

## Les facteurs de risque

PHILIPPE ITHURBIDE, Directeur Recherche, Stratégie et Analyse

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

### [RISQUE # 1] Déception à propos de la politique économique aux États-Unis [PROBABILITÉ] 75 %

**ANALYSE** L'élection de D. Trump a représenté un grand changement dans la « philosophie » de l'Amérique, moins déterminée désormais par une logique de « gendarme du monde » et davantage autocentrée. Au-delà de cette inflexion majeure, la question était également de savoir si la politique économique allait être fortement infléchie, notamment la politique budgétaire et fiscale. Comment la politique monétaire allait-elle accompagner ces changements ? Autant de questions cruciales. On sait que sont prévues des baisses d'impôt et une relance des dépenses d'infrastructures, mais que celles-ci doivent être autofinancées, car le Congrès américain (même s'il est majoritairement républicain) ne souhaite pas donner un blanc-seing au nouveau président sur ces sujets. D. Trump a annoncé des mesures importantes, dont une baisse de l'impôt sur les sociétés. La baisse de cet impôt, si elle était validée, serait 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** Les mesures annoncées initialement ne semblent plus vraiment prioritaires. Mises en place, elles auraient pourtant pu donner un nouveau coup de pouce aux marchés d'actions et à la hausse des taux, courts et longs. La Fed pourrait ainsi poursuivre aisément son resserrement monétaire. Dans le cas contraire, miser sur de lourdes désillusions pour des marchés financiers qui, c'est notre credo, attendent beaucoup trop du Président américain. Suivre de près ce dossier, crucial selon nous.

### [RISQUE # 2] Italie : un référendum sur un « Italexit », la prochaine étape ? [PROBABILITÉ] 5 %

**ANALYSE** La situation politique italienne reste complexe. Lors des toutes dernières élections municipales, le Mouvement 5 étoiles a été le grand perdant, ainsi que Matteo Renzi. Les marchés financiers craignent d'une part la tenue d'élections anticipées (au cours du second semestre 2017 ?) qui auraient pu conduire 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 »). On doit plutôt miser pour la tenue d'élections en 2018. 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 une réalité en Italie... comme dans bien d'autres pays. Il y a un risque réel de changement majeur après 5 années de (relative) stabilité politique. Un tel scénario (prise de pouvoir du M5S) 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] 20 %

**ANALYSE** Compte tenu des conflits entre l'Administration Trump et J. Yellen, on doute fort que la gouverneure de la Fed fasse un second mandat (le premier mandat se termine en 2018 et on évoque de plus en plus Gary Cohn, actuel conseiller économique de D. Trump comme son possible successeur, ou encore Kevin Warsh ou Thomas Hoenig). D. Trump a critiqué la « complaisance » de la politique monétaire, et le parti républicain a également manifesté son hostilité envers J. Yellen, notamment sur ses positions sur la réglementation, dont l'allègement est un des chevaux de bataille du Président Trump. On évoque également la nomination prochaine de deux gouverneurs plutôt « hawkish » (Randal Quarles et Marvin Goodfriend notamment). Une mauvaise interprétation des intentions/décisions de la Fed est depuis longtemps maintenant un facteur de risque important. Avec une croissance du PIB de l'ordre de 2 %, une inflation proche de 2 % et un taux de chômage au niveau actuel, 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 ». 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

Juillet/Août 2017

## Les facteurs de risque

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 devrait relever ses taux encore une fois d'ici à la fin 2017 et annoncer un plan de réduction de son bilan (cf. le thème du mois). 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. Plus la relance budgétaire et fiscale sera forte, et plus la Fed relèvera ses taux, et sera capable de le faire sans trop de dommages sur les marchés financiers.

**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'étiole, 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 15 ans)... Surveiller de près l'évolution de la dette privée chinoise, dont certaines métriques sont devenues, en l'espace de quelques années, particulièrement inquiétantes, comme l'écart entre le crédit\PIB et sa tendance. C'est un des indicateurs préférés de la BRI et, selon l'institution, il s'agirait du meilleur indicateur précurseur de crise financière. L'évolution de cet indicateur depuis moins de 10 ans n'est pas très rassurante.

