

La confiance
ça se mérite

Amundi

ASSET MANAGEMENT

Discussion Paper | CROSS ASSET Investment Strategy

DP-33-2018

D'où viendra la prochaine crise financière ? Sommes-nous prêts à l'affronter ?

Research
& Macro
Strategy

D'où viendra la prochaine crise financière ?

Sommes-nous prêts à l'affronter ?

PHILIPPE
ITHURBIDE

Directeur Recherche

Version actualisée juillet 2018 (première version mars 2018^(*))

Résumé

Le monde ne s'est pas encore totalement remis de la crise financière de 2007-2008 qu'une nouvelle crise menace. La question du changement de régime (volatilité, taux d'intérêt, inflation, etc.) a refait surface, entraînant une forte correction des marchés en janvier et février. L'histoire économique nous apprend que les crises financières sont rarement anticipées, ou, plus précisément, que les mesures pour les éviter sont toujours prises trop tard. Dans les faits, les crises ont souvent été précédées de signes parfaitement clairs, mais

“*Les marchés ont prévu neuf des cinq dernières récessions*”

Paul Samuelson (1966) "Science and Stocks, Newsweek, 19 septembre

régulièrement ignorés ou sous-estimés (par les régulateurs, les banques centrales, les investisseurs, etc.).

Peut-on passer d'un régime de croissance sans inflation et avec des taux bas à un régime de volatilité, d'inflation et de taux d'intérêt élevés sans crise financière ni choc macroéconomique? Voilà le grand enjeu pour 2018... et au-delà. D'où pourrait venir la prochaine crise financière? Y sommes-nous préparés? Ce sont les principaux thèmes de cet article.

(*) La première version de cet article a été préparée pour une réunion de l'Advisory Board d'Amundi (28 mars 2018). L'auteur remercie tous les participants pour leurs précieux commentaires.

Mots-clés: crise financière, contagion, changement de régime, bulle, réévaluation des primes de risque

Table des matières

Résumé	p. 3
Synthèse	p. 7
Introduction	p. 10
I. Bulles / Valorisations excessives : quels sont les marchés à risque ?	p. 11
II. Pourquoi les bulles pourraient-elles éclater ?	p. 15
III. La contagion est-elle inévitable ?	p. 19
IV. Comment éviter ces risques ?	p. 21
V. Sommes-nous prêts à affronter une crise financière ?	p. 21
VI. Changements de régime ou de paradigme versus crise : les leçons de l'histoire récente	p. 28
VII. Scénarios à court et moyen terme : vers des taux et une volatilité plus élevés	p. 34
Conclusion	p. 37
Bibliographie	p. 38
Liste des Discussion Papers	p. 40

Synthèse

L'histoire économique nous apprend que les crises financières sont rarement anticipées, ou, plus précisément, que les mesures pour les éviter sont toujours prises trop tard. Dans les faits, les crises ont souvent été précédées de signes parfaitement clairs, mais régulièrement ignorés ou sous-estimés (par les régulateurs, les banques centrales, les investisseurs, etc.).

Les chocs de marché (chute de 10 %, par exemple) sont fréquents et bien souvent salutaires en permettant de « purger » les positions excessives ou de corriger les valorisations excessives. Ces corrections n'ont rien d'inquiétant pour la survie du régime. En revanche, les crises financières remettent souvent en question le régime existant, voire le fonctionnement global des marchés et de l'économie (on les interprète généralement comme des crises du capitalisme et de ses excès).

Les facteurs de développement (et d'éclatement) de ces bulles/valorisations excessives sont assez bien identifiés: rationalité (une justification qui se trouve souvent dans la situation macroéconomique sous-jacente), opportunisme (attractivité de certains marchés), excès de confiance (provient souvent de l'attitude des banques centrales), complaisance (exagération des tendances), mimétisme (opinions et positions communes à une grande majorité d'acteurs) et sentiment que la période est atypique (renforce la tendance à exagérer).

Trois marchés pourraient déclencher un choc majeur ou une crise :

- Le premier segment de marché à risque est sans aucun doute le marché obligataire: aucune inflation des prix des biens, mais une inflation des actifs. À l'arrivée, les taux d'intérêt sont « trop bas » du fait des politiques ultra-expansionnistes, des programmes de *Quantitative easing* (QE), des excès de liquidités des banques centrales et de la faible liquidité de marché.
- Le deuxième segment de marché à risque est le marché du crédit en Chine.
- Le troisième marché à risque est le marché boursier américain, que beaucoup d'investisseurs jugent fortement surévalué.

Sur des marchés soudain en baisse et en proie à des ventes massives, **ne confondons pas déclencheurs de crise** (changement de politique monétaire, choc géopolitique, etc.) **et accélérateurs de crise**, comme le mimétisme (renversement de positions de portefeuille lorsque toutes les positions sont similaires) ou encore la faible liquidité. Nul besoin d'un choc particulier pour entraîner une baisse des marchés, voire un krach.

Pourquoi les bulles pourraient-elles éclater? Plusieurs éléments pourraient en être la cause.

- Une « réévaluation » des primes de risque,
- Un choc inflationniste,
- Un choc de politiques monétaires,
- Une déception sur le couple croissance – inflation,
- Un démantèlement de certaines réglementations financières (qui causerait certainement des prises de risque excessives et une complaisance encore plus forte),
- Un choc politique ou géopolitique,
- Un renforcement du protectionnisme et du repli sur soi.

Bien souvent, les effets de contagion sont inévitables. La contagion tient à la mondialisation économique et financière, mais aussi à la nature de la crise. Si celle-ci touche un pays ou une zone où les non-résidents n'ont que peu investi, la contagion reste limitée. Une « simple » réévaluation des primes de risque entraînant une hausse modérée des taux d'intérêt toucherait moins le monde réel, car les taux resteraient objectivement bas. Mais la question des répercussions du monde financier sur le monde réel doit toujours se poser.

On peut évaluer notre capacité à faire face à une crise financière selon plusieurs critères.

- La vulnérabilité de certains pays, notamment émergents,
- L'existence (ou l'absence) de marges de manœuvre budgétaires et fiscales,
- L'existence (ou l'absence) de marges de manœuvre pour les politiques monétaires,
- Le positionnement des investisseurs (mimétisme et liquidité),
- La santé des économies,
- Le poids de la dette : le niveau d'endettement conditionne les politiques économiques et monétaires. Une forte hausse des taux d'intérêt remettrait en question la solvabilité des États et entreprises fortement endettés.

Une bonne partie des régimes récents (surtout depuis les années 1980) appelait une faible inflation et des taux bas (**grande modération, excès d'épargne mondial, excès de liquidité mondial**), tandis que les **craintes de stagnation séculaire** des années 2000 ont amplifié la tendance sous-jacente. Les scénarios de stagnation séculaire disparaissent cependant peu à peu, le risque de réévaluation des primes de risque a augmenté et la valorisation excessive de certains actifs ainsi que les risques géopolitiques ajoutent de l'incertitude. On s'interroge maintenant sur un changement effectif de régime, avec enfin une remontée des taux d'intérêt, de l'inflation et de la volatilité.

Cinq régimes différents sont plausibles :

Régime # 1 : le retour de la grande modération ? Avec pour principales conséquences une faible volatilité de la croissance et de l'inflation.

Régime # 2 : l'inflation des années 1970 ? Hausse inévitable des taux d'intérêt et des rendements obligataires et un marché d'actions sévèrement touché.

Régime # 3 : le supercycle de la dette : un phénomène mondial ? Des crises mondiales de la dette similaires aux pays émergents (EMG) dans les années 1980 seraient alors très probables, accompagnées de crises financières et de krachs boursiers, de crises de la dette et d'une large contagion au monde réel (une récession mondiale étant le principal risque).

Régime # 4 : la (peur d'une) stagnation séculaire comme dans les années 2010 ? Ce régime combinerait taux bas, faible inflation, faibles rendements, faible croissance et faible volatilité.

Régime # 5, le plus probable dans l'année qui vient : une croissance toujours supérieure au potentiel mais qui décline, une inflation modérée avec une hausse des risques inflationnistes et le risque d'une inflation parfois décevante, une volatilité plus forte, mais limitée, des taux plus élevés, mais modérés, un apaisement de la guerre commerciale, des risques géopolitiques contenus, une UEM non menacée...

Ces 5 régimes sont totalement différents, tout comme leurs conséquences.

Trois scénarios possibles pour l'année prochaine :

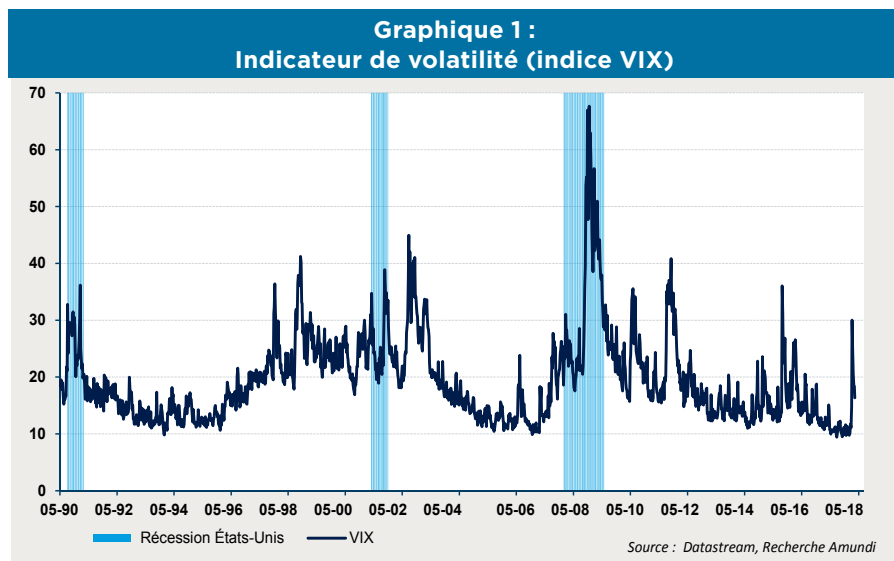
Scénario # 1 : 2018-2019, une nouvelle période de « grande modération », faible volatilité, croissance et inflation stables, inflation faible et taux d'intérêt bas (probabilité : 10 %)

Scénario # 2 : 2018-2019, une nouvelle période de forte volatilité avec de nouvelles hausses des taux d'intérêt et des marchés régulièrement agités (probabilité : 75 %)

Scénario # 3 : une crise majeure (probabilité : 15 %)

Introduction

Le monde ne s'est pas encore totalement remis de la crise financière de 2007-2008 qu'une nouvelle crise menace. La question du changement de régime (volatilité, taux d'intérêt, inflation, etc.) a refait surface.



Avec le changement brutal de régime, l'ingrédient classique d'une crise financière est l'excès de liquidités qui crée une bulle de crédit : le stock et l'évolution des dettes privée (surtout en Chine) et publique restent inquiétants, tout comme le faible désendettement depuis la crise de 2008. L'histoire économique nous apprend aussi que les crises financières sont rarement anticipées, ou, plus précisément, que les mesures pour les éviter sont toujours prises trop tard. Dans les faits, **les crises ont souvent été précédées de signes parfaitement clairs, mais régulièrement ignorés ou sous-estimés** (par les régulateurs, les banques centrales, etc.). Qui pensait réellement que la bulle technologique ne finirait pas par éclater dans les années 1990? Qui pensait réellement que le surendettement continu ne créerait pas de forts remous économiques et financiers dans les années 1990? Comment penser sérieusement que les subprimes et une aversion au risque anormale ne nous joueraient pas des tours au milieu des années 2000? Le PDG d'une grande banque américaine déclarait avec cynisme en guise d'excuses après la crise : « *tant que la musique joue, tout le monde continue à danser* ». Et qui croit encore aujourd'hui que la faible volatilité, la faible inflation, les taux bas et la valorisation excessive des actifs perdureront indéfiniment? Autrement dit : voir les marchés changer, une fois de plus, constitue un vrai danger.

