

Mars 2014

Repères

- Allocation d'actifs : stratégies d'investissement d'Amundi
- Facteurs de risques
- Contexte macroéconomique
- Prévisions macroéconomiques et financières

Marchés émergents

- Bénéfices 2014 : attention à la chute des monnaies émergentes !
- Marchés de dettes émergentes : le temps de la raison

Scénario macroéconomique

- Une reprise tirée par la demande intérieure dans les grandes économies avancées
- Royaume-Uni : la reprise reste vigoureuse et devient plus équilibrée

Crédit

- Où reste-t-il des opportunités de rendement sur le marché du crédit en euro ?
- Le marché euro de la dette hybride non-financière : une alternative intéressante

Change

- Australie et Canada : économies en cours de rééquilibrage

Actions

- Marchés d'actions : faut-il envisager la formation d'une bulle ?
- Le Cloud Computing, ou comment l'histoire se répète

Sommaire

Repères

Allocation d'actifs : stratégies d'investissement d'Amundi

Page 4

La Banque centrale chinoise modifie sa politique de change... Quelles conséquences ?

On sait depuis longtemps que la Chine doit mener des réformes structurelles et souhaite libéraliser son compte de capital. Cela a des conséquences importantes pour sa politique économique. Un premier pas semble avoir été franchi au cours du mois de février, avec la dépréciation du yuan. Elle n'est pas gigantesque, mais c'est tout de même la plus forte dépréciation depuis 1994. Il faut être prêt à vivre désormais avec une lisibilité moindre de l'évolution du yuan, et à une plus grande volatilité. Mais ce n'est que le début d'un vaste changement qui conduira, à terme (plutôt éloigné), à une convertibilité, au moins partielle du yuan.

Facteurs de risque

Page 7

Contexte macroéconomique

Page 8

Prévisions macroéconomiques et financières

Page 9

Marchés émergents

1 Bénéfices 2014 : attention à la chute des monnaies émergentes !

Page 10

Les attaques contre les monnaies des pays émergents les plus vulnérables se sont multipliées récemment. Les conséquences sur la croissance mondiale devraient demeurer limitées, sauf si la Chine venait à être entraînée. Au plan microéconomique en revanche, les conséquences pourraient être plus significatives.

> FOCUS > Consommation courante : les effets devises vont s'alourdir en 2014

> FOCUS > Construction : les effets devises resteront élevés en 2014 pour les cimentiers

2 Marchés de dettes émergentes : le temps de la raison

Page 13

L'appréciation des devises vulnérables est un élément qui mérite que l'on y porte attention. Le sentiment des investisseurs est-il en train de changer en ce qui concerne les actifs émergents ? Très vraisemblablement, mais les ajustements des économies émergentes ne seront pas achevés en 2014.

Scénario macroéconomique

3 Une reprise tirée par la demande intérieure dans les grandes économies avancées

Page 17

Les signes de tassement de la croissance se multiplient. Aux États-Unis, la plupart des statistiques économiques publiées attestent d'un ralentissement au 1^{er} trimestre. Au Japon, les doutes quant à l'efficacité d'Abenomics s'accroissent. Dans la zone euro, les pressions désinflationnistes s'accroissent en dépit du redémarrage de l'activité. Enfin, dans les pays émergents – surtout ceux qui ont été les plus durement touchés par les sorties de capitaux depuis le printemps dernier – les prévisions de croissance sont revues en baisse.

4 Royaume-Uni :

la reprise reste vigoureuse et devient plus équilibrée

Le Royaume-Uni connaît, depuis début 2013, une reprise nettement plus vigoureuse que celle de la zone euro. Les chiffres du 4^e trimestre, qui ont fait apparaître un rebond de l'investissement des entreprises, ont d'ailleurs montré que cette reprise tendait à devenir mieux équilibrée. Néanmoins, le rebond britannique continue de susciter des interrogations, liée à la hausse peut-être excessive des prix immobiliers, à l'absence de reflation des salaires réels et à de mauvaises performances en matière d'exportations.

> FOCUS > Que peut-on attendre de la BoE pour 2014-2015 ?

Page 21



Crédit

5 Où reste-t-il des opportunités de rendement sur le marché du crédit en euro ?

Dans un contexte encore marqué par une forte tendance à la quête de rendement, nous avons procédé à une vérification du potentiel en valeur relative des principaux titres européens générant un rendement élevé. Parmi les emprunts d'État de la périphérie, les obligations d'entreprise IG de la périphérie et les obligations HY, des situations différentes se dessinent au niveau des échéances courtes et éloignées.

Page 24

6 Le marché euro de la dette hybride non-financière : une alternative intéressante

Le marché de la dette hybride non-financière euro est en pleine explosion (+100 % en 2013). Le stock de dette atteint aujourd'hui plus de 40 Mds € (dont 11 Mds € de dette spéculative). La demande reste forte en 2014.

Page 26

Change

7 Australie et Canada : économies en cours de rééquilibrage

L'Australie et le Canada ont connu une période de forte croissance lors des années 2000 grâce à un boom des activités relatives aux matières premières.

Page 29

Actions

8 Marchés d'actions : faut-il envisager la formation d'une bulle ?

Il est probable que les taux longs remontent progressivement et que le marché des actions poursuive sa hausse avant que la Fed ne finisse par durcir sa politique monétaire, estimant la croissance soutenable et l'inflation trop forte.

Page 32

9 Le Cloud Computing, ou comment l'histoire se répète

Le cloud computing permet essentiellement de mutualiser des ressources informatiques, combinant des architectures informatiques des années soixante avec les capacités de transmission d'aujourd'hui.

Page 35



Allocation d'actifs : stratégies d'investissement d'Amundi

La Banque centrale chinoise modifie sa politique de change... Quelles conséquences ?

PHILIPPE ITHURBIDE, *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse – Paris*

Les troubles que connaissent les marchés émergents trouvent leur origine dans des facteurs exogènes comme la fin du *quantitative easing* aux États-Unis, les craintes de remontée des taux longs, mais aussi dans des facteurs endogènes : une inflation parfois trop élevée, des comptes courants dégradés, une plus grande vulnérabilité financière, un excès de crédit, un ralentissement économique, l'absence de flexibilité... S'il est un pays qui a conservé des marges de manœuvre, c'est bien la Chine, mais l'ampleur des problèmes structurels inquiète par ailleurs. Sont souvent évoqués le *shadow banking*, les créances douteuses, le repli de la croissance économique...

Jusqu'ici la politique économique chinoise avait pour objectif principal de favoriser une forte croissance, quasiment à n'importe quel prix (croissance non équilibrée, pollution...). Cette politique s'est traduite par un excès de crédit et de dette, et l'utilisation d'emplois à faible valeur ajoutée. La conséquence a été le déclin de la productivité, la hausse des salaires (désormais plus élevés qu'en Thaïlande, au Vietnam ou au Mexique), la baisse de la croissance potentielle et de la croissance.

Deux questions de fond ont récemment émergé :

- **Quel sera le point d'atterrissage de la croissance du PIB ?** Comment réduire l'excès de crédit et le poids du *shadow banking*, comment améliorer la confiance dans le système bancaire, comment atténuer les risques d'éclatement de la bulle du crédit... ?
- **Pourquoi continuer à accompagner une appréciation graduelle d'une devise qui n'est plus vraiment surévaluée, et dans un pays qui vient de subir de plein fouet une nouvelle perte de compétitivité via le change ?** Depuis le mois de mai 2013, de nombreuses devises émergentes se sont fortement dépréciées contre USD et contre CNY.

Depuis deux semaines, nous assistons à une dépréciation régulière du yuan, ce qui tranche singulièrement avec la situation qui prévaut depuis mai 2010. La dépréciation du yuan par rapport au dollar écrit le 3 mars 2014 peut paraître de faible ampleur (1,3 % entre le 17 février et le 28 février) mais c'est la plus forte dépréciation depuis la grande dévaluation de 1994 !

Comment interpréter cela ?

Selon la vision négative, il s'agirait de la conséquence inévitable de problèmes structurels majeurs, la Chine abandonnant définitivement sa politique de change actuelle, non soutenable et contre-productive. La décision de la Chine de laisser le yuan se déprécier n'est-elle pas également une réponse à la très forte dépréciation du yen japonais (on a tous en mémoire les critiques à peine voilées du premier ministre chinois à l'encontre de l'Abenomics), puis à la très forte dépréciation de nombreuses devises émergentes, notamment asiatiques, et plus particulièrement des compétiteurs directs (une forme de guerre des monnaies, en somme).

Selon la vision plus positive, ce revirement serait « simplement » lié à la préparation de l'ouverture du compte de capital. Selon cette vision, la dépréciation actuelle du yuan n'aurait donc rien à voir avec de quelconques prémices d'une guerre des changes en Asie.

Les autorités chinoises prévoient de procéder à la libéralisation graduelle du compte de capital (annonces du 12^e plan quinquennal) et de rendre plus flexible l'évolution de la devise, afin de favoriser, à moyen terme, une certaine

L'essentiel

On sait depuis longtemps que la Chine doit mener des réformes structurelles et souhaite libéraliser son compte de capital. Cela a des conséquences importantes pour sa politique économique. Un premier pas semble avoir été franchi au cours du mois de février, avec la dépréciation du yuan. Elle n'est pas gigantesque, mais c'est tout de même la plus forte dépréciation depuis 1994. Il faut être prêt à vivre désormais avec une lisibilité moindre de l'évolution du yuan, et à une plus grande volatilité. Mais ce n'est que le début d'un vaste changement qui conduira, à terme (plutôt éloigné), à une convertibilité, au moins partielle du yuan. Pour l'heure, la volonté de la Chine est de décourager les entrées de capitaux à risque de change nul, qui poussent à une appréciation supplémentaire du yuan.

Cela ne modifie pas en profondeur notre allocation d'actifs, qui reste globalement « risk on », mais avec des bêtas moindres (actions), ou une durée un peu plus longue désormais (dette souveraine euro). Nous attendons encore pour de meilleurs niveaux d'entrée sur les marchés émergents (actions et dette), et notre préférence va aux actions européennes et aux obligations de la zone euro, en tête des pays périphériques solvables.



Vers une libéralisation graduelle du compte de capital en Chine ?



convertibilité du yuan (sans doute partielle, régionale). Jusqu'à présent, la Banque centrale chinoise (PBoC) a géré l'appréciation graduelle et modérée du yuan, depuis l'abandon du « peg » contre dollar. Libéraliser le compte de capital a des conséquences majeures :

- Tout d'abord, **il devient nécessaire d'avoir une lisibilité moindre sur l'évolution du yuan** pour éviter la seule entrée de flux de capitaux qui entraînerait une appréciation de la devise, avec un impact sur compétitivité, croissance...
- Ensuite, **il est nécessaire de favoriser une plus grande volatilité du yuan.**
- Enfin, **nous allons désormais assister à des phases d'appréciation et à des phases de dépréciation**, tout ceci pour décourager les flux purement spéculatifs qui misent sur une évolution à sens unique de la devise. Comme pour le Brésil en 2000, le *crawling peg* du yuan, dangereux lorsque le compte de capital est libéralisé, a vécu.

Il faut noter le singularisme de la Chine en matière de flux de capitaux. Alors que nous assistons depuis mai 2013 à de fortes sorties de capitaux de l'ensemble des pays émergents, la Chine a tout récemment connu une accélération des entrées de capitaux. Ces flux sont d'une ampleur comparable à ceux de l'excédent commercial (USD 260 Mds en 2013). En conséquence, la Banque centrale est contrainte d'accumuler des réserves de change à un rythme extrêmement soutenu : elles ont grimpé de USD 509 Mds en 2013, record historique, pour atteindre aujourd'hui USD 3 800 Mds. En novembre dernier, le gouverneur adjoint de la PBoC avait déclaré qu'il n'était plus dans l'intérêt de la Chine d'accumuler des réserves de change. Il est d'ailleurs intéressant de noter que cette démonstration de force intervient alors que débutait la session plénière du Comité central du Parti Communiste.

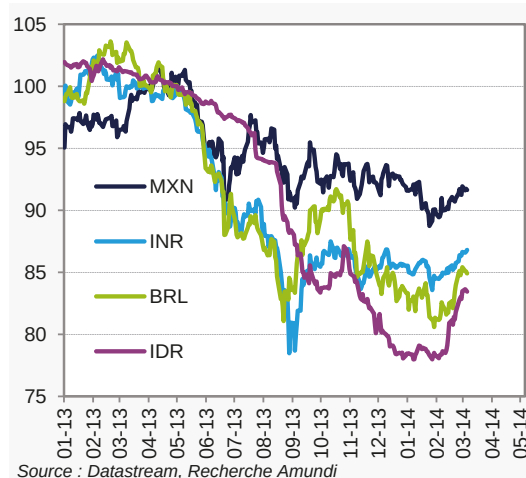
Les objectifs de la Chine sont désormais très clairs : accroître la croissance potentielle et les gains de productivité, maîtriser dette, crédit et shadow banking, et enfin rendre moins lisible l'évolution du yuan pour pouvoir libéraliser son compte de capital...

Tout ce qui se passe en Chine a une importance capitale, et ne peut laisser inactifs les allocataires d'actifs et de risque. Le changement de politique de change de la Chine, s'il se confirme, n'est pas anodin. Il éclaire d'un jour « nouveau » l'orientation de la politique économique chinoise, a des conséquences sur l'ensemble de la zone Asie, et confirme le regain de volatilité sur les devises émergentes. La libéralisation du compte de capital est un fait, mais l'existence de problèmes structurels est également indéniable. Le fait d'avoir conservé des marges de manœuvre (contrairement à l'Afrique du Sud, au Brésil ou à la Turquie par exemple) a un côté rassurant, mais cela ne suffit pas à masquer un fait incontournable : la dynamique de croissance est désormais du côté des pays « développés » et non des pays « émergents ».

Autrement dit, même si le portefeuille reste en mode *risk-on*, nous conservons une grande prudence sur les classes d'actifs dites « émergentes ». Les sorties de capitaux se sont récemment stabilisées, mais cela ne suffit pas à justifier le retour vers ces marchés. De même, la valorisation relative des actions émergentes n'est pas encore assez attractive pour justifier de nouveaux investissements. Au total, pas de changement dans notre allocation d'actifs, et nous restons sous-pondérés en marchés dits « émergents », favorisant encore les pays à faible vulnérabilité financière (excédents courants, faible endettement, fort niveau de réserves de change...).

Sur les marchés de taux, nous conservons notre préférence pour les obligations d'entreprises, et nous attendons encore avant de revenir vers les dettes émergentes. En termes de valorisation, certaines dettes émergentes sont redevenues attractives, mais globalement, il est recommandé de rester en mode *wait-and-see*, dans la perspective de signaux d'entrée. La crise ukrainienne, avec les répercussions sur la Russie et sur les devises d'Europe, la « nouvelle » politique de change chinoise, la poursuite des resserrements monétaires au Brésil... sont autant de facteurs qui incitent à la prudence à

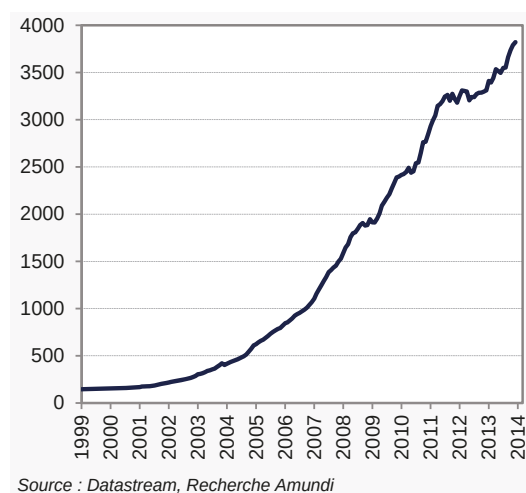
1 Évolution des devises émergentes contre le yuan (100 le 1^{er} mai 2013)



Il devient nécessaire d'avoir une lisibilité moindre sur l'évolution du yuan et d'en favoriser une plus grande volatilité



2 Chine : réserves de change (Mds \$)



court terme. C'est sans doute l'affaire de quelques mois, voire de quelques semaines. Plutôt courts en duration sur la courbe américaine, nous conservons des positions longues en Europe, notamment sur les pays périphériques de la zone euro. En ce qui concerne les pays du noyau dur, la situation actuelle plaide pour des positions neutres à longues en duration.

À noter toutefois qu'une position plus longue en duration sur les pays du noyau dur de la zone euro serait pleinement efficace et protectrice si le potentiel de baisse des taux était important. Compte tenu du niveau actuel des taux et de la diminution des tensions financières, cela n'est pas vraiment le cas, d'où la nécessaire prudence. Sur les obligations corporates, il convient de rappeler que les spreads sont étroits, les primes de crédit faibles, et la protection limitée. Le risque a augmenté, alors que la valorisation du crédit européen par rapport au crédit américain n'est plus aussi porteur qu'avant.

Sur les actions, nous restons assez constructifs, et la surpondération de cette classe d'actifs est conservée. Notre ordre de préférence est inchangé : Euro, États-Unis, Japon et actions émergentes. Ces dernières sont actuellement trop risquées, ce qui justifie une forte sous-pondération, avec néanmoins des paris important sur des pays ou zones moins vulnérables, comme le MENA. Pour les actions des pays développés, nous avons adopté des expositions plus prudentes qu'auparavant (réduction du bêta des portefeuilles notamment).

ALLOCATION D'ACTIFS PERSPECTIVES COURT TERME

	--	-	●	+	++
CASH					
Dollar US			●		
Euro			●		
OBLIGATIONS SOUVERAINES					
États-Unis			●		
Zone euro (noyau dur)			●		
Zone euro (pays périphériques)			●		
Royaume-Uni			●		
Japon			●		
Dettes émergentes		●			
OBLIGATIONS CORPORATE					
Investment Grade Europe			●		
Investment Grade US			●		
High Yield Europe				●	
High Yield US				●	
ACTIONS					
États-Unis				●	
Zone euro				●	
Europe hors zone euro				●	
Japon				●	
Émergents		●			
DEVISES					
Dollar US				●	
Euro				●	
Sterling				●	
Yen		●			
Devises émergentes		●			

(--) Nettement sous-pondéré

(-) Sous-pondéré

(●) Neutre

(+) Surpondéré

(++) Nettement surpondéré

TYPE DE PORTEFEUILLE

Portefeuilles d'actions

- Préférer les actions zone euro
- Neutre à surpondéré en actions US
- Surpondéré en actions japonaises
- Bêta du portefeuille réduit
- Conserver la couverture de change sur les positions en yen
- Sous-pondérer les pays émergents..., rester sélectif, choix pays clivant...
- Rester surpondéré Chine, MENA
- Rester sélectif sur les valeurs financières
- Rester long USD, short JPY et EUR

Portefeuilles obligataires

- Surpondération crédit, plus spécialement high yield Europe
- Rester surpondéré sur le souverain Italie, et plus modérément surpondéré en Espagne
- Rester en dehors des pays à très faibles solvabilité et liquidité
- Duration allongée sur cœur zone euro
- Dettes émergentes : rester sous-pondéré et sélectif, choix pays clivant...
- Rester sélectif sur les valeurs financières
- Rester long USD, GBP, short JPY, EUR
- Devises émergentes : sélectivité accrue. Attendre de meilleurs points d'entrée pour les devises désormais très sous-évaluées

Portefeuilles diversifiés

- Rester neutre à sous-pondéré en actions US
- Préférer les actions zone euro et les actions Japon
- Rester couvert (en change) sur position Japon
- Rester sous-pondéré actions émergentes... retour ultérieurement et sélectif
- Rester long en crédit et convertibles
- Rester sous-pondéré sur obligations souveraines des pays du noyau dur zone euro
- Rester sous-pondéré en dette émergente
- Conserver la surpondération sur le souverain italien
- Rester long USD, short EUR
- Maintenir une exposition faible au cash

Facteurs de risque

MARS

NIVEAU DE RISQUE

ÉTATS-UNIS: UNE AMÉLIORATION INSUFFISANTE DU MARCHÉ DE L'EMPLOI

Le taux de chômage a nettement reflué au cours de ces derniers trimestres, mais cela ne doit pas masquer la réalité : le chômage de long terme représente encore près de 40 % du chômage total (15 % environ avant la crise financière), le taux de participation est en fort repli (à taux de participation inchangé, le taux de chômage est inchangé depuis 5 ans), et d'autres indicateurs suivis par J. Yellen (taux de départ volontaire, taux de recrutement...) sont encore décevants. Cela sera déterminant pour le rythme d'élimination du QE et pour les anticipations de resserrement monétaire.

RISQUE MODÉRÉ



ÉTATS-UNIS: UNE HAUSSE DES TAUX LONGS RAPIDE ET DE GRANDE AMPLÉUR

Un des risques majeurs pour l'immobilier américain, les marchés d'actions et les marchés émergents réside dans la hausse des taux longs : trop rapide et trop forte, elle affaiblirait fortement ces classes d'actifs. La Fed doit absolument en maîtriser le rythme et la volatilité. Le *forward guidance* sera-t-il suffisant pour assurer la crédibilité de la politique monétaire ? Permettra-t-il d'éviter une incompréhension des marchés financiers ? C'est assurément l'un des principaux enjeux de la Fed.

RISQUE ÉLEVÉ



JAPON: L'INVESTISSEMENT RESTE ATONE

La croissance japonaise est de retour, ainsi que les profits des entreprises. Manque au tableau la reprise de l'investissement, et c'est pour cette raison notamment qu'il est bien difficile de tabler sur une accélération de la croissance. Sans elle, se poseront de nouveau les questions sur la soutenabilité de la croissance (et des marchés d'actions), ainsi que sur la solvabilité de ce pays. Le stock de dette japonaise est entre les mains des banques et des compagnies d'assurance, et le flux de dettes (financement des déficits et de la dette venant à maturité) va dans le bilan de la Banque du Japon. Le maintien de taux longs extrêmement bas rassure, mais la dette continue d'augmenter. Sans une croissance plus solide, le marché des actions est en risque... et la solvabilité du Japon se dégrade.

