

Facteurs de risque

PHILIPPE ITHURBIDE, *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse*

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

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

[PROBABILITÉ] **75 %**

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

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

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

[PROBABILITÉ] **15 %**

ANALYSE La nomination d'un gouvernement technique (dirigé par Paolo Gentiloni) et l'extension du programme d'achats d'actifs de la BCE ont nettement rassuré les marchés financiers italiens, mais il s'agit désormais de revoir la loi électorale alors que se profilent les élections générales. Prévues initialement pour février 2018, les marchés financiers craignent d'une part la tenue d'élections anticipées (au cours du second semestre 2017 ?) qui conduiraient à la prise de pouvoir du parti « populiste » Cinq Étoiles, et d'autre part la tenue d'un référendum sur la participation de l'Italie à l'Union Européenne (« Italexit »). La montée du populisme (qui rime avec rejet de l'establishment, rejet des partis traditionnels, montée du protectionnisme, rejet de la globalisation, colère contre la montée des inégalités, refus de la centralisation, hostilité envers les réformes des systèmes sociaux...) est également une réalité en Italie. Il y a un risque de changement majeur après 5 années de (relative) stabilité politique. Un tel scénario constituerait sans le moindre doute le pire des scénarios, pouvant mener dans un premier temps à une instabilité/crise politique et entraînant à coup sûr une période d'arrêt pour les réformes. Rappelons toutefois que le parti Cinq Étoiles est davantage un parti anti-establishment qu'un parti anti-européen, mais que le peuple italien est, parmi les pays d'Europe, celui qui est le moins enthousiaste à l'égard de l'euro. C'est dire qu'un référendum sur l'Europe, s'il devait avoir lieu, porte en lui l'incertitude la plus totale.

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

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

[PROBABILITÉ] **30 %**

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

Mars 2017

Facteurs de risque

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

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

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

[PROBABILITÉ] 20 %

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

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

[RISQUE # 5] Un effondrement de la croissance mondiale

[PROBABILITÉ] 15 %

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

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

[RISQUE # 6] Une récession aux États-Unis

[PROBABILITÉ] 20 %

ANALYSE Nous tablons sur une croissance de 2 % en 2017 (vs 1,6 % en 2016), puis une légère accélération en 2018 (2,2 %). La croissance se maintiendrait ainsi légèrement au-dessus du potentiel au cours des deux prochaines années. Il n'est pas question à ce jour de récession aux États-Unis, mais l'absence de marges de manœuvre de la part de la Fed inquiète. La situation actuelle diffère totalement de 2004-2006, trois années durant lesquelles la Fed avait pu relever 17 fois ses

Mars 2017

Facteurs de risque

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

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

[RISQUE # 7] Une forte dévaluation du yuan

[PROBABILITÉ] 10 %

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

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

[RISQUE # 8] Un fort ralentissement économique des émergents

[PROBABILITÉ] 20 %

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

Mars 2017

Facteurs de risque

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

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

[PROBABILITÉ] **70 %**

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

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

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

[PROBABILITÉ] **20 %**

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

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

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

[PROBABILITÉ] **70 %**

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

Mars 2017

Facteurs de risque

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

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

RISQUE # 12] Une crise de liquidité

[PROBABILITÉ] **20 %**

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

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

[RISQUE # 13] Les banques s'effondrent

[PROBABILITÉ] **10 %**

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

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

[RISQUE # 14] Les risques géopolitiques s'intensifient

[PROBABILITÉ] **70 %**

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

Mars 2017

Facteurs de risque

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

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

[PROBABILITÉ] **70 %**

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

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

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

[PROBABILITÉ] **65 %**

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

- En premier lieu, ils devront vivre avec la perspective de voir le parti d'extrême droite sortir en tête du premier tour des élections présidentielles. Si l'on se fie aux sondages, Marine Le Pen, à l'heure où nous écrivons, devancerait Emmanuel Macron (Mouvement « En Marche », gauche modérée), François Fillon (droite conservatrice) et Benoît Hamon (Parti socialiste), et Jean-Luc Mélenchon (Gauche) avec des scores respectifs de 27 %, 24 %, 20 %, 14 % et 13 % (sondage Opinion Way, 14 mars 2017).
- Ensuite, par le jeu des reports de voix, et selon les sondages actuels, encore une fois, ils devraient vivre l'élimination probable de Marine Le Pen au second tour des élections présidentielles... Notons que par le jeu des reports de voix et du fait de la capacité des partis de droite de se désister pour les partis de gauche, et inversement, les électeurs français ont jusqu'ici éliminé l'extrême droite de la plupart des élections, qu'elles soient nationales, régionales, municipales...
- Enfin, il faudra que le nouveau président élu (vraisemblablement E. Macron (en tête des sondages) ou F. Fillon) attire les électeurs afin d'obtenir une majorité présidentielle aux élections législatives, seule façon d'avoir une stabilité gouvernementale. Les deux candidats sont nettement pro-européens et leur élection laisserait augurer d'un couple franco-allemand solide et de gouvernements capables de mener des réformes. F. Fillon bénéficierait du support d'un grand parti, du soutien des partis de droite, ce qui n'est pas vraiment le cas d'E. Macron, jugé par nombre d'électeurs socialistes comme une sorte de « dissident ». En cas de victoire d'E. Macron (ce que les sondages mettent de plus en plus en avant), le risque perçu serait de se retrouver avec un président sans soutien d'un parti homogène, ce qui serait sans doute compliqué.

Mars 2017

Facteurs de risque

IMPACT DE MARCHÉ Les élections françaises représentent un risque majeur pour les marchés financiers car elles sont emblématiques des tendances actuelles : montée des partis d'extrême droite dans les pays du noyau dur de l'UEM, rejet croissant de l'establishment, tentations protectionnistes, hostilité envers l'Europe et/ou les institutions européennes... l'élection d'un candidat anti-européen ou souhaitant réformer l'Europe ou sortir de l'UE en cas d'échec à la réformer (Marine le Pen, ou Jean-Luc Mélenchon) serait dans la continuité du Brexit et de l'élection de D. Trump aux États-Unis. Rappelons que ces élections se déroulaient sur un seul scrutin, ce qui ne sera pas le cas des élections françaises, et cela fait toute la différence. C'est pour cette raison notamment que nous ne croyons pas en l'élection de la candidate du Front National. Il nous semble cependant légitime que les primes de risque (*spreads* contre Allemagne, volatilité, CDS...) restent dégradées en attendant d'y voir plus clair. Les élections françaises ravivent les craintes sur la zone euro, mais ces craintes nous semblent exagérées. Miser sur une amélioration des *spreads* et CDS souverains après les élections.

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

[PROBABILITÉ] **10 %**

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

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



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



Foreign Exchange
Money Markets
Equities

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

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

Publications récentes

Working Papers

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

Discussion Papers Series

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

Spécial Focus

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

Correspondants

Rédacteur en chef

– PHILIPPE ITHURBIDE
Directeur Recherche, Stratégie et Analyse – Paris

Rédacteurs en chef adjoints

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

Support

– PIA BERGER
Recherche, Stratégie et Analyse – Paris
– BENOIT PONCET
Recherche, Stratégie et Analyse – Paris

AVERTISSEMENT

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

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

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

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

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

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

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