Il faut distinguer **deux types de stress: les chocs de marchés** (chute de 10 %, par exemple) sont fréquents et bien souvent salutaires en permettant de « purger » les positions excessives ou de corriger les valorisations excessives. Ces corrections n'ont rien d'inquiétant pour la survie du régime. En revanche, **les crises financières** remettent souvent en question le régime existant, voire le fonctionnement global des marchés et de l'économie (on les interprète généralement comme des crises du capitalisme et de ses excès).

Peut-on passer d'un régime de croissance sans inflation et avec des taux bas à un régime de hausse de volatilité, d'inflation et de taux d'intérêt sans crise financière ni choc macroéconomique? Voilà le grand enjeu pour 2018 et au-delà. D'où pourrait venir la prochaine crise financière? Y sommes-nous préparés?

I. Bulles / Valorisations excessives: quels sont les marchés à risque?

Les facteurs de développement (et d'éclatement) des bulles/valorisations excessives sont assez bien identifiés:

- **Rationalité:** la justification se trouve souvent dans la situation macroéconomique sous-jacente;
- **Opportunisme:** l'attractivité du marché correspondant;
- **(Excès de) confiance:** elle provient souvent de l'attitude des banques centrales (récemment: taux bas « éternels », *forward guidance* explicite, programmes de QE);
- **Complaisance:** elle conduit souvent à exagérer les tendances existantes;
- **Mimétisme:** lorsque des opinions et positions communes à une grande majorité d'acteurs animent les marchés;
- **Sentiment que la période est atypique (« cette fois, c'est différent »):** ce sentiment renforce la tendance à exagérer.

La quantité de liquidités dans le système a clairement été un moteur important du cours des actifs depuis la crise financière. De 2008 à 2015, la Fed a augmenté son bilan de plus 3500 milliards de dollars tout en maintenant des taux proches de zéro pendant 7 ans. Le bilan total de la Fed, de la BCE, de la BPOC et de la BoJ a augmenté de plus 13000 milliards de dollars. Ces liquidités ont entraîné une appréciation massive de tous les actifs, les investisseurs ignorant le risque lié à la recherche de rendement. Cette situation ne peut cependant pas durer éternellement.

1.1 Le premier segment de marché à risque est sans aucun doute le marché obligataire. Partout dans le monde, les excès de liquidités des banques centrales ne vont pas dans le prix des biens et des services, mais dans le prix des actifs financiers: aucune inflation des prix des biens, mais une inflation

des prix des actifs. À l'arrivée, les taux d'intérêt sont « trop bas » du fait des politiques ultra-expansionnistes, des QE et des excès de liquidités des banques centrales.

Le marché obligataire européen est à risque, parce que les prix ne reflètent pas les risques réels et en raison de l'écart avec la valeur fondamentale (environ 100 pb).

La situation américaine est différente... les rendements obligataires sont cohérents avec les fondamentaux. La question porte sur la capacité du marché obligataire à financer les déficits jumeaux: le rôle de valeur refuge de la dette publique américaine (et la demande mondiale de bons du Trésor américain) suffira-t-il à les financer? La liquidité du marché et la capacité de l'État américain à rester solvable font de la dette publique américaine (bons du Trésor américain) le premier actif sûr au monde. En temps de crise et de récession, les investisseurs se précipitent sur cette classe d'actifs, ce qui entraîne une baisse du taux d'intérêt d'équilibre américain et une appréciation du dollar américain.

Il n'est cependant pas difficile de trouver des périodes où ce rôle de valeur refuge n'a pas été suffisant. Il ne suffit pas toujours à financer le déficit public américain, ce qui provoque normalement une hausse des rendements obligataires américains, comme en 1983-1984, en 1990-1991, en 2013-2014 et en 2017-2018. Et parfois, il ne suffit pas à financer le déficit commercial américain, ce qui fait normalement baisser le dollar américain, comme en 1985-1987 et en 2004-2008.

Aujourd'hui, les politiques budgétaire et fiscale expansionnistes de plein emploi devraient accroître le déficit public et le déficit commercial des États-Unis, avec un risque croissant de hausse des taux d'intérêt et de baisse du dollar. Autant de risques que les valorisations n'intègrent pas (pas encore?).

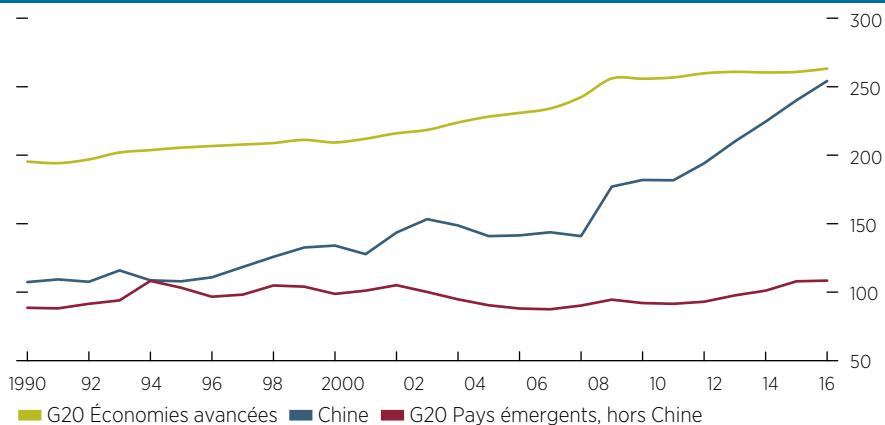
1.2 Le deuxième segment de marché à risque est le marché du crédit en Chine. L'économie chinoise a conservé sa forte croissance après la crise de 2008 et le pouvoir chinois fait son maximum pour maintenir la croissance au-dessus des 6 %, mais au prix d'une dette intérieure plus élevée (dette de l'État, des entreprises et des ménages). La hausse du rapport dette brute/PIB est impressionnante en Chine (graphique 2) et une hausse des taux d'intérêt mondiaux pénaliserait grandement l'économie chinoise. Malgré une embellie récente, le risque reste important et l'autorité centrale ne le contrôlerait pas forcément bien. Sa mauvaise gestion de la bulle du marché des actions, qu'elle a créée puis fait éclater en 2015, et sa gestion du yuan en 2015 et début 2016 n'augurent peut-être rien de bon.

Cinq commentaires :

- Selon les calculs de la BRI, la dette chinoise est la plus élevée des 43 pays étudiés: elle est supérieure à celle des États-Unis, de la Grèce et du Royaume-Uni.

- La croissance de la dette chinoise est plus inquiétante encore : en 10 ans, le ratio dette totale/PIB est passé de 120 % à 250-260 %, l'une des plus fortes hausses de l'histoire.
- Pour l'essentiel, la hausse de la dette chinoise vient des entreprises. Même si la dette est stable depuis plusieurs trimestres, la situation mérite une attention appuyée.
- Les études académiques et empiriques insistent sur la comparaison entre le ratio crédit/PIB et sa tendance à long terme, ou écart du ratio crédit/PIB (*credit-to-GDP gap*), montrant qu'il s'agit du meilleur indicateur de crise financière. Dans le fond, l'histoire montre qu'un niveau supérieur à 10 est annonciateur d'une crise probable dans les trois ans. De zéro en 2009, le ratio chinois est aujourd'hui à 30 ! Un niveau unique au monde : moins de 2 % en France, moins de 5 % au Japon, en Argentine et en Corée du Sud, près de 5 % en Suisse et en République tchèque, moins de 10 % au Brésil et en Russie, autour de 15 % en Thaïlande et à Singapour, moins de 20 % au Chili... et près de 25 % à Hong Kong.
- Même en tenant compte des biais (indicateurs élevés pour des pays faiblement endettés par le passé comme la Chine et indicateurs faibles pour des pays fortement endettés par le passé et qui se sont désendettés, comme l'Espagne et l'Irlande, entre autres), ces indicateurs soulignent la prudence à observer pour la dette totale de nombreux pays, comme la Chine.

Graphique 2 :
Ratios dette brute/PIB par région (en pourcentage)

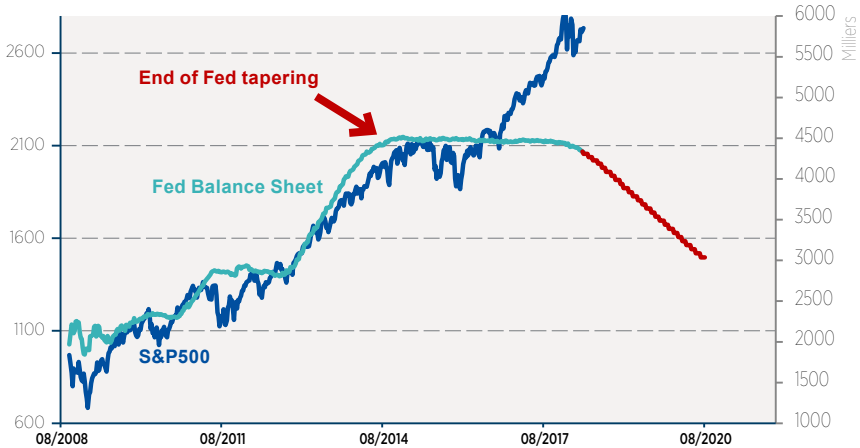


Sources : Banque des règlements internationaux; Bloomberg Finance L.P.; Haver Analytics; FMI, Base de données sur les perspectives de l'économie mondiale; et calculs des services du FMI.

1.3 Le troisième marché à risque est le marché boursier américain. Il est également à risque, car beaucoup d'investisseurs l'estiment fortement surévalué du fait du QE de la Fed, de 7 ans de taux très bas, d'une surévaluation de la croissance américaine, d'une sous-estimation des risques inflationnistes, d'une sous-évaluation des primes de risque, etc. Il suffit d'observer la bourse américaine et le bilan de la Fed pour se faire une idée assez claire de l'importance de la politique monétaire ces dernières années et des craintes actuelles. Plusieurs phases distinctes se sont succédé (graphique 3) :

- Le S&P 500 a parfaitement suivi le bilan de la Fed pendant 5 ans, s'appréciant avec la croissance du bilan et les injections de liquidités.
- Sa volatilité s'est ensuite accrue sur des rumeurs de ralentissement du QE avec une stabilisation à la fin du programme d'achats. Le bilan de la Fed est ensuite resté stable, tout comme la bourse.
- Le S&P 500 s'est envolé avec l'élection de D. Trump et les grandes lignes de son programme « America First », puis l'adoption de mesures fiscales favorables, malgré la réduction annoncée du bilan de la Fed.

**Graphique 3 :
Bilan de la Fed et actions américaines**



Source : Recherche Amundi

L'écart entre la hausse de la bourse et celle du bilan de la Fed (actuel et prévu) est pour le moins vertigineux. À lui seul, ce graphique suffit à générer des craintes d'existence d'une bulle boursière aux États-Unis. Pour que cet écart reste viable, nous avons besoin de garanties sur la croissance et les bénéfices ou de la conviction que la croissance potentielle continuera de croître (avec un gain de productivité à long terme). Ce qui représente un véritable défi !

