

MARCHÉS FINANCIERS ET ENVIRONNEMENT DE TAUX BAS / NÉGATIFS : RÉFLEXION SUR LES ENJEUX ACTUELS

Philippe ITHURBIDE, *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse*



Introduction



Philippe ITHURBIDE,
Directeur Recherche, Stratégie et Analyse d'Amundi

L'été dernier, la machine s'est dérégulée. Les marchés financiers broyaient du noir, tout (Fed, BCE, Chine, Yuan, pétrole...) est devenu sujet à une interprétation négative. Il est donc facile de comprendre pourquoi nous avons assisté à un « repricing » du risque et à la mise en place de protection des portefeuilles, voire même pour certains à la liquidation de positions. Pourquoi en est-on arrivé là ? Était-ce pleinement justifié ?

La baisse du prix du pétrole fait peur parce qu'elle affaiblit de nombreux pays et fait craindre des défauts et faillites dans le secteur de l'énergie, avec des implications potentielles pour les banques. Tous les avantages du contre-choc pétrolier, pourtant bien réels et importants, semblaient dérisoires quand on les comparait aux dangers qu'il représente. Les banques centrales ne parviennent pas à rassurer car leurs politiques ne montrent pas de réelle efficacité à moyen terme. La BoJ a mis ses taux d'intérêt en territoire négatif, la BCE déploie tout un arsenal de mesures, et la Fed, qui ne parle plus d'une seule voix, ne parvient pas à restaurer des marges de manœuvre, ni à rassurer sur la croissance. La Chine inquiète, et la gestion du yuan (fortement remaniée) rend perplexe bon nombre d'observateurs. De plus, les prévisions macroéconomiques étaient depuis longtemps bien trop optimistes, et les craintes de récession ont refait surface, notamment aux États-Unis. Les inquiétudes sur les systèmes bancaires (trop fragiles pour certains, trop impliqués dans le secteur de l'énergie pour d'autres...) sont revenues à la surface. Les taux négatifs sont plus inquiétants que rassurants, et le scénario du Brexit devient une réalité plus palpable car une échéance a été fixée, propulsant davantage ce risque au centre des débats.

Au total, ont été identifiés beaucoup de dangers immédiats, et l'on comprend bien pourquoi les marchés financiers étaient fragiles. Mais il ne s'agissait pas seulement de fragilité, mais de risque d'effondrement, de l'économie mondiale et des systèmes bancaires. Nous ne partageons pas ces craintes, même s'il faut bien reconnaître que l'environnement économique et financier s'est nettement dégradé, justifiant ainsi amplement les stratégies de *macro-hedging* développées dans nos portefeuilles depuis plus de 6 mois (long US Treasuries et long Bunds, long volatilité, long USD et JPY, long cash USD, long or).

L'objet de cet article est d'analyser et d'évaluer les peurs qui ont favorisé la chute des actions et des valeurs financières, l'élargissement des *spreads* de crédit et la contagion aux actions, la hausse de la volatilité, l'effondrement des taux longs des pays sûrs comme les États-Unis et l'Allemagne... en bref, tout ce qui est à l'origine de la montée de l'aversion au risque et a incité à revoir les constructions de portefeuille, les dispositifs de *macro-hedging*, les stress tests et stress de liquidité, voire même les fondements des allocations d'actifs.

Sommaire

Question # 1	Pourquoi les taux d'intérêt sont-ils aussi faibles ?	Page 5
Question # 2	Taux négatifs : pourquoi tant de défiance ?	Page 6
Question # 3	Taux négatifs : quels impacts sur les modèles d'affaires ?	Page 8
Question # 4	Pourquoi la baisse du prix du pétrole fait-elle peur ?	Page 10
Question # 5	Pourquoi les banques centrales ne parviennent-elles pas à rassurer les marchés financiers ?	Page 10
Question # 6	Pourquoi la Chine continue-t-elle d'inquiéter les marchés financiers ?	Page 11
Question # 7	Doit-on craindre une récession aux Etats-Unis ?	Page 12
Question # 8	Doit-on craindre un effondrement du système bancaire ?	Page 13
Question # 9	Doit-on revoir les prévisions sur le dollar... et plus généralement sur les devises ?	Page 14
Question # 10	La pérennité de l'environnement de taux bas : quels sont les facteurs critiques ?	Page 14
Question # 11	Spreads de crédit : faut-il jeter le bébé avec l'eau du bain ?	Page 16
Question # 12	Actions européennes : un trou d'air ou un renversement de tendance ?	Page 18
Question # 13	La liquidité de marché, un facteur aggravant ?	Page 19
Question # 14	Brexit et Europe à la carte : un risque économique pour le Royaume-Uni, et un risque politique pour l'Union européenne ?	Page 20
Question # 15	Que « pricent » les marchés financiers ?	Page 21
Question # 16	Quelles stratégies de <i>macro-hedging</i> ?	Page 22

Question # 1.

Pourquoi les taux d'intérêt sont-ils aussi faibles ?

Quand on parle de taux d'intérêt, on peut distinguer plusieurs types fort différents : des taux de marchés, des taux administrés, des concepts théoriques... :

- Le **taux d'équilibre** est le taux d'intérêt en ligne avec des fondamentaux ;
- Le **taux de marché** est celui qui découle des transactions effectives ;
- Les **taux court terme** et les **taux long terme** ;
- Le **taux directeur** est le taux (ou la gamme des taux) administré par la banque centrale ;
- Le **taux naturel** est le taux d'intérêt qui équilibre épargne et investissement quand la croissance est à son potentiel ;
- Le **taux neutre** : en rythme de croissance potentielle, le taux naturel nominal neutre est égal au taux réel neutre, plus la cible d'inflation de la banque centrale ;
- Le **taux nominal** est le taux d'un contrat ou d'une transaction ;
- Le **taux réel** est le taux nominal déflaté d'un indicateur d'inflation ;
- Le **taux d'actualisation** est le taux d'intérêt qui sert, entre autres, à valoriser les actifs ;

Ce qui est remarquable dans la situation actuelle, c'est que tous ces taux ont fortement baissé, pour des raisons cycliques, pour des raisons structurelles, pour des raisons liées à la stratégie des banques centrales...

Parmi les facteurs « lourds », structurels, rappelons :

- **La baisse de la population en âge de travailler** et/ou la baisse des taux d'activité. On retrouve cela dans la plupart des pays avancés et en Chine, pays qui est vieux avant d'être riche ;
- **Le ralentissement du rythme du progrès technique**, qui réduit les gains de productivité. Il s'agit de thèmes (avec la démographie) souvent évoqués par les tenants de la stagnation séculaire ;

*Taux bas et stagnation séculaire :
une logique implacable*

- **L'accroissement massif des inégalités** qui pèse sur la croissance économique potentielle, un thème développé par Robert Gordon notamment ;
- **La baisse ou à la stagnation du salaire réel disponible** : on retrouve ici le rôle des politiques de salaires et celui de la fiscalité ;
- **L'impact du poids de la dette**. L'excès de crédit avait boosté « artificiellement » la croissance

dans de nombreux pays (États-Unis, Espagne...) jusqu'à la crise financière. Le « deleveraging » généralisé qui a suivi (encore incomplet) pousse désormais la croissance à la baisse. Pire encore, les politiques économiques, contraintes par les dettes, doivent améliorer la solvabilité globale, y compris celle des États et ne peuvent plus contrer les cycles économiques. Autrement dit, la dette maintient le taux naturel très bas. On retrouve là aussi l'un des thèmes développés par les tenants de la thèse de la grande stagnation.

Taux d'équilibre, taux nominaux, taux réels, taux naturel, taux neutre, taux directeur, taux de marché... tous les taux d'intérêt ont considérablement chuté

La stabilité macrofinancière de ce nouveau régime requiert désormais des taux d'intérêt plus bas, et sans doute pour longtemps car il s'agit de modifications structurelles. À tout cela viennent s'ajouter les niveaux de dette accumulés qui « interdisent » une forte remontée des taux.

Parmi les facteurs cycliques (dont certains peuvent désormais être considérés comme durables), mentionnons :

- **L'impact de la crise financière de 2008** : elle a été mondiale, et elle se traduit par un effondrement généralisé du taux naturel et des taux d'équilibre ;
- **Les baisses de taux directeurs des banques centrales**, entamées dès la crise financière de 2008, et le maintien à des niveaux ultra-bas, une situation dont il est bien difficile de sortir, les États-Unis en étant l'exemple le plus flagrant ;
- **La mise en place de programmes non conventionnels d'achats d'actifs et de « forward guidance »**, qui ont ancré les taux (tous les taux), les primes de terme et les rendements obligataires à de faibles niveaux ;
- **La baisse des anticipations d'inflation** (court terme et long terme). Une difficulté majeure pour les banques centrales parce que ces anticipations ne sont plus ancrées sur la cible de la banque centrale ;
- **L'augmentation de l'aversion au risque**, qui accroît inévitablement l'épargne de précaution (qui accepte même, désormais, de se porter sur des actifs à taux négatifs!) et réduit l'investissement, un des grands absents de la reprise économique actuelle ;

Question # 2.

Taux négatifs : pourquoi tant de défiance ?

On peut comprendre que la BCE souhaite tester le niveau de taux en deçà duquel les banques cessent de porter leurs excédents de cash auprès de la banque centrale, mais la question est de savoir si cela en vaut vraiment la peine au regard des risques qu'une telle politique représente. Il semble que Mario Draghi ait abandonné l'idée de tester l'existence et le niveau de ce seuil, si l'on comprend correctement la session de questions-réponses qui a suivi les annonces de la BCE du 10 mars, ce qui serait une bonne décision. Ce qui est nécessaire, ce n'est pas tant de poursuivre dans la baisse des taux et d'envoyer toute la gamme des taux en territoire négatif (comme au Japon actuellement), mais de maintenir les taux bas. Si les banques ont des liquidités, c'est précisément parce que la BCE en injecte beaucoup, et la baisse des taux de dépôt pénalise la profitabilité des banques (toutes les banques, qu'elles soient du cœur de la zone euro ou de la périphérie) au moment même où elles sont chahutées par les marchés et alors même qu'il leur est demandé d'accorder davantage de crédit à l'économie. Une situation paradoxale et sans aucun doute contre-productive. Au total, la poursuite de la baisse des taux alimente davantage les craintes de déflation qu'elle ne les combat. C'est pour cela que cette mesure ne peut être isolée.