RISQUE ÉLEVÉ



UNE GUERRE DES CHANGES

La chute du yen a dégradé les relations commerciales en Asie. L'avantage compétitif accordé au Japon entraîne des distorsions d'autant plus fortes que de nombreux pays ont vu leur situation économique et financière se dégrader. Cela est désormais moins vrai avec la chute de nombre de devises asiatiques... mais ce n'est pas le cas de la Chine notamment. Guerre des changes, retour du protectionnisme, dévaluations compétitives restent des thèmes en puissance.

RISQUE ÉLEVÉ



ZONE EURO: LE CRÉDIT BANCAIRE RESTE EN PANNE

Le marché du crédit bancaire reste en souffrance dans les pays périphériques : crédit aux entreprises, taux de rejet des demandes de nouveaux crédits, taux appliqués au crédit des PME... Le *deleveraging* des banques et des entreprises se poursuit dans certains pays du Sud, et cela n'est pas sans conséquences sur l'emploi (les PME représentent entre 75 % et 85 % des emplois des pays de la zone euro), l'investissement, la demande interne en général, et donc la croissance. Sans intervention de la BCE, une amélioration est très peu probable à court terme.

RISQUE ÉLEVÉ



ZONE EURO: LA BCE ET LES RISQUES DE DÉFLATION

La BCE a envoyé des messages clairs il y a quelques mois : les risques de déflation font partie de ses préoccupations. Elle a plusieurs cartes entre ses mains, mais elle n'a pas vraiment (pas encore ?) activé des mesures dédiées à ces risques. Y parviendra-t-elle ? Le fera-t-elle avant que les marchés ne la jugent, une fois de plus, trop « derrière la courbe » (actions jugées trop tardives et trop timides) ? Tel est son challenge.

RISQUE MODÉRÉ



ZONE EURO: UNE REMONTÉE DU STRESS À L'APPROCHE DES ÉLECTIONS EUROPÉENNES

Début juin auront lieu les élections européennes. Il y a de fortes chances d'assister à une montée de l'euro-scepticisme. Cela ne représentera pas un danger pour l'Europe (les sondages les plus pessimistes indiquent que les eurosceptiques pourraient détenir jusqu'à 35 % des sièges), ni pour les dossiers importants et les décisions à venir, mais cela fragilisera sans doute quelques pays où ce courant gagne du terrain. À noter que les vrais anti-européens, ceux qui rejettent l'idée même d'Europe unie représentent actuellement une centaine d'euro-députés sur 751.

RISQUE MODÉRÉ



CHINE: ENDETTEMENT, FAIBLE PRODUCTIVITÉ, SHADOW BANKING, FAIBLE CROISSANCE POTENTIELLE... UN FARDEAU TROP LOURD À PORTER ?

Jusqu'ici, la Chine a recherché une croissance (forte), faisant appel à des emplois à coût réduit et faiblement qualifiés (à faible valeur ajoutée) et dont la réalisation s'est traduite par une hausse ininterrompue du crédit et, plus généralement de l'endettement privé et public. L'enjeu de la Chine est de réduire la dette (maîtriser le crédit et le *shadow banking*, réduire dette et créances douteuses), renouer avec une croissance potentielle plus forte et une plus forte productivité (ce n'est pas la démographie qui peut y aider, bien au contraire). La croissance sera désormais plus faible, mais elle doit être de « meilleure qualité ». Les salaires sont désormais plus élevés que chez bon nombre de leurs voisins et concurrents directs. La Chine a les moyens d'accompagner cette - longue - transition, mais l'enjeu et la tâche à accomplir restent néanmoins colossaux.

RISQUE MODÉRÉ



ÉCONOMIES ÉMERGENTES: UN REPLI PLUS PRONONCÉ DE LA CROISSANCE

Les économies émergentes doivent faire face i) à la fin du QE américain, ii) à des anticipations de remontée des taux longs américains, iii) à une dégradation de leurs propres fondamentaux économiques : vulnérabilité financière dans certains pays, faiblesse de la devise dans d'autres, craintes inflationnistes, excès de crédit... Le repli des devises émergentes aura un impact sur le taux de croissance des profits des entreprises des pays développés (États-Unis et Europe en tête), tandis que toute crainte sur la croissance des pays développés est également facteur de risque car elle accentue les craintes sur les économies émergentes.

RISQUE ÉLEVÉ



Contexte macroéconomique

FÉVRIER		
AMÉRIQUES		FACTEURS DE RISQUE
ÉTATS-UNIS	> Une reprise cyclique est en cours, et presque tous les moteurs devraient y contribuer en 2014. Les données décevantes depuis le début 2014 sont pour l'essentiel dues aux conditions météorologiques. La croissance du T1 s'annonce plus faible que celle du T4, mais les fondamentaux restent favorables. > Les ménages se sont désendettés et leur patrimoine a substantiellement augmenté depuis 2011. La bourse, toujours bien orientée, y contribue. En outre, avec la reprise graduelle sur le marché du travail, les salaires réels devraient progressivement prendre le relais pour soutenir la consommation. > Le taux de marge des entreprises est au plus haut, ce qui reste favorable à l'investissement en biens d'équipement qui a fortement progressé fin 2013. > Enfin, la politique budgétaire sera moins restrictive en 2014 qu'en 2013 et le climat politique s'est détendu entre démocrates et républicains. Les difficultés des pays émergents peuvent écrêter notre prévision de croissance par le canal des exportations mais cela ne change pas la donne. > Malgré le tapering, la Fed promet de conserver une politique très accommodante en 2014. L'économie a toujours besoin de taux réels faibles pour asseoir la reprise. La Fed cessera de diminuer ses achats de titres si l'économie ralentit trop ou si les conditions financières se tendent rapidement.	> Hausse rapide des taux longs > Les élections mid-term constituent une importante échéance politique (début novembre) > Baisse des marchés d'actions avec les difficultés des pays émergents
BRÉSIL	> La croissance aura finalement atteint 2,3 % en 2013. Cette performance s'appuie sur une reprise de l'investissement et une contribution positive substantielle des exportations nettes en fin d'année. Toutefois, la consommation privée se tasse. La croissance a résisté au-delà des attentes. Le Brésil aura surmonté une crise financière majeure : réaction exagérée des marchés à des fragilités largement surestimées (la solvabilité externe n'était/n'est pas en danger). > L'année 2014 s'annonce de nouveau délicate. Le budget ne pourra être abondamment sollicité et, si l'inflation semble s'assagir, la banque centrale sera contrainte de rester vigilante. Nous tablons sur une quasi stabilité du rythme de croissance (pour un potentiel estimé à 2,8 %). La croissance risque encore d'achopper sur l'insuffisance de l'offre (manque d'infrastructures et de travail qualifié).	> Une inflation résistante malgré l'ampleur déjà enregistrée du resserrement monétaire > Une révision à la baisse substantielle d'une croissance encore décevante
EUROPE		
ZONE EURO	> La croissance du T4 a légèrement surpris à la hausse (+0,3 %). L'investissement a rebondi dans plusieurs pays, mais les dérapages budgétaires continuent. > Le rebond sera conséquent en Allemagne, tiré par la vigueur de la demande interne. La France s'est nettement découplée de l'Allemagne du côté des fondamentaux. Les pays de la périphérie poursuivent leur sortie de récession. Le PIB italien a légèrement progressé au T4, pour la première fois depuis 2011. Le nouveau gouvernement italien peut être porteur de réformes très attendues. L'austérité budgétaire sera moins prononcée en 2014 et les exportations vont apporter une contribution positive. Néanmoins, la demande interne ne se rétablira que lentement et le chômage ne baissera que progressivement. Dans ces conditions, l'inflation va rester très basse. > Les pressions désinflationnistes nécessiteront probablement une action de la BCE. Toutes les options sont sur la table surtout si l'inflation, contrairement à ses prévisions, continue de ralentir.	> Inflation trop faible > Choc externe > Risque politique avec les élections européennes
ROYAUME-UNI	> La reprise s'est poursuivie au T4 (+0,7 %), devenant plus équilibrée : l'investissement des entreprises, jusqu'alors décevant, a rebondi, tandis que la consommation a décéléré. > La croissance toujours forte début 2014 permettra au chômage de baisser (7,2 % en décembre). > La BoE a modifié sa forward guidance. Elle suivra désormais un large éventail d'indicateurs, notamment l'écart entre le taux de chômage et son taux d'équilibre de moyen terme (entre 6 et 6,5 %) et le nombre de personnes travaillant à temps partiel car ne trouvant pas d'emploi à temps plein.	> Formation d'une nouvelle bulle immobilière > Hausse trop rapide des taux longs
ASIE		
CHINE	> La faiblesse du secteur manufacturier se confirme. Le PMI manufacturier HSBC flash de février recule pour le 5^e mois consécutif et se situe en zone de contraction de l'activité (48,3). Toutes ses composantes (nouvelles commandes, prix d'achat et de vente, stocks, emploi, etc.) se tassent. La faiblesse de la demande interne se confirme. Les commandes à l'exportation se replient moins que les domestiques. La demande extérieure pourrait ainsi amortir l'ampleur du ralentissement. Les autorités sont intervenues à l'été 2013 pour prévenir la décélération. En 2014, elles accorderont probablement de nouveau la priorité à la croissance au prix d'un ralentissement des réformes financières.	> Un ralentissement substantiel > Croissance des déséquilibres financiers internes
INDE	> La croissance du PIB reste inférieure à 5 %. La consommation privée et, surtout, l'investissement se replient de façon inattendue. La croissance repose donc sur le dynamisme des exportations brutes et le repli des importations. Une reprise à court terme semble peu probable. > L'inflation s'est repliée en janvier (8,8 % après 9,9 %). L'inflation sous-jacente (hors alimentation et énergie) est stable à 8,1 %. En dépit d'une croissance décevante et peu susceptible d'accélérer, la banque centrale (RBI) continuera de se concentrer sur l'inflation, conformément aux nouvelles orientations de sa politique monétaire. La RBI a relevé de 25 pb le taux des prises en pension (à 8 %).	> Des exportations décevantes malgré la dépréciation de la roupie > Une inflation toujours volatile et très élevée
JAPON	> À la veille de la remontée du taux de TVA de 5 à 8 % (1^{er} avril), la nervosité est grande. L'activité va mécaniquement se contracter au T2 après une accélération probable au T1. > La reprise reste trop liée aux dépenses publiques et pas assez à l'investissement privé. Les salaires réels reculent avec la montée de l'inflation. En revanche, l'emploi et les profits s'améliorent. > La BoJ va sans doute annoncer de nouvelles mesures de QE (fin du printemps / début de l'été). Enfin, le gouvernement va probablement annoncer des réformes structurelles (3^e flèche d'abonomics). Dans l'ensemble nous estimons que la croissance devrait se stabiliser en 2014.	> Réformes insuffisantes érodant la confiance des investisseurs domestiques et internationaux

Prévisions macroéconomiques et financières

PRÉVISIONS MACROÉCONOMIQUES

- **États-Unis**: reprise cyclique en cours. Les données récentes indiquent un ralentissement au T1 (essentiellement pour des raisons climatiques), mais les fondamentaux sont solides et la croissance va ensuite ré-accélérer. Les exportations américaines devraient être peu affectées par la crise récente dans les émergents. La part des exportations américaines vers les 5 pays les plus fragilisés (Inde, Turquie, Afrique du Sud, Brésil, Indonésie) ne représente que 6 % des exportations totales.
- **Japon**: grande incertitude compte tenu de la montée de la TVA au 1^{er} avril. Nous continuons de tabler sur une stabilité de la croissance avec un profil néanmoins très heurté (contraction du PIB attendue au T2 2014). L'évolution des salaires est la clef de la reprise, les ménages ayant vu leur pouvoir d'achat s'éroder avec la montée des prix des produits importés induite par la baisse du yen.
- **Zone euro**: croissance faible et désinflation à l'horizon.
 - Tous les pays - ou presque - afficheront une croissance positive en 2014 mais le chômage restera élevé (l'Allemagne est une exception).
 - La demande interne ne se rétablira que lentement en Espagne et en Italie.
 - Le crédit bancaire aux PME reste grippé dans les pays périphériques, freinant l'investissement.
- **Pays émergents vs. pays développés**: le bloc émergent est particulièrement fragmenté. La crise financière récente pèsera sur la croissance de certains pays mais ne constitue pas un risque systémique. Le bloc émergent devrait connaître une croissance à peu près stable en 2014, tandis que le taux de croissance des pays avancés va presque doubler.
- En dépit d'une activité ralentie, l'**Asie** reste la région la plus dynamique des marchés émergents.
- **Brésil**: l'inflation demeurera une préoccupation pour la banque centrale. Croissance déjà ternie.
- **Chine**: ralentissement de la demande interne probable. La croissance devrait se stabiliser aux environs de 7,5 % en 2014.

Moyennes annuelles (%)	Croissance du PIB réel, %			Inflation (IPC, a/a, %)		
	2013	2014	2015	2013	2014	2015
États-Unis	1,9	2,7	3,0	1,5	1,7	1,9
Japon	1,6	1,6	1,5	0,3	2,2	2,1
Zone euro	-0,4	1,1	1,3	1,3	1,1	1,2
Allemagne	0,5	2,0	1,8	1,6	1,6	2,0
France	0,3	0,8	1,1	1,0	1,0	1,2
Italie	-1,9	0,4	0,9	1,3	0,9	1,0
Espagne	-1,2	0,7	1,2	1,5	0,7	0,7
Royaume-Uni	1,7	2,2	2,2	2,6	2,4	2,3
Russie	2,0	2,2	2,5	6,5	6,0	6,0
Turquie	3,8	2,5	3,0	7,4	7,0	6,5
Chine	7,7	7,5	7,5	2,8	3,2	3,0
Inde	5,0	5,0	5,5	9,5	8,0	7,5
Indonésie	5,0	5,0	5,8	7,0	6,0	5,5
Brésil	2,3	2,2	2,5	5,8	5,5	6,0
Pays développés	1,2	2,1	2,2	1,3	1,6	1,7
Pays émergents	5,0	4,9	5,2	4,5	4,5	4,3
Monde	3,1	3,5	3,7	2,9	3,1	3,1

Source: Recherche Amundi

PRÉVISIONS DE TAUX DIRECTEURS

- **Fed**: la Fed va poursuivre sa politique de *tapering* en diminuant ses achats mensuels de 10 Mds \$ par FOMC. Pas de remontée des taux directeurs avant le S2 2015.
- **BCE**: pas de remontée des taux avant 2016 au plus tôt. Toutes les options sont sur la table si les taux monétaires remontent trop ou si l'inflation surprend à la baisse.
- **BoJ**: de nouvelles mesures d'assouplissement quantitatif sont attendues au printemps.
- **BoE**: la BoE a fait évoluer sa *forward guidance*. Deux indicateurs seront déterminants: le taux de chômage et l'importance de l'emploi à temps partiel non choisi.

	03/03/2014	Amundi + 6m.	Consensus T2 2014	Amundi + 12m.	Consensus T4 2014
États-Unis	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
Zone euro	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
Japon	0,10	0,10	0,10	0,10	0,1
Royaume-Uni	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50

PRÉVISIONS DE TAUX LONGS

- **États-Unis**: nous conservons l'idée d'une remontée des taux longs en 2014. Ce scénario est, pour le moment, contrarié par les mauvaises statistiques causées par la météo exécrable de décembre et janvier et par les risques géopolitiques (Ukraine). L'accélération de la croissance ainsi que des facteurs techniques (la baisse des achats de la Fed est plus forte que la baisse des émissions nettes) pousseront les taux à la hausse. Le traditionnel *bear-flattening*, lié à l'anticipation d'une remontée des taux directeurs, n'interviendra pas avant la mi-2014 au plus tôt.
- **Zone euro**: les taux des pays du cœur ne devraient remonter que très lentement car la croissance et l'inflation resteront faibles en 2014 et 2015. Les spreads périphériques devraient continuer à se contracter.
- **Royaume-Uni**: la bonne dynamique de croissance et la reprise graduelle du marché du travail nous font escompter une remontée des taux en ligne avec ceux des États-Unis.
- **Japon**: les taux des emprunts d'État japonais sont entièrement sous le contrôle de la BoJ: tant que le QE durera, il n'y pas de raison de les voir remonter significativement.

Taux 2 ans					
	03/03/2014	Amundi + 6m.	Consensus T2 2014	Amundi + 12m.	Consensus T4 2014
États-Unis	0,31	0,40/0,60	0,49	0,80/1,00	0,78
Zone euro	0,11	0,20/0,40	0,23	0,40/0,60	0,38
Japon	0,07	0,10/0,20	0,10	0,10/0,20	0,12
Royaume-Uni	0,61	0,40/0,60	0,75	1,00/1,20	1,07

Taux 10 ans					
	03/03/2014	Amundi + 6m.	Consensus T2 2014	Amundi + 12m.	Consensus T4 2014
États-Unis	2,61	3,00/3,20	3,11	3,40/3,60	3,39
Zone euro	1,57	1,80/2,00	2,02	2,20/2,40	2,28
Japon	0,58	0,60/0,80	0,71	0,80/1,00	0,84
Royaume-Uni	2,66	3,00/3,20	3,07	3,40/3,60	3,35

PRÉVISIONS DE CHANGE

- **EUR**: légèrement baissier sur la parité EUR/USD en raison de la faible croissance. L'euro est fort en raison de plusieurs facteurs (solde courant historiquement élevé, contraction du bilan de la BCE, entrées de capitaux), dont certains devraient s'inverser en 2014.
- **USD**: la réduction graduelle des achats de titres par la Fed et les perspectives de croissance meilleures que dans les autres pays développés soutiendront le dollar.
- **JPY**: le yen devrait continuer de s'affaiblir, notamment à cause de nouvelles annonces de la BoJ mais aussi du déficit commercial qui grandit très rapidement.
- **GBP**: modérément haussier. Les fondamentaux s'améliorent rapidement au Royaume-Uni. L'écart de taux devrait soutenir la livre.
- **CHF**: avec la politique de la BNS, les risques sur la parité EUR/CHF sont asymétriques mais la dépréciation du franc suisse sera très lente.

	06/03/2014	Amundi + 6m.	Consensus T2 2014	Amundi + 12m.	Consensus T4 2014
EUR/USD	1,39	1,30	1,33	1,30	1,3
USD/JPY	103,19	105	106	110	110
GBP/USD	1,66	1,63	1,64	1,56	1,61
USD/CHF	0,88	0,96	0,93	0,96	0,98
USD/NOK	5,98	6,23	6,15	6,32	6,2
USD/SEK	6,40	6,69	6,59	6,88	6,71
USD/CAD	1,11	1,15	1,12	1,15	1,12
AUD/USD	0,90	0,85	0,87	0,85	0,86
NZD/USD	0,84	0,80	0,82	0,80	0,81

1 Bénéfices 2014 : attention à la chute des monnaies émergentes !

 IBRA WANE, *Stratégie et Recherche Économique – Paris*

 CORINNE MARTIN, *Analyse Actions – Paris*

 LAURENT PARIS, *Analyse Actions – Paris*

Depuis la dévaluation du peso argentin, le 23 janvier dernier et le doublement des taux d'intérêt de la banque centrale turque quelques jours après, les attaques contre les monnaies émergentes les plus fragiles se sont multipliées. Compte tenu de l'ampleur des mouvements sur les taux d'intérêt et le change, **ceci ne manquera pas de rejallir sur la croissance** des pays concernés d'une part **et les résultats des entreprises** qui commercent avec ces pays d'autre part. Ce dernier point est d'autant plus sensible qu'une bonne part de l'argumentaire en faveur des actions européennes reposait sur un fort rebond de leurs profits en 2014. C'est pourquoi ce papier sera centré sur les répercussions concernant les sociétés européennes. Mais avant d'en arriver là, il faut au préalable quantifier ce que pourraient être le **périmètre**, l'**intensité** et les **répercussions** de cette nouvelle crise émergente sur la croissance mondiale.

Concernant le périmètre de cette crise tout d'abord, si tous les pays émergents ne sont pas à la même enseigne, ceux dont la monnaie a le plus décroché présentent cependant de nombreuses caractéristiques communes. Ainsi, l'Afrique du Sud, le Brésil, l'Inde, l'Indonésie et la Turquie cumulent déséquilibres de la balance courante, déficits budgétaires et une inflation moyenne de plus de 7 %. La Russie est également sous pression car si sa balance courante est positive elle se dégrade vite et l'inflation y est forte. Dans un registre plus dégradé on retrouve l'Ukraine, qui s'est embrasée au plan politique et flirte avec le défaut de paiement, ainsi que l'Argentine et le Venezuela, dont l'historique ne plaide pas en leur faveur après avoir fait, ensemble, huit fois défaut depuis les années 80. Ces neuf pays, que nous dénommerons pour simplifier les *Most Fragile* pèsent ensemble 17 % du PIB mondial à parité de pouvoir d'achat (PPA) et 34 % du MSCI Emergents. En contrepoint, la Chine d'une part, la Corée du Sud, Taïwan, le Mexique et les pays du Golfe d'autre part, dont les fondamentaux demeurent bien plus solides, n'ont pas vu leur monnaie vaciller et pèsent plus lourd avec 24 % du PIB mondial (PPA) et 53 % du MSCI Emergents.

Concernant l'intensité de cette crise, le FMI estimait en octobre dernier que le taux moyen de croissance du PIB réel des *Most Fragile* pour 2014 devait être de +3,75 %. Compte tenu des événements survenus depuis, il y a tout lieu de penser que ces estimations seront revues à la baisse en avril prochain. Pour sa part, Amundi a déjà commencé à réviser ses prévisions sur les principaux *Most Fragile*. Sous l'hypothèse que la Chine maintienne son régime de croissance aux environs de +7,5 %, la révision en baisse du PIB des *Most Fragile* serait de -0,3 %. Ces révisions s'échelonnent de -0,2 % pour l'Afrique du Sud et l'Inde, à -0,3 % pour le Brésil et la Russie et jusqu'à -0,5 % pour la Turquie, compte tenu de l'importance de ses déséquilibres et du fort relèvement de ses taux d'intérêt. Le sujet étant relativement nouveau et ne faisant pas encore consensus, nous avons testé différentes hypothèses, dont certaines nettement plus agressives.