**IMPACT DE MARCHÉ** Un tel scénario (*hard landing*, éclatement de la bulle de crédit) 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 restrictive 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 pourrait 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), et en 2018. 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 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 le maintien de la stabilité financière – et à un degré moindre le dollar – n'autorise pas de fortes hausses de taux.

**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. Miser sur un effet très négatif sur les classes d'actifs risqués, et notamment marché des actions américaines, en situation de bulle. Le manque de crédibilité des banques centrales ajouterait certainement de la volatilité et du stress. Miser sur des nouveaux – et importants – déséquilibres budgétaires.



## Les facteurs de risque

### [RISQUE # 7] Une forte dévaluation du yuan

[PROBABILITÉ] 5 %

**ANALYSE** 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. 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. Les autorités chinoises ont été contraintes de durcir en janvier dernier 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 une part importante de son cours effectif.

### [RISQUE # 8] Un fort ralentissement économique des émergents et/ou du prix des matières premières

[PROBABILITÉ] 15 %

**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 avait 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. Le risque est de voir la demande interne se déliter et les politiques économiques devenir totalement inefficaces. Ce risque est néanmoins atténué par la stabilité relative des prix du brut (davantage de cohésion au sein de l'OPEP) le « repricing » de la croissance aux États-Unis au Japon et en Europe, la « sagesse » de la Fed et l'afflux de capitaux (à part pour la Chine).

**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] 75 %

**ANALYSE** « Il n'y a pas de « free lunch ». Les Britanniques doivent le savoir », a résumé M. Schäuble. « Nous ne voulons pas affaiblir le Royaume-Uni. Mais nous ne voulons pas davantage que le reste de l'Europe soit affaibli. Le Royaume-Uni, après la sortie de l'UE, ne devrait pas obtenir des avantages que d'autres pays n'auraient pas ». De son côté, Angela Merkel rappelait que les Britanniques ne doivent pas « se faire d'illusions ». Le ton est donné. Selon les estimations, le RU « pourrait perdre » entre 2,5 % et 9,5 % de son PIB selon le scénario. 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 (le marché des services, pour être plus précis), 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. De nombreux sujets de tensions existent, dont l'accès au marché unique, mais aussi la facture que doit le RU à l'UE (estimée à 60 Mds d'euros).

**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.

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

[PROBABILITÉ] 10 %

**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

## Les facteurs de risque

voir d'autres pays européens prôner l'Europe à la carte et ou faire preuve de fortes divisions dans le traitement du dossier britannique. Ce n'est pas le cas aujourd'hui, les 27 pays faisant pour l'instant bloc. 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.

**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 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.

**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 une étude de la Banque d'Angleterre menée il y a un peu plus de deux ans). 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. Le programme d'achat de la BCE contribue à la baisse de la liquidité (point négatif) mais il contribue également à la faible volatilité (point positif)... Les inquiétudes refont surface dès que le débat sur la fin du QE alimente les chroniques, une tendance qui va sans doute désormais s'amplifier...

### [RISQUE # 13] Les banques s'effondrent

[PROBABILITÉ] 5 %

**ANALYSE** Ce risque nous paraît très largement exagéré. Il est vrai que les taux négatifs pénalisent les banques, que le coût du capital reste élevé (il reflète en réalité le poids des crises passées), et que 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 continuent de peser... Nous ne sommes pas pessimistes pour autant. Les banques de 2017 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. Le retour de la croissance est désormais un atout. Notons également cependant que depuis quelques trimestres (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



Juillet/Août 2017

## Les facteurs de risque

profitabilité des banques. Enfin, on notera que les problèmes bancaires sont désormais résolus plus aisément (voir notamment le cas de Banco Popular en Espagne), les risques spécifiques ayant pris le pas sur les risques systémiques. 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 a longtemps été celui le plus gênant : toute rumeur ou difficulté d'une banque se traduisait par des vagues de stress, d'élargissement de spreads et de chute des valeurs bancaires. Si tel devait de nouveau être le cas, la stabilité financière serait mise à mal.