Le 10 mars, la BCE a donc pris un ensemble de mesures : TLTRO, extension du QE à une nouvelle – et importante – classe d'actifs (les *corporate bonds*), baisse des taux... tout l'arsenal de la BCE a été mobilisé :

- Le taux sur les opérations de refinancement est abaissé de 5pb à 0,00 % à partir du 16 mars 2016.

- Le taux de prêt marginal est abaissé de 5pb à 0,25 % à partir du 16 mars 2016.
- Le taux de rémunération des dépôts est abaissé de 10pb à -0,40 % à partir du 16 mars 2016.
- Le programme mensuel d'achats d'actifs est augmenté et sera désormais de 80 Mds €, dès le mois d'avril.
- Les obligations non bancaires *investment grade* de la zone euro libellées en euro sont désormais éligibles au programme d'achats de la BCE.
- Une nouvelle série de quatre opérations de refinancement à long terme (TLTRO II), chacune de maturité 4 ans, est mise en place à partir de juin 2016.

Les marchés financiers ont cette fois été enthousiastes, du moins au moment de l'annonce de ces mesures, car tout cela est favorable au maintien des taux bas, au soutien des *spreads* souverains, au soutien des *spreads* de crédit, et au soutien des banques. Même si l'on doit admettre que le geste (énorme) de la BCE est bien la preuve que tout ne tourne pas bien rond, il est difficile de ne pas l'apprécier... la baisse des taux et le maintien des taux en territoire négatif n'ont plus désormais beaucoup d'avantages. Ils représentent même sous certains égards de véritables risques :

- **Des baisses de taux supplémentaires ne sont pas nécessaires. L'accès au financement** s'est considérablement amélioré depuis deux ans, et plus spécialement depuis la mise en place du programme de QE, qui a ancré les taux d'intérêt pour longtemps à un bas niveau, ce qui est déjà en soi un résultat satisfaisant. Déjà, mi-2015, les enquêtes de la BCE montraient que le point bas avait été atteint, tandis que le



marché primaire des émissions d'entreprises progressait de façon significative : plus de 200 nouveaux émetteurs sur le segment du high yield, et une taille de marché qui a doublé en l'espace de trois ans. Les taux longs étaient déjà extrêmement bas, et surtout bien ancrés aux taux courts. Ce qui est nécessaire, ce n'est pas tant de poursuivre dans la baisse des taux et d'envoyer toute la gamme des taux en territoire négatif (comme au Japon actuellement), mais de maintenir les taux bas. Les programmes d'achats du QE sont sans doute le bon instrument pour cela.

- En effet, en 2016, **les émissions nettes seront négatives**, une fois pris en compte les achats de la BCE. Pour le seul gouvernement central, elles seront de -139 Mds d'euros pour l'Allemagne, de -45 Mds pour la France, -31 Mds pour l'Espagne, -41 Mds pour l'Italie..., -24 Mds pour les Pays-Bas... Comment miser sur une remontée des taux longs en zone euro dans un tel contexte ?
- **Une baisse des dépôts des banques auprès de la BCE ne garantit en rien une hausse supplémentaire du crédit bancaire** auprès des entreprises dans les zones les plus désavantagées. En clair, si les banques allemandes retirent leurs dépôts de la BCE, vont-elles prêter aux entreprises du sud de l'Europe ? La réponse est à l'évidence négative. Ne pas confondre condition nécessaire et condition suffisante.
- **Si les banques ont des liquidités, c'est précisément parce que la BCE en injecte beaucoup** : ne pas confondre causes et conséquences. On avait bien compris qu'en janvier 2015, lors de l'annonce de la mise en place de son QE, la BCE déplorait que les banques commerciales déposent leurs liquidités dans ses comptes, et qu'elle préférerait voir ces montants déversés « dans l'économie réelle ». Mais ces montants n'ont cessé de progresser au rythme du programme d'achats d'actifs de la BCE : alors à 100 Mds d'euros, les dépôts à la BCE sont actuellement de l'ordre de 550 Mds, et la BCE y a sa part de responsabilité.
- Plutôt que d'acheter des obligations d'État (avec risque de durée, risque asymétrique et à rendement négatif), **les banques préfèrent déposer leurs liquidités à la BCE, à taux négatif**, sans risque de contrepartie ni risque de durée (taux *overnight*), et sans risque asymétrique. Qui pourrait le leur reprocher ?
- **La baisse des taux de dépôt pénalise la rentabilité des banques** (toutes les banques, qu'elles soient du cœur de la zone ou de la périphérie) au moment même où elles sont chahutées par les marchés et alors même qu'il leur est demandé d'accorder davantage de

crédit à l'économie. Une situation paradoxale et sans aucun doute contre-productive.

- **La BCE doit lutter contre toute menace sur la stabilité des prix** (à la hausse comme à la baisse). Il est bien clair que, encore aujourd'hui, c'est la déflation qui menace, pas l'inflation. Mais contrairement à la situation qui prévalait il y a deux ou trois ans (ou à celle qui qualifiait le Japon dans les années 90 et 2000), les pressions déflationnistes ne viennent plus de la zone mais de l'extérieur de la zone : prix du pétrole, baisse du commerce mondial, repli de la globalisation, ralentissement de la croissance mondiale, ralentissement de l'ensemble des pays émergents, ralentissement de la croissance américaine... On voit un lien étroit entre les anticipations d'inflation et le prix du pétrole. Sauf à acheter du pétrole, ce qui est évidemment à des années-lumière de son mandat (!), la BCE ne peut rien y faire !

Peut-on envoyer pire message que des taux négatifs ? Pas sûr, dans le contexte actuel

- **La poursuite de la baisse des taux alimente davantage les craintes de déflation qu'elle ne les combat.** Dans le contexte actuel, la baisse des taux en territoire négatif n'est pas la réponse. Et la BCE ne peut pas tout faire à elle seule. La réponse est sans aucun doute davantage fiscale (et budgétaire) que monétaire. Tout le monde attend tout de la BCE et ce n'est ni normal, ni légitime, ni rationnel. Cela reflète sans aucun doute l'absence de marges de manœuvre ailleurs et/ou l'absence de cohésion au sein de la zone euro. Quelle que soit la façon de regarder les choses, il n'y a rien de réellement rassurant.
- **La BCE ne peut pas afficher de cible pour la valeur externe de l'euro** (ce n'est pas son mandat, ne cesse de rappeler M. Draghi à chaque fois qu'une question sur l'euro lui est adressée), mais nous savons à quel point une baisse de l'euro serait utile (profits des entreprises, restauration des marges...). Le regain de vigueur de la devise européenne en 2015 est davantage lié à ce qui s'est passé sur les devises émergentes, puis à ce qui s'est passé sur le « repricing » de la croissance américaine et des anticipations de politique monétaire de la Fed... Mais un autre facteur a indubitablement pesé : la zone euro est finalement la seule zone/pays à ne pas avoir de politique de change explicite. Autrement dit, l'euro s'ajuste aux politiques des autres.
- **Une baisse des taux excessive crée inévitablement des valorisations anormales, excessives.** Dans les modèles de valorisation,

les taux d'intérêt sont une composante des dénominateurs et, mécaniquement, la baisse des taux, qui réduit le coût du capital notamment, se traduit par des hausses de valorisations. Dit autrement, il est normal d'avoir des valorisations élevées en contexte de taux bas... sans conclure nécessairement en l'existence de bulles. Mais tout est question de mesure ou de... démesure. Avec des taux négatifs, les valorisations « classiques » n'ont plus grand sens, et cette entrée en territoire inconnu n'a rien de rassurant non plus. La BCE doit-elle vraiment accentuer ces inquiétudes, voire même les conforter ?

- **Autrement dit, en envoyant les taux d'intérêt courts et longs en territoire négatif, la BCE envoie également des messages négatifs aux marchés financiers.** Et cela intervient au moment où la croissance a progressé (elle est plus solide, tirée par la demande interne et non plus par les dépenses publiques...), l'inflation est sous contrôle et les facteurs qui la poussent à la baisse sont davantage des facteurs externes qu'internes.
- **La crédibilité des banques centrales est en question.** Jusqu'en décembre dernier, la BCE

avait fait un sans-faute... on voit bien que la confiance envers toutes les banques centrales a fléchi, et pas plus la BCE que la Fed, la BoE, la PBOC ou la BOJ n'ont un blanc-seing des marchés financiers.

- **Alors que les avantages de taux négatifs sont, au mieux incertains, et en réalité inexistants, les conséquences négatives sont, elles, évidentes.** Nous avons évoqué ci-dessus les messages envoyés par les banques centrales, les problèmes de rentabilité des banques, de dépôts à la BCE, d'entretien de la situation de déflation, de valorisation d'actifs risqués excessive... on peut ajouter que des taux négatifs ne peuvent que provoquer des retraits des fonds monétaires (un impact négatif pour la gestion d'actifs) vers les dépôts des banques, ce qui représente une baisse additionnelle de la rentabilité des banques. Un jeu qui n'est pas à somme nulle ou positive, mais négative...

Au total, on comprend bien la montée de la défiance envers les baisses de taux compte tenu des niveaux atteints. Persévérer dans cette voie est sans aucun doute anxiogène.

Question # 3.

Taux négatifs : quels impacts sur les modèles d'affaires ?

Il est bien difficile de dire si les économies et les marchés financiers peuvent rester longtemps dans un monde à taux négatif, tant cette situation est inédite. Ce qui est sûr, en revanche, et même si cette situation n'est que temporaire (quelques années), c'est que cela entraîne des changements radicaux dans les modèles d'affaires de bon nombre d'activités.

- Concernant les **fonds monétaires**, le cas du Japon est emblématique. La première phase de baisse des taux (dans les années 90) avait fortement réduit la taille de ces fonds, alors les plus importants au monde. Il semble bien que le passage à des taux négatifs soit le coup de grâce.
- Pour la **gestion d'actifs**, l'environnement de taux bas et, a fortiori de taux négatifs a de multiples impacts : révision des espérances de rendement, révision du rôle des obligations dans une construction de portefeuille, révision du concept même d'actif sans risque, révision de la gamme de produits et de fonds, recherche de benchmarks plus efficaces, recherche de « nouvelles » stratégies de rendement, révision des structures de coûts... (voir notre discussion paper « Environnement de taux bas / négatifs, stagnation séculaire... impact pour la gestion d'actifs », à paraître (2016)). Aucun des aspects liés au « business model » des sociétés de gestion n'est épargné.
- S'agissant des **assureurs vie**, le constat est également inquiétant. Des taux négatifs et même proches de zéro menacent la solvabilité et la stabilité de ce secteur, ainsi que le montrait une récente étude de Moodys (*European Insurers face Credit-negative QE program*, janvier 2015). La vulnérabilité du secteur est d'autant plus grande que l'écart de durée entre actif et passif est élevé (un écart élevé accroît le risque de réinvestissement) et qu'une grande partie des contrats (logés au passif) a été négociée avec des taux garantis. Selon Moody's, fin 2012, c'est en Allemagne que l'écart de durée est le plus élevé : il serait, à 11 ans (incluant l'assurance santé), deux fois plus grand qu'en France ou aux Pays-Bas. C'est également en Allemagne qu'ont été négociés le plus grand nombre de contrats à taux garantis (plus de 92 % du total des contrats contre 60 % aux Pays-Bas, 79 % en Italie, 84 % en France) et aux taux les plus élevés (entre 3 % et 3,5 % en Allemagne, entre 2 % et 3 % en Italie, autour de 1 % en France et à taux révisables en Espagne). Comme pour le Japon, on doit s'attendre à une révision graduelle et importante des contrats à taux garantis, et à une forte baisse de ces taux.
- Pour les **banques**, il faut bien admettre que la baisse des taux a été favorable dans un premier temps : elles ont ainsi pu bénéficier instantanément de coûts de financement très bas et, surtout, sans lien avec leur risque réel.