À titre d'exemple, concernant les répercussions de la crise des *Most Fragile*, ces neuf pays pesant ensemble 17 % du PIB mondial (PPA), une révision en baisse de 1 % de leur PIB aurait un impact direct de -0,17 % sur la croissance mondiale. Par ailleurs, via le commerce international, une baisse de 1 % des *Most Fragile* entraînerait une révision additionnelle de 0,03 % du PIB mondial. Au total, une révision de -1 % des *Most Fragile* aurait donc un impact direct et indirect de -0,2 % sur la croissance mondiale. Ces données étant proportionnelles, en retenant le scénario central d'Amundi d'une révision de -0,3 % des *Most Fragile*, l'impact sur la croissance mondiale serait de -0,07 %, autrement dit quasi négligeable. En d'autres termes, sauf à prévoir un effondrement de la croissance des *Most Fragile*, (-300 pb) ou un décrochage de la Chine, la croissance mondiale devrait se maintenir au-dessus de +3 % en 2014.

L'essentiel

Les attaques contre les monnaies des pays émergents les plus vulnérables se sont multipliées récemment. Les conséquences sur la croissance mondiale devraient demeurer limitées, sauf si la Chine venait à être entraînée. Au plan microéconomique en revanche, les conséquences pourraient être plus significatives.

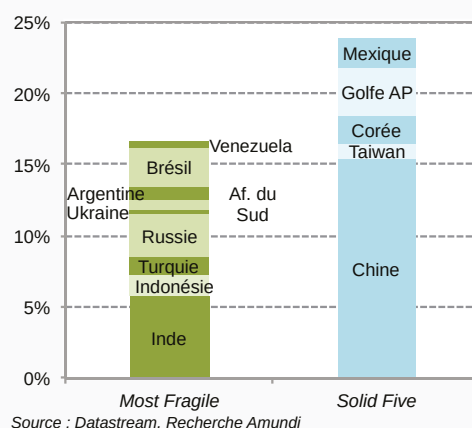
Dans le cas du MSCI Europe par exemple, 12 % du chiffre d'affaires des sociétés est exposé aux pays ayant fortement dévalué, voire près du double dans la consommation courante et les matériaux de construction. Si ceci doit conduire à plus de prudence concernant la progression des bénéfices 2014 de la zone euro, il ne faudrait pas en tirer des conclusions hâtives en matière d'allocation géographique car c'est l'ensemble des pays à monnaie forte, qui seront touchés.



Les pays les plus fragiles représentent 17 % du PIB mondial



1 PIB mesuré en PPA en % du PIB Monde



Si les conséquences macroéconomiques mondiales du ralentissement dans ces neuf pays semblent devoir être relativisées, qu'en sera-t-il du point de vue des résultats des entreprises ?

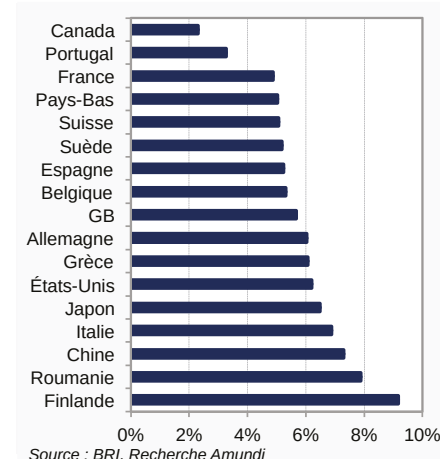
De prime abord, d'un point de vue commercial, les pays occidentaux ne semblent pas très exposés à l'égard de ces neuf pays. Ainsi, selon la **Banque des Règlements Internationaux**, le montant des exportations vers les *Most Fragile* ne représente que 5 à 7 % des exportations du Japon, des États-Unis, de la Grande-Bretagne et des principaux pays de la zone euro. Au plan microéconomique toutefois, **l'impact des *Most Fragile* est en réalité plus important**. Il y a deux raisons à cela : 1) les grandes sociétés figurant parmi les indices actions sont souvent parmi les plus internationalisées, 2) leurs flux d'échanges se résument rarement aux exportations, mais comprennent, par exemple, un volet de production local. Au total, en agrégeant les ventes des sociétés européennes couvertes par les analystes Buy Side d'Amundi, **la part réalisée sur les marchés émergents, hors Chine, s'élèverait à 24 % en 2013, dont vraisemblablement 12 %, pour les *Most Fragile***. Les sociétés ne fournissant pas plus de détails, il convient en effet d'estimer la part des *Most Fragile* au sein des 24 %. Leur poids macroéconomique et celui des autres émergents hors Chine se répartissant de façon équilibrée (respectivement 17 et 18 % du PIB mondial en PPA), nous avons retenu la moitié du total. Si la croissance mondiale n'est a priori guère vulnérable au ralentissement des *Most Fragile*, on commence à se rendre compte qu'il peut en être autrement en matières de résultats si l'exposition moyenne des ventes est de l'ordre de 12 %.

Et pourtant, bien plus que la décélération du PIB ou l'exposition des ventes, **c'est le change et notamment « l'effet transaction », qui auront un impact prépondérant sur les résultats**. Pour bien saisir cela, supposons la vente d'une tonne d'engrais pour un chiffre d'affaires (CA) de 100 et un résultat net (RN) de 10 à un pays à monnaie faible. Entre-temps, la devise de l'acheteur dévalue de 20 %. Ipso facto, le RN du vendeur se réduit de 10 à 8. Mais l'opération ne s'arrête pas là. S'il s'est engagé à livrer ses engrais à 100 en monnaie faible, il recevra 20 % de CA en moins dans sa devise. C'est donc bien « l'effet transaction » qui est le plus coûteux. Dans la réalité, les entreprises ont bien sûr des parades pour amoindrir ou reporter cet effet : les couvertures de change, l'intégration locale, les gains de productivité, les hausses de prix, etc. Quoi qu'il en soit, ces différentes parades ont des limites car, en bout de chaîne, il faut bien que le coût de la dévaluation soit supporté par l'un ou l'autre des opérateurs.

In fine, dans nos simulations, nous avons retenu un effet transaction atténué de 60 % en moyenne pour tenir compte de ces parades. Dans la pratique, il n'y a cependant pas de règle absolue car ce coefficient varie au cas par cas, d'une société à l'autre au sein d'un même secteur, voire, au sein d'une même société, d'un pays à l'autre. Pour ceux désirant aller plus loin dans l'exploration de ces mécanismes, les **deux encadrés consacrés au secteur agroalimentaire et aux matériaux de construction, élaborés par les analystes Buy Side d'Amundi** illustrent cette variété de réactions. Au final, si l'on retient une exposition moyenne des ventes aux *Most Fragile* de l'ordre de 12 % ainsi qu'une baisse moyenne des changes plus ou moins agressive de 10 ou 15 % sur l'année, la progression des résultats 2014 d'actions de la zone euro, par exemple, serait de +3 à +6 % contre +12 % dans notre estimation initiale voire +16 % selon le consensus. En d'autres termes, c'est l'effet de change et notamment « l'effet transaction » bien plus que la révision du PIB, qui pèsera sur les résultats des pays à monnaie forte. Par ailleurs, comme l'essentiel du décrochage des devises émergentes s'est produit au 2nd semestre 2013, la comparaison des résultats lors du 1^{er} semestre 2014 sera d'autant plus sévère si les parités en restent là.

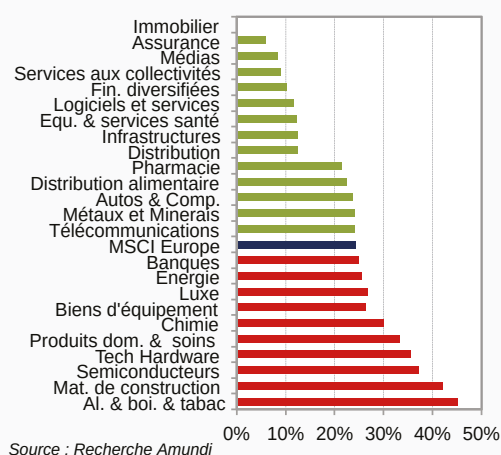
Répetons-le, il s'agit de simulations et non pas de prévisions. L'idée n'est donc pas d'inquiéter mais de faire prendre conscience des mécanismes et des enjeux liés aux changes. Dans la réalité, il conviendra d'affiner les paramètres. Au total, si ceci doit conduire à plus de prudence concernant la progression des bénéfices 2014 de la zone euro, il ne faudrait pas en tirer des conclusions hâtives en matière d'allocation géographique. Au-delà de la zone euro en effet, c'est l'ensemble des pays dont la monnaie a résisté, comme la Grande-Bretagne, les États-Unis et bien d'autres, qui seront touchés. Par ailleurs, la bonne nouvelle est que l'effet de transaction est un one-off. Ce qui veut dire que, après s'être promptement recalés comme à leur habitude, les marchés pourront repartir à la hausse.

2 Part des exportations vers les *Most Fragile* hors Ukraine



“ L'effet transaction sera le plus déterminant ”

3 MSCI Europe: % des ventes sur les émergents hors Chine



> Consommation courante : les effets devises vont s'alourdir en 2014

CORINNE MARTIN, *Analyse Actions - Paris*

Ce secteur recouvre la fabrication de produits alimentaires, les boissons et les tabacs. La dynamique démographique des pays émergents – croissance de la population combinée à l'émergence d'une classe moyenne – constitue le moteur de croissance principal des groupes du secteur qui ont investi depuis des années sur ces marchés. Le corollaire de cette forte exposition aux pays émergents (près de 50 % des ventes) est de supporter la volatilité des devises.

Le mouvement de dépréciation des devises amorcé au 2nd trimestre 2013 a fortement amputé les profits de ces groupes l'an passé – en moyenne entre -4 et -5 %. Mais la poursuite et la généralisation de ces dévaluations constituent un risque majeur pour les résultats 2014, encore aujourd'hui sous-estimé. Néanmoins, les groupes y sont diversement exposés.

Les grands groupes agroalimentaires sont assez diversifiés mais leur forte exposition aux pays émergents – souvent plus de 50 % de leurs ventes – les sensibilise aux mouvements des devises – d'autant plus si ces derniers se généralisent. Danone devrait pâtir en 2014 (-7 % d'impact négatif) plus encore qu'en 2013 des dépréciations de devises pénalisées par sa présence en Russie, en Argentine, au Mexique et en Indonésie. La production quasi exclusivement locale de ces groupes permet néanmoins de ne pas amplifier l'effet devises sur leurs résultats opérationnels... même si l'importation de matières premières peut peser dans certains cas.

Les groupes de niche comme Lindt ou d'ingrédients comme Barry Callebaut sont beaucoup moins exposés à cette thématique.

Les brasseurs vendent et produisent désormais la majorité de leurs volumes dans les pays émergents, souvent très profitables. En revanche, ils sont souvent peu diversifiés et leurs profits sont le plus souvent concentrés sur 2 à 3 pays. Ainsi, le brasseur belge ABInbev, leader incontesté du marché brésilien, a fortement souffert de la dépréciation du réal brésilien en 2013. Cette année, la faiblesse du rouble va amputer les profits de Carlsberg de 4-5 %.

Quant aux groupes de spiritueux, ils font face à la « double peine » : une exposition marquée aux pays émergents et une production partiellement européenne (pour le scotch et le cognac), introduisant un « effet transaction » défavorable. Le résultat d'exploitation des deux leaders, Diageo et Pernod Ricard, devrait céder plus de 5 % sur ces effets devises en 2014.

> Construction : les effets devises resteront élevés en 2014 pour les cimentiers

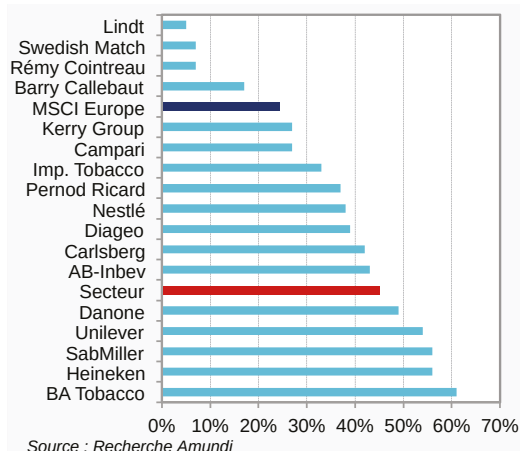
LAURENT PARIS, *Analyse Actions - Paris*

Ce secteur recouvre la fabrication des matériaux nécessaires à la construction. Il convient de distinguer deux grands sous-secteurs : d'un côté les sociétés de ciment/béton et d'un autre côté les sociétés de matériaux (tuiles, briques, isolation, plaques de plâtre, tuyauteries, ...).

Les grands groupes de ciment (tels que Lafarge, Holcim, HeidelbergCement, Italcementi et Buzzi) sont très internationalisés et certainement les plus exposés aux devises émergentes (entre 30 et 65 % des ventes dans les pays émergents et 12 à 30 % dans les *Most Fragile*). Le ciment étant généralement produit et vendu localement compte tenu de son faible coût de production, l'impact des variations des devises se traduit essentiellement par des effets de conversion (hormis quelques impacts potentiels sur les coûts énergétiques). L'an dernier, l'impact négatif a été de 3-5 % sur les ventes mais de 4-6 % sur les profits compte tenu des plus fortes marges réalisées dans ces pays. Par ailleurs, si l'impact est en général proportionnel à l'exposition émergente des groupes, la répartition par pays peut varier significativement d'un groupe à l'autre. Ainsi, Holcim est fortement exposé à l'Inde, HeidelbergCement à l'Indonésie, Buzzi à la Russie tandis que Lafarge apparaît comme plus diversifié avec notamment une exposition plus importante à l'Afrique.

Les groupes de matériaux (tels Saint Gobain, CRH, Wolseley, Imerys, Geberit) sont beaucoup moins exposés aux devises émergentes (moins de 25 % des ventes dans les pays émergents et moins de 5 % dans les *most fragile*). Geberit et Wolseley n'ont ainsi quasiment pas d'exposition aux pays émergents. CRH et Saint Gobain réalisent plus de 85 % de leurs ventes dans les pays développés et sont peu exposés à cette thématique (impact devises limité à 2-2,5 % en 2013). Imerys, dont l'exposition émergente est un peu plus importante (26 %), pourrait connaître un impact de 3 % sur les ventes mais l'impact sur les profits est moindre.

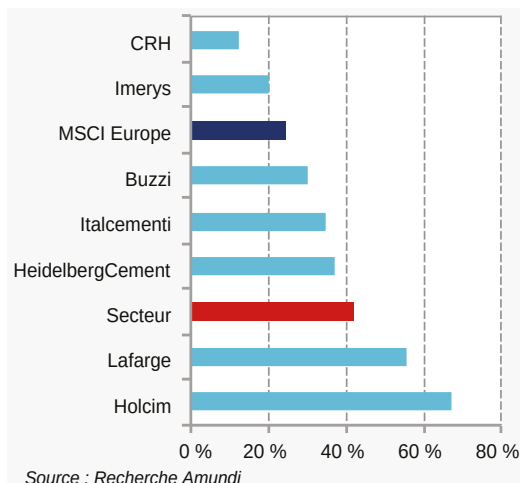
4 Biens de consommation courante Europe % des ventes sur les émergents hors Chine



Des impacts différenciés,
y compris au sein
d'un même secteur



5 Matériaux de construction Europe % des ventes sur les émergents hors Chine



2 Marchés de dettes émergentes : le temps de la raison

MARC-ALI BEN-ABDALLAH, *Stratégie et Recherche Économique – Paris*

L'annonce du retour à l'orthodoxie en matière de politique monétaire, en particulier celui de la banque centrale turque, a eu un effet stabilisant sur les marchés émergents bien plus important que ce que nous projetions il y a encore quelques semaines. Le risque que les banques centrales des économies émergentes les plus vulnérables soient amenées, sous la pression des marchés, à durcir leurs conditions monétaires plus que nécessaire semble écarté. Les devises fragiles se sont redressées.

Depuis la fin janvier la livre turque progresse de 2,6 %, le rand sud-africain de 5,3 %, les roupies indiennes ou indonésiennes respectivement de 1,1 % et 4,9 %. Au rythme actuel, elles présenteront toutes des soldes de performances positifs contre le dollar malgré l'épisode de volatilité dû aux tensions géopolitiques autour de l'Ukraine.

L'appréciation de ces devises est un élément qui mérite que l'on y porte attention. Leur évolution est à la fois le reflet des équilibres fondamentaux de chacun de ces pays et des perceptions des investisseurs sur les tendances futures de ces fondamentaux. Peut-on affirmer que les investisseurs considèrent qu'une grande partie de l'ajustement nécessaire serait réalisée ? Cela nous semble une conclusion hâtive. La transition des économies émergentes vers des modèles de croissance plus équilibrés ne sera pas achevée en 2014. À partir de quelques variables simples, il est possible de mettre en lumière la nature des déséquilibres actuels. Cependant, ces défis étant aujourd'hui bien identifiés, on ne peut exclure l'existence d'opportunités sur les marchés de la dette émergente en devises de réserve ou en devises sous-évaluées.

Les investisseurs sont moins focalisés sur un risque de catastrophe

L'aversion au risque à l'endroit des actifs émergents a diminué. Un indicateur simple permet de le mesurer: l'écart entre la volatilité implicite des devises émergentes et celle du G7. Les volatilités implicites sont souvent interprétées comme des anticipations de marché quant à la volatilité d'un actif du fait qu'il s'agit de la volatilité d'instruments dérivés de cet actif (options, contrats futurs ou contrats à terme). Un accroissement de cet écart peut être donc regardé comme un signe d'une fragilité plus importante au sein des devises émergentes par rapport aux devises des économies avancées.

Il est, néanmoins, nécessaire de souligner que ce qui importe est bien l'écart de volatilité implicite plus que le niveau. Ceci tient, en effet, au fait qu'un taux de change est d'abord un prix relatif. Cet écart s'est accru de 300 pb de base en un an. Il s'est d'ailleurs totalement inversé puisqu'il était négatif entre octobre 2012 et mai 2013. Il reste stable depuis septembre 2013 à 100 pb.

D'autres indicateurs confirment ce changement de sentiment. En particulier, le redressement des flux acheteurs d'actifs émergents, tant pour les actions que pour les obligations, souligne ce regain d'intérêt.

Les distorsions de valorisation des devises émergentes se sont estompées

Nos modèles d'évaluation qui intègrent la productivité et les termes de l'échange apportent des éclairages intéressants. Après les chocs successifs de l'été 2013 et du début d'année 2014, beaucoup des devises fragiles ne sont plus en territoire de surévaluation. D'ailleurs, pour la plupart des devises émergentes, les taux de change actuels se situent sous leur niveau d'équilibre à l'exception du peso philippin, de la couronne tchèque, du shekel israélien et du forint hongrois.

Plus remarquable encore, pour plusieurs des économies dites vulnérables les taux de change contre dollar se trouvent très en deçà d'un niveau qui serait en ligne avec leurs fondamentaux. C'est, il faut le souligner, le cas du rand sud-africain, de la livre turque et de la roupie indonésienne.

L'essentiel

L'appréciation des devises vulnérables est un élément qui mérite que l'on y porte attention. Le sentiment des investisseurs est-il en train de changer en ce qui concerne les actifs émergents ? Très vraisemblablement, mais les ajustements des économies émergentes ne seront pas achevés en 2014.

Dans ces conditions, le directionnel sur les marchés de dettes émergentes demeure mitigé. À partir de quelques variables fondamentales simples, il est possible de mettre en lumière la nature des déséquilibres actuels. Une fois ces derniers identifiés, l'exploration des valorisations des dettes et des devises nous permet d'identifier des opportunités de marché.



Pour le rand, la livre turque ou la roupie indonésienne les taux de change contre dollar se trouvent très en deçà d'un niveau qui serait en ligne avec leurs fondamentaux.”

1 Écart de volatilité implicite des devises (EM / G7)



Source: Datastream, Recherche Amundi

Les perspectives chinoises expliquent une bonne partie de la volatilité des devises

Toutefois, ceci n'est pas suffisant pour affirmer que les devises émergentes ont renoué avec des tendances haussières. Une analyse de la variance permet d'identifier les principaux facteurs explicatifs de la volatilité des devises émergentes à moyen terme. Trois facteurs se dégagent expliquant environ 70 % de la variance totale des devises : la Chine en tant que puissance exportatrice, les matières premières et le potentiel de surprises de l'économie de la zone euro.

Le rationnel attaché à chacun de ces facteurs est très accessible. Pour commencer, la Chine tient un rôle systémique en matière de positionnement relatif des économies émergentes par rapport aux économies avancées. Nous estimons que les perspectives sur les exportations de l'Empire du Milieu expliqueraient à elles seules environ 50 % de la volatilité de moyen terme des devises émergentes. Il est intéressant de noter que leur pouvoir explicatif était de dix points supérieur avant 2012.

Le ralentissement de la Chine d'un taux de croissance à deux chiffres à un taux à un chiffre est donc déjà bien intégré. La baisse du pouvoir explicatif de ce facteur a été contrebalancée par la remontée de l'importance des prix des matières premières et de la conjoncture européenne dans la formation de la volatilité de moyen terme des devises émergentes.

Les matières premières, quant à elles, sont une variable discriminante au sein des économies émergentes. En sus de la répartition qui existe entre consommateurs et producteurs de matières premières, les dynamiques d'inflation n'ont pas toutes la même sensibilité à leur évolution. Des économies comme la Russie, l'Inde, l'Indonésie ou le Brésil font partie des économies dont les dynamiques d'inflation sont très sensibles aux prix des matières premières.

Les conditions financières sont toujours en voie de durcissement

La dépréciation récente du yuan est un élément en faveur d'une stabilisation de la volatilité des devises émergentes dans la mesure où cette baisse devrait permettre de soutenir les exportations chinoises. Face au risque de déception de la Chine, les lignes de défense sont bien maigres dans l'univers des devises émergentes. Les devises émergentes susceptibles de mieux résister sont à rechercher parmi celles des économies productrices de pétrole, des devises asiatiques plus indépendantes par rapport au cycle économique chinois comme les devises de la zone TIP - acronyme tenant pour Thaïlande, Indonésie et Philippines – ou le won coréen, ou encore des devises périphériques européennes comme le leu roumain ou la couronne Tchèque.

