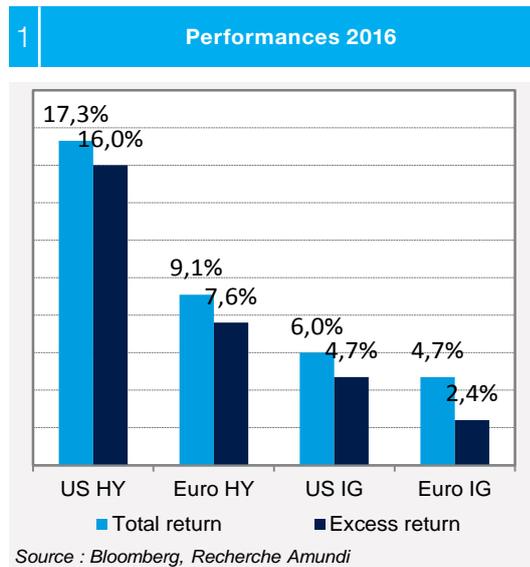
À la lumière de ces considérations, les facteurs techniques resteront un facteur de soutien pour les marchés du crédit euro IG et HY en 2017.

Les facteurs techniques des marchés du crédit dollar devraient également être orientés positivement en 2017. Après deux années record, nous estimons que le marché primaire de la dette d'entreprise libellée en dollars sera plus contenu pour les raisons suivantes :

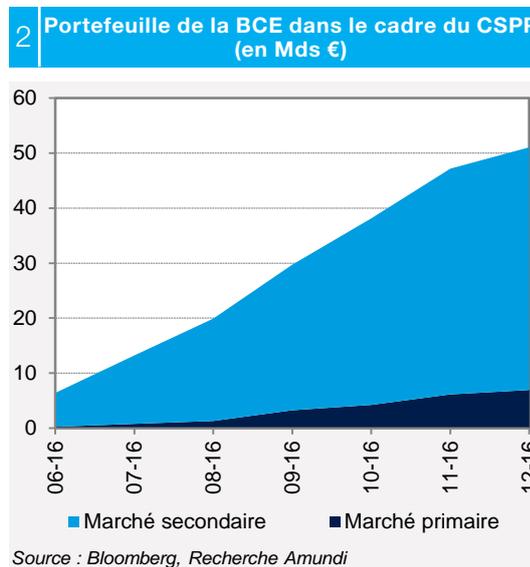
- Les entreprises motivées par une fiscalité plus attrayante pourraient rapatrier leurs liquidités détenues hors des États-Unis. Le montant est estimé à environ 2600 Mds\$.
- Le coût d'emprunt pourrait augmenter suite à (1) une réforme de la fiscalité qui supprimerait la déductibilité fiscale des paiements d'intérêts ou à (2) une hausse des taux longs.
- Le ralentissement du cycle de M. & A aux États-Unis amorcé en 2016 pourrait se confirmer en 2017.

Contrairement à nos attentes, les ventes de nouvelles émissions ont commencé l'année à un rythme très rapide sur les marchés du High Yield et de l'Investment Grade. Nous pensons que les entreprises anticipent une possible hausse des taux d'intérêt ou un changement dans la fiscalité et émettent pour pouvoir bénéficier d'une éventuelle clause « grand-père ». A priori, les volumes de nouvelles émissions devraient ralentir dans les prochains mois.

Par ailleurs, les flux vers la dette d'entreprise libellée en dollar devraient être orientés positivement cette année. Les investisseurs devraient être motivés par le rendement attrayant, le cycle très graduel de la hausse des taux et une poursuite de la stabilisation des fondamentaux des entreprises américaines. Notons qu'une hausse brutale des taux entraînerait une sortie de flux de la classe d'actifs.



“ L'offre nette de nouvelles émissions a été négative en 2016 sur le marché du High Yield ”



“ L'endettement des entreprises américaines a atteint des plus hauts historiques ”

Février 2017

Un marché primaire plus calme couplé à une solide demande de la part des investisseurs devrait contribuer à soutenir les marchés du crédit dollar en 2017.

Les entreprises américaines et européennes se situent à des étapes différentes dans le cycle de crédit

Les fondamentaux des entreprises américaines pourraient s'améliorer en 2017.