Certaines banques ont eu des difficultés de refinancement sur le marché interbancaire et l'ensemble des banques ont vu leur cours de bourse s'effondrer, mais aussi bien aux États-Unis qu'au Japon ou en Europe, les politiques non conventionnelles ont tout d'abord amélioré la rentabilité des banques. La raison est simple : les QE ont fait chuter les taux longs, et la durée des dépôts est par construction bien plus courte que celle des actifs que les banques ont en portefeuille. Comment ne pas croire que l'abondance de liquidités et le maintien des taux bas n'ont pas retardé le nettoyage des bilans de certaines banques ? Cette situation ne pouvait pas durer : avec la baisse des taux et l'aplatissement de la courbe des taux, la marge d'intérêt s'est littéralement écroulée et la rentabilité a décliné. Autrement dit, l'écart de taux d'intérêt entre les passifs (courts) et les actifs (longs) a quasiment disparu. Ne pas ignorer non plus l'incertitude liée au comportement des déposants. Les banques ont su depuis longtemps modéliser ce comportement, ce qui est essentiel pour l'activité de banques de détail. Mais il semble évident que le comportement des déposants ne peut que changer face à des taux négatifs, une situation bien différente d'un environnement de taux bas. Accepter de perdre de l'argent en le confiant à une banque, ce n'est pas la même chose que d'accepter un rendement faible mais sûr. Comment modéliser un tel comportement, a priori inconnu car relatif à un environnement sans précédent ?

- Si l'on en croit tous les commentaires, les **banques centrales** ont une réelle part de responsabilité dans l'avènement de cet environnement. Nous avons cependant vu plus haut que d'autres facteurs bien plus lourds ont poussé les taux à la baisse et il serait injuste de prétendre que seules les banques centrales sont responsables. Quoi qu'il en soit, elles doivent également s'y adapter, notamment dans le cadre de la gestion de leurs

réserves. On sait depuis longtemps que c'est le triptyque « rendement – risque – liquidité » qui domine leurs décisions. On sait aussi que, dans l'ordre d'importance décroissant avoué par les banques centrales dans différentes enquêtes, on devrait plutôt dire « sécurité – liquidité – rendement ». Autant dire que les commentaires sur les bulles éventuellement créées par les programmes de QE ont de quoi perturber cette gestion. La liquidité est également impactée par les vastes programmes d'achats d'actifs des banques centrales... quant au rendement, il va sans dire que les taux négatifs représentent de véritables enjeux, y compris pour les banques centrales.

*Le taux négatif ?
Une taxe sur l'épargne et une subvention à l'accumulation de dettes*

- Pour les **émetteurs gouvernementaux**, la situation a un côté paradoxal. La prime de terme faible (elle est au plus bas depuis les années 60 aux États-Unis) signifie tout simplement que l'investisseur n'est plus rémunéré pour le risque de taux qu'il prend. En revanche, les émetteurs, y compris les États, sont récompensés lorsqu'ils s'endettent : en lieu et place du versement d'un taux d'intérêt, ils perçoivent une rémunération. Autrement dit, « *le taux négatif comme le taux positif proche de zéro, équivaut à imposer une taxe sur l'épargne et une subvention à l'accumulation de dettes* » (Aglietta – Valla, 2016), ce qui n'est pas réellement une incitation à maîtriser sa dette. En clair, les États se financent à taux très bas voire même négatifs, et la BCE achète une très grande partie des émissions (elle achète plus de deux fois les émissions nettes des États européens). Un bouclage parfait mais pas très sain. Comme pour les banques dans un premier temps, le maintien de taux bas ou négatifs n'est pas la meilleure incitation à la rigueur.

Exposition des assureurs de quelques pays d'Europe aux taux d'intérêt bas

	ESPAGNE	FRANCE	ITALIE	SUISSE	NORVEGE	PAYS-BAS	ALLEMAGNE
Percent of guaranteed products in balance sheet*	88%	84%	79%	92%	88%	60%	92%
Average guaranteed rate in portfolio	Revisable	~1%	2% to 3%	2% to 3%	3% to 3.5%	3.5% to 4%	3% to 3.5%
Ability to reduce rates credited to policyholders	Low	Medium to high	Medium	Low	Medium	Low	Low to Medium
Duration mismatch**	~ 1 year	~ 5 years	~ 1 year	n/a	n/a	~ 5 years	~ 11 years***
Moody's assessment of exposure to low interest rates							

Notes: *Year-end 2012 data.

** Duration of liabilities minus duration of assets: the higher the duration mismatch, the higher the reinvestment risk.

*** Including health insurance.

Sources: European Insurance and Occupational Pensions Authority, Insurance Europe, Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft e.V., Associazione Nazionale fra le Imprese Assicuratrici, De Nederlandsche Bank, companies' disclosures and Moody's Investors Service.

Question # 4.

Pourquoi la baisse du prix du pétrole fait-elle peur ?

Habituellement, la baisse du prix du brut est bien perçue par les marchés financiers, et ce pour de nombreuses raisons :

- La baisse des prix est favorable aux **pays consommateurs de matières premières** ;
- Elle est favorable aux **marges** et aux **profits** des entreprises ;

La baisse du prix du pétrole affaiblit certains États, les entreprises du secteur de l'énergie et certaines banques

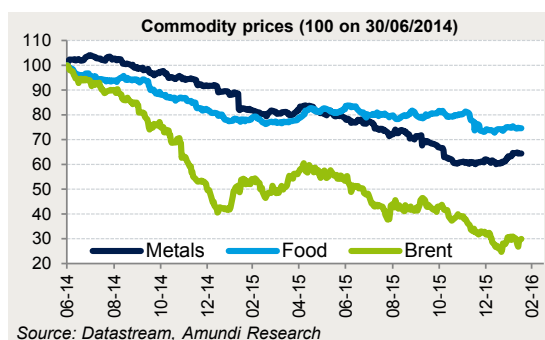
- Elle est en faveur d'un nouveau repli des indices de prix, et notamment dans les pays en développement, ce qui donne des **marges de manœuvre sur la politique monétaire...** ;
- Elle conforte la croissance et la demande intérieure, au moment où c'est la demande interne (hors dépenses publiques) qui est le principal moteur de croissance.

Pourtant, **depuis la mi-2015, la forte baisse du prix du brut terrorise les marchés financiers** : pourquoi une telle conséquence ?

- Elle affaiblit les **pays producteurs** de brut, les rend vulnérables (Arabie Saoudite, pays du Golfe en général, Canada, Norvège...), voire même les met en situation de difficultés extrêmes (Venezuela, Azerbaïdjan...). Le risque-pays resurgit.
- Elle fait craindre des **défauts / faillites** dans des entreprises du secteur de l'énergie (cf. le poids du secteur de l'énergie dans le High Yield aux US).
- Dans ce contexte, les **valeurs financières** (notamment les **bancaires**) sont également fortement fragilisées, leur exposition au secteur de l'énergie devenant crucial.
- La baisse du prix du brut pousse les **indicateurs d'inflation** à la baisse au moment où des

banques centrales (Japon et zone euro en tête) souhaitent voir l'inflation ou les anticipations d'inflation remonter, ce qui réduit l'efficacité des mesures prises auparavant.

- Elle a un impact sur les réserves de certains **fonds souverains** (fonds pétrole et Sovereign Wealth funds en général) qui peuvent être amenés à solder des portefeuilles pour « remonter » des liquidités aux États.



On notera également que c'est l'ensemble des prix des matières premières qui ont chuté, suivant en cela la baisse de la demande liée au fléchissement de la croissance mondiale. Le pétrole a cependant une spécificité propre : 2/3 de la baisse sont liés à des phénomènes d'offre, ce qui explique la plus forte baisse de cette matière première. Les excès de production sont nombreux : une OPEC qui ne régule pas le marché, des États-Unis engagés activement dans le pétrole de schiste (la production américaine de brut aurait progressé de 65 % en 5 ans), la perspective d'alimentation du marché par l'Iran, la production « sauvage » de certains États... bref autant de facteurs qui déséquilibrent offre et demande, même si la solution (stabilisation des cours du brut) viendra sans doute du côté de l'offre.

Question # 5.

Pourquoi les banques centrales ne parviennent-elles pas à rassurer les marchés financiers ?

Les banques centrales semblent avoir perdu la main. Les marchés financiers sont devenus (trop) « central bank dependent » depuis bien longtemps... et les banques centrales n'ont plus la même crédibilité qu'avant.