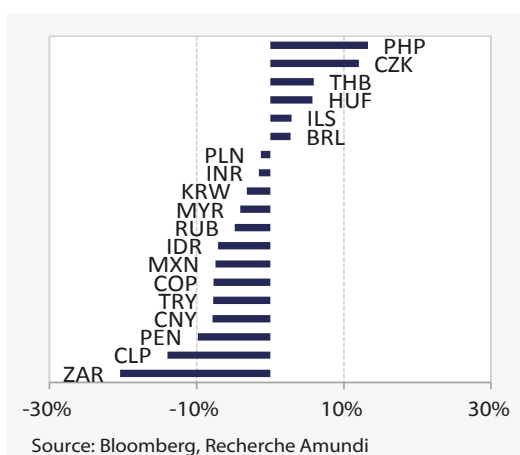
Ceci étant, le durcissement continu des conditions financières externes et internes via un retour à l'orthodoxie (cf. Cross-Asset février 2014 texte n° 2 « *Marchés émergents : les banques centrales optent pour la manière forte* ») au sein de la plupart des économies, notamment celles faisant face à des rigidités en matière d'inflation, finira par se traduire par un tassement conjoncturel marqué. Ceci ne peut pas favoriser la stabilisation des devises et plus généralement des actifs libellés en devises locales.

Une approche des vulnérabilités actuelles via la balance des paiements

Les économies émergentes sont dans une phase de transition. Pour les économies les plus vulnérables, il s'agit d'accroître leur épargne brute¹. Pour d'autres notamment à l'instar des économies émergentes d'Asie il s'agit de ralentir l'accumulation actuelle de crédit dans le secteur privé tout en continuant de renforcer la contribution de la consommation à la croissance domestique. Pour la plupart, l'abondance de capitaux à investir n'a pas empêché la productivité de baisser.

À partir de critères économiques simples relatifs à l'importance et la structure de la dette externe, au déficit public ou la dynamique de la balance

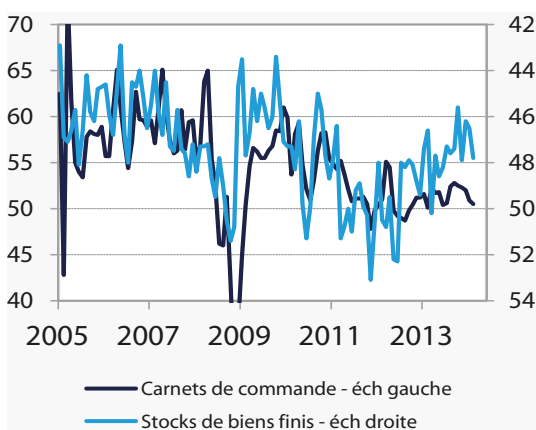
2 Écarts aux taux de change d'équilibre



Trois facteurs se dégagent expliquant environ 70 % de la volatilité des devises : la Chine, les matières premières et la zone euro



3 Chine : cycle manufacturier (enquête PMI)



¹ Epargne des ménages augmentée (resp. diminuée) du surplus (resp. déficit) public.

commerciale il est possible de fournir une cartographie des vulnérabilités au sein des économies émergentes. (cf. encadré). Cette cartographie des risques liés à la transition des économies émergentes s'appréhende selon trois axes. Le premier axe est la tendance de la balance des paiements qu'il est possible d'estimer via le comportement de la balance de base². Celle-ci correspond à la composante la moins volatile de la balance des paiements. Parmi les principaux pays émetteurs de dette³, plusieurs d'entre eux ont des balances de base déficitaires. C'est en particulier le cas de la Turquie, de l'Afrique du Sud, de la Pologne, du Mexique, de l'Inde, de l'Indonésie ou de la Colombie.

... les réserves de changes...

Le second axe est relatif à la capacité d'une économie à défendre sa devise. En cas de besoin de mobilisation immédiate les réserves de change sont l'outil le plus efficace. Sans surprise aucune, ces mêmes économies ont des réserves de change qui sont faibles. Elles représentent environ cinq à six mois d'importations domestiques. En cas de stress très élevé, une stratégie de défense via le rachat de la devise domestique n'est pas crédible. Les économies disposant des réserves de change les plus importantes sont la Chine, la Russie, les Philippines, le Pérou et le Brésil.

... et la structure de la dette externe

Le troisième axe est relatif à la structure de la dette externe de ces pays. Plus le financement externe⁴ se fait sur des maturités courtes plus le risque d'une crise de liquidité est élevé. D'ailleurs, les pays ayant un stock élevé de dette externe de courte maturité sont aussi des pays ayant une dette externe importante. Un tel pays peut, par exemple, se retrouver confronté à une hausse brutale des *spreads*, et donc de la rentabilité demandée sur sa dette limitant fortement sa capacité à simplement renouveler son stock de dette. Cinq pays ont un stock de dette externe de courte maturité plutôt élevé : la Malaisie (15,4 %⁵), la Turquie (12,8 %), l'Afrique du Sud (7,3 %), le Chili (6,8 %), le Mexique (6,1 %). Tous ces pays ont des réserves de changes inférieures à 12 mois mais trois d'entre eux se distinguent. Le Chili et la Malaisie ont une balance basique excédentaire. Le Mexique qui, sous l'impulsion du président Enrique Peña, a connu une série de réformes ayant très vraisemblablement contribué à augmenter sa croissance potentielle et, de fait, sa capacité d'endettement.

Une répartition des émetteurs souverains

À partir des trois axes précédents, il est possible de répartir les principales économies émergentes en quatre groupes. Le premier groupe est celui des économies disposant d'importantes réserves de change : Chine, Russie, Philippines, Pérou et Brésil bien que ce dernier soit dans une situation intermédiaire. En l'absence de remontée de son épargne brute, la Banco Central do Brasil (BCB) pourrait se voir contrainte d'avoir un recours massif à l'utilisation de ses réserves si les marchés émergents devaient faire face un nouvel épisode de stress.

Le second groupe est formé des économies émergentes perçues comme les plus solides en raison de la qualité de leurs fondamentaux ou des réformes qu'elles ont mises en œuvre : le Mexique, le Chili, la Colombie, la Pologne et la Malaisie. Ce groupe est constitué des émetteurs de meilleures notations souveraines approximativement entre BBB+ et A+, pour une note moyenne équivalente à A-.

Le troisième groupe rassemble l'Inde et l'Afrique du Sud, deux émetteurs dont les notations souveraines sont dans la catégorie *investment grade* (non

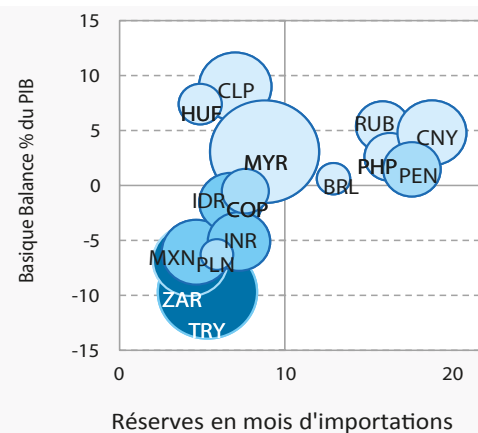
² Somme du compte courant et du compte de capital.

³ Principaux émetteurs formant les indices JP Morgan de dette en dollar EMBI et dette locale GBI à savoir le Brésil, le Mexique, la Colombie, le Chili, le Pérou, la Russie, la Turquie, la Pologne, l'Afrique du Sud, la Hongrie, l'Indonésie, les Philippines, la Malaisie auxquels sont adjoints la Chine et l'Inde. La Chine et l'Inde sont les deux d'exceptions puisque leurs émissions ont des poids marginaux dans ces indices.

⁴ Le financement via des instruments de dette émis en devises de réserve.

⁵ En % du PIB.

4 Balance basique, réserves et dette externe



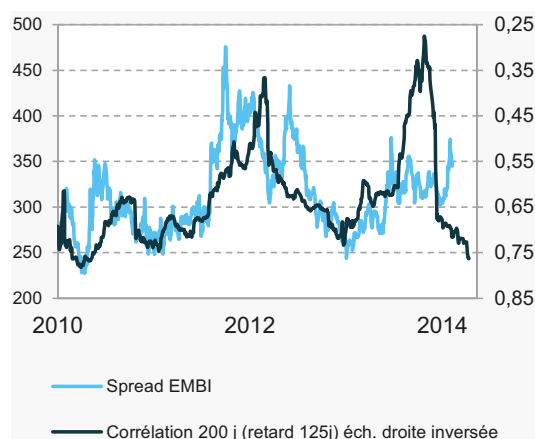
Source: Datastream, Recherche Amundi
 Axe des abscisses : réserves de change en mois d'importations.
 Axe des ordonnées : balance basique en % du PIB.
 Taille des aires : dette externe de court terme en % du PIB.



À partir de critères économiques simples, il est possible de fournir une cartographie des vulnérabilités au sein des économies émergentes



5 Corrélation dette USD et devises



Source: Datastream, Recherche Amundi

spéculatif). Quant au dernier groupe, il est constitué des trois émetteurs *high yield* (spéculatif) qui sont la Turquie, l'Indonésie et la Hongrie⁶.

Toutes les primes de risque ne sont pas intéressantes à être portées

Les conditions sont réunies pour aller en quête de primes de risque sur le segment de la dette externe, ceci étant dans une approche de valorisation relative (relative value). Malgré le choc du mois de janvier, la performance attendue sur l'indice EMBI ne devrait pas excéder les 2,5 % en prenant pour cible un spread de 350 pb à horizon 12 mois et un taux dix ans américain entre 3 et 3,5 %. Les investisseurs ont eu massivement recours aux devises pour se couvrir contre un risque de « catastrophe émergente ». Ceci explique le rebond récent des devises des économies dites vulnérables mais ceci signifie aussi qu'il ne s'est pas créé des écarts suffisamment importants entre les spreads et leurs valeurs d'équilibre. C'est ce qu'illustre le graphe ci-contre mettant en relation l'écart des volatilités implicites des devises et le spread de l'indice de la dette en dollar EMBI.

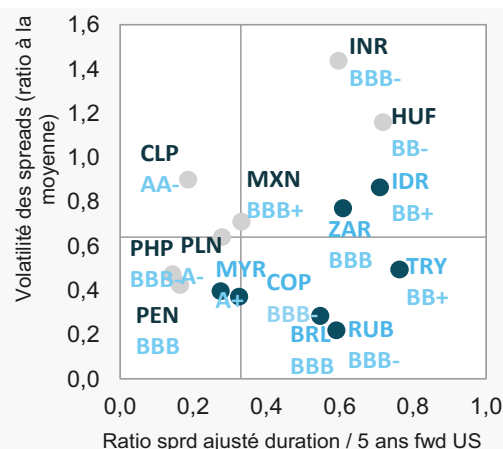
Néanmoins, la très forte remontée des corrélations entre devises et dette en dollar indique que les investisseurs ont envisagé le pire : une dégradation substantielle de la qualité des émetteurs souverains. Il est probable que certaines primes de risque soient intéressantes. Deux indicateurs assez simples permettent de l'établir assez aisément : le ratio des spreads aux taux dix ans américains d'une part et la volatilité à 12 mois des spreads normée par sa moyenne de long terme. Il s'agit donc d'une rentabilité normative associée à un niveau de risque de moyen terme exprimé par unité de risque de long terme. Le rapport de ces deux indicateurs nous donne une rentabilité de la dette d'un émetteur par unité de risque souvent appelé *carry-to risk ratio*.

Que note-t-on lorsque l'on calcule ces indicateurs sur nos principaux émetteurs ? Les résultats sont regroupés dans le graphique ci-contre. Le Mexique, la Pologne sont les plus proches du centre de la distribution défini comme un pays théorique dont la rentabilité normative comme le risque serait égal aux moyennes respectives des deux indicateurs. Tous les émetteurs se situant au Nord sont moins risqués puisque la volatilité des douze derniers mois de leurs spreads reste plus basse que ce qu'elle a été en moyenne par le passé. En confrontant au niveau de risque, on observe sur le graphique que les dettes souveraines en dollar de la Malaisie, la Colombie, le Brésil, la Russie et la Turquie sont attractives.

Quant aux dettes libellées en devises locales, on peut tenter de les évaluer en considérant que les primes de risque qui leur sont associées peuvent être approximées comme la somme d'une prime souveraine (en dollar) et du potentiel d'appréciation de la devise d'émission. Si on remet en perspective, les considérations précédentes sur les devises à savoir le couple valorisation et sensibilité à la conjoncture chinoise, les dettes potentiellement les plus attractives sont d'abord celles des économies dites fragiles : Indonésie, Turquie et Afrique du Sud. Sur ces dettes, il nous semble prématuré de franchir le Rubicon.

6

Dette \$: portage / risque



Source: Datastream, Recherche Amundi

⁶ Il est important de noter que nous adoptons ici une vision très conservatrice puisque l'Indonésie comme la Turquie dispose d'une notation *high yield* d'une seule des trois grandes agences de notation à savoir Standard & Poor's.

3 Une reprise tirée par la demande intérieure dans les grandes économies avancées

DIDIER BOROWSKI, *Co Responsable Stratégie et Recherche Économique – Paris*

Les signes de ralentissement économique se multiplient. Aux États-Unis, la plupart des statistiques économiques publiées attestent d'un ralentissement au 1^{er} trimestre. Au Japon, la croissance a déçu au 4^e trimestre et les doutes quant à l'efficacité d'Abenomics s'accroissent. Dans la zone euro, les pressions déflationnistes s'accroissent et certaines enquêtes semblent montrer que l'amélioration de la conjoncture observée depuis l'été dernier s'essouffle déjà. Enfin, dans les pays émergents, surtout ceux qui ont été les plus durement touchés par les sorties de capitaux depuis le printemps dernier, les prévisions de croissance sont revues en baisse. La croissance mondiale est-elle en risque ? Les soubresauts survenus dans certains grands pays émergents sont-ils à même de remettre l'accélération de la croissance mondiale que nous anticipons ?

L'accélération de la croissance mondiale repose sur une accélération de la croissance dans les grands pays avancés tirée par la demande intérieure

Aux États-Unis, en Europe et au Japon, notre scénario repose avant tout sur la demande intérieure. Le ralentissement aux États-Unis qui est en cours est un trou d'air dont l'origine est double. D'une part, le cycle des stocks a été particulièrement marqué au 2nd semestre 2013. Il ne faut donc pas s'étonner d'un moindre soutien au T1. D'autre part, les conditions météorologiques exceptionnellement dégradées pèsent mécaniquement sur la demande interne (consommation des ménages et investissement des entreprises). Au final nous anticipons une croissance de 1,5 % en rythme annualisé au T1 (après 2,4 % au T4). Ce tassement ne doit toutefois pas occulter les solides fondamentaux aux États-Unis. Les marges des entreprises sont au plus haut, le taux d'investissement reste proche de sa moyenne de long terme. Les conditions monétaires et financières demeurent particulièrement accommodantes. Dans l'immobilier, on estime qu'il faudra plusieurs années de construction résidentielle pour satisfaire une demande de logement des ménages qui est attendue en hausse (formation croissante de nouveaux ménages, part de la construction résidentielle dans le PIB loin d'avoir retrouvé sa moyenne de long terme). Enfin les conditions de crédit sont très attractives et les banques anticipent une hausse de la demande de crédit. En définitive, à compter du T2, nous anticipons une réaccélération de la croissance outre-Atlantique.

En Europe, le Royaume-Uni - sur le plan de la dynamique conjoncturelle - se rapproche davantage des États-Unis que de la zone euro (cf. article 4), même si à la différence des États-Unis, le PIB reste encore nettement en deçà de son niveau de 2008. Le processus de rattrapage doit s'accompagner d'une croissance supérieure au potentiel.

Enfin, **au sein de la zone euro**, la reprise demeure fragile et inégale. En France, les enquêtes se détériorent mais s'avèrent en définitive peu liées au cycle d'activité. Dans l'ensemble de la zone euro, la croissance anticipée en 2014-2015 sera essentiellement tirée par la demande intérieure. Même dans les pays qui sont très sensibles aux exportations, comme l'Allemagne, nous anticipons une contribution négative du commerce extérieur à la croissance en 2014. De leur côté, les exportations espagnoles sont, pour plus de 60 %, à destination du reste de la zone euro. Par conséquent si la demande interne repart dans les pays du cœur (et au Royaume-Uni), cela devrait l'emporter sur la baisse des exportations vers les pays émergents en difficulté.

Au Japon, enfin, nous tablons sur une stabilité de la croissance. L'investissement domestique a commencé à se reprendre en fin d'année. Et les autorités iront plus loin si nécessaire en termes de stimulation de l'économie pour éviter une rechute de la croissance. Passé le profil très heurté de la conjoncture au 1^{er} semestre lié à la hausse du taux de TVA au 1^{er} avril (tous les économistes tablent sur une contraction de l'activité au T2), les autorités n'auront pas d'autre

L'essentiel

Les signes de tassement de la croissance se multiplient. Aux États-Unis, la plupart des statistiques économiques publiées attestent d'un ralentissement au 1^{er} trimestre. Au Japon, les doutes quant à l'efficacité d'Abenomics s'accroissent. Dans la zone euro, les pressions déflationnistes s'accroissent en dépit du redémarrage de l'activité. Enfin, dans les pays émergents – surtout ceux qui ont été les plus durement touchés par les sorties de capitaux depuis le printemps dernier – les prévisions de croissance sont revues en baisse.

Faut-il craindre une rechute de la croissance mondiale ? Nous ne le pensons pas. Car la reprise est avant tout tirée par la demande intérieure dans les économies avancées. Mais il faut avoir à l'esprit que la reprise est particulièrement fragile et atypique. Partout l'inflation reste faible. Les banques centrales doivent donc maintenir des politiques monétaires très accommodantes et trouver le « juste équilibre » entre la gestion de la liquidité et celle des risques macroéconomiques. Trop prononcée, une nouvelle expansion des bilans des banques centrales finirait par déstabiliser les marchés financiers internationaux, mais insuffisante, elle ne permettrait probablement pas d'endiguer un nouveau recul de la croissance. En creux, il reste aux banques centrales à inventer une nouvelle « fonction de réaction ».



Une reprise tirée par les économies avancées : solide aux États-Unis et au Royaume-Uni mais fragile en zone euro et incertaine au Japon



choix que d'aller plus loin encore. La BoJ annoncera sans doute de nouvelles mesures de stimulation monétaire au printemps ou au début de l'été. Le gouvernement peut inciter les entreprises à investir et à augmenter les salaires. Enfin et surtout, il pourrait tirer la "3^e flèche" de son programme et proposer un agenda de mise en œuvre des réformes structurelles.

Les pays émergents sont-ils en crise ?

Les pays émergents ne forment pas un bloc homogène. On identifie six pays particulièrement fragilisés (Inde, Indonésie, Russie, Afrique du Sud, Brésil et Turquie; cf. article 1 dans notre précédente édition), groupe que nous avons appelé V6 (6 vulnérables). À un titre ou un autre, ces pays ont vu leurs fondamentaux se détériorer au cours des dernières années. L'excès de liquidité mondiale provenant des politiques non conventionnelles des grands pays avancés ont pendant un temps masqué leur fragilité financière. La fin du QE de la Fed qui se profile depuis le printemps dernier a simplement remis les pendules à l'heure.

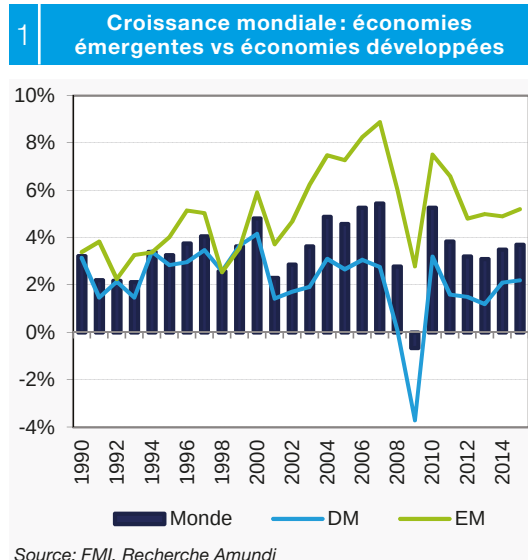
Rappelons que **les pays émergents n'ont été en mesure de résister à la « grande récession »** que grâce à une montée de l'endettement local (privé et public). La période des larges excédents courants et de l'accumulation effrénée de réserves de change est, pour la plupart d'entre eux, révolue. Or ils avaient fini par ignorer l'existence même de la contrainte externe tant les capitaux en provenance des pays avancés affluaient (recherche de rendement dans un environnement de surliquidité mondiale et de taux d'intérêt très faibles dans les pays avancés). Les dépréciations des devises émergentes qui se sont produites depuis le printemps dernier ont tout simplement sanctionné leur vulnérabilité externe. Dans certains de ces pays, les pressions inflationnistes ont conduit les banques centrales à remonter leurs taux directeurs. Le durcissement des conditions monétaires et financières qui en résulte va peser mécaniquement sur la demande domestique dans ces pays, au moins à court terme. Mais ces évolutions viennent rappeler à point nommé aux pays émergents qu'ils doivent, eux aussi, faire des réformes structurelles, poursuivre leurs programmes d'investissement dans les infrastructures etc. Les ajustements en cours, même s'ils sont douloureux, sont d'une certaine façon vertueux. On se trouve donc bien loin d'une situation de crise susceptible de changer la donne à l'échelle mondiale. De ce point de vue, la période actuelle ne ressemble en rien à la crise asiatique de 1997-1998, qui était la crise d'un modèle (un ancrage au dollar insoutenable, des déficits financés par des capitaux à court terme). L'univers des pays émergents est aujourd'hui beaucoup plus fragmenté qu'alors.

La crise actuelle illustre le besoin de mener des réformes structurelles et des politiques de l'offre dans certains grands pays (Brésil, Inde). Toutefois, le thème du « grand rattrapage » (des PIB par tête) est un thème séculaire qui reviendra naturellement sur le devant de la scène. Dit autrement, dans une perspective de moyen-long terme, on reverra nécessairement les investisseurs internationaux diversifier leurs actifs en accroissant la part des pays dits émergents dans leurs portefeuilles d'actifs. Simplement ils devront le faire avec davantage de sélectivité qu'auparavant, en différenciant les marchés en fonction de leurs fondamentaux respectifs.