N’oublions pas cependant que la valeur « élevée » de la bourse américaine ne saurait se résumer au seul bilan de la Fed. Elle s’explique aussi par un dynamisme économique (une croissance effective supérieure à la croissance potentielle), une inflation modérée (qui n’est pas une menace, mais reflète une amélioration de la situation sous-jacente), un retour des bénéfices des entreprises (nettement supérieurs au reste du monde), des mesures fiscales du gouvernement et des conditions financières encore très accommodantes malgré les hausses de taux de la Fed. Les prévisions de bénéfices des entreprises restent donc élevées : 20 % en 2018, puis 11 % en 2019 et 2020 (contre 8 à 8,5 % en Europe entre 2018 et 2020). Ce facteur justifie largement la valorisation du marché.

Aujourd’hui, la vraie question est de savoir si la récente appréciation de la bourse américaine est purement circonstancielle (et excessive), purement cyclique (due aux mesures fiscales et à l’embellie cyclique de l’économie américaine) ou également structurelle et donc durable (gains de productivité des entreprises, meilleure rentabilité à long terme, etc.). Tout cela dans une économie qui ralentit désormais.

En bref, **bien que la valorisation de la bourse américaine ne soit pas extrême, anormale, ni surévaluée, il n’est pas absurde de s’interroger sur la viabilité de son appréciation passée.** Et en ce sens, la bourse américaine est à risque. Il n’est nullement nécessaire de prouver l’existence d’une bulle pour que les marchés chutent.

Pour conclure, les deux premiers risques (et le troisième dans une certaine mesure) sont liés : la Chine détient l’essentiel des obligations d’État en dollar américain et en euros. Une vente par la Chine, en raison de sorties de capitaux ou de prévisions de violentes hausses de taux d’intérêt, par exemple, aurait un impact sur l’éclatement de la bulle obligataire. Ce scénario pourrait déclencher une nouvelle crise financière mondiale.

II. Pourquoi les « bulles » pourraient-elles éclater ?

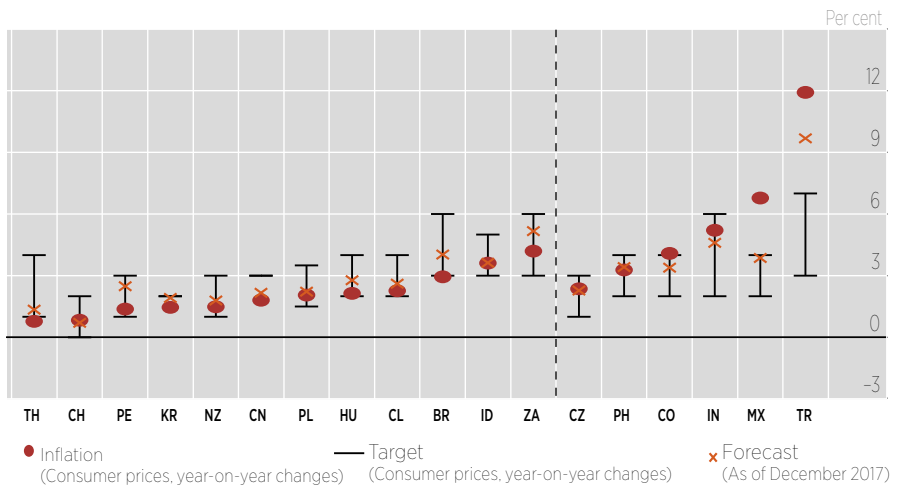
Plusieurs éléments pourraient en être la cause.

- 1. Une « réévaluation » des primes de risque** provoquerait des phases de plus grande volatilité, de taux d’intérêt à court et long terme plus élevés, d’élargissement des *spreads* de crédit et, sans aucun doute, de chutes boursières fréquentes, sauf nouvelle progression du cycle de croissance et des prévisions de bénéfices.
- 2. Un choc inflationniste** : l’inflation est inférieure à la cible des banques centrales partout, ou presque (voir graphique 4). Sauf choc pétrolier ou volonté politique modifiant profondément la politique salariale, une hausse soudaine et rapide de l’inflation semble improbable. Le fonctionnement actuel des marchés du travail va plutôt dans le

sens opposé, mais nous ne sommes pas à l'abri de publications de mauvais indicateurs d'inflation ou plus simplement d'une remontée des prévisions d'inflation.

3. Un choc de politiques monétaires : la politique monétaire déclenche souvent des crises financières. C'est un événement de politique monétaire qui a déclenché le krach obligataire en février 1994. Et au milieu des années 1990, le laxisme de la Fed a créé une bulle qui a fini par éclater en 2000. Cette crise est même responsable d'une récession mondiale : désendettement massif des entreprises, perte de confiance, chute des marchés boursiers, effets de richesse négatifs, etc. Entre 2002 et 2007, ce sont à nouveau les taux bas qui, associés à des primes de risque anormalement basses, ont fait gonfler la bulle immobilière, accompagnée d'une titrisation parfois douteuse. Conséquence : la grande crise financière de 2007/2008 (crise des subprimes, faillite de Lehman Brothers, etc.). En 2013, l'annonce de l'arrêt du QE américain (et l'arrêt effectif des achats d'actifs en 2014) a engendré une baisse des marchés et une récession dans certains pays émergents.

**Graphique 4 :
Taux d'inflation (IPC, glissement annuel)**



Inflation and target as of December 2017; Forecast = Consensus Economics Forecasts for 2018 (Dec. 2017)

Sources : Datastream; national data; BIS calculations.

Sans inflation, est-il raisonnable de relever les taux d'intérêt ? Nous pensons pouvoir répondre par l'affirmative dans le contexte actuel : relever les taux, c'est récupérer progressivement une marge de sécurité, mais aussi mieux contrôler les déséquilibres financiers comme les excès de crédit, les valorisations d'actifs financiers excessives, etc. Nous ne pensons pas non

plus que les politiques macro-prudentielles puissent remplacer les politiques monétaires pour éviter les déséquilibres financiers. La stratégie de la Fed est aujourd'hui bien différente de celle de la BCE et nous pensons que la BCE prend des risques pour sa crédibilité (aucune marge de manœuvre, sensation d'une « dominance budgétaire », cible d'inflation trop élevée, etc.).

Fed et BCE : opinions et actions différentes... mais difficultés identiques

L'une des leçons des deux dernières années a été que, dans un contexte de croissance sans inflation, la Fed et la BCE ont adopté des réponses totalement différentes : le positionnement du cycle économique est différent, bien sûr, mais cela n'explique pas totalement la forte divergence entre les deux banques centrales. Des réactions différentes à des problèmes identiques.

1. L'utilité des cibles d'inflation est contestable. Il serait imprudent de croire que l'inflation atteindra rapidement sa cible, et donc de soutenir ce retour par des politiques monétaires trop expansionnistes. Curieusement, la courbe de Phillips (relation décroissante entre taux de chômage et croissance des salaires ou coûts salariaux) est plate, voire inversée (autres facteurs possibles : décalages plus importants qu'avant, erreurs de mesure, etc.). La règle de Taylor des banques centrales (lien entre inflation, chômage, croissance potentielle et cibles d'inflation) est inutile. Quoi qu'il arrive, si la situation actuelle se poursuit, l'inflation n'atteindra probablement pas 2 %.

2. Des politiques monétaires trop expansionnistes sont inutiles : l'inflation n'atteindra pas sa cible « naturellement ». Les faits et les relations statistiques montrent que la baisse du taux de chômage n'accélère plus la croissance des salaires ni les coûts salariaux unitaires. Même aux États-Unis, comme en zone euro, le salaire moyen est en baisse : les économies créent des emplois peu rémunérés, ou peu qualifiés, ce qui n'encourage pas l'inflation salariale.

3. Les banques centrales doivent s'inquiéter de la bulle obligataire. Elle est réelle et son éclatement serait désastreux pour les actifs financiers et la croissance. Cette bulle est mondiale et ne tient pas qu'aux programmes d'assouplissement quantitatif de la BCE. La coopération des banques centrales et une vision/politique commune seraient appréciables.

4. Les primes de risque sont déconnectées de la réalité en zone euro et la BCE ne devrait pas l'ignorer. Faibles rendements des actifs sûrs, « ruée » sur les actifs risqués et les titres de *spread* et QE de la BCE (principalement obligations investment grade) ont faussé les primes de risque. Conséquence : le rendement des actifs ne correspond plus aux risques. Dans cette situation, la résurgence de la réalité de ces risques provoque toujours une crise ou un choc important.

5. Il est déraisonnable d'affaiblir encore les banques avec des taux d'intérêt aussi bas, voire négatifs. La politique monétaire actuelle de taux très bas, voire négatifs, ne correspond pas à la situation économique et pénalise les banques d'au moins deux manières : elle a nettement aplati la courbe des taux, réduisant les marges d'intérêt sur les prêts bancaires, et elle a réduit le rendement des titres obligataires que les banques doivent détenir pour des motifs réglementaires. Bien sûr, les banques européennes se portent bien maintenant (à quelques exceptions près), mais des banques plus fortes seraient préférables.

6. Les banques centrales n'ont plus de marge de sécurité si une politique monétaire contracyclique est nécessaire et l'optimisme économique se heurtera inévitablement à la réalité: le taux de chômage est proche de son niveau structurel en zone euro (8 % environ), voire en dessous aux États-Unis. Dans cette situation, une économie ne tarde généralement pas à ralentir ou à atteindre son niveau de croissance potentielle (avec le risque d'une baisse plus marquée). En bref, dans cette situation, la BCE aurait bien besoin d'une marge de sécurité.

7. Il est imprudent de raviver les doutes sur la future fonction de réaction de la banque centrale. Le thème de la « dominance budgétaire » (soutenabilité de la dette comme objectif de la banque centrale) se renforce, car les taux d'intérêt restent très bas malgré la reprise économique. Que cette prépondérance soit réelle ou supposée, elle n'est pas favorable à la crédibilité de la banque centrale ni à la perception de son indépendance...

Conclusion. Entendons-nous bien. Nous n'appelons pas à un durcissement monétaire actif ni à un arrêt brutal du QE en zone euro. Jusqu'à présent, la BCE a fait ce qu'il fallait pour ranimer les économies après la crise financière et les marchés ont applaudi toutes ses décisions. Mais les taux d'intérêt et les programmes de QE ne sont plus en phase avec les conditions économiques sous-jacentes. La fin du QE, la normalisation du bilan et le recalibrage ou la normalisation de la politique monétaire vont susciter des attentes et des mouvements sur le marché. Ils devront être progressifs et ce ne sera certainement pas toujours un long fleuve tranquille.

4. Une déception sur le couple croissance – inflation. Les marchés surestiment peut-être l'inflation et la croissance. La reprise économique actuelle (croissance supérieure au potentiel, politiques monétaires accommodantes, faible inflation, taux bas, faible volatilité, « grande modération ») ne deviendra pas une « nouvelle norme » et la croissance retrouvera très prochainement son potentiel, limitant les risques inflationnistes par la même occasion.

5. Un démantèlement de certaines réglementations financières causerait certainement des prises de risque excessives et une complaisance encore plus forte qu'aujourd'hui. Depuis la crise financière, les réglementations financières se sont multipliées (surtout pour les banques et les compagnies d'assurance), notamment les exigences de capital et de liquidité, afin de limiter les risques de faillite de chaque établissement financier et le risque systémique d'une faillite isolée. Un rétropédalage ne manquerait probablement pas d'accélérer les excès de crédit et de réduire la sécurité pour les investisseurs avec une inévitable réévaluation des primes de risque.