La **BoJ** a adopté un taux négatif pour les nouveaux dépôts que feraient les banques auprès de la banque centrale, une façon sans doute claire de tenter

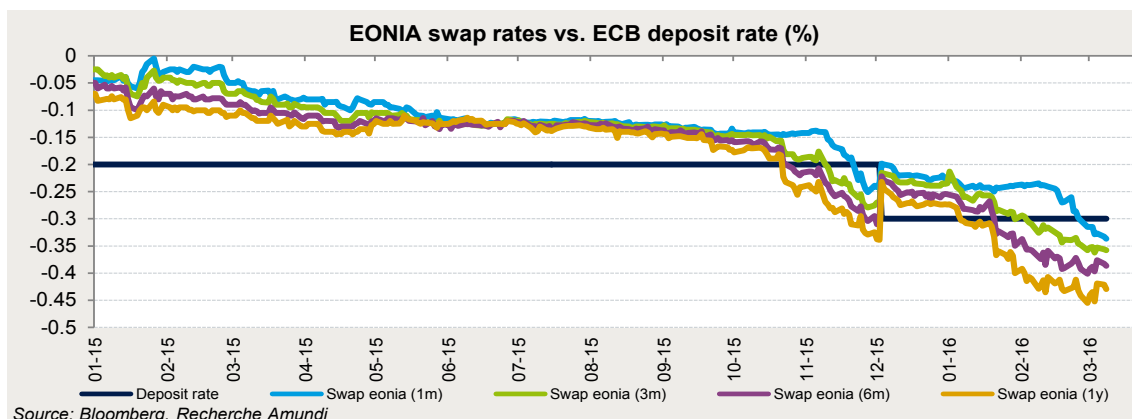
d'éviter une trop forte appréciation du yen (l'une des devises actuellement les plus sous-évaluées), mais aussi de reconnaître le manque d'efficacité du QQE (Quantitative and Qualitative Easing). Certes, la BoJ poursuit son programme d'achat d'actifs (600 Mds

Les banques centrales n'ont plus la même crédibilité qu'avant

de dollars pour 2016), mais elle avoue également que la situation s'est assombrie, tant en ce qui concerne l'inflation et les anticipations d'inflation, que sur le plan de la croissance. Le début d'année boursière au Japon est d'ailleurs le pire depuis 1949, ce qui explique amplement les décisions des autorités monétaires.

Les décisions de décembre (élargissement du QE, baisse du taux des facilités de dépôts) n'avaient pas plu aux marchés financiers, ce qui montre bien les difficultés actuelles de la **BCE**. Le 10 mars, la BCE a donc pris de nouvelles mesures.

Quant à la **Fed**, en l'absence d'inflation et face au repli de la croissance (le PIB n'aura progressé que de 0,7 % au dernier trimestre 2015), il paraît bien compliqué de poursuivre activement un quelconque cycle de resserrement monétaire. La Fed est la seule grande banque centrale à relever ses taux et une hausse du dollar serait sans doute une bien mauvaise nouvelle à ce stade. La Fed n'a pas par ailleurs de marge de manoeuvre, et il faudra sans doute miser sur un QE4 le jour où elle voudra supporter croissance et inflation.



Question # 6.

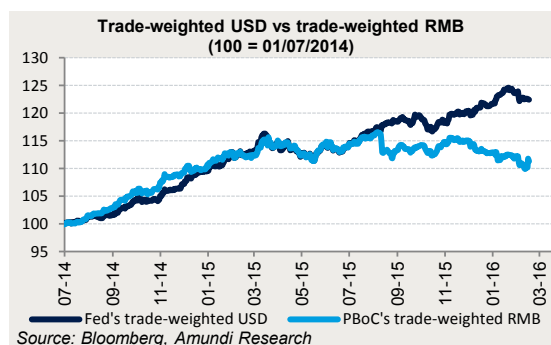
Pourquoi la Chine continue-t-elle d'inquiéter les marchés financiers ?

La Chine représente sans conteste le risque systémique le plus élevé, et les événements de ces derniers mois (baisse du yuan, fermeture temporaire des marchés d'actions en août et en janvier) ont alimenté les craintes : la PBoC a-t-elle encore le contrôle ? La Chine peut-elle décélérer encore plus brutalement, la politique économique est-elle encore efficace ?... Telles sont les questions clefs. Les craintes actuelles nous semblent excessives :

- **Le ralentissement de la Chine est un fait connu**, qui découle de son développement (un développement économique s'accompagne toujours d'une baisse de son taux d'épargne, de sa croissance et de sa croissance potentielle). À cela s'ajoute une démographie peu porteuse (la Chine est vieille avant d'être riche) et des

gains de productivité plus faibles qu'avant, ce qui pèse directement sur la croissance potentielle. Rien de bien nouveau.

- **La Chine ne procédera pas à une dévaluation du yuan** : elle a pris des engagements auprès du G20 et du FMI (le yuan entrera dans la composition du DTS (droits de tirages spéciaux) en octobre 2016), elle souhaite asseoir le yuan comme monnaie régionale de référence (la stabilité du cours de change est indispensable), et la croissance est désormais davantage tirée par la demande intérieure que par les exportations nettes (autrement dit, le yuan n'a plus une importance aussi grande dans la réalisation de la croissance). La banque centrale chinoise a d'ailleurs modifié sa politique de change. Le graphique ci-contre montre bien la déconnexion, phénomène qui date de l'été 2015, entre le dollar effectif et le yuan effectif. Autrement dit, la Chine gère désormais la stabilité du yuan contre un panier de devises. Le moins que l'on puisse dire, c'est qu'elle fait cela avec succès.
- **La Chine ne changera pas radicalement de politique économique** : celle-ci restera une combinaison de politique monétaire – politique fiscale - politique budgétaire – politique de revenu. La politique de change (dévaluation)



n'accompagnera pas cette orientation. Attention toutefois : alors que jusqu'ici, le yuan « suivait » le dollar, la Chine gère désormais la stabilité de sa devise par rapport à un panier. Tâche difficile, qui n'exclut ni la volatilité, ni la dépréciation du yuan contre USD... mais qu'elle accomplit jusqu'ici (depuis l'été 2015) avec une réelle efficacité.

- **La Chine a donc la capacité de soutenir la croissance** si besoin. Nous prévoyons une croissance du PIB de l'ordre de 6 % en 2016 et de 5,8 % en 2017.
- **Pas de « hard landing » / « crash landing » à horizon proche.** Il est bien difficile de définir ce concept pour la Chine, mais on peut prendre pour référence le Japon des années 70, où un niveau de croissance de 3 % représentait alors un hard landing.

- La Chine n'atteindra pas 3 % dans les deux années à venir, mais **un atterrissage de la croissance chinoise vers son potentiel de croissance** (10 % il y a 10/15 ans, autour de 5 % actuellement, et sans doute plus bas dans 5/10 ans) est inévitable.

*La Chine est en train d'atterrir
vers un potentiel de croissance plus bas*

Le chiffre de croissance importe peu en réalité : il vaut mieux une croissance à 5 % équilibrée et tirée par la demande, qu'un chiffre à 10 % tiré par les seules exportations. Cela est plus sain pour la Chine, les pays partenaires et... pour la stabilité financière.

Question # 7.

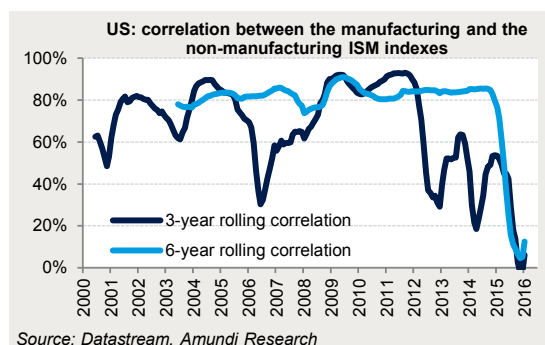
Doit-on craindre une récession aux États-Unis ?

Nous avons à de nombreuses reprises mentionné que le consensus de marché était trop optimiste. Nous sommes en phase de révision globale de ces prévisions. Il y a quelques jours à peine, une grande institution bancaire révisait sa prévision de croissance américaine pour 2016 de 3,3 % à 1,8 % ! Si la révision à la baisse n'étonne personne, on peut quand même se demander ce qui justifiait une prévision encore aussi élevée, quand on sait que les indicateurs précurseurs sont plutôt en phase – et depuis longtemps - avec une prévision de l'ordre de 2 %.

Il n'est pas question à ce jour de récession aux États-Unis, mais ce qui inquiète, c'est l'absence de marges de manœuvre de la part de la Fed

Nous avons pour notre part révisé nos prévisions de croissance en 2014 : une nette révision à la baisse de la croissance mondiale de 3,8 % à 3,1 % entre janvier 2014 et décembre 2014, du fait essentiellement du ralentissement de l'activité dans les pays émergents, une révision moins prononcée de la croissance américaine (qui devrait graduellement converger vers son potentiel de croissance (autour de 1,8 %), mais une révision en hausse de la croissance en zone euro. Nous conservons nos vues.

En ce qui concerne les États-Unis, il faut rappeler d'une part la bonne tenue de la consommation (qui représente plus de 70 % du PIB), et d'autre part le grand écart entre le secteur des services (solide) et le secteur manufacturier (plus fragile). Tout cela, selon nous, plaide pour une croissance de l'ordre de 1,5 % - 2 % et non pour une croissance



négative. Le contre-choc pétrolier a un impact positif sur la croissance, et même aux États-Unis, il est perceptible : ce choc a débuté il y a presque deux ans, et on a noté durant la période de baisse des prix, une amélioration de l'emploi, de la confiance des ménages, une progression des salaires et une accélération des dépenses de consommation... **Il n'est pas question à ce jour de récession aux États-Unis (personne à ce jour ne mise sur un tel scénario), mais ce qui inquiète, c'est l'absence de marges de manœuvre de la part de la Fed (nombreux sont donc ceux qui stressent le portefeuille avec un scénario de récession avec une faible probabilité d'occurrence).**

La situation actuelle diffère totalement de 2004-2006, deux années durant lesquelles la Fed avait pu relever 17 fois ses taux, pour un total de 400pb, se créant ainsi les marges de manœuvre... qu'elle n'allait pas tarder à utiliser, dès la crise financière. On est bien loin de cette situation aujourd'hui : la Fed est en retard sur son cycle économique, et la stabilité financière – et à un degré moindre le dollar – ne peuvent pas s'offrir des hausses de taux.

Question # 8.

Doit-on craindre un effondrement du système bancaire ?