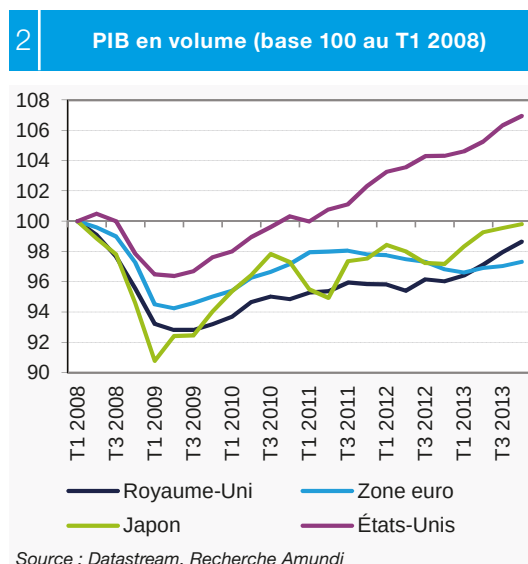
Certains de ces pays vont voir leur croissance ralentir cette année. Mais au final, nous estimons que la croissance dans le bloc des émergents sera léger. A moyen terme, on ne retrouvera probablement nulle part les rythmes de croissance d'avant la grande récession. Car dans la plupart de ces pays, la croissance potentielle sera désormais plus faible (tout en restant naturellement beaucoup plus élevée que dans les grands pays avancés).

Quel impact sur la croissance mondiale ?

Le concept de croissance mondiale est un concept plus difficile qu'il n'y paraît de prime abord. Il doit être manié avec précaution. Les économistes ont pris l'habitude de construire cette grandeur en pondérant les pays par leur importance relative. Mais pour l'appréhender, il faut convertir en une même unité monétaire les PIB des différents pays. Avec quel taux de change ? Il n'y a



Les pays émergents ont résisté à la grande récession au prix d'une montée de l'endettement public et privé



en réalité pas une seule bonne réponse à cette question. Aux taux de change courants, cela revient à faire varier l'importance relative d'un pays en fonction des fluctuations de sa devise ce qui n'est pas satisfaisant. D'où la conversion à des taux de change qui assurent la parité des pouvoirs d'achat. Mais ce faisant, on est conduit à surestimer la contribution des pays dont la devise est très sous-évaluée.

Nous nous sommes donc livrés à un exercice simple, visant à calculer l'impact sur la croissance mondiale du ralentissement que nous anticipons, en tenant compte des deux jeux de pondérations (poids PIB PPA et poids PIB à prix courants, 2013).

D'une part, il convient de noter que **l'importance de ces pays est nettement moins élevée quand on raisonne à prix courants** (ceux de 2013) que quand on raisonne avec des pondérations en termes de parité des pouvoirs d'achat. Le V6 ne représente que 11 % du PIB mondial aux taux de change courants (15 % quand on convertit aux taux de change des parités de pouvoir d'achat), contre 23 % pour les États-Unis, 21 % pour la zone euro et le Royaume-Uni, 7 % pour le Japon. Il faudrait donc un effondrement dans la croissance de ces pays pour affecter nettement notre prévision mondiale.

Dans le pire des cas actuellement anticipé (nous retenons pour chaque pays la plus faible prévision aujourd'hui disponible), **l'impact sur la croissance mondiale pourrait être de 2/10^e de points de croissance**. En revanche, il apparaît clairement que, si pour d'autres raisons, le ralentissement de l'économie chinoise était plus marqué, l'impact sur la croissance mondiale le serait également (la Chine à elle seule pèse davantage que les six pays fragiles identifiés).

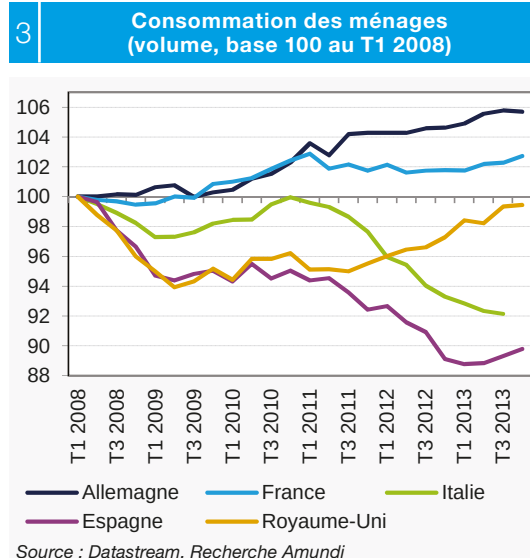
Les pays actuellement touchés ne sont pas des moteurs suffisamment puissants de l'activité mondiale pour inquiéter les pays avancés, et ce d'autant plus qu'ils vont voir leur croissance se tasser et pas s'effondrer. Si le choc était plus puissant, il pourrait néanmoins affecter les perspectives mondiales. Mais dans ce cas, il faut avoir à l'esprit que plusieurs mécanismes de stabilisation interviendraient :

- **D'une part, on observerait dans un premier temps un repli des taux d'intérêt dans les grands pays avancés.** L'appréciation de leurs devises générerait des pressions désinflationnistes voire déflationnistes (notamment dans les pays de la zone euro). Au final, les grandes banques centrales seraient probablement contraintes d'intervenir (arrêt possible du *tapering* de la Fed, expansion du bilan de la BCE, etc.). Il en résulterait un gonflement de la liquidité mondiale qui stabiliserait voire doperait le prix des actifs. En supposant que les effets patrimoniaux jouent à plein, on pourrait, dans ce cas de figure, voir la croissance ré-accélerer après toutefois un trou d'air marqué.

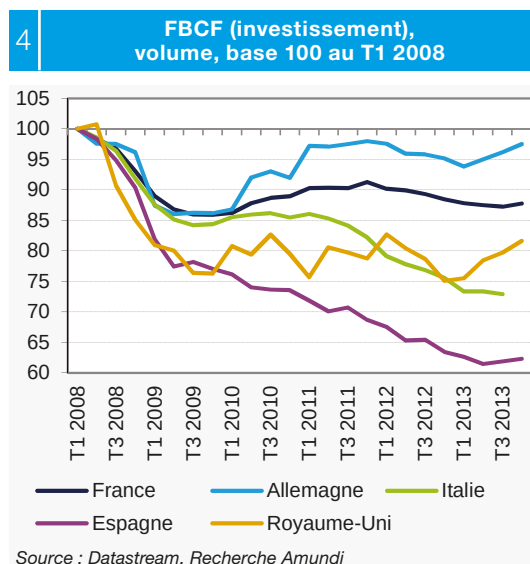
- **D'autre part, les prix des matières premières chuteraient probablement.** Dans ce cas de figure le choc négatif sur la demande mondiale serait amorti par le contre-choc sur le prix des matières premières lié à une chute de la demande (on pense notamment au pétrole). Toutes choses égales par ailleurs, une telle chute exercerait un effet de stabilisation sur l'activité des grands pays avancés. Par ailleurs, cela renforcerait les pressions déflationnistes déjà à l'œuvre en zone euro, augmentant la probabilité d'un assouplissement quantitatif de grande ampleur de la BCE.

Passé une première période de chute de l'activité, les exportations des pays émergents pourraient être dynamisées par la bonne tenue de la demande intérieure dans les grands pays avancés. Et ce d'autant plus que l'affaiblissement de leurs devises (dans un premier temps, les sorties de capitaux des pays émergents s'accroîtraient notamment dans les pays qui ont des besoins de financement externe) leurs permettraient de gagner en compétitivité.

Seule une crise en Chine de grande envergure serait réellement susceptible de changer la donne en 2014-2015. L'endettement est trop élevé, le secteur bancaire particulièrement fragile et le modèle de croissance chinois particulièrement déséquilibré (il repose trop sur l'investissement et pas assez sur la consommation des ménages). Ceci dit, il faut rappeler que le compte de



“ Les pays émergents actuellement dans la tourmente ne sont pas des moteurs suffisamment puissants de l'activité mondiale pour inquiéter les pays avancés ”



capital en Chine demeurant fermé, le pays ne peut pas, contrairement aux autres pays émergents, être déstabilisé par des sorties de capitaux. Et les réserves de change locales permettraient d'éteindre un accident systémique.

Conclusion

Après des années de dépendance de la croissance mondiale à celle des pays émergents, le vent a tourné. La reprise dans les pays avancés semble aujourd'hui suffisamment solide pour absorber un tassement de la croissance de ces derniers. Ceci dit, cela se ferait probablement au prix d'une augmentation de la liquidité mondiale (BCE, BoJ voire Fed), susceptible de provoquer une allocation d'actifs déconnectée des fondamentaux. Le risque macroéconomique aujourd'hui est donc celui d'un accroissement de la surliquidité mondiale qui, à défaut de permettre de créer des emplois et de l'inflation sur les biens et services, finirait tôt ou tard par déstabiliser les marchés financiers mondiaux.

Dans ce contexte, il ne faut pas être surpris par la nature des débats en cours au sein de la Réserve fédérale. Comme M^{me} Janet Yellen le reconnaissait lors du G20 à Sydney (22-23 février), que la Fed ralentisse ou non ses achats de titres, les marchés en seront affectés. Reste donc à trouver le juste équilibre entre la gestion de la liquidité par les banques centrales et celle des risques macroéconomiques. Trop prononcée, une nouvelle expansion des bilans des banques centrales risquerait de déstabiliser les marchés financiers internationaux et de décrédibiliser les banques centrales; insuffisante, elle ne permettrait pas d'endiguer un nouveau recul de la croissance. En creux, il reste aux banques centrales à inventer une nouvelle « fonction de réaction ». Après des années de réflexion sur le rôle du prix des actifs dans la politique monétaire, les banques centrales ne peuvent désormais plus faire l'économie de la prise en compte des prix des actifs, et des éventuels excès de valorisation. Faute de quoi, elle feront le lit de la prochaine crise. Bien davantage qu'un risque macroéconomique de rechute de la croissance, c'est ce risque-là qui constitue la vraie menace. Les positions en actifs risqués peuvent en bénéficier à court terme, mais ce serait pour de « mauvaises raisons ».



Après des années de dépendance de l'économie mondiale à la croissance des pays émergents, le vent a tourné. La reprise dans les économies avancées semble aujourd'hui suffisamment solide pour absorber un tassement de leur croissance



4 Royaume-Uni : la reprise reste vigoureuse et devient plus équilibrée

 TRISTAN PERRIER, *Stratégie et Recherche Économique – Paris*

Après plusieurs années difficiles, le Royaume-Uni enregistre, depuis début 2013, une reprise économique nettement plus forte que celle de la moyenne de la zone euro. Ainsi, sur les quatre derniers trimestres, le PIB réel britannique a progressé de 2,8 % (contre 0,5 % pour celui de l'Union monétaire) et ne se trouvait plus, fin 2013, que 1,3 % en dessous de son pic pré-crise du T1 2008 (contre 2,7 % pour son grand voisin, même si le PIB de l'Allemagne et, tout récemment, celui de la France, sont désormais repassés au-dessus de ce seuil).

Les récentes enquêtes d'activité signalent que l'activité est restée vigoureuse début 2014 et devrait le rester au cours des prochains mois. Le chômage, qui a baissé plus vite que prévu en 2013, devrait donc poursuivre sa décrue (7,2 % en décembre contre 7,8 % fin 2012) perspective qui vient de susciter une inflexion de la *forward guidance* de la BoE (voir encadré).

Qui plus est, les chiffres détaillés du 4^e trimestre ont montré que la reprise britannique tendait à devenir plus équilibrée. Ainsi, après avoir longtemps déçu, l'investissement des entreprises a rebondi (+2,4 % sur le trimestre, chiffre auquel s'ajoutent des révisions en hausse portant sur les trimestres précédents). Inversement, la consommation privée, dont le rebond était, jusqu'à présent, jugé excessif, a nettement décéléré (+0,1 % seulement sur le trimestre).

Malgré ce rééquilibrage, qui doit encore être confirmé sur le long terme, des doutes subsistent sur la soutenabilité de cette reprise, pour les raisons suivantes :

Moteur du rebond de la consommation en 2013, la poursuite de la reflation immobilière fait craindre la formation d'une nouvelle bulle. Les programmes de soutien au crédit de la BoE (*Funding for Lending*) et du Trésor (*Help to Buy*) ont en effet, joué un rôle clef pour rétablir la confiance des ménages en favorisant un rebond du prix des logements (+9,4 % sur les 12 derniers mois en février 2014). À l'échelle du pays, la BoE signale, certes, dans son rapport sur l'inflation de février, que ces prix restent nettement moins surévalués, par rapport aux prix des ménages, qu'en 2007. Néanmoins, pour l'heure, c'est surtout la situation dans la capitale qui inquiète (avec une progression des prix de près de 15 % en 2013). Dans tous les cas, une prolongation de ce mouvement serait un facteur de risque dans un pays où l'endettement immobilier représentait déjà 80 % du PIB en 2012 (contre 43 % en France et 45 % en Allemagne d'après l'*European Mortgage Federation*). Après avoir bondi de 20 % en 2013, le nombre de prêts immobiliers accordés a encore accéléré en janvier 2014.

La reprise ne s'accompagne toujours pas d'une progression des salaires réels. Au quatrième trimestre 2013, la progression annuelle des salaires nominaux n'était que de 1,1 % alors que celle des prix à la consommation, malgré une décélération au cours des derniers mois, était de 2 %. Aussi, la hausse de la consommation privée s'est faite, l'année dernière, via le recul d'un taux d'épargne des ménages déjà bas (estimé, par l'OCDE, à 5,8 % en 2013 contre 6,8 % en 2012), un processus qui atteindra forcément sa limite tôt ou tard.

Les exportations continuent de décevoir. Malgré une légère amélioration en fin d'année, elles n'ont progressé, au cours des quatre derniers trimestres, que de 0,7 %, soit nettement moins que celles de l'Allemagne (+4,3 % au cours de la même période), et même de la France (+1,5 %).

En toile de fond, rappelons que le Royaume-Uni continue de présenter d'importants déficits jumeaux et des problèmes de compétitivité

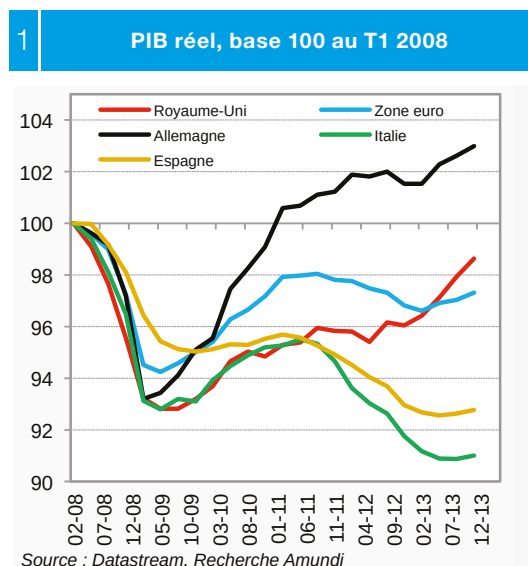
Le déficit public a été largement réduit depuis son pic de 2009 (il est passé de près de 11 % du PIB à un peu plus de 5 % fin 2013), mais reste très supérieur à celui de la zone euro. Pour l'heure, le gouvernement a choisi de ne pas ralentir les efforts d'austérité malgré la reprise économique plus forte que prévu. Il a

L'essentiel

Le Royaume-Uni connaît, depuis début 2013, une reprise nettement plus vigoureuse que celle de la zone euro. Les chiffres du 4^e trimestre, qui ont fait apparaître un rebond de l'investissement des entreprises, ont d'ailleurs montré que cette reprise tendait à devenir mieux équilibrée. Néanmoins, le rebond britannique continue de susciter des interrogations, liée à la hausse peut-être excessive des prix immobiliers, à l'absence de reflation des salaires réels et à de mauvaises performances en matière d'exportations.

En toile de fond, le Royaume-Uni continue de présenter d'importants déficits jumeaux, tandis que la baisse plus rapide que prévu du chômage renvoie au problème d'une productivité insuffisante. La réaction des autorités, conjuguée à une amélioration de l'environnement externe (reprise en zone euro) devrait cependant contribuer à rendre la reprise plus soutenable et aider le pays à surmonter ces difficultés.

“ Les chiffres récents montrent que la reprise devient plus équilibrée ”

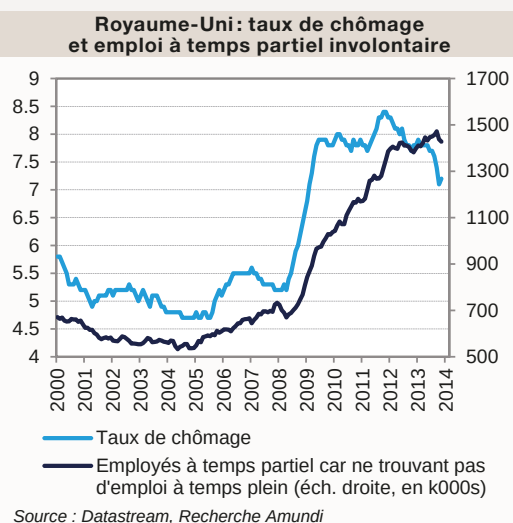


> Que peut-on attendre de la BoE pour 2014-2015 ?

BASTIEN DRUT, *Stratégie et Recherche Économique Paris*

En ce qui concerne la politique monétaire, la BoE a adopté en août 2013 une stratégie de *forward guidance* similaire à celle de la Fed en indiquant qu'elle ne remonterait pas ses taux directeurs tant que le taux de chômage resterait supérieur à 7 % de la population active. Cependant, le chômage a entamé une décrue extrêmement rapide en automne et hiver et atteint 7,1 % en novembre, ce qui a semé le trouble dans l'esprit des investisseurs au sujet de cette *forward guidance*. Lors du sommet de Davos fin janvier, Mark Carney a préparé le terrain d'une inflexion de la stratégie de la BoE en indiquant que « le taux de chômage compatible avec une inflation stable à moyen terme était légèrement plus bas que le niveau estimé par le comité de politique monétaire en août », c'est-à-dire 6,5 % de la population active.

Dans son rapport trimestriel sur l'inflation de février, la BoE a officialisé la transition de sa politique de *forward guidance*, en prenant acte que le taux de chômage passera bientôt sous le seuil de 7 % mais en estimant tout de même que la situation actuelle du marché du travail n'est pas si satisfaisante : la BoE ne liera plus l'évolution de ses taux directeurs à un indicateur économique de façon mécanique. Elle indique qu'elle considérera désormais un large éventail d'indicateurs. Toutefois, elle souligne clairement que deux indicateurs du marché du travail sont déterminants pour



parvenir à sa cible d'inflation à moyen terme : 1) l'écart entre le taux de chômage et son taux d'équilibre de moyen terme, qu'elle estime désormais entre 6 et 6,5 % de la population active, et 2) le nombre de personnes travaillant à temps partiel car ne trouvant pas d'emploi à temps plein.

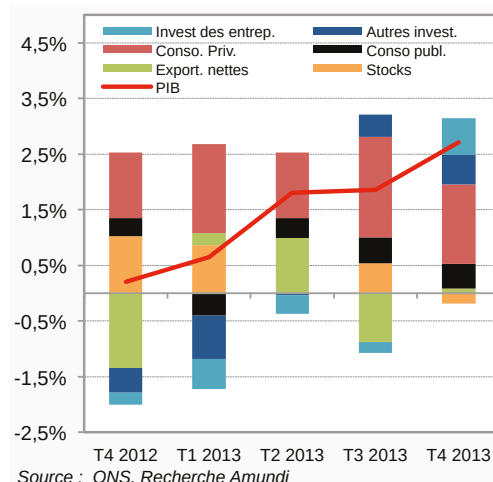
Selon ses propres projections, le taux de chômage passera sous 6,5 % avant la fin de l'année 2014. En revanche, aucune amélioration n'a été observée récemment en ce qui concerne le nombre de personnes travaillant à temps partiel car ne parvenant pas à trouver d'emploi à plein-temps. Il faudra suivre cet indicateur avec la plus grande attention.

La BoE devrait relever ses taux avant la Fed, a priori vers le début de l'année 2015, peut-être avant mais cela dépendra notamment de l'évolution du nombre de personnes travaillant à temps partiel car ne parvenant pas à trouver d'emploi à plein-temps. Quoi qu'il en soit, le traditionnel mouvement de *bear flattening*, c'est-à-dire de remontée des taux courts plus rapide que celle des taux longs, associé au resserrement monétaire devrait se produire au Royaume-Uni avant qu'il ne se produise aux États-Unis.

d'ailleurs annoncé, début janvier, de nouvelles coupes de dépenses publiques (portant leur total annuel à 60 Mds de livres, soit 3,5 % du PIB, d'ici 2018 avec comme objectif un surplus budgétaire en 2019). Une accélération du rebond rendrait néanmoins une partie de ces efforts moins nécessaires. Un nouveau verdict est attendu avec la présentation du budget le 19 mars.

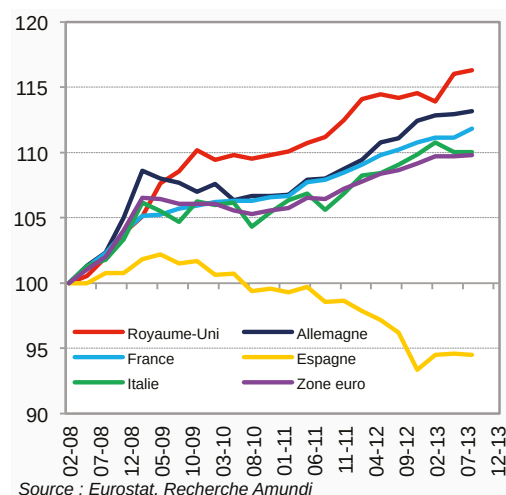
Le déficit des comptes courants, pour sa part (estimé à -3,8 % en 2013 par la Commission Européenne) reste l'un des plus importants des grands pays de l'OCDE alors que l'Italie, l'Espagne et, dans une moindre mesure, la France et les États-Unis, ont effacé ou réduit les leurs. Une partie de la sous-performance du Royaume-Uni en la matière est, certes, d'ordre cyclique, du fait d'une croissance de la demande interne plus forte que celle de pays de la zone euro sortant à peine de récession. Néanmoins, malgré la modération salariale, la compétitivité externe du pays (si on la juge, par exemple, par l'évolution récente du coût unitaire du travail par rapport à celui de ses voisins proches) se dégrade,

2 Royaume-Uni, contributions à la croissance du PIB réel, glissement annuel



“ D'importants déficits jumeaux subsistent ”

3 Coûts salariaux unitaires, base 100 au T1 2008



et la hausse récente de la livre peut la mettre encore davantage sous pression. Aussi, le besoin de davantage d'investissements permettant d'accroître les performances des entreprises se fait sentir.