6. Un choc politique ou géopolitique: les zones de tension ne manquent pas (Corée, Turquie, Arabie saoudite – Iran, Syrie, Brexit, etc.) et un

choc inattendu ou de grande ampleur entraînerait probablement la réévaluation des primes de risque que l'on craint. Ajoutons qu'une hausse du prix du pétrole, résultat des tensions au Moyen-Orient, serait sans doute un élément déclencheur de remontée des prévisions d'inflation plus crédible qu'une hausse des salaires. Un autre risque : celui du populisme. Les élections italiennes, qui ont vu le « Mouvement 5 étoiles » devenir, et de loin, le premier parti du pays avec près de 32 % des votes, prouvent que ce risque est encore présent.

7. **Un renforcement du protectionnisme et du repli sur soi** serait probablement désastreux pour nombre de pays « émergents ». Le monde est entré dans une phase durable de croissance lente pour diverses raisons, parmi lesquelles le vieillissement de certains grands pays, le ralentissement voire la baisse des gains de productivité (pour le moment) et l'excès d'épargne par rapport à l'investissement. Si le ralentissement actuel de la croissance débouche sur du protectionnisme, sur une guerre commerciale ou sur un arrêt de la mondialisation, cela aggraverait le déclin économique, créant un cercle vicieux menant à une nouvelle crise bien plus grave que celle de 2008. Cette crise pourrait être économique, financière et politique. Ce risque est l'un des plus importants dans les prochaines années.

III. La contagion est-elle inévitable ?

Il faut reconnaître que les effets de contagion sont bien souvent inévitables. La contagion tient à la mondialisation économique et financière, mais aussi à la nature de la crise. Si celle-ci touche un pays ou une zone où les non-résidents n'ont que peu investi, la contagion reste limitée. Cependant, **les corrélations entre les actifs à revenu fixe et les actions se sont nettement renforcées depuis la crise financière et la sensation de bulle sur ces marchés lie leurs destinées.**

La question d'une contagion des taux d'intérêt vers les bourses n'est donc pas vraiment d'actualité. En revanche, **la question des répercussions du monde financier sur le monde réel se pose (tableau 1)**. La crise financière de 1929, l'éclatement de la bulle technologique en 2000 ou la récente crise de 2008 ont tous eu des répercussions sévères sur la croissance économique, résultant en une récession dans les pays développés.

Une nouvelle crise financière pourrait avoir le même effet : une « simple » réévaluation des primes de risque entraînant une hausse modérée des taux d'intérêt toucherait moins le monde réel, car les taux resteraient objectivement bas.

**Tableau 1 :
Crises financières : origines et effets de contagion**

Événement	Origine de la crise	Contagion
Crise boursière de 1929	Bourse américaine	Sphères économiques et financières des pays développés
Crise des pays en voie de développement des années 1980	Crise de la dette souveraine mexicaine	Contagion à tous les pays d'Amérique latine
Krach boursier de 1987	Bourse américaine	Principalement les bourses européennes et japonaise
Crise bancaire japonaise des années 1990	Marché immobilier japonais	Sphères économiques et financières japonaises
Krach obligataire de 1994	Marché obligataire américain	Marchés obligataires mondiaux
Crise monétaire mexicaine de 1994	Marché des changes	Contagion à tous les pays d'Amérique latine (effet Tequila), Argentine, Brésil
Crise de change thaïlandaise de 1997	Marché des changes	Contagion à toutes les économies émergentes et en transition (Asie, Amérique latine, Europe) et à tous les secteurs économiques et financiers
Krach d'avril 2000	Bourse américaine	Contagion à toutes les bourses et à tous les secteurs réels des pays développés
Grande crise financière de 2008	Marché immobilier américain (subprime)	Contagion à tous les marchés et à tous les secteurs réels des pays développés et émergents

IV. Comment éviter ces risques ?

À la lumière de ce qui a été dit plus haut, plusieurs conditions sont nécessaires pour éviter une crise financière :

- **Encourager une hausse lente et progressive des taux directeurs** pour réduire les excès de liquidités (moins utiles aujourd'hui) et restaurer la capacité à aider l'économie en cas de besoin.
- **Ne pas laisser croire que l'inflation à tout prix devient un objectif** des banques centrales, car on sait que ce n'est pas raisonnable.
- **Ne pas donner l'impression que les banques centrales ont abandonné l'objectif de stabilité des prix au profit de la soutenabilité de la dette** (« prépondérance budgétaire »).
- Il est difficile d'arrêter les programmes d'assouplissement quantitatif en douceur, mais leur fin est nécessaire. Les bilans des banques centrales ont explosé en dix ans et ils doivent revenir lentement à la normale. **Il faut maintenant arrêter (progressivement) les QE et normaliser (progressivement) les bilans des banques centrales**, car l'environnement économique et financier a profondément changé et cela fournirait la marge de manœuvre nécessaire.
- **Préserver la réglementation financière** pour contrôler les dérives du crédit et des marchés.
- **Fournir des preuves de coopération internationale** et éviter tout repli sur soi ou toute tentative de grands pays comme les États-Unis, le Royaume-Uni, la Chine, etc.

V. Sommes-nous prêts à affronter une crise financière ?

On peut évaluer notre capacité à faire face à une crise financière selon plusieurs critères.

1. **La vulnérabilité des pays.** Les pays émergents sont moins vulnérables aujourd'hui qu'à l'époque de la grande crise financière de 2008 ou du ralentissement du QE de la Fed : croissance plus solide, moteurs de croissance plus nombreux, balances courantes et soldes budgétaires plus sains, réserves de change plus importantes, inflation inférieure aux cibles (sauf pays comme la Malaisie ou la Turquie).
2. **L'existence (ou l'absence) de marges de manœuvre budgétaires et fiscales.** Certains pays ont pu restaurer une flexibilité, comme l'Allemagne... mais ces cas restent rares (tableau 2). La situation est moins sûre pour le reste de la zone euro et pour les États-Unis. Au niveau mondial, la dette croît plus vite que le PIB (graphique 5). La dette passait pour excessive en 2008 : qu'en dire aujourd'hui ? Comment réagiraient les marchés à une hausse des taux d'intérêt ?

**Tableau 2 :
Ratios de dette souveraine et privée non financière par rapport au PIB (%)**

		Économies avancées								
		JPN	CAN	USA	GBR	ITA	AUS	KOR	FRA	DEU
Pouvoirs publics	2006	184	70	64	41	103	10	29	64	66
	2016	239	92	107	89	133	41	38	96	68
Ménages	2006	59	74	96	90	36	105	70	44	65
	2016	57	101	79	88	42	123	93	57	53
Sociétés non financières	2006	100	76	65	79	67	73	83	56	49
	2016	92	102	72	73	71	79	100	72	46
Total	2006	343	221	225	210	205	187	183	164	180
	2016	388	295	259	250	246	243	232	226	168

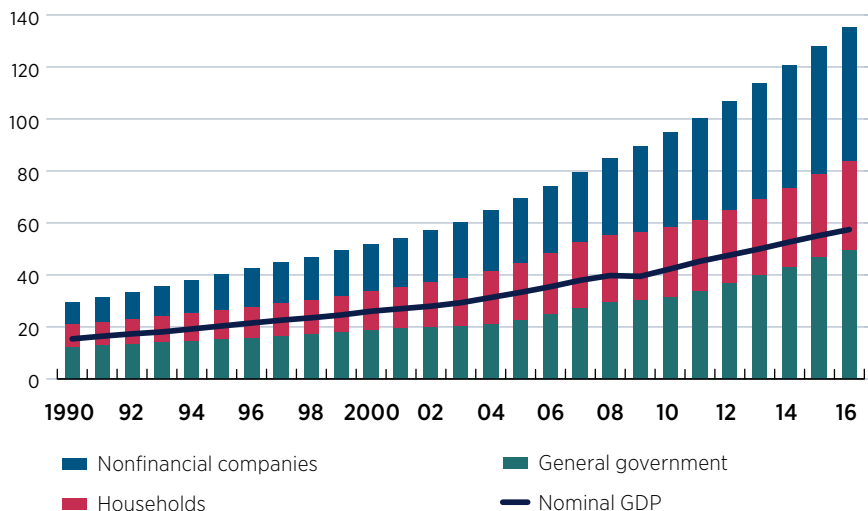
Sources : Banque des règlements internationaux ; Haver Analytics ; base de données du FMI - Perspectives de l'économie mondiale ; calculs de l'équipe du FMI

		Économies émergentes									
		CHN	BRA	IND	ZAF	TUR	MEX	RUS	SAU	ARG	IDN
Pouvoirs publics	2006	25	66	77	31	45	38	10	26	70	36
	2016	44	78	70	52	28	58	16	13	54	28
Ménages	2006	11	14	10	39	9	12	8	12	4	11
	2016	44	23	10	35	18	16	16	15	6	17
Sociétés non financières	2006	105	39	38	33	27	14	32	28	20	14
	2016	165	44	45	37	67	28	52	50	12	23
Total	2006	142	118	125	104	81	64	49	66	93	61
	2016	254	145	125	124	113	103	84	78	73	68

Sources : Banque des règlements internationaux ; Haver Analytics ; base de données du FMI - Perspectives de l'économie mondiale ; calculs de l'équipe du FMI.

Remarque : Les couleurs foncées indiquent un ratio dette/PIB en 2016 supérieur à 2006. Le tableau présente la dette aux valeurs de marché. Lorsque les données sont disponibles, la dette des sociétés non financières des économies avancées est indiquée nette des prêts interentreprises estimés. Les intitulés des colonnes utilisent les codes de l'Organisation internationale de normalisation (ISO).

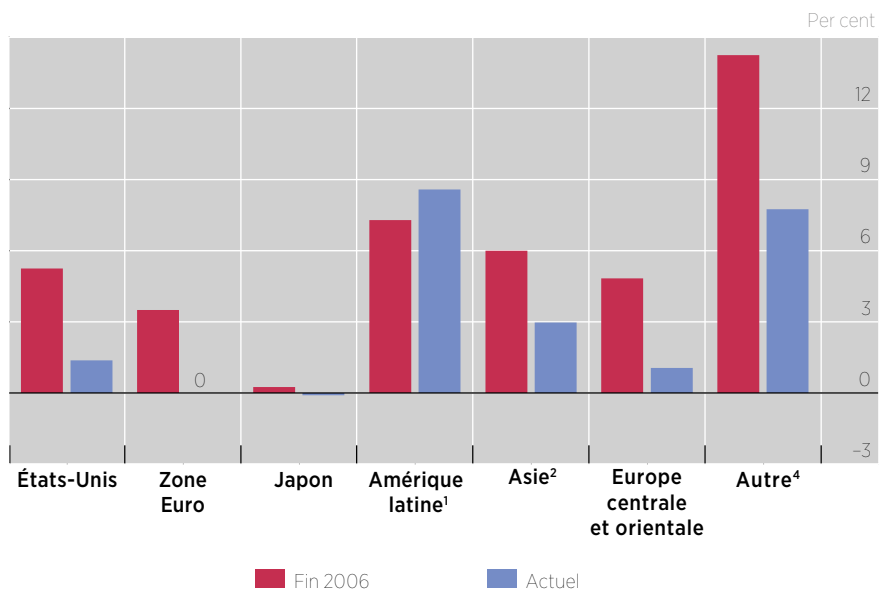
**Graphique 5 :
Dette brute et PIB nominal (en milliards d'USD) – Pays du G20**



Sources: Bank for International Settlements; Bloomberg Finance L.P.; Haver Analytics; IMF, World Economic Outlook database, and IMF staff calculations.