Cette question est désormais sur toutes les lèvres. Il faut dire que la chute des valeurs boursières bancaires est spectaculaire : certaines grandes valeurs ont perdu jusqu'à 40 % (Unicredit, Credit Suisse, Deutsche Bank), soit deux fois plus que leur indice boursier national. Globalement, le secteur a perdu plus de 20 % de sa valeur. Plusieurs facteurs expliquent cette situation :

- Le **ralentissement économique**, général, est évidemment un facteur négatif ;
- La **baisse du prix du pétrole** et les craintes quant à l'exposition des valeurs bancaires sur le secteur de l'énergie préoccupe, un peu à l'image – dans des proportions toutefois bien différentes - des craintes quant à leur exposition sur les *subprimes* en 2007 ;
- Des **facteurs spécifiques** comme en Italie, où la structure de la « bad bank » n'a pas fait l'unanimité, ou dans d'autres pays périphériques où les systèmes bancaires sont encore fragiles ;
- Des **craintes / rumeurs de faillite** d'une grande institution ne cessent d'alimenter les chroniques ;
- Les **taux très bas** grèvent la rentabilité des banques. Ce n'est certes pas un problème nouveau en Europe, mais les récents gestes de la BoJ ou les révisions en baisse des anticipations de resserrement aux États-Unis ont grossi le trait ;
- La **réglementation** n'est pas porteuse pour les banques, mais il ne s'agit pas là d'un phénomène nouveau.
- Un autre facteur qui pèse sans le moindre doute, c'est le **poinds des valeurs bancaires** dans des portefeuilles monétaires court terme déjà frappés par le très faible niveau des taux (souvent négatif) et qui tiraient leur performance des *spreads* notamment bancaires. Certains ont sans doute dû capituler, ce qui explique au final que la hausse des *spreads* obligataires, après avoir été contagieuse pour les actions, l'est également pour les *spreads* court terme.
- Enfin, il faut noter qu'il y a globalement un **problème de liquidité** sur le marché de la dette bancaire, et les mouvements deviennent assez facilement exagérés. Cette réduction de liquidité est liée au Quantitative easing et à la recherche de rendement et de *spreads* (d'où la surperformance des AT1 / Additional Tier One), et également à la réglementation qui réduit le nombre d'acteurs souhaitant/ayant la surface financière pour jouer le rôle d'intermédiaire.

Voilà en résumé les points d'attention des marchés financiers. On comprend bien l'aversion au risque ambiante, et il faut s'en protéger, mais

il faut également nuancer ces points et identifier les facteurs raisonnables de soutien

- Contrairement à l'épisode précédent de crise (2008-2009), **les banques n'ont pas, aujourd'hui, de problème de financement** ;
- La surveillance des systèmes bancaires a considérablement progressé depuis la crise financière, ainsi que la communication autour de ce sujet, la BCE a réalisé un audit important et complet, les stress tests ont été plutôt rassurants et les risques bien identifiés ;
- **Leur exposition au secteur de l'énergie est assez bien identifiée.** On peut avancer qu'elle est globalement 10 fois moindre que l'exposition au *subprime* en 2008, sachant en outre que les dégâts du *subprime* provenaient des actifs de titrisation dans lesquels se trouvaient du *subprime*. Nous ne sommes pas dans les mêmes ordres de grandeur, ni dans les mêmes « délires » de titrisation ;
- L'exposition au secteur de l'énergie est plus intrigante s'agissant des États-Unis, compte tenu du développement des nouvelles productions de pétrole de schiste. Il faut signaler que le rôle des banques dans le financement des entreprises a régressé, et le secteur de l'énergie s'est largement financé sur le marché obligataire (sur le marché du high yield) au cours de ces dernières années. Autrement dit, l'exposition n'est pas forcément dans les livres des banques, mais plutôt dans ceux des investisseurs et autres asset managers. Enfin, si tout le monde a les yeux rivés sur la sous-performance du high yield, il faut rappeler que celui-ci ne représente pas plus de 2 % du marché total de la dette aux US ;

Nous n'envisageons pas un effondrement du système bancaire, à l'image de celui qui a sévi en 2008

- **Les banques européennes ont levé plus de 500 Mds d'équité depuis la crise, elles sont désormais bien capitalisées.** Les banques américaines avaient fait la même chose un peu avant les banques européennes ;
- Le 10 mars, **la BCE a lancé un nouveau programme TLTRO**, ce qui a rassuré sur le soutien de la banque centrale aux banques de la zone euro ;
- **L'exposition au crédit n'a aujourd'hui rien à voir avec celle qui prévalait en 2008 :** nous sommes passés d'une bulle de crédit à un déficit de crédit. On ne peut pas, en même temps, trouver les banques trop frileuses sur le crédit (voir les arguments en faveur des différents pro-

grammes de QE) et craindre pour leur exposition aux prêts... sauf pour celles qui, éventuellement auraient peu de prêts, mais très concentrés sur le secteur de l'énergie. Aucune grande banque systémique ne semble dans ce cas de figure.

On ne peut jamais écarter la possibilité de krachs, et il n'est pas nécessaire d'avoir des

bulles pour avoir des krachs. Ceci étant dit, sans sous-estimer les difficultés des banques et l'environnement économique (ralentissement, craintes de récession...), financier (taux bas) et réglementaire qui leur est peu favorable, nous ne misons pas sur un effondrement du système bancaire, à l'image de celui qui a sévi en 2008.

Question # 9.

Doit-on revoir les prévisions sur le dollar... et plus généralement sur les devises ?

Jusqu'ici, les vues générales étaient les suivantes :

- La fragilité de l'euro, principalement du fait des actions de la BCE ;
- Un potentiel d'appréciation du dollar américain, limité mais réel compte tenu des orientations de politiques monétaires en Europe, Chine et Japon ; attention cependant : une stabilisation du prix du pétrole et de la Chine provoquerait sans conteste une appréciation des devises émergentes et de ce fait une dépréciation des cours effectifs du JPY, de l'EUR et de l'USD. Nous n'en sommes pas encore là ;
- Un potentiel de dépréciation supplémentaire du yen limité compte tenu de sa très forte sous-évaluation ;

Le dollar US est, comme le yen, un bon instrument de macro-hedging

- Une dépréciation graduelle et contenue du yuan, et une banque centrale désormais engagée dans la stabilité du yuan contre un panier de devises ;

La tendance de ces dernières semaines ne confirme pas réellement ces espoirs. Certes le yuan est sous contrôle et nous avons bien une

stabilité depuis l'été du yuan effectif, et donc une déconnexion entre le dollar US et le yuan. De même, le yen a stoppé sa chute et la BoJ tente d'enrayer une future appréciation. En revanche, l'euro s'apprécie et le dollar fléchit. Est-ce réellement surprenant ? Pas vraiment en réalité.

Pour l'heure, il y a deux façons complémentaires d'expliquer l'appréciation de l'euro :

- L'élément nouveau : la nouveauté, c'est la révision à la baisse des prévisions de croissance américaine et la révision à la baisse des anticipations de resserrement monétaire, toutes deux désormais plus en adéquation avec nos propres révisions.
- La politique de change : il y a une vraie politique de change, explicite, au Japon en Chine et aux États-Unis, ce qui n'est pas le cas de la zone euro. Depuis l'introduction de la monnaie unique, l'euro est la devise d'ajustement et demeure en somme la « devise de respiration » du système.

Au total, le yen a un vrai potentiel d'appréciation, et le dollar US est, comme le yen, un bon instrument de *macro-hedging*. Pour sa part, l'euro, certes protégé par les excédents courants de la zone, devrait reprendre le chemin de la baisse, du fait des récentes mesures de la BCE. Nous conservons notre objectif de 1,05 contre USD.

Question # 10.

La pérennité de l'environnement de taux bas : quels sont les facteurs critiques ?

Les taux longs sont extrêmement bas, et ils ont fortement baissé depuis le début de l'année, à tel point qu'il n'y a pratiquement plus une seule obligation d'État allemande à un taux supérieur à 1 %. Pour les autres pays, même si elle est moins extrême, la situation générale n'est pas très différente. Dans le cas de l'Espagne, seuls 35 % de l'univers des obligations d'État livrent un rendement supérieur à 1,50 % (8 % en France).

Pour que les taux longs reprennent le chemin de la hausse, il faut que l'une ou plusieurs des conditions ci-dessous soient remplies.

1. Une remontée de la croissance potentielle

Pour que la croissance potentielle remonte, il faudrait un renversement des tendances démographiques (à long terme par le taux de natalité, à court terme par l'immigration) et une

progression plus conséquente des gains de productivité. Rien qui ne puisse se produire à très court terme, pas plus en Europe qu'en Asie ou aux États-Unis. Nous sommes donc entrés dans un nouveau régime de croissance, avec des rythmes d'expansion beaucoup plus faibles que par le passé. La stabilité macro-financière de ce nouveau régime requiert désormais des taux d'intérêt plus bas, et sans doute pour longtemps car il s'agit de modifications structurelles et non pas seulement conjoncturelles. À tout cela viennent s'ajouter les niveaux de dette accumulés qui « interdisent » une forte remontée des taux.

2. Une remontée de l'inflation

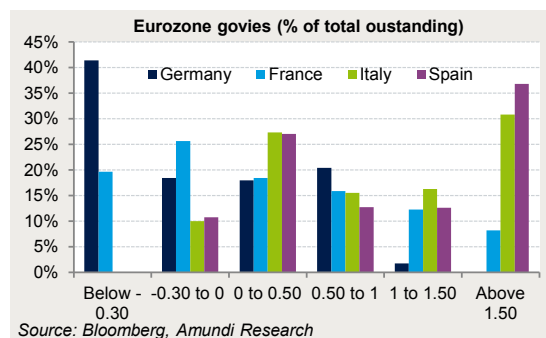
Les tendances déflationnistes (salaires, Chine, prix des matières premières, prix des biens industriels, commerce mondial...) restent puissantes et les anticipations d'inflation restent sous contrôle, parfois à l'excès. Les banques centrales peinent par ailleurs à contrer ces pressions déflationnistes, malgré l'adoption de programmes non conventionnels de grande ampleur. Les salaires restent globalement contenus dans les pays avancés, l'environnement n'est pas inflationniste.

3. Un changement radical dans les politiques monétaires

L'ensemble des banques centrales en mode « assouplissement monétaire » ou « wait-and-see ». Seule la Fed souhaite relever ses taux directeurs. Elle vient tout juste d'entamer son cycle de resserrement monétaire, mais il ne s'agira ni d'une « normalisation monétaire », ni d'un véritable cycle de resserrement : elle a procédé à sa première hausse des taux alors que le cycle économique est déjà bien entamé, et elle a pris du retard du fait des risques sur les grands équilibres financiers, et du fait de la – trop – forte appréciation du dollar. Sans marge de manœuvre sur les taux d'intérêt, la Fed n'aurait sans doute pas d'autre recours que d'annoncer un nouveau programme d'achat d'actifs (QE4), ce qui maintiendrait les taux longs au bas niveau actuel, voire même plus bas. Quant à la BCE, la BoJ et la PBoC, elles sont délibérément en mode d'assouplissement monétaire.

4. Une réduction drastique des bilans des banques centrales

BoJ, PBoC et BCE ne prennent pas cette voie parce que c'est trop tôt (BCE et PBoC), soit parce que cela est impossible (BoJ). Quant à la Fed, elle a interrompu ses programmes d'achats d'actifs, mais elle continue de réinvestir les papiers venant à maturité... Autrement dit, elle maintient inchangée la taille de son bilan... Les risques sur la stabilité financière – et sur les actions US - ne permettent pas qu'il en soit autrement... du moins pour l'instant.