Or, justement, la baisse rapide du chômage, si elle est une bonne nouvelle pour les ménages, suscite des interrogations au sujet de l'évolution de la productivité. Suivant un processus inverse de celui observé dans plusieurs pays d'Europe du Sud, le Royaume-Uni a su limiter les dégâts de la crise en matière de destructions d'emplois, mais au prix d'une stagnation de la productivité. Alors que l'activité redémarre, la hausse rapide des nouvelles embauches peut indiquer que les entreprises ont du mal à accroître la production de leurs employés existants : attendue à +1 %, en novembre dernier, par la BoE, la productivité horaire n'a probablement augmenté que de 0,5 % sur 12 mois au T1 2014. Ceci peut signifier que la perte de productivité suite à la crise (toujours 4 % en dessous de son niveau de 2008 au T3 2013) pourrait avoir un caractère durable. Une telle hypothèse a notamment été évoquée par Mark Carney, gouverneur de la BoE en janvier dernier à Davos. Générateur potentiel de tensions salariales une fois que le taux de chômage d'équilibre (estimé entre 6,5 % et 6 % par la BoE) aura été atteint, une telle tendance pourrait être problématique pour les entreprises britanniques.

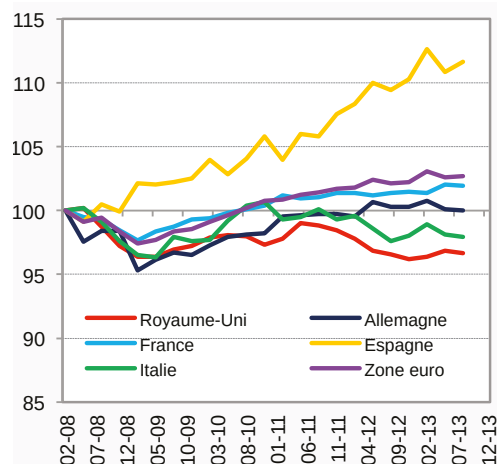
Résoudre ces déséquilibres passe par un renforcement de l'investissement des entreprises et la maîtrise de l'endettement des ménages. Pour le gouvernement, toute mesure visant à calmer l'appétit de ces derniers en matière de consommation et d'achats de logements constituerait probablement une opération délicate, susceptible de freiner la vigueur immédiate du rebond de l'économie et de générer de l'impopularité dans la perspective des élections de 2015. En revanche, la BoE, pleinement consciente de la nécessité de mieux cibler le soutien au crédit, a pris la décision, fin 2013, de limiter dorénavant son programme *Funding for Lending* aux seuls prêts aux entreprises.

Ajoutons qu'une partie du rééquilibrage de l'économie britannique peut venir de la poursuite de la reprise de la zone euro, son principal partenaire économique (qui absorbe 47 % de ses exportations de biens). En plus de soulager immédiatement le déficit courant du Royaume-Uni, un horizon plus dégagé dans les économies voisines ne pourra qu'inciter les entreprises du pays à investir. C'est le scénario que nous privilégions.

Par conséquent, à la fois du fait de la réaction des autorités monétaires et d'une évolution de son environnement économique international proche, la reprise britannique devrait pouvoir conserver, au cours des prochains trimestres, sa vigueur tout en gagnant en soutenabilité. La zone euro y gagnera elle aussi, la hausse de la demande britannique étant bienvenue pour les économies d'Europe du Sud alors que la hausse de la consommation privée allemande, attendue comme l'un des moteurs de la reprise sur le continent, n'a pas été au rendez-vous fin 2013 (-0,1 % au quatrième trimestre).

À plus long terme, il faudra évidemment au Royaume-Uni de nombreuses années de croissance équilibrée et de progression des salaires associées à une maîtrise de l'endettement privé et de la hausse des prix de logements pour en finir avec l'épée de Damoclès économique que constitue la dette hypothécaire trop élevée des ménages.

4 Productivité horaire réelle, base 100 au T1 2008



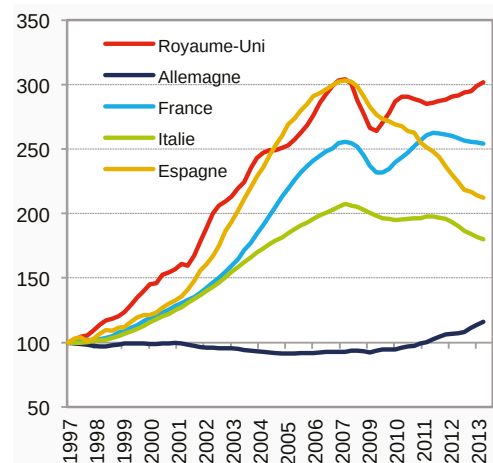
Source : Eurostat, Recherche Amundi



Alors que la consommation allemande tarde à accélérer, la reprise britannique est bienvenue pour la zone euro



5 Prix nominaux des logements, base 100 T1 1997



Source : OCDE, Recherche Amundi



5 Où reste-t-il des opportunités de rendement sur le marché du crédit en euro ?

 SERGIO BERTONCINI, *Stratégie et Recherche Économique – Milan*

Analyse relative des principales sources de rendement en Europe

Le thème de la quête de rendement ne s'est pas évanoui, et les spreads continuent à se compresser dans un environnement marqué par des rendements obligataires faibles en euro et par la perspective que la BCE maintienne des conditions accommodantes pendant une période prolongée. Les performances montrent qu'au cours des mois précédents, les emprunts d'État de la périphérie ont entraîné de plus en plus de produits de spread dans le sillage de leur reprise. Les obligations des petits pays de la périphérie surperforment notamment depuis le second semestre 2013, suivis par les Bonos espagnols et les BTP italiens, ainsi que par les obligations de rang spéculatif et les obligations d'entreprise bien notées des États périphériques. Dans ce contexte, l'Irlande d'abord puis le Portugal ont été particulièrement méritants pendant les derniers trimestres, à la fois en termes de resserrement des spreads et de surperformance.

Que reste-t-il et quelles sont les alternatives ?

La quête de rendement restant une pratique extrêmement répandue, il peut être utile de vérifier les véritables potentiels relatifs des alternatives encore à disposition ; cela permet également de comprendre comment les dernières tendances ont modifié l'attrait relatif des produits de spreads ces derniers trimestres. Tout d'abord, nous avons centré notre analyse sur trois catégories d'obligations à fort bêta :

1. Les emprunts d'État grecs, portugais, irlandais, espagnols et italiens,
2. les obligations industrielles et financières IG de la périphérie et
3. les obligations financières et non financières de rang spéculatif.

Les deux graphiques présentent l'évolution des conditions depuis environ un an. Nous avons choisi de figurer les emprunts d'État par des courbes, tandis que chaque point correspond à une obligation existant dans l'univers périphérique IG et les marchés HY. La comparaison effectuée au fil du temps nous porte à tirer les conclusions suivantes :

- a. La compression des rendements et la convergence des spreads ont été très marquées parmi les emprunts d'État de la périphérie.
- b. En valeur absolue, la compression du potentiel a été plus prononcée pour les emprunts d'État à échéance courte.
- c. La plupart des financières de la périphérie se négocient actuellement à des niveaux très proches de ceux des emprunts d'État correspondants.
- d. Les obligations industrielles IG de la périphérie paraissent moins chères par rapport aux emprunts d'État correspondants
- e. Les obligations HY affichent une dispersion relativement importante et nettement supérieure à celle des obligations IG en périphérie.

Le graphique montre qu'en termes purement relatifs, les valorisations HY se sont améliorées, et non pas détériorées, au sein des segments à plus faible duration. Preuve à l'appui avec les chiffres du tableau : il y a deux ans, les obligations HY représentaient 8 % du rendement global disponible sur le marché des obligations à court terme en euro (emprunts d'État cœur et obligations d'entreprise compris), avant de représenter 13 % un an plus tard, puis 16 % aujourd'hui, soit deux fois plus qu'au début des statistiques. Dans le même temps, la contribution autrefois importante des emprunts d'État périphériques a nettement diminué ces deux dernières années au niveau des échéances 1-3 ans et 3-5 ans. Pour mesurer l'ampleur de ce phénomène, on peut aussi analyser le ratio de rendement des obligations HY en euro par rapport aux emprunts d'État italiens : sur le segment des échéances 1-3 ans, le ratio de rendement

L'essentiel

Nous nous interrogeons, ici, sur le potentiel en terme de valeur relative des principaux titres européens générant un rendement élevé. Parmi les emprunts d'État de la périphérie, les obligations d'entreprise IG de la périphérie et les obligations HY, des situations différentes se dessinent au niveau des échéances courtes et éloignées.

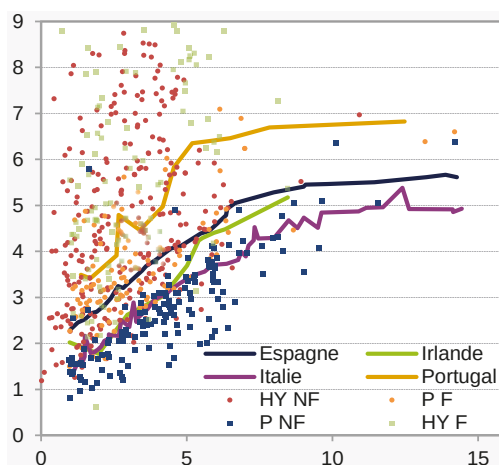
Avec la compression très importante des spreads des emprunts d'États périphériques et des obligations d'entreprise IG de la périphérie européenne sur les échéances courtes, les obligations HY sont devenues la principale source de spread à court terme encore à disposition des investisseurs. Dans le même temps, les emprunts d'État de la périphérie sont toujours plus performants que les autres titres à duration plus longue en termes d'instruments disponibles et de valorisations.



En base purement relative, les valorisations du haut rendement se sont améliorées dans les segments à duration faible



1 Émetteurs haut rendement européens (01/2013): rendement (axe Y) vs duration (axe X)



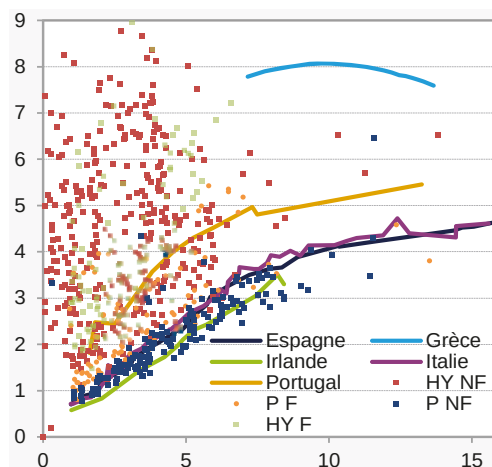
Source : Bloomberg, Recherche Amundi

des HY par rapport aux BTP est passé de 60 % à 73 %. En revanche, dans le même temps, les investisseurs en quête de rendement n'ont pas trouvé d'autre alternative intéressante aux emprunts d'État périphériques au niveau des échéances plus longues : l'opposition entre les segments court/moyen terme et long terme s'explique principalement par la raréfaction des obligations HY aux échéances éloignées, ainsi que par la pentification de la courbe des emprunts d'État périphériques. Pour conclure, le HY pourrait donc continuer à jouer un rôle pour répondre à la quête de rendement et principalement au niveau des échéances rapprochées, tandis que les emprunts d'État périphériques sont quasiment les seuls à offrir des perspectives attractives sur les échéances longues, en tenant également compte de la liquidité.

Contribution au rendement global disponible sur le marché européen des emprunts d'État et des obligations d'entreprise

1-3 ans	Déc-11	Déc-12	Fév-14
Periphery Govt	59 %	51 %	40 %
Periphery IG Corp	7 %	8 %	7 %
HY Bond	8 %	13 %	16 %
3-5 ans			
Periphery Govt	44 %	40 %	32 %
Periphery IG Corp	7 %	9 %	6 %
HY Bond	9 %	17 %	18 %
5-7 ans			
Periphery Govt	38 %	43 %	35 %
Periphery IG Corp	6 %	6 %	5 %
HY Bond	14 %	15 %	14 %
7-10 ans			
Periphery Govt	38 %	43 %	36 %
Periphery IG Corp	4 %	4 %	4 %
HY Bond	3%	4%	3%

2 Émetteurs haut rendement européens février 2014: rendement (axe Y) vs duration (axe X)



Source : Bloomberg, Recherche Amundi

6 Le marché euro de la dette hybride non-financière : une alternative intéressante

VALENTINE AINOUS, *Stratégie et Recherche Économique – Paris*

Le marché de la dette hybride non-financière constitue une alternative intéressante aux traditionnelles obligations seniors. La dette hybride se positionne à mi-chemin entre une dette et une action. Elle est avantageuse à la fois pour les émetteurs et les investisseurs. Les agences de notation la considèrent sous certaines conditions comme des capitaux propres. Les niveaux de rémunération offerts sont supérieurs à ceux des obligations classiques. Quelles sont les caractéristiques d'un titre hybride ? Quels sont les risques inhérents à ce marché pour l'investisseur ? La valorisation de ces titres est-elle toujours attractive ?

Chaque émission hybride a ses particularités

Les agences de notation considèrent en général 50 % des fonds levés comme du capital (voir schéma p.28). Une dette hybride correspond à une obligation avec des caractéristiques de capitaux propres :

- Ces titres peuvent absorber des pertes. La dette hybride est subordonnée à toutes les autres dettes.
- Le capital est « permanent ». Les titres hybrides ont des maturités très longues supérieures à 60 ans, certaines étant même perpétuelles.
- Le paiement des coupons n'est pas obligatoire.

Ce marché est difficile à appréhender car il n'est pas standard. Chaque titre a ses particularités. Certaines clauses influent la maturité/ le remboursement de l'émission :

- L'émetteur détient des options de rachat (*call*) qui réduisent considérablement la maturité attendue. Une modification du coupon incite fortement l'émetteur à rembourser l'obligation par anticipation : les coupons fixes deviennent variables et/ou incluent une surprime (*step-up*).
- La clause *Replacement Capital Covenant* (ou RCC) implique le remboursement du capital de l'émission uniquement par des émissions de titres pari passu ou par des titres plus juniors. Le but est de conserver une structure de capital constante dans le temps.
- L'émission peut être remboursée par anticipation en cas d'événement spécial (*Special Event Call Options*) :
 - Évolution défavorable de la fiscalité (*Withholding Tax Event Calls*), du traitement comptable (*Accounting Event Calls*).
 - Diminution de la part de dette comptabilisée en fonds propres suite à un changement de rating ou de méthodologie (*Rating Methodology Event* ou *Capital Event*).
- La clause de changement de contrôle (*Change of Control*) oblige les émetteurs à rembourser l'émission (souvent au pair) en cas d'une modification dans l'actionariat. En cas de non-exécution, le coupon augmente de 500 pb.

D'autres clauses affectent le calcul et le paiement des coupons :

- Certaines clauses permettent (*optional deferral*) ou obligent (*mandatory deferral*) la suspension du paiement des coupons, comme par exemple l'arrêt de la rémunération des actionnaires ou encore un *covenant* financier non respecté. Le non-paiement du coupon n'est pas considéré comme un événement de défaut. Les coupons non-payés peuvent être cumulatifs (*cumulative*) ou non-cumulatifs (*non-cumulative*). Dans le premier cas, ils sont reportés jusqu'à la prochaine échéance. Dans le second cas, ils ne sont tout simplement pas payés.
- La clause *Dividend pusher* oblige le paiement du coupon si la société a payé un dividende au cours des derniers mois.
- La clause *Dividend stopper* interdit à la société de payer des dividendes aux

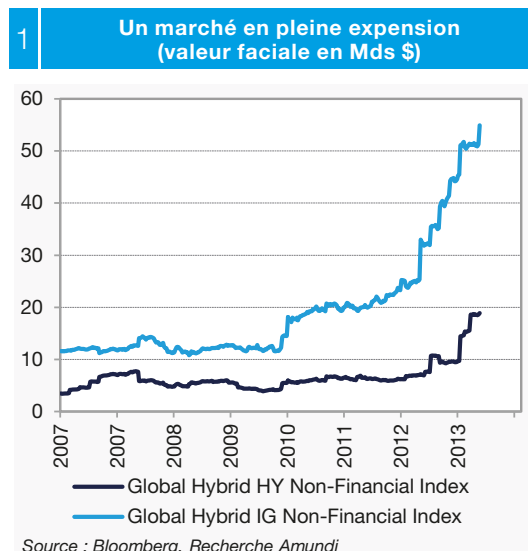
L'essentiel

Le marché de la dette hybride non-financière euro est en pleine explosion (+100 % en 2013). Le stock de dette atteint aujourd'hui plus de 40 Mds € (dont 11 Mds € de dette spéculative). La demande reste forte en 2014.

La dette hybride est une obligation avec des caractéristiques de fonds propres (subordination à tous les autres titres de dette, maturité très longue, le paiement du coupon n'est pas automatique). L'intérêt prononcé pour la dette hybride est partagé par les émetteurs et les investisseurs. Les entreprises se financent tout en renforçant leur profil financier, ces dettes étant en partie considérées comme des fonds propres par les agences de notation. Depuis 2007, les Utilities et les Telecoms ont dominé le marché. Quant aux investisseurs obligataires, le marché de la dette hybride offre une alternative intéressante aux traditionnelles obligations senior. Le segment des hybrides est le seul du marché IG non-financier, non-cyclique et marginalement exposé aux pays périphériques dont le rendement est supérieur à 3 %. Il convient de rappeler que le rôle des agences de notation est fondamental, la valorisation de la dette hybride étant sensible à leur méthodologie.



Le marché de la dette hybride n'est pas standard



actionnaires si cette dernière choisit de ne pas payer de coupon. Cette clause peut devenir un vrai poison pour les actionnaires si le solde des intérêts non-payés est important.

Un intérêt partagé entre émetteurs et investisseurs

L'intérêt prononcé pour la dette hybride est partagé par les émetteurs et les investisseurs :

- La sollicitation croissante de ce segment a une logique économique forte pour les entreprises. Elles se financent tout en renforçant leur profil financier, ces dettes étant en partie considérées comme des fonds propres par les agences de notation. Ce mode de financement est moins coûteux et fiscalement plus avantageux qu'une augmentation de capital. Il évite également la dilution des actionnaires existants.
- Dans un environnement de taux bas, les investisseurs utilisent ces dettes pour stimuler le rendement dans leurs portefeuilles avec une exposition marginale aux pays périphériques.

Le marché primaire de la dette hybride est particulièrement actif depuis un an

Le marché de la dette hybride est en pleine expansion. Le stock de dette atteint aujourd'hui plus de 40 Mds € (dont 11 notés HY). Les émissions sont de taille importante (au moins 500 Mds €) pour assurer une certaine liquidité. L'évolution a été forte au cours de la dernière décennie :

- Le marché a débuté timidement en 2003 avec les émissions de Michelin et du chimiste Linde.
- La croissance s'est accélérée en 2005 suite à une évolution de la méthode des agences de notation. En juillet 2008, ce marché comptait une vingtaine d'émetteurs principalement allemands et français et issus de différents secteurs économiques.
- Les volumes ont explosé en 2013 avec plus de vingt émissions pour un montant total de 21 Mds €. L'intérêt pour ce type d'instrument ne se dément pas en ce début 2014, le volume de nouvelles émissions ayant déjà atteint 8 Mds € depuis le début de l'année. Les secteurs des *Utilities* et des *Telecoms* prédominent. Ces émissions bénéficient d'une demande importante.

Ce type de financement n'est pas ouvert à toutes les entreprises. Une forte notoriété est non seulement nécessaire mais elles doivent également offrir une certaine visibilité sur leur activité et leur *cash-flow*. Le marché de la dette hybride devrait continuer de croître cette année.

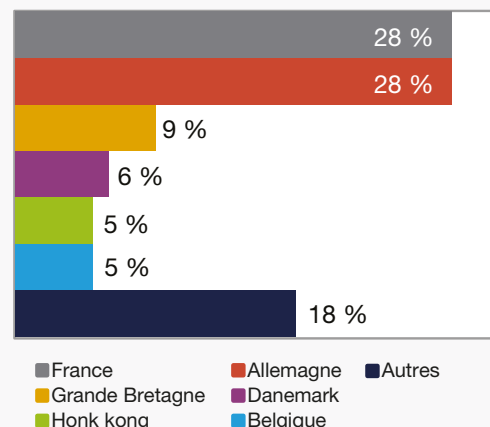
Quels sont les risques pour l'investisseur ?

Risque 1 : rachat par anticipation. Le risque d'exercice de la clause *Rating Agency Event* ou *Capital Event* est aujourd'hui particulièrement important. Les pertes pour le porteur obligataire sont d'autant plus importantes que le prix de rachat est inférieur au prix traité sur le marché. Le prix d'exercice de l'option est en général du pair.

S&P a changé sa méthodologie en avril 2013. L'agence de notation a durci les critères de la dette hybride *high equity content* (considérée à 100 % comme des fonds propres). L'application rétroactive de cette nouvelle règle entraîne la perte du statut *high equity content* de la dette hybride de trois émetteurs : Origin Energy, Dong Energy et Santos. Dong Energy a échangé son hybride 7,75 % à 104 pts contre une nouvelle émission subordonnée juin 2013. Son ancienne hybride a perdu son statut 100 % fonds propres suite au changement de méthodologie de S&P en avril 2013. La société a menacé d'exercer son option de rachat réglementaire à 101 pts pour les porteurs obligataires qui ne participeraient pas. Origin Energy et Santos ont conservé leur dette hybride.