3. L'existence (ou l'absence) de marges de manœuvre pour les politiques monétaires: nous l'avons vu, les banques centrales des principales économies avancées sont en retard sur le cycle; la Banque du Japon plus que la BCE, et la BCE bien plus que la Fed. Non seulement elles sont en retard, mais elles n'ont pas restauré leur marge de manœuvre (graphique 6). Les taux étant très bas, les banques centrales lanceront probablement de nouveaux programmes de QE si elles doivent contrer une crise financière ou des menaces pour l'activité économique. Autrement dit, la solution viendrait d'un instrument (QE) lui-même responsable d'excès du marché!

Graphique 6 : Politiques monétaires (Moyennes simples des pays pour les agrégats régionaux)



1. Argentine, Brésil, Chili, Colombie, Mexique et Pérou

2. Chine, Hong Kong, RAS, Inde, Indonésie, Corée, Malaisie, Philippines, Singapour et Thaïlande.

3. République Tchèque, Hongrie et Pologne.

4. Russie et Turquie

Sources: Datastream; national data; BIS calculations.

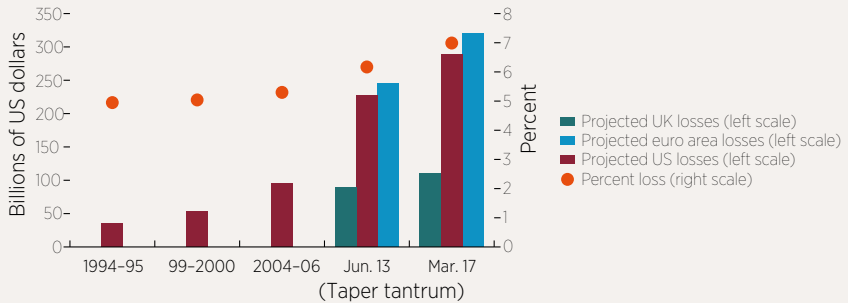
4. Marchés: positionnement des investisseurs et liquidité. Ne confondons pas déclencheurs de crise (changement de politique monétaire, choc géopolitique, etc.) et **accélérateurs de crise**, comme le mimétisme (renversement de positions de portefeuille lorsque toutes les positions sont similaires) ou la faible liquidité de marchés soudain en baisse et en proie à des ventes massives. Plus les positions font consensus, ou plus la liquidité est faible, plus le risque d'effondrement est fort. Nul besoin d'un choc particulier pour entraîner une baisse des marchés, voire un krach: en février 1994, il a suffi d'une hausse des taux d'intérêt de 25 pb pour que le marché obligataire s'effondre alors que l'aversion au risque était faible et les portefeuilles trop peu préparés à une telle hausse. N'oublions pas que les cours s'écartent des fondamentaux lorsque la liquidité baisse et sont donc de moins bons vecteurs d'informations. Les risques de contagion et de volatilité

tendent alors à augmenter, et des marchés moins liquides sont moins aptes à absorber les chocs. Moins de liquidité implique également une plus grande capacité de manipulation. En bref, nous insistons sur l'importance de la liquidité et du positionnement du marché dans le contexte actuel.

5. **L'état de l'économie:** la situation actuelle est bonne, ce qui est un atout indéniable dans le contexte actuel. Tous les moteurs de croissance sont activés: consommation, investissement, commerce international et politiques budgétaires, fiscales et monétaires plutôt accommodantes. En zone euro, au Japon, aux États-Unis et en Chine, la croissance est supérieure au potentiel.
6. **Le poids de la dette:** il est évident aujourd'hui que le niveau d'endettement conditionne les politiques économiques et monétaires. Si le service de la dette a peu évolué depuis 2005 (il a même baissé dans certains pays), la dette nominale n'a cessé de croître (elle a globalement doublé en à peine plus de 10 ans). Autrement dit, une hausse des taux d'intérêt remettrait en question la solvabilité des États et entreprises fortement endettés. La duration plus élevée (tout le monde cherche les rendements et les *spreads*) expose davantage les investisseurs au risque de taux d'intérêt alors que la sensibilité aux sorties des investisseurs est plus forte (voir encadré en page suivante). La part des obligations à haut rendement dans les portefeuilles de fonds de placement est plus importante (plus de 30 % aux États-Unis et de 20 % en Europe). Le risque d'écart de liquidité (dû à une part croissante d'actifs illiquides ou peu liquides) est un vrai sujet aujourd'hui. Sur ces thèmes, l'économie n'est certainement pas prête à encaisser une crise financière. Les graphiques suivants illustrent bien la hausse des ratios dette/PIB et la situation « extrême » de la Chine (graphiques 6 et 7). Même si cette dernière s'améliore actuellement (flux de crédits), le niveau d'endettement (stock de dette) reste excessif.

Graphique 7 : Vulnérabilité de la base d'investisseurs en crédits d'entreprise à un choc de taux d'intérêt

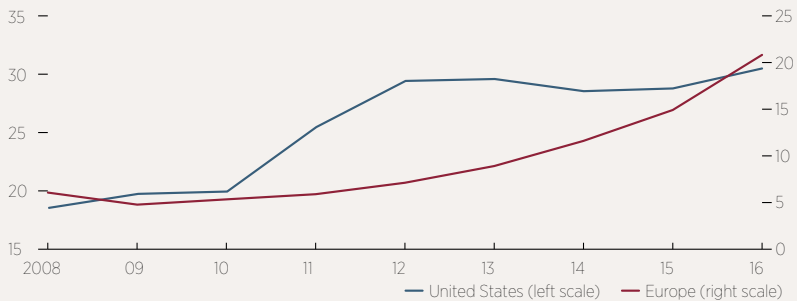
1. Estimated Loss to Fixed-Income Mutual Funds Following a 100 Basis Point Shock to Interest Rates



2. Flows and Performance of US High-Yield Bond Mutual Funds (Periods when cumulative losses exceeded 5 percent)



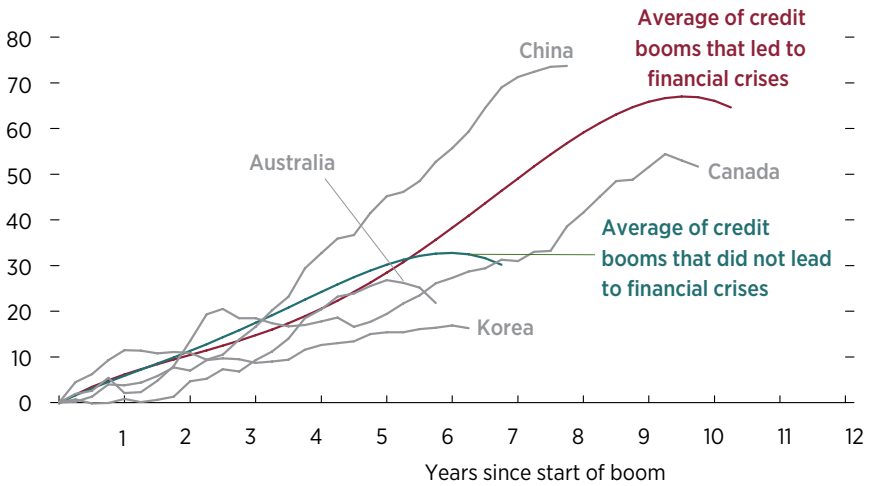
3. Mutual Funds Holdings as Share of Total High-Yield Bond Market (Percent)



Sources: Bloomberg Finance L.P.; EPFR Global; Federal Reserve; Investment Company Institute; and IMF staff estimates.

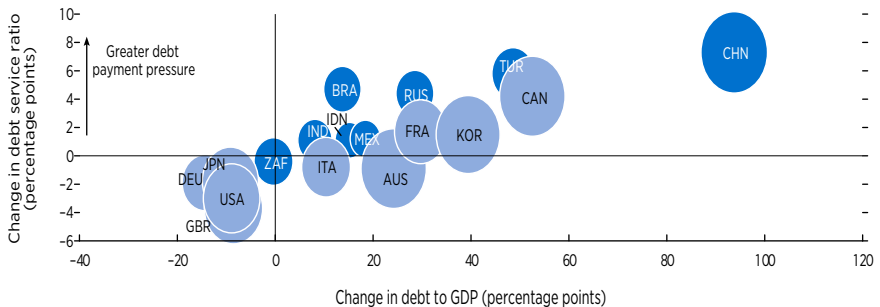
Note: In panel 1, data are based on prior periods of US monetary policy tightening starting in February 1994, July 1999, July 2004, and December 2015 and periods of large interest rate moves since the global financial crisis. The Barclays Capital Global Aggregate index is used as a proxy for duration of an average fixed-income portfolio. Total fixed-income mutual fund assets are used to calculate the dollar losses from a parallel 100 basis point increase in interest rates. Panel 2 shows periods when cumulative losses have exceeded 5 percent. There have been only four periods over the past decade when cumulative monthly losses on US high-yield bond benchmarks have exceeded 5 percent—a typical threshold used by investors when implementing stop-loss strategies. These risk management strategies are commonly used by investors to reduce their holdings in risky assets if prices breach certain prespecified loss limits. By closing out the position, the investor is hoping to avoid further losses.

Graphique 8 : Évolution du ratio crédit/PIB (points de pourcentage)



Sources: Bank for International Settlements; Bloomberg Finance L.P.; national statistical offices; Organisation for Economic Co-operation and Development; and IMF staff calculations.

Graphique 9 : Évolution des ratios de dette des acteurs privés non financiers et du service de la dette, 2006 – 2016



Sources: Bank for International Settlements; Bloomberg Finance L.P.; national statistical offices; Organisation for Economic Co-operation and Development; and IMF staff calculations.

Note: Debt service ratios are defined as annualized interest payments plus amortizations as a percentage of income, as calculated by the Bank for International Settlements. In panel 1, the size of the circles is proportional to debt to GDP in 2016. In panel 2, income is gross disposable income plus interest payments (plus dividends paid for firms). Panel 3 shows Group of Twenty economies with higher demeaned nonfinancial private sector debt service ratios and debt levels against past booms. Past booms are for a sample of 43 advanced and emerging market economies where the credit-to-GDP gap rose above 10 percent. The start and end dates of the booms are defined as periods when the credit gap was above 6 percent. Financial crisis dates were taken from Laeven and Valencia 2012. Data labels in the figure use International Organization for Standardization (ISO) country codes.

7. **D'autres défis sont apparus** : changement climatique, vieillissement de la population, immigration, changement technologique, hausse des inégalités, avenir incertain du marché du travail (quantité ou qualité des emplois) ou encore montée des populismes. Aussi importantes soient-elles, ces questions conditionnent les politiques économiques (et les réponses aux crises futures) ainsi que la structure, le niveau et la viabilité de la croissance, mais ne causeront pas les corrections de marchés que nous pourrions vivre dans un avenir proche.

VI. Changements de régime ou de paradigme versus crise : les leçons de l'histoire récente

Toute crise est une rupture, une rupture de confiance dans un système devenu instable et qui s'est soudainement répandue. Si l'on peut identifier les facteurs d'instabilité, nul ne peut prédire s'ils se corrigeront progressivement ou violemment, par un changement de régime ou par une crise. C'est là toute la question.

De l'âge d'or à la stagflation : un changement de régime perpétuel

Les marchés ont vécu nombre de perturbations et changements de régime ou de paradigme depuis les années 1970.

Après la Deuxième Guerre mondiale, alors que les pays émergents étaient encore « en développement », les pays avancés ont vécu 30 années de forte croissance (et d'inflation raisonnable) : les **Trente Glorieuses** françaises. Cette période de reconstruction, **l'âge d'or**, s'est accompagnée d'un plein-emploi que seule la Guerre froide menaçait de temps à autre.