5. Un nouveau – et important recours aux déficits budgétaires

La relation entre ces déficits et taux longs ne fait pas l'unanimité parmi les économistes, tant s'en faut. Selon les adeptes de l'effet d'éviction, une hausse des dépenses publiques se traduirait par une baisse de l'investissement et de la consommation privée. Pour financer les déficits, l'État se finance sur les marchés financiers, ce qui va mobiliser une partie de l'épargne au détriment de l'investissement productif (effet volume), et donc de la croissance. C'est pour cela que les politiques budgétaires keynésiennes de relance de la demande globale sont contestées, et que les libéraux sont plutôt favorables à une baisse des dépenses publiques. En conséquence, l'action de l'État raréfie une épargne dont le prix s'accroît (effet prix). Au total, les taux d'intérêt s'inscrivent à la hausse, toutes choses égales par ailleurs.

*Les taux longs sont bas,
et ils devraient le rester*

Il a cependant été abondamment démontré que la réalisation de l'effet d'éviction ne se produit que sous des hypothèses très restrictives (plein-emploi, politique monétaire neutre). Par ailleurs, lorsque l'investissement public intervient alors que l'investissement privé est défaillant, l'impact sur les taux est peu probable. Au total, il est difficile de se prononcer : d'autres facteurs bien plus puissants déterminent les taux d'intérêt et le taux d'intérêt n'est pas le seul élément déterminant de l'investissement.

Il est probable que la politique budgétaire américaine soit assouplie (maturité du cycle de croissance, année électorale...) alors que dans le même temps l'austérité budgétaire en zone euro cède du terrain... mais on ne pourra pas parler de relance budgétaire pour autant. Au total, l'impact sur les taux, s'il existe, sera limité.

6. L'éclatement de bulles obligataires

Pour que des bulles éclatent, encore faut-il qu'elles existent. En effet, le niveau des taux peut paraître excessif au regard des données passées, mais il n'est pas cependant pas irrationnel au regard des

conditions actuelles. Un krach peut intervenir sans pour autant que des bulles aient été identifiées, mais les remontées de taux auxquelles nous pourrions assister, si elles apparaîtront justifiées compte tenu de la volatilité ambiante (élevée), des niveaux de taux (ultra-bas) et des risques (asymétriques), ne nous semblent pas soutenables.

En conclusion, les taux longs (des obligations gouvernementales cœur, « sûres ») sont bas, et ils devraient le rester. Les conditions pour une remontée des taux longs ne sont pas remplies... mais compte tenu de la volatilité ambiante, cela ne signifie pas qu'il n'y aura pas de périodes de tensions, bien au contraire. Cela est d'autant plus

vrai que les risques sur les marchés de taux sont désormais devenus extrêmement asymétriques. Une remontée tendancielle des taux longs nous semble, en revanche, impossible dans le contexte actuel.

Il faut bien distinguer des baisses de taux provenant d'une montée de l'aversion au risque et des baisses de taux provenant de conditions monétaires et financières amples. Le mouvement de l'été dernier et de ce début d'année, accompagné d'une hausse de la volatilité et de chocs sur les devises, relève clairement du premier cas de figure, et il incite donc à la prudence, d'où les stratégies de « derisking » et de « macro-hedging ».

La durée et l'ampleur du programme de QE de la BCE, un facteur important

La BCE a déjà acheté - en date du 1^{er} mars 2016 - pour 729 Mds d'actifs, ce qui représente moins de 50 % de son programme. Les 60 % restant à réaliser permettront de maintenir à un bas niveau les taux du cœur de la zone et les *spreads* souverains. Dans le cadre de son QE1, l'Eurosystème en achètera pour environ 908 Mds d'euros d'ici fin mars 2017. À noter que les achats d'obligations gouvernementales représentent environ 70 % du programme. Le tableau ci-dessous montre bien le poids de la BCE sur le marché obligataire. Elle achètera 140 Mds d'euros de titres allemands, alors que l'Allemagne émettra seulement, en net, 1 Md. Elle achètera par ailleurs deux fois le montant des émissions nettes espagnoles, françaises, italiennes... comment miser sur une remontée des taux longs dans un tel contexte ? Le 10 mars, la BCE a accru son programme d'achats de 33 %, et elle achètera davantage de titres, et notamment des obligations d'entreprises *investment grade*.

	Rythme de 60 Mds par mois (9 mars 2016)		
	Émissions nettes	Achats BCE	Solde
Allemagne	1	140	-139
France	66	111	-45
Italie	55	96	-41
Espagne	38	69	-31
Pays-Bas	7	31	-24
Belgique	14	19	-5
Autriche	9	15	-6
Finlande	6	10	-4
Irlande	2	9	-7
Portugal	14	14	0
TOTAL	212	513	-301

Question # 11.

Spreads de crédit : faut-il jeter le bébé avec l'eau du bain ?

La montée de l'aversion au risque, les stratégies de « macro-hedging » et de « derisking » vont évidemment de pair avec une remontée des *spreads* de crédit. L'élargissement des *spreads* que nous connaissons est le plus sévère depuis la crise financière 2008. La question de fond est de déterminer si les facteurs externes développés ci-dessus (ralentissement économique, marchés émergents, matières premières, Chine...) sont suffisants pour provoquer une vague

d'événements de crédit voire même un nouveau cycle de défauts.

Aux États-Unis, ce sont le ralentissement économique, la révision à la baisse des anticipations de resserrements monétaires de la Fed et la chute du prix du pétrole qui ont fait fléchir le marché des obligations d'entreprises. Cela est d'autant plus vrai pour le segment du High Yield, qui contient une forte proportion d'entreprises du secteur de

Les conditions actuelles (plus forte volatilité, plus faible liquidité...) changent la perception du risque mais ne poussent pas à la capitulation

l'énergie. Le taux de défaut de ce segment atteint déjà près de 15 % (4 % en moyenne chaque année depuis plus de 10 ans), et il en sera sans doute de même en 2016... Notons que le taux de défaut hors matières premières s'est établi à 1,3 % fin 2015 : la déprime du marché est donc restée cantonnée sur le seul secteur de l'énergie et des métaux/mines, qui payait début mars un *spread* moyen d'environ 1 700 points de base et de près de 600pb, respectivement, pour les catégories *investment grade* et *spéculative grade*, contre un *spread* moyen pour les autres secteurs de 660pb et 165pb respectivement. Au total, Les valorisations des obligations d'entreprises américaines notées BBB ont fini par renouer avec des niveaux similaires à ceux atteints lors des dernières récessions ou crises systémiques. Que les marchés se rassurent sur le prix du pétrole et la croissance américaine, et ces actifs délaissés reviendront dans les portefeuilles.

En zone euro, nous avons assisté depuis le début de l'année à un nouvel effondrement des

taux (des obligations gouvernementales) et à un élargissement des *spreads*, ce qui dénote bien de l'aversion au risque, et l'environnement de taux bas demeure. En fait, la situation en zone euro n'est pas aussi extrême qu'aux États-Unis car le secteur de l'énergie est beaucoup plus faiblement représenté dans les indices. Mais la contagion était inévitable : le niveau et le caractère asymétrique du risque sur les taux et sur les *spreads*, le niveau étroit des *bid-offer spreads* alors que la liquidité était plus faible, tout cela indiquait un niveau de risque plus grand. Actuellement, plus de 25 % (27,5 % au plus haut en novembre dernier) de l'univers de crédit de la zone euro (obligations gouvernementales, obligations quasi gouvernementales, *covered bonds* et obligations d'entreprises) livrent un rendement négatif. Près de 70 % ont un rendement inférieur à 1 %, et seuls 12 % ont un rendement supérieur à 1 %. En clair, les niveaux de taux et de *spreads* ne sont plus vraiment protecteurs.

L'élargissement des *spreads* et des *bid-offer spreads*, ainsi que la remontée de la volatilité ne peuvent à eux seuls entraîner une dégradation des fondamentaux des entreprises suffisante pour devenir pessimistes et jeter le bébé avec l'eau du bain. La santé financière des émetteurs européens et leur faible niveau d'endettement restent des atouts.



Question # 12.

Actions européennes un trou d'air ou un renversement de tendance ?

Dans la chute des marchés financiers, l'Europe ne fait pas exception: le repli des indices boursiers, la forte faiblesse des valeurs financières, la baisse des taux, la remontée des *spreads* de crédit, rien ne semble vraiment différencier l'Europe. Pourtant, nous avons identifié depuis quelque temps pas moins de 12 raisons qui nous avaient poussé à surpondérer nos portefeuilles en actions de la zone euro. Ces facteurs sont encore valides, malgré la chute de ces dernières semaines. Rappelons-les brièvement :

1. Le **niveau des taux courts**, bas pour longtemps en zone euro ;
2. Le **niveau des taux longs**, qui favorise des valorisations élevées ;
3. Le **niveau des dividendes**: l'Europe est la région la plus "généreuse" sur ce point ;
4. Le **niveau des dividendes yields**: compte tenu du niveau des taux longs, c'est en Europe qu'ils sont les plus élevés ;
5. La **faiblesse de l'euro** (qui s'accroîtra dès que les devises EMG se reprendront) et son impact sur les profits ;
6. Le **niveau de la croissance**, suffisant pour favoriser les actifs risqués ;
7. Le fait que la **croissance soit davantage tirée par la demande intérieure privée** que par la dépense publique ;

8. Les **activités de M&A**, en constante hausse ;
9. Les **activités de rachat d'actions**, un thème qui a jusqu'en 2015, comme les activités de M&A, plutôt favorisé les États-Unis ;
10. Le **cycle de croissance**, en cours de développement en Europe, et plus mature aux US ;
11. Une **valorisation relative favorable** à la zone euro (vs actions US) ;
12. La **liquidité des actions** en général, est un autre atout important actuellement quand on connaît la liquidité actuelle des marchés de taux (réglementation, QE, fournisseurs de liquidités...).

Continuer à préférer les actions de la zone euro, et les entreprises à forte exposition domestique

Pour toutes ces raisons, et même si certains « moteurs » se sont éteints, comme la baisse de l'euro, nous ne croyons pas que la zone euro a perdu son attractivité. En fait, les niveaux actuels ont plutôt tendance à nous conforter sur le potentiel de hausse.

En termes relatifs, il nous semble également évident qu'il est bien préférable de miser sur les actions zone euro que sur les actions américaines, et plus généralement sur les actions d'entreprises



à plus forte exposition domestique plutôt que sur les actions à forte exposition externe, notamment sur les pays émergents.