L'agence Moody's a changé sa méthodologie en juillet 2013. La dette hybride des émetteurs dégradés en catégorie *High Yield* sera traitée dorénavant à 100 % comme de la dette. L'incitation devient très forte pour les investisseurs

2 Le marché euro IG de la dette hybride par pays



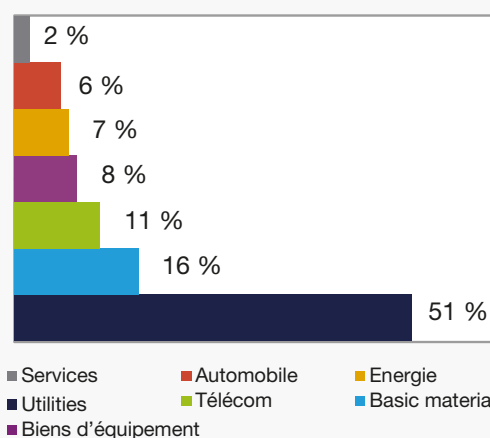
Source : Bloomberg, Recherche Amundi



Les émetteurs qui sont dégradés en High Yield sont fortement incités à racheter leur dette



3 Le marché euro IG de la dette hybride par secteurs



Source : Bloomberg, Recherche Amundi



de racheter ces anciens titres devenus trop coûteux par rapport à de la dette senior. Par conséquent :

- Arcelor Mittal a exercé sa clause *Rating Agency Event* en janvier 2014. Le groupe a racheté son hybride 8,75 % à un prix de 101 % du pair. Le prix de l'obligation était de 109 % avant l'annonce. Le sidérurgiste a perdu la part de fonds propres associée à son hybride suite à sa dégradation par Moody's en catégorie spéculative.
- Telecom Italia a exercé sa clause *Rating Agency Event* en février 2014. L'opérateur télécom a annoncé pour les mêmes raisons qu'Arcelor le rachat par anticipation de son hybride 7,75 %. Avant annonce, le titre traitait à 102 % du pair.

Risque 2 : non-paiement des dividendes. Le paiement des coupons n'est pas systématique. Ce risque est aujourd'hui faible.

Risque 3 : risque d'extension de la dette. L'émetteur ne rachète pas sa dette obligeant l'investisseur à détenir une dette avec une maturité très longue et un coupon variable dans son portefeuille.

Risque 4 : titres subordonnés à l'absorption des pertes. En cas de défaut, le remboursement des titres est subordonné au remboursement de toutes les autres dettes. Le taux de recouvrement peut donc être considéré comme nul contre 40 % pour la dette senior. Ce risque est aujourd'hui faible.

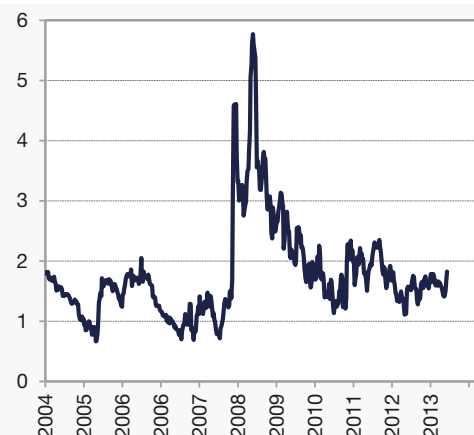
Valorisation de la dette hybride non financière

La dette hybride *Investment Grade* (IG) a affiché un rendement de plus de 6 % en 2013 contre seulement 2 % pour la dette senior non-financière IG. La dette hybride HY a également surperformé la dette senior correspondante (13 % contre 8 %). La comparaison avec les actions est également à l'avantage de la dette hybride : meilleure performance pour une volatilité largement plus faible.

Les spreads sont revenus sur les niveaux observés avant la crise de 2008. L'écart entre la dette hybride et la dette senior s'est également normalisé. Il se situe aujourd'hui aux environs de 200pb. La dette hybride doit offrir une prime par rapport à la dette senior. Elle dépend (1) du degré de subordination à la dette senior, (2) du risque de non-paiement du coupon et (3) du risque de non-exercice du call.

Dans un environnement de taux faibles, la demande pour les titres hybrides devrait rester solide. Le segment des hybrides est le seul du marché IG non-financier, non cyclique et non exposé à la périphérie dont le rendement est supérieur à 3 %. Il convient de rappeler que le rôle des agences de notation est fondamental, la valorisation de la dette hybride étant sensible à leur méthodologie.

4 Ecart entre Euro Corp Non-Financial BBB et le Global Hybrid IG Non-Financial Index



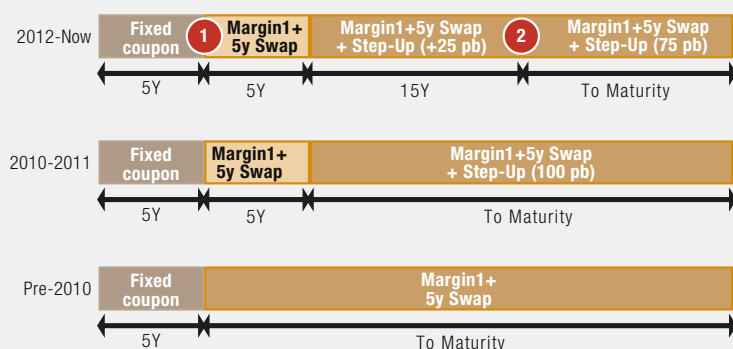
Source : Bloomberg, Recherche Amundi



La valorisation de la dette hybride est très sensible à la méthodologie des agences



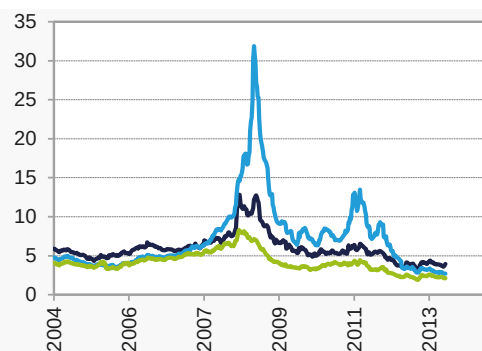
La structure de la dette hybride a évolué au cours des dernières années



Avec la nouvelle structure, les émetteurs sont fortement incités à racheter l'émission hybride après 5 ans (①), date du premier call : la dette hybride est considérée à 100% comme de la dette par l'agence de notation S&P, 20 ans avant la date de maturité effective (②).

La date de maturité effective est la date de call ou les step-up cumulés atteignent 100 pb.

5 Rendement en %



Source : Bloomberg, Recherche Amundi

7 Australie et Canada : économies en cours de rééquilibrage

 BASTIEN DRUT, *Stratégie et Recherche Économique – Paris*

Les taux de change et taux d'intérêt australien et canadien ont connu ces derniers mois des évolutions mouvementées. La raison en est simple : les économies de l'Australie et du Canada sont actuellement en pleine période de transition.

Deux économies dopées par les matières premières dans les années 2000

L'Australie et le Canada ont connu une période de forte croissance lors des années 2000 (respectivement 3,4 % et 2,8 % de croissance en moyenne sur les années 2000-2007), notamment grâce à un boom des activités relatives aux matières premières. Durant cette période, les pays émergents, et en particulier la Chine, ont importé des volumes de plus en plus importants de matières premières (pétrole, métaux), ce qui a entraîné leurs prix fortement à la hausse.

La structure des exportations de l'Australie et du Canada a radicalement changé pendant les années 2000. L'Australie a exporté de plus en plus vers les pays asiatiques : par exemple, la part des exportations vers la Chine est passée d'un peu moins de 10 % en 1999 à environ un tiers aujourd'hui (les exportations vers le Japon représentent environ 20 % des exportations). Au fur et à mesure, le minerai de fer et le charbon ont pris une place très importante dans les exportations australiennes (les besoins d'acier de la Chine pour les activités de construction sont très importants), dépassant clairement les exportations de produits manufacturés. Le Canada exporte, lui, essentiellement vers les États-Unis (environ trois quarts des exportations) et très peu vers l'Asie émergente (6 % des exportations actuellement, même si cette part a tendance à augmenter structurellement). À l'origine, les exportations canadiennes étaient très diversifiées (pétrole, bois, produits manufacturés, produits agricoles) mais la part des produits d'énergie (essentiellement le pétrole) a très fortement augmenté et est passée de 5 % des exportations totales en 1999 à environ 25 % aujourd'hui.

Les exportations de l'Australie et du Canada sont très différentes en termes de composition et de destination, mais la destinée des deux pays est assez semblable. Le boom de l'activité relative aux matières premières a fortement soutenu la croissance lors des années 2000. En Australie, l'investissement minier a très fortement augmenté, en passant de 1 % du PIB en 2004 à 6-7 % actuellement. L'investissement a contribué pour moitié à la croissance du PIB sur la période 2002-2007.

La hausse sans précédent des termes de l'échange pour l'Australie et le Canada a amené la valeur d'équilibre des dollars australien et canadien à monter fortement (voir RBA, *The Resources Boom and the Australian Dollar*, 2014), ce qui n'a pas été sans causer de problème pour les secteurs non-miniers.

Deux économies portant des symptômes de la maladie hollandaise

Le boom lié aux matières premières en Australie et au Canada n'a pas été sans contrepartie sur le reste de l'économie. Ces deux pays sont aujourd'hui porteurs de certains symptômes de la maladie hollandaise. Les secteurs non liés aux matières premières ont fortement perdu en compétitivité-prix à cause de l'appréciation de la devise. Le boom dans les matières premières a globalement poussé les salaires à la hausse, ce qui a accéléré la perte de compétitivité. En conséquence, le secteur manufacturier souffre depuis plusieurs années et les exportations de produits manufacturés stagnent en volume (voir graphique 2). Au Canada comme en Australie, l'emploi dans le secteur manufacturier a baissé en 2013, contrairement au secteur minier qui a continué de croître. De plus, dans son dernier rapport sur le Canada (Article IV, février 2014), le FMI insiste sur les faibles gains de productivité du Canada, imputables selon l'institution à

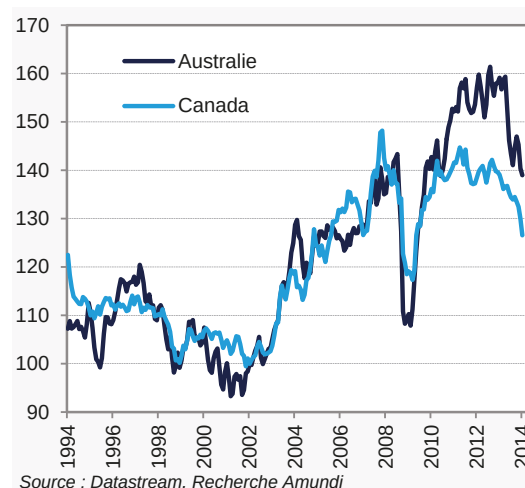
L'essentiel

L'Australie et le Canada ont connu une période de forte croissance lors des années 2000 grâce à un boom des activités relatives aux matières premières.

La forte hausse des termes de l'échange a impliqué une forte appréciation du taux de change réel qui pèse sur les activités manufacturières. Ces deux pays sont aujourd'hui confrontés à un inévitable rééquilibrage pour lequel l'Australie semble avoir pris un peu d'avance.

“ Les exportations de l'Australie et du Canada sont très différentes en termes de composition et destination mais la destinée des deux pays est assez semblable ”

1 Taux de change réel effectif (100 en 2002) : Australie et Canada



un sous-investissement dans les technologies innovantes et dans la recherche et développement.

L'exemple de l'industrie automobile en Australie est assez éclairant : Toyota et Holden (General Motors) ont en effet décidé de fermer leurs usines australiennes en 2017 à cause du coût trop élevé du travail et du dollar australien. Plus une seule voiture ne sera produite sur l'île-continent alors que le secteur automobile représente 40 000 emplois aujourd'hui, soit 0,3 % de l'emploi total.

Pour certains secteurs, un choc externe s'est ajouté au problème de compétitivité. Au Canada, les exportations de bois vers les États-Unis (qui représentaient 12 % des exportations canadiennes en 1999 et n'en représentent plus que 6 %) ont fortement baissé avec le krach immobilier américain de 2007/2008 et ne remonteront la pente que très lentement.

Le marché immobilier inquiète

En Australie comme au Canada, les prix immobiliers ont fortement grimpé dans les années 2000 (dopés pêle-mêle par la hausse des salaires, l'immigration nette, la facilité de l'accès au crédit) et sont désormais parmi les plus surévalués du monde selon les grandes institutions internationales, de 47 % au Canada et de 29 % en Australie selon l'OCDE (*Economic Outlook*, OCDE, mai 2013). Cette hausse des prix immobiliers a été financée dans les deux pays par une forte hausse de l'endettement des ménages. La dette des ménages (qui se situe aux alentours des 150 % du revenu disponible pour les deux pays) y est très élevée par rapport aux autres pays développés. Les autorités souhaitent à tout prix éviter un krach immobilier, mais la situation est périlleuse : faut-il modérer la hausse des prix immobiliers afin de limiter les risques en termes de stabilité financière (c'est-à-dire limiter la surévaluation) ou faire en sorte que la bulle immobilière n'explose pas trop brutalement ? En Australie, les prêts hypothécaires constituent quasiment les deux tiers du stock des prêts au bilan des banques.

La Banque du Canada (BoC) considère la dette des ménages trop élevée et les déséquilibres sur le marché immobilier canadien comme les principaux risques internes pour la stabilité financière pour le pays, au même titre que les risques externes comme la vulnérabilité du secteur bancaire européen, le comportement « risk-taker » des investisseurs en période de taux bas ou les vulnérabilités financières des pays émergents (*Financial System Review*, BoC, décembre 2013). La BoC s'attend à un « atterrissage en douceur » du marché immobilier canadien, mais elle a conscience que ce processus sera long et que les risques resteront élevés pendant encore longtemps.

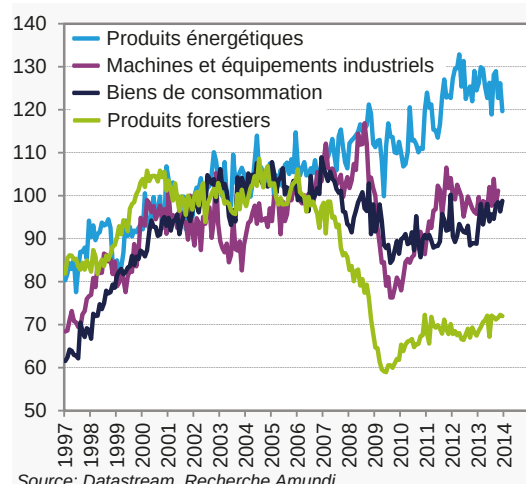
Quelles perspectives de croissance dans les années à venir ?

En Australie, le pic des investissements miniers a été atteint (aux alentours de 6/7 % du PIB) et déclinera lentement sur les années à venir. L'investissement contribuera négativement à la croissance en 2014 et en 2015. Toutefois, il est erroné de prédire le pire pour l'économie australienne. Le FMI (article IV, février 2014) et la RBA (*Macroeconomic Consequences of Terms of Trade Episodes, Past and Present*, 2014) insistent sur le fait que l'Australie est actuellement en train d'entamer la deuxième phase de son histoire minière : les investissements réalisés dans le secteur minier vont permettre à la production de minerai de fer et de charbon de croître et à la balance commerciale de s'améliorer sur les trimestres à venir.

En ce qui concerne le Canada, l'accélération de la croissance américaine devrait engendrer une plus forte demande de pétrole (un tiers du pétrole importé par les États-Unis provient du Canada) qui devrait elle-même stimuler l'investissement des entreprises.

Toutefois, la modification de structure de l'économie continuera probablement de peser sur le marché du travail : il a plutôt tendance à se dégrader en Australie (hausse du chômage, destruction d'emplois à temps plein remplacés par des emplois à temps partiel, légère baisse du taux de participation) et il ne s'améliore qu'extrêmement lentement au Canada (le chômage stagne aux alentours de 7 % depuis le début de l'année 2013).

2 Canada : exportations en volume (100 en 2002)



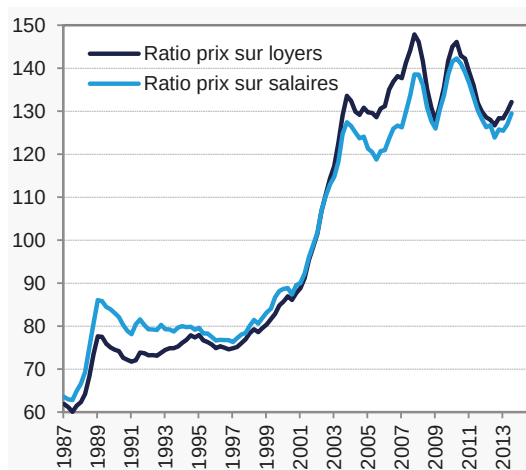
Source : Datastream, Recherche Amundi



La modification de structure de l'économie continuera probablement de peser sur le marché du travail



3 Australie : ratios des prix de l'immobilier avec les loyers et les salaires (100 = moyenne LT)



Source : Datastream, Recherche Amundi

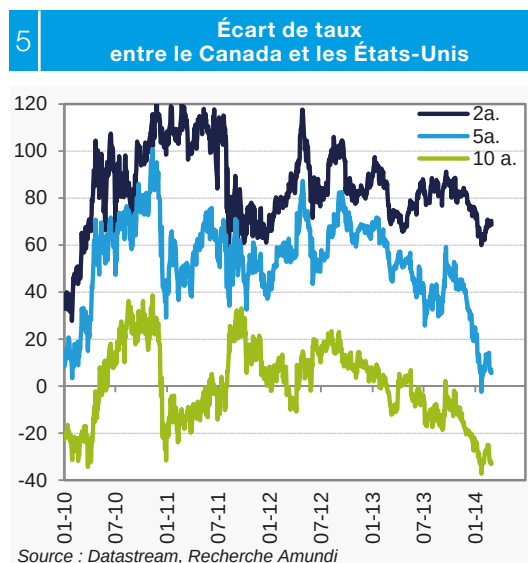
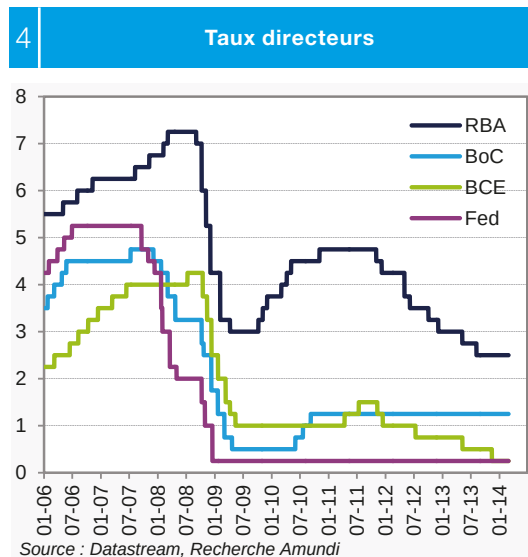
Évidemment, l'un des principaux risques pour l'Australie et le Canada est celui d'une rechute de l'économie mondiale et de la baisse des prix des matières premières.

Des banques centrales préoccupées

La réponse des banques centrales au rééquilibrage de l'économie ne s'est pas faite de façon synchronisée en Australie et au Canada. La RBA a entamé un cycle d'assouplissement monétaire dès la fin de l'année 2011. Ce cycle a vraisemblablement pris fin en 2013. La RBA a, en effet, annoncé lors du comité de politique monétaire de février qu'elle « garderait son taux directeur inchangé sur l'année 2014 ». La RBA se bornera désormais (sauf choc externe majeur) au « stimulus monétaire mis en place depuis 2011 ». Elle devrait respecter cette décision et ne plus baisser ses taux directeurs car l'inflation a accéléré récemment et qu'elle n'a jamais baissé les taux avec une inflation qui accélère (2,7 % au T4) et qui est comprise dans sa fourchette cible. Toutefois, le cycle de baisse de taux a stimulé le marché immobilier, qui se porte mieux désormais, et a allégé le service de la dette des ménages.

Le taux directeur de la BoC se situe à 1 % depuis septembre 2010. La faiblesse de l'inflation, qui se situe juste au-dessus de la borne basse de la fourchette d'inflation (1-3 %) depuis le début de l'année 2013, n'avait pour le moment pas suscité de réaction de la part de la BoC. En février 2014, l'un des officiels de la banque a indiqué qu'une partie de la baisse de l'inflation provenait d'une concurrence accrue dans le commerce de détail (Tiff Macklem, *Flexible Inflation Targeting and "Good" and "Bad" Disinflation*). Toutefois, M. Poloz, le successeur de M. Carney à la tête de la BoC, a employé un ton de plus en plus « colombe » depuis sa prise de fonction en juin 2013, notamment parce que le marché immobilier a montré dernièrement quelques signes de fragilité (net freinage des prix des nouveaux logements ces derniers mois). Alors qu'un consensus existait sur le fait que le prochain mouvement de la BoC serait une hausse de taux, celle-ci a indiqué que le timing et la direction du prochain mouvement dépendrait des données à venir.

Globalement, il semble que le rééquilibrage de l'économie ait pris plus d'avance en Australie qu'au Canada et que cela se ressentira probablement sur les marchés pendant encore quelques mois voire trimestres.



8 Marchés d'actions : faut-il envisager la formation d'une bulle ?

ERIC MIJOT, Co Responsable Stratégie et Recherche Économique – Paris

Les marchés d'actions devraient finir l'année en hausse en 2014. Ce scénario est consensuel mais ne nous choque pas, au contraire ; à ce stade du cycle, alors que l'amélioration des fondamentaux est désormais visible, cela est tout à fait classique et il ne faut pas s'en alarmer outre-mesure. On peut néanmoins se demander comment ce cycle finira.

Cette année encore, la baisse potentielle des actions se trouve limitée par la capacité d'intervention des banques centrales en période de faible inflation. La « crise » émergente de ce début d'année, de nature plutôt désinflationniste pour les matières premières et les économies développées, vient d'ailleurs paradoxalement renforcer l'argument. Dans le même temps, une hausse trop rapide sous prétexte d'une accélération de la croissance américaine se trouverait capée par la menace d'une politique monétaire plus contraignante. Ce double bornage peut facilement prolonger la période de faible volatilité qui flatte les budgets de risque des investisseurs professionnels et attise l'appétit des investisseurs privés, avec comme corollaire une poursuite de la réallocation des flux vers les actions, plus rapide que la hausse des profits. La valorisation pourrait alors facilement devenir excessive ; certains évoquent déjà la formation d'une bulle qui se construit pas à pas. Cet article va se concentrer sur cette question.