Dans les années **1970**, et surtout avec le premier choc pétrolier en 1973, la « **stagflation** » s'est installée. À l'origine, Iain Macleod, Chancelier de l'Échiquier britannique, a utilisé ce mot-valise composé de « stagnation » et « inflation » pour décrire la situation du Royaume-Uni en 1965. Souvent accompagnée d'un fort taux de chômage, elle a ébranlé les théories et politiques économiques (keynésiennes) menées jusqu'alors, dont la logique reposait sur un arbitrage entre inflation et chômage. Les politiques de relance prônées se sont révélées inefficaces : pourtant basées sur une baisse du chômage, certaines l'ont même vu augmenter considérablement. On a alors parlé de « **slumpflation** » (mot-valise composé de « *slump* », marasme, et « inflation ») : une période de récession ou de crise économique et de forte inflation. Cette situation a donné naissance au monétarisme (Milton Friedman, École de Chicago), qui considère le marché monétaire comme primordial et lui accorde un rôle fondamental pour lutter contre l'inflation. L'indépendance des banques centrales (missions, objectifs et statuts) et les principaux traités européens (discipline budgétaire et fiscale, critères de Maastricht) ont été forgés sur cette base.

La période de « **grande modération** » (faible volatilité des principaux agrégats macroéconomiques, PIB et inflation), caractéristique de la période 1985 – 2005, a bénéficié du développement des zones commerciales (par la mondialisation) et de l'existence de poches d'emplois peu coûteux, ce qui peut masquer la réalité du difficile remboursement des dettes privées et surtout publiques. La hausse de la demande n'a pas créé une crise de l'inflation, mais creusé les déficits commerciaux. D'une certaine manière, on peut même estimer que la période difficile actuelle (récession, crises bancaires, crises de la dette, etc.) n'est que le résultat d'une période de désinflation excessive. La grande modération était marquée par une faible volatilité des prix, de la consommation et de la production, mais aussi soutenue par l'accumulation d'importants déséquilibres financiers. Une situation responsable de plusieurs crises (crise immobilière au début des années 1990, crises dans plusieurs pays émergents à la fin des années 1990 et au début des années 2000, crise boursière en 2000), et notamment de la grande crise financière de 2007-2008. Il est évident que l'excès de crédit a stimulé artificiellement la croissance économique des années 1980 à 2000 : l'analyse détaillée de Schularick et Taylor en 2012 (140 ans d'études sur 14 pays) a montré sa capacité à prédire les crises, les bulles financières et l'accumulation des dettes. La dépression et la déflation qui ont suivi la crise financière ont finalement mis en lumière une réalité : le manque de dynamisme de l'investissement.

Ce qui est sûr, c'est que depuis les années 1980, nous sommes entrés dans une ère de risque financier élevé et tout s'est accéléré : fréquence des crises (krachs boursiers et obligataires, éclatements de bulles, etc.), changements de régime, rôle et pouvoir croissants des marchés (répercussions nettement plus fortes sur l'économie réelle), opportunités de placement (innovation financière, nouveaux types d'acteurs), mondialisation (rôle croissant du commerce international, nouveaux pays sur la scène internationale, etc.). En 25 ans, nous avons connu des phases assez distinctes, mais toutes symptomatiques d'un même mal : l'excès de crédit et de dette.

Des années 1970 à aujourd'hui en passant par la grande crise financière de 2008 : plusieurs visages d'un même mal

« **L'exubérance irrationnelle** » est une mise en garde d'Alan Greenspan en 1996 contre une probable surévaluation excessive et anormale des actions. L'éclatement de la bulle technologique a rendu ce concept populaire, et on peut reprocher à A. Greenspan d'avoir identifié un mal (formation d'une bulle) sans tenter de le contenir.

« **L'énigme du rendement obligataire** » est un autre concept énoncé par A. Greenspan en 2005 pour désigner le faible niveau des taux longs par rapport aux taux courts. Plusieurs explications ont alors été avancées pour tenter d'expliquer ce phénomène. Selon le concept d'« **excès d'épargne**

mondial » de Ben Bernanke (popularisé en 2005), un déséquilibre entre l'épargne et l'investissement dans le monde expliquerait le faible niveau des taux d'intérêt en réduisant la volatilité des taux, et donc les primes de risque. D'autres travaux estiment que la chute de la volatilité explique à elle seule le bas niveau des taux longs. D'autres auteurs encore soulignent le recyclage mondial de l'épargne. Ainsi, l'accumulation de titres en dollar américain par les banques centrales asiatiques, et plus généralement par des non-Américains, effacerait le lien entre les taux longs et les taux courts. Autrement dit, le déficit d'épargne des pays développés aurait été compensé par l'excès d'épargne et le manque de produits de placement des pays émergents. Notons que ce recyclage « naturel » a créé une trop grande facilité, notamment pour financer les déficits américains, et n'a pas servi à corriger les comportements responsables de ces excès. Tout cela amplifie les différences entre les valorisations effectives de certains actifs et leurs fondamentaux réels.

L'« **excès de liquidité mondiale** », caractéristique de la situation actuelle, résulte de politiques monétaires, conventionnelles ou non, extraordinairement accommodantes. Il ne suffit pas de dire que la liquidité est élevée, il faut montrer qu'elle est excessive: si la masse monétaire croît durablement plus que le PIB nominal, l'excès de liquidité est proche. C'est clairement le cas partout dans le monde depuis le milieu des années 1990 avec des politiques monétaires largement accommodantes. La situation est encore plus marquée aux États-Unis depuis l'introduction des programmes de QE et depuis près de 3 ans en zone euro. Cette situation est synonyme de taux d'intérêt extrêmement bas, mais aussi de hausses significatives des agrégats de crédit (avant la crise financière) et des agrégats monétaires (depuis la crise financière). Bien sûr, ces politiques entendaient encourager le désendettement ou la soutenabilité de la dette des secteurs privé (banques, entreprises, ménages) et public. L'adoption de mesures fortes et non conventionnelles a fini par s'imposer pour éviter un nouvel effondrement des cours (surtout des actions et de l'immobilier) et un nouvel effet de richesse négatif générateur de récession, de déflation et de dépression.

Récemment, et surtout depuis la crise financière, beaucoup s'interrogent sur les faibles gains d'investissement et de productivité malgré la reprise économique (et la révolution technologique). Les causes potentielles sont tellement nombreuses qu'elles semblent difficiles à identifier précisément. Certains voient un lien avec la gravité de la crise financière et le manque de crédits pour les nouvelles entreprises. D'autres évoquent une faible demande intérieure, d'autres encore les tendances démographiques majeures. Largement de quoi raviver les craintes d'une « **stagnation séculaire** ». Une économie qui n'investit pas dans l'éducation et ne parvient pas à accumuler de capital productif ne générera pas de croissance, sauf progrès technologiques.

À long terme, le progrès technique se révèle le principal déterminant de la croissance. Autrement dit, toute baisse des capacités d'innovation entraîne inévitablement un déclin de la croissance potentielle.

La phase de stagnation séculaire désigne l'incapacité persistante d'une économie à parvenir simultanément au plein-emploi, à une inflation stable et à la stabilité financière (L. Summers). En d'autres mots, lorsque des changements technologiques ou démographiques, une hausse des inégalités ou d'importants déséquilibres financiers écartent une économie d'une croissance durable, celle-ci n'est plus capable d'y revenir spontanément. Certains vont même jusqu'à estimer que nous sommes entrés dans une phase de « **déflation séculaire** », avec une contraction de l'activité économique et de l'inflation :

- Les données démographiques mondiales (et le vieillissement de nombreuses populations) sont déflationnistes.
- Le progrès technique (nouvelles technologies, ordinateurs, robots, etc.) est déflationniste, car il permet de produire bien plus en embauchant bien moins. On parle de plus en plus de « croissance sans emploi ».
- L'austérité budgétaire et l'austérité fiscale sont déflationnistes : elles visent uniquement (ou presque) le paiement des intérêts de la dette.
- Les politiques de revenus très strictes sont déflationnistes : le principal objectif est de ne pas saper la compétitivité au niveau international.
- La mondialisation est déflationniste si son principal objectif est de produire toujours moins cher.
- La concurrence fiscale et sociale au sein de l'Europe est déflationniste.
- Les politiques migratoires sont déflationnistes si elles pèsent sur les hausses de salaire.

N'oublions pas que le retour de la croissance économique a progressivement effacé ces craintes. Japon, Chine, zone euro, États-Unis et bien d'autres ont tous renoué avec une croissance supérieure au potentiel. Celle-ci allant de pair avec une inflation contrôlée et une faible volatilité (de la croissance, de l'inflation et des taux d'intérêt), la notion de grande modération fait son retour depuis 2015, principalement aux États-Unis (plus avancés dans le cycle que les autres pays mentionnés). Certains attribuent cette faible variabilité des principaux agrégats à la crédibilité des banques centrales, mais il y a peut-être une autre raison : la plus grande flexibilité du marché du travail qui, avec la mondialisation, efface l'inflation des salaires. Ce qui n'est pas sans conséquence : les politiques monétaires ultra-souples (qui poussent la croissance et limitent les taux d'intérêt) encouragent une hausse excessive du cours des actifs financiers et une détérioration des équilibres financiers par un recours massif à l'endettement. On parle alors de « **moment Minsky** » pour désigner une période marquée par une tendance à s'endetter

toujours plus quand de longues périodes de stabilité rendent l'endettement plus justifiable.

En d'autres termes, la stabilité financière n'est qu'apparente ou temporaire. Autrement dit, la grande modération porte en elle les graines de futures crises financières.

Une constante depuis les années 1990 (quel que soit le régime): taux bas persistants, désinflation, baisse de la croissance potentielle et forte valorisation des actifs

Le point commun de ces cinq situations distinctes (exubérance irrationnelle, énigme obligataire, excès d'épargne mondiale, excès de liquidité mondiale et stagnation séculaire), c'est un niveau parfois anormal, parfois énigmatique, mais toujours bas des taux d'intérêt (courts et longs) et une valorisation excessive des actifs financiers, actions comme obligations. En réalité, les conséquences d'une « stagnation séculaire » (ou simplement d'une économie qui souffre d'un risque de stagnation séculaire) sont plutôt évidentes :

- Croissance potentielle réduite,
- Pressions inflationnistes inexistantes ou faibles,
- Politiques monétaires ultra-accommodantes,
- Taux d'intérêt à court terme bas,
- Taux d'intérêt à long terme bas,
- Prix des actifs élevés,
- Asymétrie des risques croissante,
- Forte volatilité financière.

Parmi les facteurs « lourds », structurels, qui justifient une croissance durablement plus faible, rappelons :

- **Le déclin de la population en âge de travailler ou la baisse des taux de participation.** C'est particulièrement vrai pour les pays les plus avancés et pour la Chine, un pays devenu vieux avant d'être riche.
- **Un ralentissement du progrès technique** qui réduit les gains de productivité. Les tenants de la stagnation séculaire évoquent souvent ces thèmes (avec la démographie).
- **La hausse massive des inégalités** qui pèse sur la croissance économique potentielle, une question traitée notamment par Robert Gordon.
- **La baisse ou la stagnation du revenu réel disponible :** on retrouve ici le rôle des politiques salariales et de la fiscalité.
- **Le poids de la dette.** L'excès de crédit a stimulé « artificiellement » la croissance de nombreux pays (États-Unis, Espagne, etc.) jusqu'à la crise financière. Le large mouvement de désendettement qui a suivi (et se poursuit) a freiné la croissance. Pire encore : contraintes par la dette, les politiques économiques doivent améliorer la solvabilité globale, notamment des États, et ne peuvent plus contrer les cycles

économiques. Autrement dit, la dette maintient les taux d'intérêt naturels à un très bas niveau. Et comme le désendettement est loin d'être terminé, ce frein à la croissance reste prédominant. On retrouve ici aussi l'un des thèmes développés par les partisans de la stagnation séculaire.