- **Le léger recul de l'endettement des entreprises américaines amorcé en 2016 devrait se confirmer en 2017.** Le rythme de croissance de la dette a diminué pour l'ensemble des secteurs de l'univers obligataire Corporate sur les 9 premiers mois de 2016 (hausse du coût d'emprunt, ralentissement du cycle de M. & A, calendrier politique...). Le levier financier pour l'ensemble des secteurs de l'économie américaine demeure cependant sur des niveaux historiquement élevés. Les entreprises américaines, encouragées par des conditions de financement exceptionnelles, se sont massivement endettées ces dernières années. Elles ont financé principalement des activités de fusions et acquisitions et des opérations de rachats d'actions. Les dépenses d'investissement se sont avérées globalement atones. Les nouvelles réformes fiscales pourraient dissuader, encore plus, les entreprises d'avoir massivement recours à la dette en supprimant la déductibilité fiscale des paiements d'intérêts.
- **La victoire de Donald Trump a changé la donne.** La politique de la nouvelle administration pourrait affecter les entreprises américaines via (1) une réforme de la fiscalité (2) une augmentation des dépenses en infrastructures et dans le domaine de la défense (3) un allègement des réglementations et (4) un durcissement de la politique commerciale.

Les secteurs gagnants :

- Le secteur financier pourrait bénéficier d'un allègement de la réglementation imposée au secteur depuis la crise de 2008. Par ailleurs, les perspectives de profit du secteur sont favorisées par les attentes de hausses des taux.
- Les entreprises liées à la construction et au BTP bénéficieront du programme de grands travaux promis par Trump.
- Le secteur de la défense : le programme du président élu prévoit d'augmenter le budget militaire des États-Unis.

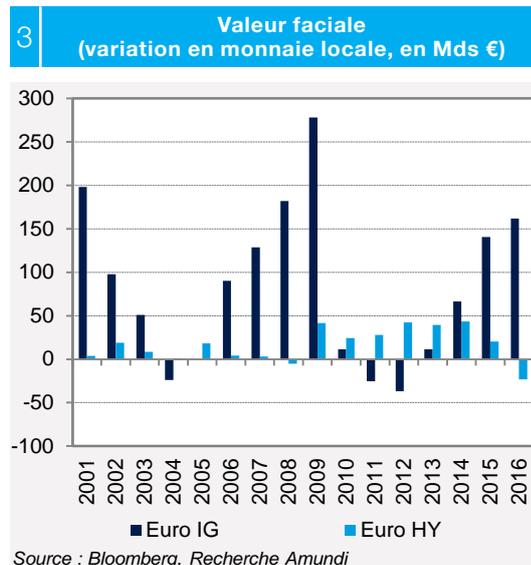
Les secteurs perdants :

- Les secteurs de la distribution, des biens électroniques et de l'automobile pourraient être affectés par la réforme fiscale. La nouvelle administration vise à relocaliser les chaînes de production sur le territoire domestique en augmentant le coût des importations. Cette réforme déstabiliserait profondément les secteurs dont les chaînes de productions sont mondiales.
- Le secteur pharmaceutique pourrait être pénalisé par une baisse du prix des médicaments.

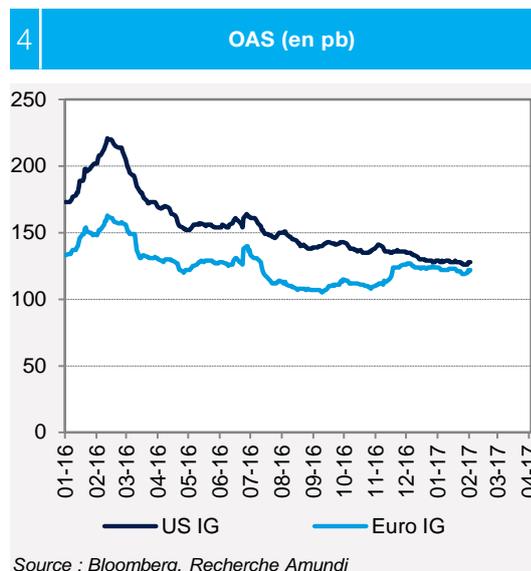
Les fondamentaux des entreprises éligibles au CSPP devraient se détériorer légèrement en 2017.

- **Les entreprises européennes sont globalement peu endettées par rapport à leurs homologues américaines.** Cette différence s'explique par la faible croissance de leurs profits depuis la crise qui les a incitées à préserver leurs cash-flows. Une partie de la dette levée a même servi à augmenter la trésorerie des émetteurs.
- **Nous avons observé très récemment une détérioration (légère) des fondamentaux des émetteurs éligibles au CSPP.** Ces émetteurs jouissent grâce à ce programme de conditions de financement exceptionnelles. Les fonds levés servent essentiellement à financer des opérations de fusions & acquisitions. Sont essentiellement concernées les entreprises du cœur de la zone euro qui bénéficient par ailleurs de bilans solides.