La prime de risque ne fait que se normaliser alors que le PER ajusté du cycle est cher

Tout le monde a les yeux rivés sur le niveau des taux longs, y compris la Fed. Une hausse trop rapide pourrait casser la croissance. C'est d'ailleurs pour cela que la probabilité qu'un tel scénario se produise est limitée. Rappelons qu'historiquement actions et taux sont positivement corrélés tant que les taux sont inférieurs à 5 % (voire 4 %), puis inversement corrélés au-delà. Une remontée trop rapide vers ces niveaux pourrait mettre fin au marché haussier des actions. Comme les investisseurs avertis sont bien au courant de cette relation, ils pourraient en effet l'anticiper. Mais il est peu probable que cela se produise d'ici un an si notre prévision pour les Treasuries s'avère exacte ; nous prévoyons en effet des taux 10 ans au maximum entre 3,4 % et 3,6 % d'ici un an.

Dans les années 1950, après l'accord entre le Trésor et la Fed en Mars 1951 qui mit fin au fait de caper les taux 10 ans à 2,5 %, ce qui était de mise depuis 1946, il a fallu 5 ans (juillet 1956) pour que les taux dépassent durablement 3 % et 8 ans pour qu'ils atteignent 4 % (avril 1959). Certes le contexte n'est pas directement comparable mais, vu sous cet angle, la possibilité d'une remontée lente des taux longs semble crédible. La prime de risque n'indiquera donc pas rapidement d'excès de valorisation, contrairement au PER ajusté du cycle qui, lui, pointe déjà du doigt la cherté du marché américain (voir Cross Asset de décembre 2013 : *Photographie des marchés d'actions dans une optique de long terme*. Eric Mijot et Delphine Georges). Alors comment trancher entre ces deux mesures ?

Une autre mesure nous semble encore plus pertinente pour essayer de déterminer un degré de cherté pouvant conduire au gonflement d'une bulle

Il existe en effet une relation très forte entre le niveau du PER (trailing) et le régime d'inflation (voir graphique n°1). Les barres représentent la médiane des PER calculés sur la base des 12 mois précédents (12 months trailing PER) en fonction des régimes d'inflation répertoriés par tranche de 3 % d'inflation. On se réfère ici au marché américain dont l'historique des données (depuis 1914) nous permet de considérer à la fois des périodes inflationnistes et déflationnistes. Il en ressort que les investisseurs sont prêts à payer davantage quand l'inflation est proche de 0 mais néanmoins supérieure, ce qui correspond d'ailleurs à l'objectif phare des banques centrales. Puis, si l'inflation augmente ou si la déflation s'amplifie, la valorisation exigée pour le marché diminue, ce qui semble logique.

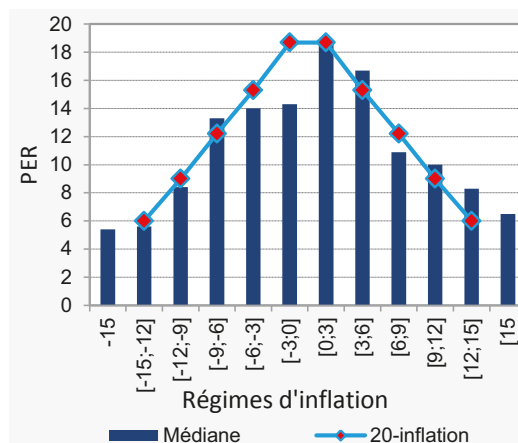
L'essentiel

Il est probable que les taux longs remontent progressivement et que le marché des actions poursuive sa hausse avant que la Fed ne finisse par durcir sa politique monétaire, estimant la croissance soutenable et l'inflation trop forte.

Il est aussi possible qu'avant d'en arriver là, la Fed repousse sa guidance un peu plus loin et laisse même le marché passer au-dessus du PER d'équilibre qu'on peut estimer à « 20-l'inflation » et amorcer une bulle. Un PER de 18x les profits des 12 mois précédents sur le S&P500 nous alerterait sur le côté excessif de la valorisation.

“ Aux États-Unis, le PER d'équilibre serait égal à 20-l'inflation ”

1 PER & régimes d'inflation aux États-Unis (depuis 1914)



Source : Datastream, Recherche Amundi

Il existe une règle empirique très intéressante aux États-Unis selon laquelle le PER d'équilibre serait égal à 20-l'inflation. Si on trace une courbe sur notre graphique représentant cette référence, on constate que cela coïncide en effet très bien avec nos observations. Au-delà de cette constatation empirique de la pertinence de ce ratio, on peut aussi y voir une justification fondamentale. 20 correspond à l'inverse du niveau des taux longs nominaux américains sur très longue période (1/5), autrement dit à un PER sans risque, si on admet évidemment que les taux longs américains sont sans risque. Soulignons au passage que ce niveau correspond à celui mentionné ci-dessus quant à l'inversion des corrélations entre actions et obligations, ce qui démontre la cohérence de ces mécanismes de marché. Calculant par ailleurs les PER sur la base de bénéfices connus, on peut donc considérer que 20-l'inflation représente un niveau de PER sans risque et sans croissance, ce qui en fait une référence particulièrement pertinente en ce moment.

En positionnant le PER du marché américain face à ce ratio (voir graphique n°2), on constate effectivement que la valorisation était devenue excessive en octobre 1987 ainsi bien sûr qu'à partir de décembre 1996 quand Alan Greenspan évoquait l'exubérance irrationnelle du marché. Même si cela est moins démonstratif, le PER a également brièvement dépassé la limite en janvier 2008 avant la chute due à l'affaire Lehman. Cette référence mérite décidément qu'on s'y intéresse.

L'inflation est particulièrement basse aujourd'hui et le PER ressort à 16x. Si on considère un régime d'inflation à 2 %, on peut envisager que la référence se situe aux alentours de 18x, ce qui est assez proche du niveau actuel mais laisse quand même encore un peu de place pour une hausse du marché. Au-delà de sa cible de 6.5 % sur le taux de chômage, la Fed, elle, vise 2.5 % d'inflation pour éventuellement remonter les taux, ce qui correspondrait à un PER de référence de 17.5x. Il est clair que la combinaison d'une remontée des taux de la Fed et de ce niveau de valorisation ne serait pas de bonne augure, mais nous n'en sommes pas là.

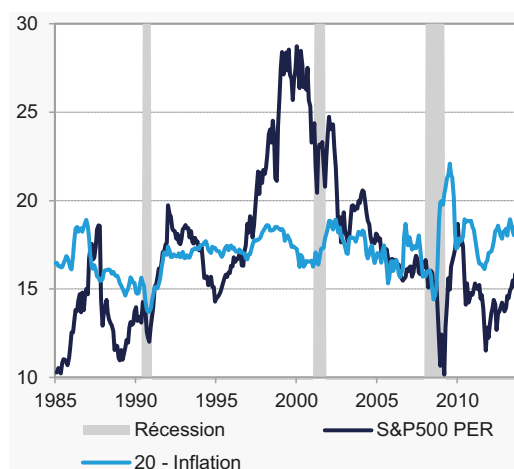
On peut aussi extrapoler cette analyse aux autres marchés.

Soumettre tous les marchés à cette référence américaine a bien sûr ses limites mais offre néanmoins un panorama intéressant :

1. Tout d'abord on s'aperçoit que les marchés s'alignent en effet le long de cette frontière.
2. Les marchés européens sont en dessous du marché américain, donc moins chers, alors même que le potentiel de rattrapage de la croissance des profits est supérieur. Cela peut s'expliquer par une composition sectorielle différente (plus de bancaires en Europe et plus de valeurs technologiques aux États-Unis) mais aussi par un risque déflationniste plus important.
3. Le Japon, qui a longtemps eu un PER stratosphérique, est rentré dans l'épure, signe d'une normalisation en cours, et apparaît même moins cher que les États-Unis sur cette mesure.
4. Les marchés émergents sont pour beaucoup d'entre eux largement décotés, ce qui peut s'expliquer par le changement de modèle en cours et une croissance potentielle à venir plus faible que ce qu'elle était. Le cas extrême de la Russie peut s'expliquer par une problématique de gouvernance.
5. D'autres marchés émergents apparaissent plus chers, comme le Mexique, ce qui est peut-être exagéré. Le marché indien, sort même un peu du cadre. Toutefois si on retenait l'inflation sous-jacente, il rentrerait lui aussi dans la norme.

On visualise donc que l'Europe et le Japon ont un potentiel de moyen terme supérieur au marché américain. Pour qu'il se matérialise, il faut que l'Europe confirme la capacité de ses profits à se reprendre dans la durée et évite de tomber dans une déflation à la japonaise. Dans le cas du Japon, il faut convaincre les investisseurs de sa capacité à sortir durablement de déflation. Quant aux émergents, l'éclatement de cet univers est flagrant. Là aussi, la résorption des décotes, quand elles existent, passe par la démonstration de la capacité de ces pays à changer de modèle sans que cela dégénère.

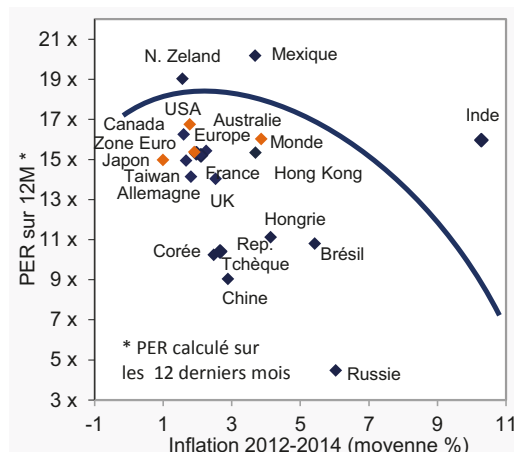
2 PER du S&P500 et la règle de 20-l'inflation



Un PER de 18x les profits connus sur le S&P500 nous alerterait



3 PER mondiaux et la règle de 20-l'inflation



Conclusion

Au final, il est probable que l'inflation augmente un peu, que les taux longs remontent progressivement et que le marché des actions poursuive sa hausse avant que la Fed ne finisse par durcir sa politique, estimant la croissance soutenable et l'inflation trop forte. Il est aussi possible qu'avant d'en arriver là, la Fed repousse sa guidance un peu plus loin et laisse même le marché passer au-dessus de cette référence de 20-l'inflation et amorcer une bulle. Un PER de 18x les profits des 12 mois précédents sur le S&P500 nous alerterait sur le côté excessif de la valorisation.

Certes Janet Yellen est réputée être une colombe et devrait prendre son temps pour agir. Mais laissera-t-elle pour autant une bulle se former sur les actions ? L'avenir le dira bien sûr. Gardons quand même en mémoire que si la Fed de M. Greenspan avait finalement laissé se développer la bulle internet après l'avoir dénoncée, celle de M. Bernanke a décidé d'empêcher la formation d'une bulle obligataire en engageant le tapering. Certes, cette question nous semble davantage devoir être tranchée en 2015 qu'en 2014 mais mérite d'ores et déjà d'être posée. En attendant, les marchés d'actions devraient se tenir correctement, profitant encore du pare-feu des banques centrales, surtout en Europe et au Japon.



En attendant les marchés d'actions devraient se tenir correctement



9 Le Cloud Computing, ou comment l'histoire se répète

VAN VU NGOC, *Analyse Actions – Paris*

L'industrie des logiciels produit sans cesse des néologismes fumeux qui dissimulent des préoccupations très terre à terre. Néanmoins huit ans après le lancement d'Amazon Elastic Cloud, le recul historique permet de dégager des tendances effectives. Le cloud computing emprunte aux mainframes des années 1960 leur puissance, déjà partagée à l'époque. Il répartit la charge de travail sur plusieurs machines, comme dans les architectures clients-serveurs des années 1980. Il est massivement collaboratif, grâce aux hauts débits qu'offrent les réseaux depuis les années 2000. Enfin il prend une dimension sociale et mobile depuis 2010, engendrant une explosion des données générées dont la pertinence est pressentie mais reste à démontrer. Le concept de mutualisation des ressources (« virtualisation ») et de facturation à la puissance délivrée à la manière d'une utility date des années 1960, mais il manquait bien la bande passante d'aujourd'hui pour étendre l'usage au-delà d'un réseau local. Tout est virtualisable : infrastructures réseau, stockage, serveurs, postes de travail, plateformes de développement – avec des contraintes de temps de réponse, montée en charge, et des interrogations sur la confidentialité toujours non résolues à ce jour, en témoigne le débat autour de la NSA et de la localisation géographique des serveurs ; disons à ce stade que ce débat favorise dans un premier temps des clouds privés, moins mutualisés donc plus chers.

La théorie : plus simple, plus flexible

Au schéma historique d'une vente de licences (à 100 par exemple) avec flux annuels de maintenance de 20 (donc 120+20+20+...) est substitué un abonnement annuel constant de 40 (40+40+40+...) calculé pour une période de *payback* d'environ cinq ans. Voilà pour l'aspect financier, comparable à un schéma de location. Pour l'aspect technique, les serveurs de traitement et les données deviennent de la responsabilité du fournisseur qui les héberge ou les fait héberger (par Amazon typiquement), de sorte que l'abonnement de 40 est vendu comme une formule tout compris incluant serveurs et mises à jour. Présentée comme cela, cette formule apparaît immédiatement avantageuse pour des petites et moyennes entreprises n'ayant qu'une visibilité limitée et qui préfèrent variabiliser un coût sans investir dans des serveurs. De son côté le fournisseur espère une courbe de profits en J, au prix d'investissements plus élevés car il doit héberger des serveurs pour ses clients, et dans la mesure où il parvient à négocier un engagement de durée. Il est tentant également de considérer qu'un client peut changer plus facilement de fournisseur dans cette formule d'abonnement, en ce sens il accepte de payer plus cher après cinq ans pour bénéficier d'une flexibilité accrue dans le choix de ses fournisseurs. Enfin, les formules d'abonnement nominatives réduisent la fraude, d'où une opportunité significative pour Microsoft par exemple dont 40 % des utilisations d'Office sont considérées comme piratées.

La pratique : toujours les mêmes préoccupations terre à terre

Beaucoup de paramètres viennent « polluer » le calcul simple de *payback* précédent :

- Les coûts annexes d'installation, paramétrage, formation, d'archivage. C'est typiquement le rôle d'une SSII, dont le chiffre d'affaires total peut représenter jusqu'à quatre fois le montant de la licence initiale, ou deux fois le montant de la souscription. Déjà à ce stade le calcul de la période de *payback* se complique soudainement !
- Les augmentations de prix annuelles, les changements de formules de facturation, les investissements dans des fermes de serveurs pour les vendeurs de capacité et le cas échéant pour les SSII.
- La gestion des versions, dont le renouvellement sert de prétexte au fournisseur pour augmenter les prix ; le rythme de ces renouvellements peut vite devenir intempestif et ingérable pour le client.

L'essentiel

Le cloud computing permet essentiellement de mutualiser des ressources informatiques, combinant des architectures informatiques des années 60 avec les capacités de transmission d'aujourd'hui.



À la lumière de la vague d'acquisitions de 2011-2013, il est frappant de constater à quel point la période actuelle se compare aux années 1990, dans le domaine des suites logicielles



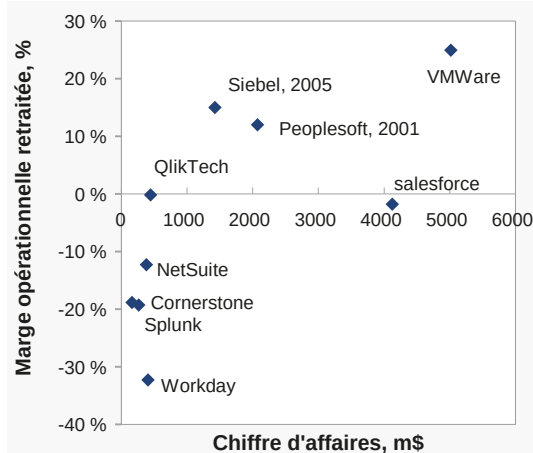
- Le degré de personnalisation. Il va de soi qu'une application de gestion des notes de frais migrera plus facilement vers le cloud qu'un système de conduite d'une centrale électrique en temps réel.

Ainsi l'argument de la simplicité est vrai pour une petite entreprise ou une start-up qui créent leur système d'information. Pour un grand compte doté d'un système d'information existant, migrer une partie de ses applications dans le cloud ajoute en fait de la complexité (le fameux plat de spaghetti).

La frénésie d'acquisitions de SAP et d'Oracle depuis 2011 impose un parallèle historique. Une phase de transition technologique est d'abord promue par des nouveaux entrants qui attirent les clients par leur force d'innovation, ce que ne supportent pas les acteurs en place qui finissent par les acheter, avant d'augmenter les prix dans une phase de maturité où le client est captif, dépendant et très en colère – nous parlons de transitions technologiques, pas de ruptures comme l'ont été Google, Amazon ou facebook. Cela revient à débattre si les suites logicielles intégrées finissent toujours par gagner, comme le pense SAP. Sous l'angle historique, il est frappant de constater que salesforce, pionnier de la gestion clients dans le cloud, affiche encore des pertes significatives après quinze ans d'existence ; de même que d'autres acteurs spécialisés dans le cloud. Alors que dans les années 1990, Siebel et Peoplesoft au même âge étaient profitables, avant d'être achetées par Oracle. (Voir graphique). Deux constats en découlent. Premièrement, les coûts d'acquisition des clients, c'est-à-dire les frais commerciaux et R&D, ont structurellement augmenté depuis les années 1990. Il est donc d'autant plus important pour rentabiliser ces frais commerciaux et R&D de fidéliser le client à long terme. C'est bien ce que tente salesforce au travers d'une plateforme de développement appelée salesforce1 destinée à créer un écosystème propriétaire, moyennant quelques concessions sur une offre davantage spécialisée par industrie. Deuxièmement, les investisseurs acceptent une stratégie de gains de parts de marché à tout prix ; en témoigne par exemple le cours de bourse d'Amazon, qui pourtant est tout juste profitable, peu transparent, et casse les prix sur ses infrastructures de serveurs pour mieux les utiliser.

En conclusion, la thématique du cloud met en jeu des utilisateurs qui veulent plus de flexibilité ; des fournisseurs qui prétendent la leur apporter mais qui souhaitent le contraire ; et des investisseurs qui favorisent aujourd'hui les cycles d'innovation sans sourciller sur les marges.

1 Les coûts d'acquisition des clients sont plus élevés que lors de la précédente décennie



Source : Compagnies, Recherche Amundi



La thématique du cloud met en jeu des utilisateurs qui veulent plus de flexibilité, des fournisseurs qui veulent le contraire, et des investisseurs qui favorisent aujourd'hui les cycles d'innovation sans sourciller sur les marges





amundi.com

Retrouvez l'analyse
hebdomadaire
complète sur
l'environnement
économique et financier
réalisée par l'équipe
de recherche d'Amundi.



L'ensemble de notre expertise
est disponible sur le site :
research-center.amundi.com

Publications récentes

Working Papers

- **Sovereign Wealth and Risk Management - A New Framework for Optimal Asset Allocation of Sovereign Wealth**
ZVIE BODIE - *Boston University*
MARIE BRIERE - *Research Analyst - Paris*
- **Cross-Hedging of Inflation Derivatives on Commodities: The Informational Content of Futures Markets**
NICOLAS FULLI-LEMAIRE - *Research Analyst - Paris*
ERNESTO PALIDDA - *Quantitative Analyst - GRO - Crédit Agricole S.A*
- **A Tale of Two Eurozones: Banks' Funding, Sovereign Risk & Unconventional Monetary Policies**
NICOLAS FULLI-LEMAIRE - *Research Analyst - Paris*
- **Managing Uncertainty with Dams. Asset Segmentation in Response to Macroeconomic Changes**
GIANNI POLA - *Quantitative Research - Paris*
- **Fundamental Indexation for Bond Markets**
MARIELLE DE JONG - *Quantitative Research - Paris*
HONGWEN WU - *Quantitative Research - Paris*

Discussion Papers Series

- **Qui êtes-vous, Madame Yellen ?**
PHILIPPE ITHURBIDE, *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse - Paris*

Spécial Focus

- **Irlande: les bonnes nouvelles s'accumulent malgré un endettement très élevé**
TRISTAN PERRIER - *Stratégie et Recherche Économique - Paris*
- **La bulle immobilière des pays notés AAA**
BASTIEN DRUT, - *Stratégie et Recherche Économique - Paris*
- **Marchés d'actions européens: à redécouvrir en priorité!**
ERIC MIJOT - *Co-Responsable Stratégie et Recherche Économique - Paris*
DELPHINE GEORGES - *Stratégie et Recherche Économique - Paris*
IBRA WANE - *Stratégie et Recherche Économique - Paris*
- **Allocation d'actifs stratégique et diversification entre scénarios macroéconomiques**
GIANNI POLA - *Recherche Quantitative - Paris*

Correspondants

Rédacteur en chef

– PHILIPPE ITHURBIDE
Directeur Recherche, Stratégie et Analyse – Paris

Rédacteurs en chef adjoints

– DIDIER BOROWSKI – Paris, RICHARD BUTLER – Paris, ERIC MIJOT – Paris,
SHIZUKO OHMI – Tokyo, STÉPHANE TAILLEPIED – Paris

Support

– PIA BERGER
Recherche, Stratégie et Analyse – Paris
– FLORENCE DUMONT
Recherche, Stratégie et Analyse – Paris
– BENOIT PONCET
Responsable Editions - Recherche, Stratégie et Analyse – Paris

AVERTISSEMENT

Directeur de la publication : Pascal Blanqué

Rédacteur en chef : Philippe Ithurbide

Le présent document est destiné exclusivement aux journalistes et professionnels de la presse et des médias. Les informations concernant cette publication sont fournies dans le seul but de permettre aux journalistes et professionnels de la presse et des médias d'avoir une vue d'ensemble de la stratégie d'investissement d'Amundi, et ce quel que soit l'usage qu'ils en font, qui relève exclusivement de l'indépendance éditoriale et pour lequel Amundi décline toute responsabilité.

Ce 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 le présent document sont réputées exactes au 7 mars 2014, 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 596 262 615 € - 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: Thinkstock by Getty Images