Des facteurs cycliques (dont certains peuvent être considérés comme durables aujourd'hui) influencent également - favorablement ou pas - la croissance :

- **L'impact de la crise financière de 2008** : il a été mondial avec un vaste effondrement du taux d'intérêt naturel et du taux d'intérêt d'équilibre.
- **Les baisses de taux d'intérêt des banques centrales**, qui ont commencé pendant la crise de 2008, et le maintien à des niveaux très bas, une situation qu'il est difficile de quitter, comme le montre l'exemple américain.
- **Le recours à des programmes non conventionnels d'achats d'actifs et de *forward guidance*** qui ont bloqué les taux (tous), les primes de terme et les rendements obligataires à des niveaux très bas.
- **Des prévisions d'inflation plus faibles** (à court et long terme). Il s'agit d'une difficulté majeure pour les banques centrales, car ces prévisions ne correspondent plus à leur objectif.
- **Le renforcement de l'aversion au risque**, forcément synonyme d'épargne de précaution (acceptant même d'investir en titres à taux négatifs!), qui a limité l'investissement, l'un des grands absents au début de la reprise économique.

En des temps de stagnation séculaire, il serait difficile de trouver des sources de croissance et la stabilité macro-financière de ce nouveau régime nécessiterait clairement une baisse des taux d'intérêt, probablement durable, les changements étant censés être structurels.

Pour résumer, une bonne partie des régimes récents (surtout depuis les années 1980) appelait une faible inflation et des taux bas, tandis que les craintes de stagnation séculaire des années 2000 ont amplifié la tendance sous-jacente. Les scénarios de stagnation séculaire disparaissent cependant peu à peu, le risque de réévaluation des primes de risque a augmenté et la valorisation excessive de certains actifs ainsi que les risques géopolitiques ajoutent de l'incertitude. On s'interroge maintenant sur un changement effectif de régime, avec enfin une remontée des taux d'intérêt, de l'inflation, de la volatilité, etc.

Cinq régimes différents sont plausibles :

Régime # 1 : le retour de la grande modération ? Avec pour principales conséquences une faible volatilité de la croissance et de l'inflation.

Régime # 2: l'inflation des années 1970? Hausse inévitable des taux d'intérêt et des rendements obligataires et un marché d'actions sévèrement touché.

Régime # 3: le supercycle de la dette: un phénomène mondial? Des crises mondiales de la dette similaires aux pays EMG dans les années 1980 seraient alors très probables, accompagnées de crises financières et de krachs boursiers, de crises de la dette et d'une large contagion au monde réel (une récession mondiale étant le principal risque).

Régime # 4: la (peur d'une) stagnation séculaire comme dans les années 2010? Ce régime combinerait taux bas, faible inflation, faibles rendements, faible croissance et faible volatilité.

Régime # 5, le plus probable dans l'année qui vient: une croissance toujours supérieure au potentiel, une inflation modérée avec une hausse des risques inflationnistes et le risque d'une inflation parfois décevante, une volatilité plus forte, mais limitée, des taux plus élevés, mais modérés, un apaisement de la guerre commerciale, des risques géopolitiques contenus, une UEM non menacée...

Ces 5 régimes sont totalement différents, tout comme leurs conséquences. Étudions nos scénarios.

VII. Scénarios à court et moyen terme: vers des taux et une volatilité plus élevés ?

Trois scénarios sont possibles pour l'année prochaine :

Scénario # 1: 2018-2019, une nouvelle période de « grande modération », faible volatilité, croissance et inflation stables, inflation (plus) faible et taux d'intérêt (plus) bas (probabilité: 10 %)

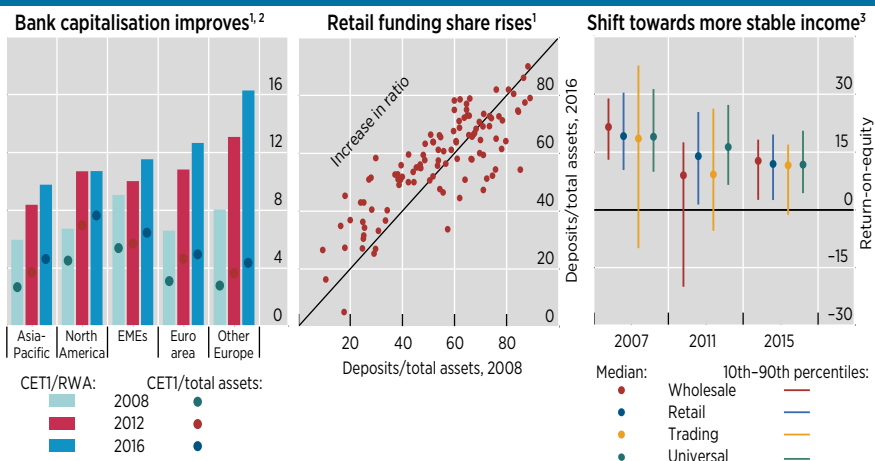
2018 ne ressemblera pas à 2017, car la situation économique évolue fortement. Les écarts de production se combleront dans les prochains mois, les taux de chômage retrouvent leur niveau structurel, etc. Bref, la croissance n'accélérera pas (bien au contraire) et les risques d'inflation (même modérés) sont évidents. Dans cette situation, les banques centrales, Fed en tête, pourront probablement continuer de rétablir leurs marges de manœuvre. Le contexte de « grande modération » (stabilité des grands agrégats économiques comme la croissance et l'inflation), mais aussi la faible volatilité et les taux bas disparaissent peu à peu.

Scénario # 2: 2018-2019, une nouvelle période de forte plus volatilité et des marchés régulièrement agités (probabilité: 75 %)

Il est difficile de parier sur une nouvelle crise financière majeure comme en 2000 ou en 2008. Quelques critères rassurants :

- La santé des banques: bien capitalisées, endettement raisonnable et revenus plus stables (graphique 10). Les banques mettent aujourd'hui plus l'accent sur l'activité de détail (comme à la suite de la crise des marchés émergents à la fin des années 1990).
- La situation macroéconomique est favorable.
- L'inflation est modérée.
- Les économies sont moins sensibles à l'inflation.
- Le taux d'intérêt neutre est bas, impliquant qu'il est plus aisé de combler l'écart avec ces taux ou que les politiques de taux d'intérêt sont moins ultra-accommodantes qu'il n'y paraît (c'est vrai pour les États-Unis, beaucoup moins pour la zone euro).
- Les banques centrales restent crédibles, prévisibles et bonnes communicantes.

Graphique 10 : Les banques ont consolidé leur bilan et stabilisé leur chiffre d'affaires (en %)



CET1 = Common Equity Tier 1; RWA = risk-weighted assets.

1/ Sample of more than 100 banks with at least \$100 billion of total assets in 2014. 2/ Median ratios; values for 2008 may overstate actual capitalisation levels due to imperfect adjustment to new capital/RWA definitions. 3/ Based on a classification of bank/year observations into four business models.

Sources: R Roengpitya, N Tarashev, K Tsatsaronis and A Villegas, "Bank business models: popularity and performance", BIS Working Papers No 682, 2017; SNL; BIS calculations.

Pourtant, l'environnement de marché a changé : (i) les politiques monétaires conventionnelles (politiques de taux d'intérêt) touchent à leur fin et « l'ère des taux bas pour toujours est révolue » ; (ii) la grande période de désinflation est terminée ; (iii) les politiques monétaires non conventionnelles (QE) s'arrêtent lentement. Conséquence : la « réévaluation » des primes de risque se traduira inévitablement par des périodes de plus grande volatilité, une hausse des taux courts et longs, un élargissement des *spreads* de crédit et sans doute des chocs réguliers sur les marchés d'actions.

Scénario # 3 : une crise majeure (probabilité : 15 %)

Rien n'est impossible, pas même une nouvelle crise financière d'envergure, mais ce n'est pas notre scénario principal. Notons que la faible liquidité et le positionnement similaire de nombreux portefeuilles augmentent les risques pour les marchés en cas de crise ou de choc. Nous avons également vu que les banques centrales n'ont que peu de marge de manœuvre, tandis que la dette et le déficit publics contraignent les politiques. Indubitablement, les politiques monétaires de la plupart des pays avancés ne sont pas en mesure de soutenir les économies ni les marchés en cas de crise, sauf à ouvrir de nouveaux programmes de QE.

Conclusion

La question du « changement de régime » (volatilité, taux d'intérêt, inflation, etc.) a refait surface. La valorisation excessive supposée de certains marchés et les incertitudes quant aux primes de risque d'équilibre expliquent les fluctuations des marchés.

Finalement, trois marchés pourraient déclencher un choc majeur ou une crise :

- Le premier segment de marché à risque est sans aucun doute le marché obligataire: aucune inflation des prix des biens, mais une inflation du prix des actifs. À l'arrivée, les taux d'intérêt sont « trop bas » du fait des politiques ultra-expansionnistes, des QE, des excès de liquidités des banques centrales et de la faible liquidité de marché.
- Le deuxième segment de marché à risque est le marché du crédit en Chine.
- Le troisième marché à risque est le marché boursier américain, que beaucoup d'investisseurs jugent surévalué.

Ne confondons pas déclencheurs de crise (changement de politique monétaire, choc géopolitique, etc.) et accélérateurs de crise, comme le mimétisme (renversement de positions de portefeuille lorsque toutes les positions sont similaires) ou encore la faible liquidité. Nul besoin d'un choc particulier pour entraîner une baisse des marchés, voire un krach.

Bien souvent, les effets de contagion sont inévitables. La contagion tient à la mondialisation économique et financière, mais aussi à la nature de la crise. Si celle-ci touche un pays ou une zone où les non-résidents n'ont que peu investi, la contagion reste limitée. Une « simple » réévaluation des primes de risque entraînant une hausse modérée des taux d'intérêt toucherait moins le monde réel, car les taux resteraient objectivement bas. Mais la question des répercussions du monde financier sur le monde réel incite à la vigilance. Comme toujours, on ne saurait éliminer les risques de crise financière, mais notre scénario principal est bien plus constructif: misons sur une volatilité et des taux d'intérêt plus élevés (mais modérés) avec des marchés régulièrement agités. Plusieurs facteurs influencent la volatilité et les taux: la normalisation du bilan des banques centrales; le recalibrage de la politique de taux directeurs et des prévisions d'inflation; les événements géopolitiques, considérés aujourd'hui comme des risques permanents... Tous ces facteurs pourraient changer radicalement la perception des primes de risque. La prudence est de mise...

Bibliographie

Banque des Règlements Internationaux (2017) « 87^e Rapport annuel: Chapitre V, « Le secteur financier prépare l'avenir », BIS.

Borio C. (2016) «More pluralism, more stability?», speech at the seventh high-level SNB-IMF conference on the international monetary system, Zurich, 10 mai.

Carney M. (2017) «[De]Globalisation and inflation», speech given at the 2017 IMF Michel Camdessus Central Banking Lecture, 18 septembre.

Draghi M. (2017) «Accompanying the economic recovery», speech given at the ECB Forum on Central Banking, Sintra, 27 juin.

Filardo A. and J. Nakajima (2018) «Effectiveness of unconventional monetary policies in a low interest rate environment», BIS Working Papers, n° 691.

Financial Stability Board (2017) «Implementation and effects of the G20 financial regulatory reforms: third Annual Report».

Ganiko G., K. Melgarejo and C. Montoro (2016) «How much is too much? The fiscal space in emerging market economies», Central Bank of Peru, Working Paper Series, n° 2016-014.