Le taux de défaut des entreprises américaines devrait atteindre un pic de 6 % au T1 2017, puis reculer autour de 4 % à la fin de l'année 2017. Ce cycle a été influencé par les fluctuations spectaculaires concernant les prix du pétrole.



“ Baisse du taux de défaut des entreprises américaines attendue en 2017 ”



“ La taille du marché obligataire IG a quasiment doublé depuis la crise de Lehman ”

Février 2017

Concernant l'Europe, les taux de défaut devraient rester faibles autour de 2 %. La différence entre les deux zones s'explique par la faible exposition au secteur de l'énergie et la notation moyenne élevée du HY euro (cf. Cross asset fév 2017 : *Taux de défaut des obligations à haut rendement: bilan 2016 et perspectives 2017*).

Les attentes des investisseurs pour 2017 sont beaucoup plus limitées que pour 2016

Le niveau des *spreads* en ce début d'année est beaucoup plus bas que celui offert en janvier 2016 : US IG (129pb versus 172pb), US HY (412pb versus 688pb), Euro IG (124pb versus 133pb) et Euro HY (376pb versus 533pb).

Nous changeons notre vue de positif à neutre sur le marché dollar contre le marché Euro. Les marchés du crédit US ont réagi très positivement à la remontée des prix du pétrole et plus récemment à l'élection de Donald Trump. L'écart entre ces deux marchés s'est considérablement réduit au cours des derniers mois.

Sur le marché du crédit euro :

- **Les émissions éligibles au CSPP (émetteur non-financier domicilié dans la zone euro) sont devenues faibles au regard des valeurs d'équilibre.** Nous préférons donc le segment du High Yield à celui de l'Investment Grade. Et au sein de l'univers Investment Grade nous favorisons les émetteurs financiers et BBB.
- **Par ailleurs, nous privilégions la partie courte et moyenne de la courbe.** (1) Nous anticipons une pentification de la courbe de crédit dans les prochains mois qui s'expliquerait par une remontée des taux longs (Bund à 0.7 % d'ici fin 2017). (2) Le supplément de *spread* offert par les maturités plus longues est insuffisant.

Sur le marché du crédit dollar :

- **Le potentiel de valorisation du crédit dollar s'est fortement réduit ces dernières semaines** après le fort mouvement de resserrement des *spreads* qui a accompagné la hausse des taux longs. Ce mouvement contraste avec l'écartement des *spreads* observé lors de la remontée des taux en 2013. Il est important de comprendre que la remontée actuelle des taux diffère de celle de 2013 car l'évocation de la diminution du QE par Ben Bernanke en mai 2013 avait été associée à une forte réévaluation de politique des *fed funds* et seuls les taux réels avaient grimpé. Aujourd'hui, la hausse des taux longs est soutenue par une remontée des anticipations d'inflation (cf. Cross asset février 2017 : *Des pressions haussières pour les taux longs en 2017 ? Oui, mais lesquelles ?*).
- **Nous favorisons le segment IG au segment HY.**
- **En outre, la partie longue de la courbe au sein de l'univers IG offre des opportunités intéressantes :** (1) nous n'anticipons pas une remontée significative des taux longs américains et (2) les maturités longues offrent un supplément de *spread*.



Le niveau actuel des *spreads* est beaucoup plus bas que celui offert au début de l'année 2016 ”



6 Taux de défaut des obligations à haut rendement : bilan 2016 et perspectives 2017

SERGIO BERTONCINI, *Stratégie et Recherche Économique*

2016 : un « mini-cycle » aux États-Unis, presque entièrement lié aux matières premières

À l'échelle mondiale, les taux de défaut des obligations spéculatives ont augmenté en 2016 : selon Moody's, ils ont crû de quasiment un point de pourcentage, passant de 3,5 % en décembre 2015 à 4,4 % un an plus tard. Cette augmentation a toutefois été le fruit de tendances fortement divergentes des deux côtés de l'Atlantique : le taux de défaut calculé par Moody's est passé de 3,2 % à 5,6 % aux États-Unis, tandis qu'en Europe, il est passé de 3,4 % à 2,1 % actuellement.