- Après 7 ans de hausse des marchés d'actions, il est légitime de se poser la question du timing de la prochaine récession aux États-Unis.
- Les contre-chocs pétroliers ont plutôt conduit à des exagérations boursières qu'à des effondrements. Quand la baisse des prix du pétrole est principalement liée à un excès d'offre (ce qui est le cas aujourd'hui), il est raisonnable de penser qu'il bénéficie au consommateur, et que cela se traduise *in fine* par une exagération (à la hausse) sur les marchés boursiers.
- Attention toutefois : les marges des entreprises sont au plus haut aux États-Unis (elles plafonnent depuis 2012) et les profits mondiaux en léger recul. Il faut toutefois distinguer le comportement des valeurs de croissance, dont les profits, encore orientés à la hausse, profitent du contre-choc pétrolier, et les valeurs décotées (essentiellement les valeurs financières et les titres liés aux matières premières), dont les profits reculent et souffrent de ce contre-choc.
- Les fins de cycles boursiers interviennent souvent, non pas après une forte baisse des prix

du pétrole, mais plutôt après une forte hausse.

- Autrement dit, une stabilisation du prix du pétrole et une atténuation des risques (États-Unis et Chine notamment) seraient de nature à redonner vie aux marchés boursiers, valeurs décotées en tête.

Au total, nous gardons notre préférence pour le marché européen, qui a un meilleur profil rendement / risque.



Question # 13.

La liquidité de marché, un facteur aggravant ?

Il ne faut surtout pas confondre liquidité globale et liquidité de marché : grâce à la politique de taux bas et aux QE de la BCE et de la BoJ, et grâce au réinvestissement par la Fed de ses actifs venant à maturité, la liquidité globale reste importante...

Quoi que fassent les banques centrales, nous vivons désormais dans un environnement de plus forte volatilité et de plus faible liquidité

En revanche, la liquidité de marché se contracte : les programmes d'actifs des banques centrales (QE), les contraintes réglementaires, les plus faibles stocks détenus par les banques et autres pourvoyeurs de liquidités, la réduction du nombre de *market-makers* et le repli de ces activités, la réduction des activités pour compte propre dans les banques d'investissement, la logique d'investissement (recherche de *spreads* et de rendement) sans doute trop largement partagée... tout cela a réduit la liquidité. La baisse des *bid-offer spreads* (concomitante à la baisse des niveaux de taux, ce qui en atténue la portée) est allée de pair avec une réduction des volumes pouvant être traités. Ne pas se laisser prendre au piège de la volatilité implique une réduction des risques pris.

Autrement dit, face aux risques croissants, il est légitime de réduire les expositions et de préserver la liquidité des portefeuilles.

Les banques centrales ont été à l'origine de l'écrasement de la volatilité en injectant des montants massifs de liquidité : elles ont en effet atténué l'aversion au risque, rassuré sur des éléments d'inquiétude (les actifs toxiques, puis la santé des banques, l'accès à la liquidité, et enfin les dettes souveraines...), mais le maintien de la politique de taux très bas est désormais générateur de volatilité : il a entretenu des mouvements excessifs de flux de capitaux (recherche de *spreads*, recherche de rendements), des excès régulièrement corrigés avec violence : les matières premières lors du QE2, les marchés émergents lors de la fin du QE américain... et plus récemment durant les craintes de relèvement des Fed funds...

Quoi que fassent les banques centrales (et a fortiori si elles étaient amenées à poursuivre leurs programmes de QE voire même à les étendre), nous vivons désormais dans un environnement de plus forte volatilité et de plus faible liquidité.

Question # 14.

Brexit et Europe à la carte : un risque économique pour le Royaume-Uni, et un risque politique pour l'Union européenne ?

C'est fait : David Cameron a annoncé la date du référendum pour le Brexit. Il s'agit du 23 juin 2016. Différents scénarios sont possibles, mais on peut néanmoins résumer la sortie éventuelle du Royaume-Uni via deux options distinctes :

- Une **sortie « soft »** avec le maintien de tout ou de la majeure partie des relations commerciales et financières entre le RU et l'UE ;
- Une **sortie « hard »**, qui forcerait le RU à revoir la totalité ou la quasi-totalité de ses accords et relations avec l'ensemble des pays de la zone, un par un, et qui ferait disparaître tous les avantages que l'UE a pu tisser avec des pays tiers et dont le RU bénéficie actuellement.

Comme cela est le cas depuis longtemps sur ce sujet, les sondages sont très partagés : selon un sondage récent mené le 21 février dernier, 48 % des Britanniques seraient favorables au maintien, un peu moins de 33 % en faveur de la sortie, et 19 % d'entre eux environ seraient encore d'indécis. Rappelons que depuis les années 80, à de rares exceptions près, les « europhiles » britanniques sont plus nombreux que les « europhobes », au moins en ce qui concerne les sondages. Il faut désormais suivre de près la capacité à convaincre des leaders d'opinions que sont le Premier Ministre David Cameron (hostile au Brexit, mais qui a mis ce sujet sur le devant de la scène), le maire de Londres (Boris Johnson, ardent défenseur du Brexit), le gouverneur (canadien) de la Banque d'Angleterre Mark Carney (également hostile au Brexit)... autant de personnalités qui comptent dans l'opinion publique, si l'on en croit la presse britannique. David Cameron craint par ailleurs qu'une sortie de l'UE incite de nouveau l'Écosse désirer sortir du RU... Selon les textes de l'Union (traité de Lisbonne, article 50), la sortie de l'UE serait effective 2 ans au plus tard après que le RU ait notifié aux membres de l'UE son désir la quitter.

Quelle a été la réaction des marchés ? Que priment-ils désormais ? Sans grande surprise (voir facteurs de risque, cross asset mensuel novembre 2015), c'est la *devise britannique* qui a absorbé la plus grande partie du choc. La récente baisse est la 7^e plus forte chute depuis 25 ans : conséquente, certes, mais on a vu bien pire dans l'histoire récente, notamment dans les années 90, lors des crises de change du SME (Système Monétaire Européen) et de la chute de la livre qui, le 16 septembre 1992, avait forcé le GBP à quitter le Mécanisme de Change Européen..

Le *CDS souverain* du Royaume-Uni a également cédé du terrain. Il a progressé de près de 20bp et se situe désormais à un peu moins de 40pb, soit désormais au niveau de celui de la France. Il reste tout de même inférieur à celui de l'Espagne (qui a progressé de 28pb depuis le début de l'année), de l'Italie (+50pb) et du Portugal (+100pb).

Les *taux longs britanniques* ont fortement baissé, mais il ne faut pas forcément y voir l'impact du Brexit potentiel : les taux GBP ont en fait simplement suivi leurs homologues américains et européens, ni plus ni moins.

Quant aux *actions*, la baisse est générale, et le Royaume-Uni n'a pas fait pire que le reste de l'Europe.

Nous n'allons pas entrer dans le détail (on se référera au Special focus, *Brexit : analyse des principaux enjeux économiques et financiers*), mais on rappellera simplement que la nature du risque est différente selon les pays :

- **Pour le Royaume-Uni, il s'agit clairement d'un risque économique :** une sortie « hard » de l'UE signifierait la fin du passeport européen pour ses entreprises ; celui-ci offre la possibilité pour une entreprise agréée d'un État membre d'offrir ses services sur le territoire d'un autre État membre sans y être établie). Au total, selon les estimations, l'impact sur le PIB serait significativement négatif. Le RU « perdrait » entre 2,5 % et 9,5 % de son PIB, tandis que le patronat anglais considère que l'UE contribue à elle seule à 4 % - 5 % du PIB, soit autour de 70 Mds de GBP. On comprend mieux pourquoi le milieu des affaires, certes divisé sur le sujet, plaide néanmoins en grande majorité pour le maintien dans l'Union, ou en tout cas est favorable à tout ce qui est nature à éviter une sortie « hard ».

*L'Europe à la carte,
le vrai danger de l'UE*

- **Pour l'Union européenne, il s'agit principalement d'un risque politique.** Le retrait du Royaume-Uni n'aurait pas de conséquences graves pour les pays de l'Union (il faudrait cependant répartir les contributions du RU au budget parmi les pays européens, mais compte tenu de la faiblesse du budget fédéral, cela ne représente aucun supplément de charges insurmontable : simplement au prorata, l'Allemagne devrait prendre à sa charge un supplément de 2,2 Mds,

la France de 1,9 Md, l'Italie de 1,4 Md... pour ne citer que les plus grands pays de l'Union). Le risque est politique, celui de voir d'autres pays européens prôner l'Europe à la carte. Le manque de solidarité s'est manifesté au rythme des concessions accordées au Royaume-Uni, certains pays affichant leur intérêt pour telle ou telle mesure accordée au RU. Là se trouve tout l'enjeu de l'UE. Les pays de l'UE ont tout récemment accordé ces concessions (sur l'immigration, la

souveraineté et la gouvernance) pour tout faire pour éviter que les britanniques quittent l'Union : il est loin le temps où le rapport de force était inverse (rappelons que par deux fois, dans les années 60, la France a posé son veto « contre » le RU (sous le gouvernement MacMillan et sous le gouvernement Douglas-Home), le président de Gaulle reprochant au RU son hostilité envers la construction européenne et de privilégier ses liens avec les États-Unis.



Question # 15.

Que « priment » les marchés financiers ?

Il est toujours crucial de regarder ce qu'enseignent les valorisations, afin de se faire une idée de leur rationalité, et de leur caractère éventuellement extrême.

À la mi-mars, les **marchés monétaires**, et les taux futures nous indiquent que les taux Euribor 3 mois pourraient bien rester en territoire négatif jusqu'en 2019, ce qui n'est pas de bon augure pour la rentabilité des banques. Les marchés s'attendent à des politiques plus accommodantes à peu près partout... sauf aux États-Unis, au Royaume-Uni et en Suède. Cela est évidemment important, sauf que dans le même temps, les débats sur l'efficacité des politiques monétaires reviennent en force. Pas de grande surprise, les marchés de taux anticipent une nouvelle baisse de 10pb des taux de dépôt en zone euro... et une courbe similaire à celle du Japon.

Ensuite le **marché des changes**, et notamment sur l'euro, ne mise pas vraiment sur une extension du QE, qui devrait normalement affaiblir la devise européenne. Sans doute un tort.