Ithurbide Ph. (2016) Environnement de taux bas/négatifs, stagnation séculaire... impact pour la gestion d'actifs, Amundi Discussion Papers Series, DP 15-2016, Avril, 42 pages.

Ithurbide Ph. (2017) Mégatendances et disruptions: quelles conséquences pour la gestion d'actifs?, Amundi Discussion Papers Series, DP 28-2017, Décembre, 62 pages.

Jorda O., M. Schularick and A. M. Taylor (2012) «When Credit Bites Back: Leverage, Business Cycles, and Crises», Federal Reserve Bank of San Francisco working paper series, Working Paper 2011-27, octobre.

Jorda O., M. Schularick and A. M. Taylor (2014) «Betting the house», Working Paper, Juin.

Jorda O., M. Schularick and A. M. Taylor (2011) «Financial Crises, Credit Booms, and External Imbalances: 140 Years of Lessons», IMF Economic Review, Volume 59, Issue 2, Juin, pp. 340–378.

Morris S., I. Shim and H. S. Shin (2017) «Redemption risk and cash hoarding by asset managers», Journal of Monetary Economics, vol. 89, pp 71–87.

Pereira da Silva L.A. and E. Takáts (2017) «The risk of complacency and self-delusion», article written for the Eurofi High-Level Seminar 2017, Malta, 5–7 avril.

Pereira da Silva L. A. and J. Schanz (2018) «How to transition out of a «Goldilocks economy» without creating a new «Minsky moment»?», National Bank of the Republic of Macedonia / Reinventing Bretton Woods Committee Joint conference on «Monetary policy and asset management», Skopje, 16 février.

Ramsès (2017) «Rapport annuel sur le système économique et les stratégies», Ed. Dunod, Paris.

Roengpitya R., N. Tarashev, K. Tsatsaronis and A. Villegas (2017) «Bank business models: popularity and performance», BIS Working Papers No 682.

Schularick M. and A. M. Taylor (2012) «Credit Booms Gone Bust: Monetary Policy, Leverage Cycles and Financial Crises, 1870–2008 », American Economic Review, vol. 102, N° 2, avril, pp. 1029-1061.

Vanden Houte P. (2017) «The next Minsky moment», 27 octobre, ING.

Yellen J. (2017) «Inflation, uncertainty, and monetary policy», speech given at the 59th Annual Meeting of the National Association for Business Economics, 26 septembre.

Discussion Papers

Pour plus d'informations sur nos publications :
research-center.amundi.com

-
- DP-34-2018** **Le salaire vital: vers de meilleures pratiques sectorielles**
BLOTIÈRE Elsa, 2018-07
-
- DP-33-2018** **D'où viendra la prochaine crise financière ?
Sommes-nous prêts à l'affronter ?**
ITHURBIDE Philippe, 2018-07
-
- DP-32-2018** **Comment définir les objectifs de votre allocation d'actifs ?**
CONSEIL EN ALLOCATION D'ACTIFS POUR INVESTISSEURS
INSTITUTIONNELS, AMUNDI, 2018-03
-
- DP-31-2018** **Optimisation fiscale agressive :
Quelle approche ESG ?**
MOREL Jean-Baptiste, 2018-01
-
- DP-30-2017** **Activisme actionnarial :
pourquoi les investisseurs doivent-ils s'en préoccuper ?**
BEKJAROVSKI Filip, BRIÈRE Marie 2018-03
-
- DP-29-2017** **Keep Up The Momentum**
RONCALLI Thierry, 2017-12
-
- DP-28-2017** **Mégatendances et disruptions :
Quelles conséquences pour la gestion d'actifs ?**
ITHURBIDE Philippe, 2017-12
-
- DP-27-2017** **Actifs réels: quel apport dans une allocation d'actifs,
notamment en période de crise ?**
ITHURBIDE Philippe, 2017-11
-
- DP-26-2017** **Le défi alimentaire: comment aller vers plus de transparence**
NAVARRÉ Marie, RENARD Aurélie, TENDEAU Jérôme, 2017-09
-
- DP-25-2017** **The Quest for Diversification
Why Does It Make Sense to Mix Risk Parity,
Carry and Momentum Risk Premia**
BURGUES Alexandre, KNOCKAERT Edouard, LEZMI Edmond,
MALONGO Hassan, RONCALLI Thierry, SOBOTKA Raphaël, 2017-09
-
- DP-24-2017** **Opportunités de l'extraction minière
en eaux profondes et ses enjeux ESG**
NAVARRÉ Marie, LAMMENS Héloïse, 2017-07
-
- DP-23-2017** **Huile de Palme :
le dilemme environnemental**
BLOTIÈRE Elsa, GROUILLET Julien, RENARD Aurélie, 2017-06

-
- DP-22-2017 Commerce mondial: vers un « new normal » ?**
ITHURBIDE Philippe, 2017-05
-
- DP-21-2017 Cycles et allocation d'actifs:
les choix essentiels en matière de placement**
MIJOT Éric, 2017-02
-
- DP-20-2017 Droits de l'homme et entreprises:
Comment évaluer la responsabilité des entreprises
en matière de protection des droits de l'homme ?**
NAVARRE Marie, PEYTHIEU Arnaud, 2017-01
-
- DP-19-2016 Extraction et exploitation du charbon:
vers une exclusion du secteur ou une plus grande sélectivité ?**
CROZAT Catherine, 2016-10
-
- DP-18-2016 L'émergence du Renminbi comme monnaie internationale:
où en sommes-nous maintenant ?**
DRUT Bastien, ITHURBIDE Philippe, JI Mo,
TAZÉ-BERNARD Éric, 2016-09
-
- DP-17-2016 Disrupteurs endocriniens dans l'analyse ESG**
NAVARRE Marie, RENARD Aurélie, 2016-09
-
- DP-16-2016 IORP2: Un nouveau cadre réglementaire pour les pensions**
BOON Ling-Ni, BRIÈRE Marie, 2016-07
-
- DP-15-2016 Environnement de taux d'intérêt bas/négatif, stagnation
séculaire... implications pour la gestion d'actifs**
ITHURBIDE Philippe, 2016-04
-
- DP-14-2016 Les marchés Forex:
les écrous et boulons du facteur Carry**
LEZMI Edmond, 2016-04
-
- DP-13-2016 Les marchés financiers aujourd'hui:
comment faire face aux taux d'intérêt bas/négatifs**
ITHURBIDE Philippe, 2016-04
-
- DP-12-2015 Banques centrales:
le premier pilier du cycle d'investissement**
MIJOT Éric, 2015-11
-
- DP-11-2015 Facteurs d'investissement en actions
selon l'environnement macroéconomique**
RUSSO Alessandro, 2015-11
-
- DP-10-2015 Les cycles longs et les marchés d'actifs**
MIJOT Éric, 2015-05
-
- DP-09-2015 Réallouer l'épargne à l'investissement:
le nouveau rôle des asset managers**
PERRIER Yves, 2015-02
-
- DP-08-2014 Actifs alternatifs dans une allocation:
pourquoi, comment, combien ?**
De LAGUICHE Sylvie, TAZÉ-BERNARD Éric, 2014-11

-
- DP-07-2014** **Le cycle court de l'investissement : feuille de route**
MIJOT Éric, 2014-10
-
- DP-06-2014** **Gérer l'incertitude avec le concept DAMS : de la segmentation des actifs à la gestion de portefeuille**
FACCHINATO Simone, POLA Gianni, 2014-10
-
- DP-05-2014** **L'immobilier physique dans l'allocation d'actifs à long terme : le cas de la France**
BLANCHARD Cécile, De LAGUICHE Sylvie,
RUSSO Alessandro, 2014-05
-
- DP-04-2014** **Strategies smart beta : diversification, investissement a faible risque et plus encore**
RUSSO Alessandro, 2014-05
-
- DP-03-2014** **ISR et performance : impact des critères ESG dans les gestions actions et crédit**
BERG Florian, De LAGUICHE Sylvie, LE BERTHE Tegwen,
RUSSO Alessandro, SORANGE Antoine, 2014-03
-
- DP-02-2014** **Actif « sans risque » : quelle rentabilité normative a long terme ?**
De LAGUICHE Sylvie, 2014-03
-
- DP-01-2014** **Qui êtes-vous, Madame Yellen ?**
ITHURBIDE Philippe, 2014-01

Éditeurs:

Pascal BLANQUÉ

CIO Amundi

Philippe ITHURBIDE

Directeur Recherche

Conception et support

Pia BERGER — *Équipe de Recherche*

Benoit PONCET — *Équipe de Recherche*

CROSS ASSET

INVESTMENT STRATEGY

Juillet 2018 | Discussion Paper

Les investisseurs potentiels doivent examiner si les risques attachés à un investissement sont adaptés à leur situation, et doivent également s'assurer qu'ils comprennent l'intégralité du contenu du présent document. En cas de doute, il est recommandé de consulter un conseiller professionnel afin de déterminer si un investissement est approprié. La valeur et les revenus d'un investissement sont susceptibles de varier à la hausse comme à la baisse. Les stratégies n'offrent aucune garantie de performance. En outre, les performances passées ne sont ni une assurance, ni un indicateur fiable des rendements futurs. Les performances données ne tiennent pas compte des commissions et coûts encourus lors de l'émission ou le rachat d'actions. Chaque investisseur doit déterminer si les risques propres à un investissement sont compatibles avec son objectif d'investissement et doivent assurer qu'ils comprennent parfaitement le contenu de ce document. Ce document est communiqué à titre d'information uniquement et ne constitue pas une offre d'achat, un conseil en investissement ou une sollicitation de vente de produit. Ce document ne constitue ni un contrat ni un engagement d'aucune sorte.

Ce document n'a pas été rédigé en conformité avec les exigences réglementaires visant à promouvoir l'indépendance de l'analyse financière ou de la recherche en investissement. Amundi Asset Management n'est donc pas liée par l'interdiction de conclure des transactions sur les instruments financiers mentionnés dans le présent document. Les projections, évaluations et analyses statistiques présentes sont fournies pour aider le bénéficiaire à l'évaluation des problématiques décrites aux présentes. Ces projections, évaluations et analyses peuvent être fondées sur des évaluations et des hypothèses subjectives et peuvent utiliser une méthode parmi d'autres méthodes qui produisent des résultats différents. En conséquence, de telles projections, évaluations et analyses statistiques ne doivent pas être ni considérées comme des faits ni comme une prédiction précise d'événements futurs. L'exactitude, l'exhaustivité ou la pertinence des informations, prévisions et analyses fournies ne sont pas garanties. Elles sont établies sur des sources considérées comme fiables et peuvent être modifiées sans préavis. Les informations et prévisions sont inévitablement partielles, fournies sur la base de données de marché constatées à un moment précis et sont susceptibles d'évolution. Amundi Asset Management n'accepte aucune responsabilité, directe ou indirecte, qui pourrait résulter de l'utilisation de toutes informations contenues dans ce document. Amundi Asset Management ne peut en aucun cas être tenue responsable pour toute décision prise sur la base de ces informations. MSCI ne parraine pas, n'endosse pas et ne fait pas la promotion des fonds ou des titres mentionnés aux présentes, et MSCI n'assume par ailleurs aucune responsabilité à l'égard de ces fonds, de ces titres ou de tout indice sur lequel se fondent ces fonds ou ces titres. 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 (LPC), 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 page 3 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.

Société par actions Simplifiée — SAS au capital de 1 086 262 605 euros — 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 - Filograph

Retrouvez l'ensemble de notre expertise sur le site :

research-center.amundi.com