Comme nous l'avons déjà mentionné dans nos précédentes publications, cette divergence est surtout le résultat de deux caractéristiques spécifiques : d'une part, l'exposition élevée des obligations spéculatives américaines aux secteurs de l'énergie et des matières premières et, d'autre part, le poids plus important des émetteurs les plus mal notés (CE). En excluant les secteurs liés aux matières premières, les taux de défaut aux États-Unis ressortent bien plus en ligne avec les années précédentes et clôturent l'année 2016 à un niveau représentant moins de la moitié du taux global de 5,6 %. En outre, l'augmentation des faillites a surtout concerné les émetteurs de faible qualité, qui représentent une part plus importante des titres HY américains par rapport à leurs homologues européens. Si les taux de défaut des obligations notées BB et B avaient déjà baissé par rapport à leur plus hauts de 2016 au cours des derniers mois, ceux des titres CE américains continuent à augmenter et ont atteint fin décembre un nouveau record de court terme supérieur à 20 %, contre 8,3 % en décembre 2015. La dette notée CE représente à peine 5 % des obligations spéculatives en EUR, contre près de 15 % pour la dette en USD. Enfin, il faut aussi garder à l'esprit que les taux de défaut en Europe sont inférieurs à ceux des États-Unis à notation identique : par exemple, selon les derniers chiffres de Moody's, dans l'univers des titres notés B, les taux de défaut sont actuellement proches de 2 % aux États-Unis, et de 1,3 % en Europe.

Perspectives 2017 : nous avons appliqué des modèles de régression et prolongé nos prévisions sur les 12 prochains mois

Perspectives européennes

Comme 2016, 2017 ne devrait pas être une année marquée par une évolution prononcée des perspectives des taux de défaut en Europe, qui devraient également se stabiliser à leurs niveaux actuels (historiquement faibles) au cours des trimestres à venir. Selon les prévisions que nous avons calculées à partir de modèles de régression, le taux de défaut en Europe devrait s'établir à 1,5 % d'ici un an, un niveau très proche du chiffre de S & P (1,7 %) et assez peu éloigné de celui de Moody's, de 2,1 %. Les calculs de régression reposent sur des facteurs anticipant les défauts d'au moins un an, à savoir le distress ratio, les conditions de crédit bancaire et les indicateurs avancés macroéconomiques. Au-delà des facteurs de liquidité, de marché et macroéconomiques qui soutiennent la stabilité actuelle, d'autres forces puissantes devraient empêcher toute hausse marquée des taux de défaut en 2017. Le principal sera à coup sûr le programme CSPP de la BCE, à la fois de manière directe (une petite part des achats concerne des émissions HY assorties d'une notation IG) et indirecte via la demande solide en obligations spéculatives. En outre, compte tenu de la politique monétaire de la BCE, les coûts de financement restent historiquement bas pour les émetteurs HY. Autre facteur favorable, la reprise des opérations de fusions-acquisitions qui portent davantage sur des titres spéculatifs que sur des émetteurs de l'univers *investment grade*.

L'essentiel

Les perspectives 2017 des taux de défaut ne devraient guère évoluer en Europe en 2017. Au cours des prochains trimestres, tout comme en 2016, ces taux devraient se stabiliser à leurs niveaux actuels, qui sont faibles d'un point de vue historique. Parallèlement, 2017 devrait être une année favorable pour les taux de défaut américains : après un pic proche de 6 % en début d'année, ceux-ci devraient retomber en deçà de 4 % d'ici décembre.

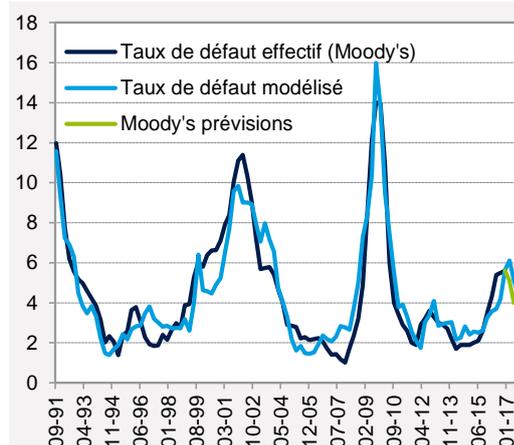
Selon notre approche de régression, qui repose sur des facteurs *top-down*, le « mini-cycle » américain, alimenté presque exclusivement par les matières premières, est proche de sa fin et les faillites devraient elles aussi retomber en deçà des moyennes à long terme.