Les **taux longs gouvernementaux** se sont de nouveau effondrés au cours des tout derniers mois. Ils sont ainsi devenus, en zone euro, très en dessous de leur valeur d'équilibre. Cela est lié à l'effet-QE et aux anticipations de taux réels encore plus négatifs. Selon nos modèles, le taux 10 ans US « devrait » être autour de 2,20 %, bien loin de son niveau actuel (1,90 %). Les primes de terme sont à des plus bas historiques (depuis 1961) et elles prennent désormais en compte une situation de forte déflation. Quant aux

spreads des pays périphériques de la zone euro, malgré les récentes tensions, ils sont encore bien loin des pics de crise, et loin des niveaux de récession.

Les **marchés d'actions** donnent des indications plus extrêmes. Ainsi, la correction du MSCI World avait effacé plus d'un an de performance. La baisse (-10 % en glissement annuel sur le MSCI World) ressemblait à celle que l'on avait seulement atteint durant les phases de récession US (1987 mis à part, année de forte chute des marchés boursiers non suivie (non annonciatrice) de récession). En 1987, en 2000 et en 2008, les PE US étaient passés au-dessus de la barre « 20-CPI », censé représenter une valorisation excessive. Dans le cycle actuel, le PE US n'a jamais atteint cette limite, mais depuis la chute des marchés, il est redevenu totalement compatible avec une situation de déflation. Il faut dire que les indices sont tirés à la baisse par le secteur de l'énergie et des matières premières aux États-Unis, et par les **valeurs financières** en Europe. Les banques européennes sont en plein stress : taux de dépôt négatif, aplatissement de courbe, spécificités italiennes (*bad bank*...), craintes récurrentes sur une grande banque (allemande) de la zone... Même les valeurs pétrolières résistent bien mieux dans l'environnement actuel, c'est dire...

Le PBV (price-to-book value) des banques européennes revient (à 0,6) vers son plus bas de 2009 et de 2011 (alors à 0,5), avec pourtant de bien meilleurs fondamentaux. Les niveaux atteints sont très bas, (même si l'on regarde l'expérience du Japon)... Ils ne sont plus très loin de ceux atteints lors de la crise financière.

Sur les **obligations corporates**, les messages divergent légèrement entre États-Unis et Europe, et assez fortement entre High Yield et Investment Grade. Ainsi, les *spreads* High Yield sont de retour sur des niveaux de récession, mais pas des niveaux de crise. Ils sont donc encore bien loin des pics atteints lors de la crise financière. Le « Distress ratio » (% d'émetteurs avec des *spreads* au-dessus de 1000pb) est également revenu vers des niveaux de récession : 33 % aux US, et 12 % en Europe. Certes, sur le High Yield US, le stress et les taux de défaut sont fortement concentrés sur l'énergie et l'industrie de base (plus de 70 % des défauts), alors que sur le High Yield Euro, le stress est visible sur l'énergie et les banques. Au total, les

spreads des entreprises américaines notées BBB et BB renouent avec les niveaux de récession des années 90 et du début des années 2000. On peut même dire que les *spreads* High Yield US hors énergie sont en ligne avec un ISM manufacturier inférieur à 50... ils sont trop élevés au regard des indices ISM services. De leur côté, les *spreads* Investment Grade US sont en ligne avec l'ISM manufacturier actuel, mais ils sont élevés au regard de ce qu'indique l'ISM services. On retrouve ici l'importance cruciale de l'écart qui existe entre le secteur manufacturier (faible) et celui des services (solide). La bonne tenue des services et de la consommation aux États-Unis déterminera si le High Yield est correctement valorisé ou s'il est bon marché.

Question # 16.

Quelles stratégies de *macro-hedging* ?

Nous avons identifié il y a quelque temps déjà un certain nombre de risques majeurs (voir par exemple Cross Asset Investment Strategy « 2016 et au-delà », novembre 2015) et avons proposé des stratégies de *macro-hedging*.

- **Risque 1** Une hausse des taux mal comprise ;
- **Risque 2** Un « hard landing » chinois ;
- **Risque 3** Un effondrement de la croissance mondiale ;
- **Risque 4** Une forte dévaluation du yuan ;
- **Risque 5** Un nouvel effondrement du prix du pétrole et des matières premières ;
- **Risque 6** Une nouvelle crise en Europe ;
- **Risque 7** Une crise de liquidité ou une crise bancaire ;
- **Risque 8** Une récession aux États-Unis.

Les obligations américaines, les Bunds, la volatilité, l'USD, le JPY, le cash (en USD notamment) et l'or sont les meilleures protections en cas de risque extrême.

- **Accroître l'exposition longue en obligations américaines et Bunds devrait permettre de protéger les portefeuilles des risques 2, 3, 4, 5, 6, 7 et 8.** Valeur refuge par excellence, on devrait retrouver des corrélations fortement négatives avec les marchés boursiers en cas de crise.

- **Être long volatilité prend tout son sens dans les cas de figure 1, 2, 3, 4, 7 et 8.** On peut se mettre long vol en constituant un portefeuille diversifié long volatilité (plusieurs devises, incluant des devises EMG et ou devises + actions), sélectionnant évidemment les

volatilités les plus basses (et les supports les plus liquides). Swaps de volatilité et variance swaps, qui traitent la volatilité réalisée, et Forward Vol. Agreement, qui traitent la volatilité implicite, ou fonds structurellement longs volatilité sont les produits généralement utilisés pour acheter de la volatilité. Acheter la volatilité actions ou la volatilité devises sera plus protecteur que d'acheter la volatilité sur les taux, notamment en Europe ou au Japon où les marchés obligataires sont administrés et le seraient encore davantage en cas de crise financière.

- **Accroître la liquidité des portefeuilles est en ligne avec les risques 1, 2, 3, 4, 6, 7 et 8.** C'est un réflexe naturel et légitime... sauf que la rémunération n'est plus du tout au rendez-vous. Préférer le cash USD au cash EUR ou au cash JPY. L'actif sans risque est devenu, au fil de ces dernières années, un actif sans rendement... dans le meilleur des cas (cash euro et cash JPY).

- **Être long USD est utile dans le cas des scénarios 2, 3, 4, 5, 6 et 7.** En période de crise, le dollar bénéficie de son caractère valeur refuge qui fait de lui une devise contracyclique (qui évolue à l'opposé des marchés d'actions).

- **Être long JPY dans les scénarios 2, 4 et 5.** Même caractéristique que le dollar, à un degré moindre toutefois. Son caractère actuellement fort sous-évalué pourrait s'avérer un atout essentiel.

- **Acheter de l'or dans les scénarios 1, 2, 3, 4, 6, 7 et 8.** L'or est la seule classe d'actifs risquée à avoir progressé lors de la guerre du Golfe, de la faillite de LTCM, du 11 septembre 2001, la récession de 2002, la grande récession et la crise de la dette souveraine. Cela en fait un actif à part. Il ne représente une dette envers personne (contrairement à une obligation ou à une action), ce qui, dans un contexte de crise

Les obligations américaines, les Bunds, la volatilité, l'USD, le JPY, le cash (en USD notamment) et l'or sont les meilleures protections en cas de risque extrême

économique et financière avec fort endettement, a incontestablement beaucoup de valeur.

Les récents développements (hausse du prix du pétrole, éloignement des craintes de récession aux États-Unis ou de dévaluation du yuan,

attitudes des banques centrales, Fed et BCE en tête...) nous ont incités à reprendre du risque dans les portefeuilles, et donc à réduire les stratégies de *macro-hedging*. Conserver une position longue en volatilité et en obligations américaines (dollar et portage) reste encore raisonnable, compte tenu des niveaux actuels et des risques sous-jacents. En revanche, les niveaux atteints sur les taux allemands nous incitent à penser que rester long bunds ne représente plus l'une des meilleures stratégies de *macro-hedging*. La décision de la BCE de mettre en place tout un arsenal de mesures permet d'avoir un peu plus de sérénité sur les actifs européens.

Conclusion

Au total nous restons dans un monde marqué par :

- 1. Un ralentissement de l'économie mondiale lié aux pays émergents, un découplage net entre zones, et l'absence de blocs homogènes :** bloc Europe, bloc émergents, bloc dollar ne sont ni les uns, ni les autres une réalité économique palpable... Autrement dit, des opportunités d'investissement liées au découplage entre pays avancés et pays émergents, entre pays (ceux à forte demande intérieure et les autres), et entre pays émergents eux-mêmes (ceux qui produisent des matières premières et ceux qui sont plutôt consommateurs).
- 2. Un monde de politiques monétaires accommodantes et de taux courts bas.** Rares sont les banques centrales forcées de relever leurs taux ou désirant le faire. La faible croissance, la maîtrise de l'inflation, la stabilité de l'environnement financier sont des incitations fortes à la prudence des banques centrales, Fed en tête.
- 3. Difficile de miser sur une remontée des taux longs gouvernementaux des pays cœur (États-Unis, Allemagne) compte tenu du contexte.** À noter toutefois que l'on n'est pas à l'abri de périodes de tensions compte tenu de la volatilité et de l'asymétrie du risque sur ces marchés.
- 4. Des anticipations de croissance encore trop optimistes.** Il y a un écart substantiel entre les anticipations de croissance (néanmoins fortement revues à la baisse) et les craintes des marchés financiers. La croissance mondiale n'excédera pas les 3 %, tandis que la croissance américaine est en train de converger vers sa croissance potentielle (en dessous de 2 %).
- 5. Un avantage aux marchés d'actions et de crédit européens.** Le rôle de la BCE est crucial, tout comme la maturité du cycle et le plus faible endettement des entreprises.
- 6. Des craintes sans doute excessives à moyen terme (elles ne justifient pas une capitulation complète), mais bien présentes à court terme :** la peur d'une récession aux États-Unis, les risques que fait peser le contre-choc pétrolier (sur des pays, et sur des entreprises), les doutes sur la capacité de la Chine à maîtriser la situation, et enfin l'incapacité des banques centrales à rassurer... Autrement dit, des craintes exagérées mais sans doute durables.
- 7. Ces craintes ont amplement justifié les stratégies de *macro-hedging* développées chez Amundi depuis plus de 6 mois :** long US Treasuries et long Bunds, long volatilité, long USD et JPY, long cash USD, long or. La réponse de la BCE et de la Fed nous ont cependant incités à reprendre du risque dans les portefeuilles et à réduire les stratégies de *macro-hedging*, notamment sur les actifs européens.
- 8. Un apaisement sur la Chine, une remontée du prix du pétrole et la modération de la Fed dans sa politique de hausse des taux pourraient également permettre aux marchés émergents de devenir « la belle histoire » de 2016.** Restons également constructifs sur ces marchés.

AVERTISSEMENT

Rédacteur en chef : Philippe Ithurbide

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

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

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

Les informations contenues dans le présent document sont réputées exactes à la date du 25 mars 2016, 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 596262615 € - 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