### [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, Turquie, flux de migrants, attentats terroristes, Sunnites vs. Chiïtes, Arabie vs. Iran... autant d'éléments qui ont tendu et fragilisé les relations diplomatiques entre pays. 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.

**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] **Une remontée durable et significative des taux longs européens**

[PROBABILITÉ] **20 %**

**ANALYSE** Depuis 2016 notamment, 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 au moins : 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 (réalité, mesures annoncées, ou craintes) ont pris de l'ampleur aux États-Unis. Nous ne prévoyons pas l'avènement d'un nouveau cycle de croissance, mais la Fed poursuit son resserrement monétaire et les politiques budgétaire et fiscale devraient être plus expansionnistes : tout ceci justifie des mouvements de hausses des taux longs, mais il nous semble encore prématuré et excessif de miser sur une hausse permanente et conséquente. Cette conclusion vaut encore plus dans le cas de la zone euro : la situation en matière de croissance, d'inflation, de cycle de politique monétaire, le QE de la BCE et la – relativement – faible capacité à relancer la machine économique par la politique budgétaire et fiscale « protègent » les marchés européens de la hausse des taux... Cela protège, certes, mais n'est sans doute pas suffisant pour empêcher les taux longs de progresser. Avec une croissance plus solide et des indices de prix légèrement à la hausse, les débats sur la fin des taux négatifs et du QE de la BCE (et de la Fed), et sur la nécessité de mener des mesures budgétaires et fiscales plus favorables à la croissance vont gagner du terrain... Tout cela suffit sans nul doute pour amener les taux longs à un niveau plus élevé.

**IMPACT DE MARCHÉ** Une forte remontée des taux longs serait une mauvaise nouvelle pour des économies sensibles (France, Allemagne notamment). Cela serait sans aucun doute pire aux États-Unis, où la sensibilité aux taux longs a augmenté avec la *releveraging* des entreprises : cela 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](http://research-center.amundi.com)

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

## Publications récentes

### Working Papers

- **Factor Investing : The Rocky Road from Long-Only to Long-Short**  
MARIE BRIÈRE, *Head of Investor Research Center – Amundi*,  
ARIANE SZAFARZ, *Université Libre de Bruxelles*
- **Longevity Risk: To Bear or to Insure?**  
LING-NI BOON, *Investor Research Center – Amundi*, MARIE BRIÈRE, *Head of Investor Research Center – Amundi*, BAS J.M WERKER, *Professor of Finance and Econometrics at Tilburg University*
- **Alternative Risk Premia: What Do We Know?**  
THIERRY RONCALLI – *Recherche Quantitative*

### Discussion Papers Series

- **Huile de Palme\_ Le dilemme environnemental**  
ELSA BLOTIÈRE, JULIEN GROUILLET, AURÉLIE RENARD – *Analyse ESG*
- **The Global Trade Slowdown: Structural or Cyclical?**  
PHILIPPE ITHURBIDE – *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse*
- **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*

### Éditions spéciales\_ Élection présidentielle française 2017

- #10 – **Spread OAT/Bund : évolution récente, niveau d'équilibre et perspectives**  
BASTIEN DRUT – *Stratégie et Recherche Économique*
- #9 – **Macron Président : les risques disparaissent... retour aux fondamentaux**  
PHILIPPE ITHURBIDE – *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse*
- #8 – **Second tour de l'élection présidentielle: Macron vs. Le Pen: enjeux et risques**  
PHILIPPE ITHURBIDE – *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse*
- #7 – **Premier tour de l'élection présidentielle : Les scénarios de risque extrême disparaissent et l'incertitude se dissipe**  
PHILIPPE ITHURBIDE – *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse*
- #6 – **Les candidats et l'Europe: loyauté, protestation, défection ?**  
PHILIPPE ITHURBIDE – *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse*, VALÉRIE LETORT – *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](mailto:info@amundi.com)

Amundi, Société anonyme au capital de 1 086 262 605 € - 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](http://www.amundi.com)

Crédit photo : iStock by Getty Images - traveler1116