Le taux de défaut de la dette BB européenne, qui représente plus de 70 % de l'univers, a terminé l'année 2016 à 0 %



1 Nos prévisions des taux de défaut US HY vs le taux de défaut effectif Moody's (en %)



Source : Bloomberg, Recherche Amundi

Février 2017

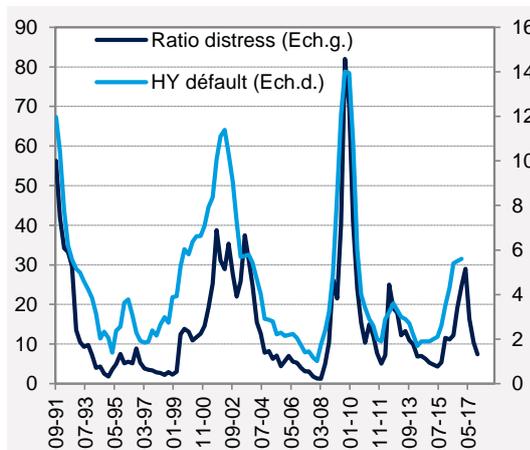
Enfin, la composition de l'univers, comme nous l'avons évoqué ci-dessus, contribue également à limiter l'augmentation des faillites : le taux de défaut des titres européens BB, qui représentent plus de 70 % de l'univers, a terminé 2016 à 0 %, alors que dans l'univers des titres américains, pénalisé par les secteurs de l'énergie et des matières premières, le taux de défaut des obligations BB a atteint seulement 1,4 %. Autrement dit, la petite proportion des titres de qualité moyenne à faible réduit la perspective d'une forte hausse des faillites en Europe.

Perspectives américaines

Contrairement aux perspectives européennes, la tendance des taux de défaut américains en 2017 devrait connaître un point d'inflexion par rapport à 2016. Ces derniers devaient en effet atteindre un pic assez rapidement avant de baisser pendant tout le reste de l'année. Les régressions menées pour les quatre trimestres à venir semblent augurer une tendance favorable : après un pic proche de 6 % au 1^{er} trimestre, les taux de défaut devraient s'affranchir de la tendance de ces deux dernières années et retomber progressivement aux alentours de 3,7 % d'ici décembre 2017. Nos chiffres sont assez proches de ceux de Moody's pour le pic de janvier (5,8 %) et le niveau de décembre 2017 (3,8 %). Le principal catalyseur de cette baisse des taux de défaut américains est le *distress ratio* (le pourcentage des obligations dont le spread est au minimum de 1 000 pb par rapport aux bons du Trésor américain) : cet indicateur anticipe les faillites d'environ 12 mois et son pic, qui a été atteint au 1^{er} trimestre 2016 (31 % du marché en USD), devrait se traduire par un pic décalé des taux de défaut au 1^{er} trimestre 2017 (le *distress ratio* est actuellement de 7 %). De même, les conditions de crédit bancaire (mesurées par l'enquête BLS de la Fed, en pourcentage des banques durcissant leurs conditions de prêt), ont atteint un pic et se sont récemment assouplies, sans connaître une évolution majeure.

Sur le plan sectoriel, ce sont les secteurs de l'énergie et des matières premières qui seront les principaux facteurs de baisse des taux de défaut : un *distress ratio* record de 75 % a été atteint en février 2015 (dette en circulation dans le secteur de l'énergie), et de 48 % dans le secteur des matériaux. À l'heure où nous rédigeons, les *distress ratios* de ces deux secteurs sont retombés respectivement à seulement 11 % et 10 %, des niveaux inférieurs à la moyenne de l'univers des titres HY américains. Si l'on s'affranchit de l'approche de régression et que l'on s'intéresse aux perspectives globales, la situation va semble-t-il s'améliorer. L'inflexion donnée à la politique budgétaire devrait être favorable aux chiffres d'affaires et aux bénéfices au cours des deux prochaines années, tout comme le léger rebond du *pressing power* des entreprises. Ces facteurs de soutien devraient compenser, voire prendre le dessus, sur la hausse des coûts de financement, malgré un niveau de refinancement légèrement plus élevé au cours des deux prochaines années : en 2017 et en 2018, 12 % des obligations spéculatives et des prêts vont arriver à maturité, alors que ces dernières années la proportion se situait entre 6 % et 9 %. La Fed ne devrait pas se lancer dans un cycle trop rapide de normalisation des taux d'intérêt, ce qui réduira les risques du côté du passif et sur les perspectives à court terme des taux de défaut.

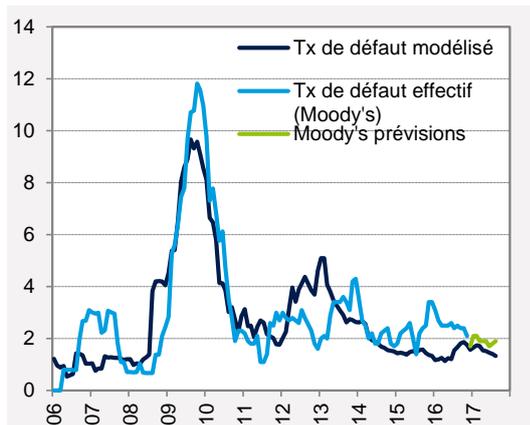
2 US HY : *distress ratio* (1 an à l'avance) vs tx de défaut, en %



Source : Bloomberg, Recherche Amundi

“ L'influence du programme CSPP de la BCE sur la demande en dettes spéculatives reste cruciale ”

3 Nos prévisions des taux de défaut Euro HY vs le taux de défaut effectif Moody's (en %)



Source : Bloomberg, Recherche Amundi

7 Investir en Chine : quelle importance ont les fondamentaux macroéconomiques à long terme ?

MO JI, *Stratégie et Recherche Économique*

Les opinions macroéconomiques claires, à rebours du consensus et portées par des convictions fortes sont de plus en plus rares, mais leur valeur est immense

Les facteurs macroéconomiques (« top-down ») influent sur les décisions en matière de construction de portefeuille. Lorsque l'on tient compte de ces facteurs, il convient de garder trois choses à l'esprit :

1. l'orientation de l'opinion macroéconomique ;
2. le calendrier et l'horizon de temps considéré ;
3. le degré de conviction.

Si vous êtes convaincu de l'orientation de votre opinion et de l'horizon de temps considéré, l'inclusion de ces facteurs dans votre décision permettra de protéger votre portefeuille contre les turbulences et lui donnera de bien meilleures chances de surperformer : en effet, nous entrons dans une nouvelle ère où il devient extrêmement difficile d'émettre des prévisions sur les facteurs macroéconomiques, notamment leur impact sur la construction de portefeuille, et donc les performances d'investissement. Les opinions macroéconomiques claires, à rebours du consensus et portées par des convictions fortes sont de plus en plus rares, mais leur valeur est immense.

L'opinion que l'on se fait de la Chine est en train de devenir une prévision macroéconomique cruciale pour l'avenir des investissements

Depuis des années, le marché est divisé en ce qui concerne la Chine. Les investisseurs qui ont adopté un point de vue baissier n'ont jamais révisé leur position, et par conséquent les positions de portefeuille sont alignées sur cette perspective.

À nos yeux, il devient de plus en plus important de se faire une opinion claire de la Chine dès à présent, car cette opinion va influencer radicalement sur les prévisions macroéconomiques mondiales des années à venir étant donné le poids de l'économie chinoise aujourd'hui (10 000 milliards USD) et demain (avec la possibilité de détrôner les États-Unis au rang de première puissance économique mondiale). La partie a déjà commencé, et selon nous, le marché ne l'anticipe pas encore.

Il est nécessaire d'adopter un point de vue sur la Chine à plusieurs horizons de placement, et ce même si vous n'y investissez pas directement.

1. Il faut avoir une opinion claire sur la trajectoire de la croissance économique chinoise. Compte tenu de la baisse du dividende démographique et de la croissance de la productivité, la Chine est de toute évidence sur la voie du ralentissement.
2. Ralentissement, oui, mais sous quelle forme ? Les implications en matière d'investissement seront différentes selon les horizons de temps. Nous pensons que cette forme sera la suivante : ralentissement, stabilisation, autre ralentissement suivi d'une stabilisation, etc. jusqu'à ce que la croissance s'établisse à son potentiel. Pourquoi cet enchaînement ? Parce que la Chine a pris des mesures de soutien économique qui retardent l'arrivée des problèmes.
3. Prochaine question : quand aura lieu la prochaine phase de ralentissement ? À notre avis, ce sera quand la bulle immobilière finira par éclater. Et quel sera l'élément déclencheur ? Selon nous, cela surviendra quand les prix immobiliers seront plus élevés que le taux de performance potentielle pour les promoteurs, d'abord dans les villes de 1^{re} catégorie, puis

L'essentiel

Les opinions macroéconomiques claires, à rebours du consensus et portées par des convictions fortes sont de plus en plus rares, mais leur valeur est immense. L'opinion que l'on se fait de la Chine est en train de devenir une prévision macroéconomique cruciale pour l'avenir des investissements. En particulier, il est important d'avoir un avis sur les tendances à long terme liées au dérèglement climatique et à la démographie en Chine.

Les investissements dans la lutte contre le changement climatique en Chine sont encore rares, en particulier sur le marché asiatique ; et pourtant, la situation devrait évoluer beaucoup plus vite que prévu compte tenu de l'aggravation de la pollution dans l'Empire du Milieu. En ce qui concerne la démographie chinoise, les marchés ne voient pas au-delà du « long terme rapproché » en considérant le dividende démographique ; cependant, les perspectives sont prometteuses à « long terme éloigné » en raison de l'assouplissement de la politique de l'enfant unique, source d'une transformation dynamique qui ne doit pas être négligée.

“ Les opinions macroéconomiques claires ont une immense valeur ”

Février 2017

de 2^e, 3^e, etc. L'éclatement de la bulle immobilière s'étendra ensuite au crédit, avant de provoquer un atterrissage forcé de la Chine, puis de l'économie mondiale. Notre scénario central anticipe un éclatement de la bulle, qui est actuellement retardé.

Par conséquent, la prévision d'une stabilisation de l'économie chinoise à court terme (2016 et 2017) engendre des opportunités d'investissement sur les marchés émergents, ainsi qu'au niveau des valeurs cycliques et du secteur des matières premières. Toutefois, en tant qu'investisseurs, nous devons être assez prudents pour repérer le moment où les prix de l'immobilier dépasseront le taux de performance potentiel offert aux promoteurs, car notre opinion à long terme n'a pas changé : la croissance économique chinoise va diminuer.

Il est important d'avoir un avis sur les tendances à long terme liées au dérèglement climatique et à la démographie en Chine

Pourquoi le dérèglement climatique ?

Depuis 2005, la Chine tente de rééquilibrer la part de la consommation au sein de son économie (jusqu'alors très tributaire des exportations), au moyen de deux plans quinquennaux. Cependant, il manque quelque chose pour limiter le potentiel de croissance : quelque chose qui fasse de la demande le premier moteur de l'économie, la demande étant alors considérée à la fois sous l'angle de la consommation et de l'investissement. Concernant l'investissement, le meilleur potentiel se trouve dans le domaine de l'environnement et de la lutte contre le dérèglement climatique. C'est pourquoi cet aspect doit absolument être pris en compte parmi les facteurs macroéconomiques qui influent sur la construction d'un portefeuille ; dans le cas contraire, l'investisseur risque de se priver d'opportunités énormes dans les thèmes liés à l'environnement, qui présentent un excellent potentiel à long terme.

On le voit tout à fait avec l'exemple du « smog » de début janvier 2017. Partie de Pékin avec un taux de particules fines PM2,5 supérieur à 500 (contre un niveau recommandé inférieur à 40), la vague de pollution s'est étendue à plus de 100 villes du pays (même Hong Kong a connu un taux de PM2,5 supérieur à 150) pendant plus de 7 jours (alors que les précédents n'avaient jamais duré plus de 4 à 4 jours), ce qui en dit long sur l'aggravation du phénomène en termes d'intensité, d'échelle et de durée. Les investissements dans l'environnement sont voués à une croissance exponentielle, car c'est la qualité même de la vie (donc la santé) des populations qui est en jeu.

Pour les investisseurs exposés à la Chine, les implications sont les suivantes : un portefeuille doit comporter un certain pourcentage d'actifs investis dans l'environnement, via des expositions directes et indirectes. La performance potentielle viendra d'abord de la Chine, qui doit s'attaquer au problème sans attendre étant donné que c'est le pays le plus confronté aux ravages de la pollution. Pourtant, les investissements sont encore très rares dans ce domaine, en particulier en Asie, bien qu'il ait été souhaitable selon nous que ceci évolue nettement plus rapidement.

Pourquoi l'évolution démographique ?

Les prévisions baissières concernant la croissance chinoise à long terme sont basées sur le recul du dividende démographique. Mais dans une perspective plus éloignée, quelle question doit-on se poser ? Il faut se demander quand le dividende démographique progressera à nouveau, et selon nous, ce sera plus tôt que le marché ne le pense puisque ce dernier n'anticipe pas cette issue à l'heure actuelle.

Il existe un début de dynamique qui peut changer la donne, mais que les marchés sous-estiment complètement : l'assouplissement de la politique de l'enfant unique. D'après le consensus initial, cette mesure ne devrait pas changer grand-chose ; et pourtant, en Chine, on constate que de plus en plus de femmes font le choix de maternités tardives (entre 40 et 50 ans), en particulier depuis 2016, et qu'elles n'ont pas l'intention de s'arrêter à un seul enfant. Elles-mêmes nées sous la politique de l'enfant unique (1980-2015), ces femmes ont souffert de la



Le thème du dérèglement climatique est sous-investi, mais cela devrait rapidement changer



L'évolution démographique est également prometteuse dans une perspective de très long terme



Février 2017

solitude et souhaitent un avenir différent pour leurs propres enfants. Le taux de natalité en 2016 (1,295 %) a atteint son plus haut niveau depuis 15 ans et le taux d'accroissement naturel de la population un plus haut sur 11 ans à 0,586 %. Si l'on considère la base de la population et la pression endogène que peut exercer l'entourage, on peut imaginer que le dividende démographique pourra de nouveau s'accroître d'ici 15 à 25 ans, c'est-à-dire aux environs de 2032-2047. C'est une issue que le marché n'anticipe pas, mais qu'il est important de prendre en compte parmi les facteurs macroéconomiques.

Conclusion

Les opinions macroéconomiques claires, à rebours du consensus et portées par des convictions fortes sont de plus en plus rares, mais leur valeur est immense. L'opinion que l'on se fait de la Chine est en train de devenir une prévision macroéconomique cruciale pour l'avenir des investissements. En particulier, il est important d'avoir un avis sur les tendances à long terme liées au dérèglement climatique et à la démographie en Chine.



Les prévisions concernant la Chine deviennent un facteur crucial pour l'avenir des investissements





Amundi Research Center
Top-down
Asset Allocation
Bottom-up
Corporate Bonds
Fixed Income



Foreign Exchange
Money Markets
Equities

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

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

Publications récentes

Working Papers

- **Portfolio optimisation in an uncertain world**
MARIELLE DE JONG — *Recherche Quantitative*
- **The Reactive Covariance Model and its implications in asset allocation**
EDUARDO ABI JABER — *Quantitative Analyst – ENSAE ParisTech* — DAVE BENICHO, *Portfolio Manager*, HASSAN MALONGO — *Recherche Quantitative*
- **On the stationarity of dynamic conditional correlation models**
JEAN-DAVID FERMANIAN — *Professor of Finance & Statistics, CREST/ENSAE* — HASSAN MALONGO — *Recherche Quantitative*

Discussion Papers Series

- **Droits de l'homme et entreprises. Comment évaluer la responsabilité des entreprises en matière de protection des droits de l'homme ?**
MARIE NAVARRE, ARNAUD PEYTHIEU — *Analyse ESG*
- **Extraction et exploitation du charbon. Vers une exclusion du secteur ou une plus grande sélectivité ?**
CATHERINE CROZAT — *Analyse ESG*
- **The emergence of the Renminbi as an international currency: where do we stand now ?**
BASTIEN DRUT — *Stratégie et Recherche Économique* — PHILIPPE ITHURBIDE — *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse* — MO JI — *Stratégie et Recherche Économique* — ÉRIC TAZÉ-BERNARD — *Conseil en allocation d'actifs*
- **Les perturbateurs endocriniens dans l'analyse ESG**
MARIE NAVARRE, AURÉLIE RENARD — *Analyse ESG*
- **IORP2: A New Regulatory Framework for Pensions**
MARIE BRIERE, LING-NI BOON — *Recherche, Stratégie et Analyse*

Spécial Focus

- **Les banques: le maillon faible de la reprise européenne**
VALENTINE AINOZ — *Stratégie et Recherche Économique* — YASMINE DE BRAY — *Analyse Actions*
- **Afrique du Sud: le contexte politique est-il responsable du ralentissement de la croissance ?**
KARINE HERVÉ — *Stratégie et Recherche Économique* — GWENDOLINE IBRE — *Stratégie et Recherche Économique*

Correspondants

Rédacteur en chef

– PHILIPPE ITHURBIDE
Directeur Recherche, Stratégie et Analyse – Paris

Rédacteurs en chef adjoints

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

Support

– PIA BERGER
Recherche, Stratégie et Analyse – Paris

– BENOIT PONCET
Recherche, Stratégie et Analyse – Paris

AVERTISSEMENT

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

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

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

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

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

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

Crédit photo: iStock by Getty Images - mfihiatt / batdelfuego99 / aiblec