

# NOS CONVICTIONS

BULLETIN MENSUEL - JANVIER 2016

## UN REMÈDE « HEROÏSCH »

Il arrive malheureusement que, dans notre volonté marquée d'arranger, voire de réparer les choses, le remède, pourtant efficace, soit pire que le mal qu'il était censé soigner. Ainsi, lorsqu'Heinrich Dreser (re)découvrit l'héroïne en 1898, il pensait tenir le substitut parfait à la morphine. Ce « médicament miracle » devait permettre de soigner les affections respiratoires comme l'asthme ou la tuberculose sans engendrer de dépendance. C'est BAYER, enthousiasmé par ce dérivé, qui le commercialisa en premier. Très vite, l'opiacé connu un (trop) vif succès international.

Deux ans plus tard, on dénombrait plus de 500 000 cas d'héroïnomanies dans le monde, dont Dreser lui-même. Il aura fallu plus de 50 ans pour que ce remède antitussif, parfois même utilisé comme somnifère pour les enfants, soit totalement interdit et remplacé par la méthadone, un « substitut soi-disant inoffensif »... Seul un recul raisonnable permet de juger, avec efficacité, la pertinence de l'utilisation d'une nouvelle substance. Lorsque la Réserve fédérale a lancé son premier programme d'assouplissement monétaire, elle avait un double objectif : soutenir l'économie et éviter la déflation ! Depuis, elle a mis en place deux autres Quantitative Easing (QE), puis la BoJ a lancé son QQE en substitut, imitée par la BCE au mois de janvier 2015. Aujourd'hui, la pertinence des QE est en question, et si l'aspect curatif du remède n'est pas avéré, la dépendance des investisseurs ne fait malheureusement aucun doute. C'est pourquoi, lorsque Mario Draghi, ce 3 décembre, n'a pas annoncé d'augmentation de l'assouplissement monétaire en termes de quantité, les marchés en pleine accoutumance ont mal, voire très mal réagi.

Ce nouveau couac de communication fragilise, une nouvelle fois, la confiance des investisseurs dans les banques centrales et si nous croyons toujours (majoritairement) à une poursuite de l'amélioration de la croissance mondiale, tirée par la vigueur des économies développées, notre scénario central (70%) risque de se heurter au comportement pour le moins bipolaire d'investisseurs réfractaires à tout sevrage. S'il est trop tôt pour avoir un scénario de perte de confiance dans les banques centrales qui disparaît à trois mois, mais devrait faire son retour au cours de l'année, notre attention se focalisera donc sur le ralentissement chinois. En effet, le repositionnement de l'économie chinoise, entamée il y a maintenant 5 ans, arrive à un moment critique. Il ne faudrait pas que le ralentissement se transforme en véritable crise, entraînant tant les matières premières que le reste des pays émergents dans la tourmente. Ce scénario alternatif, que nous estimons à 30% de probabilité d'occurrence, entraînerait l'ensemble des marchés actions à la baisse, en particulier les marchés émergents.

En conséquence, nous réduisons notre curseur d'exposition à 100 sur les actions et maintenons notre curseur obligatoire à 95.

## NIVEAUX D'EXPOSITIONS en %

TAUX 95%



ACTIONS 100%



## DANS CE NUMÉRO

### VUE DES MARCHÉS

EN 2016, IL FAUDRA ENCORE GAGNER EN RÉACTIVITÉ

Malik Haddouk | Directeur de la Gestion Diversifiée

Laetitia Baldeschi | Stratégiste

### CONJONCTURE MACROÉCONOMIQUE

LA CHINE AU CENTRE DE TOUTES LES INQUIÉTUDES

Laetitia Baldeschi | Stratégiste

## PROCHAIN RENDEZ-VOUS

11  
FÉVR.  
2016

DÉJEUNER CONFÉRENCE

Experts Convertibles et Crédit

Diversification obligatoire 2016 :  
les convertibles européennes et le  
high yield à l'honneur ?

Pour plus d'information, contactez :

client.servicing@cpr-am.fr

www.cpr-am.fr | @CPR\_AM

## INDICATEURS CLÉS

## COMMENT LES POLITIQUES MONÉTAIRES DIVERGENTES AURONT UN IMPACT SUR LES MARCHÉS DE TAUX CETTE ANNÉE ?

D'un côté, en décembre, la Fed a amorcé son cycle de hausse des taux directeurs, face à l'amélioration de la conjoncture économique. De l'autre côté, la BCE constate l'efficacité des mesures qu'elle a mises en place depuis le début de la crise et poursuit son action avec, entre autres, une extension de son programme d'achats de titres, afin de faire remonter l'inflation vers sa cible de 2.0%.

Ces actions divergentes vont avoir un impact important sur les marchés obligataires en 2016 : au niveau global, il serait logique de voir les taux européens surperformer les taux américains dans un scénario de reprise économique. Avec l'action divergente des banques centrales, on devrait assister à un aplatissement de la courbe de taux aux Etats-Unis, aplatissement par la hausse plus forte des taux court terme que le long terme aux Etats-Unis, et à une légère pentification en Europe, la partie courte étant « protégée » par la politique de la BCE, et la partie longue entraînée par la remontée des taux US, malgré la recherche de rendement dans un univers de taux bas en zone euro. Par ailleurs, on devrait assister à une convergence des niveaux de taux des dettes des pays intra-zone euro. Cependant, le caractère « safe » du Treasury américain 10 ans à 2,25% de rendement pourrait l'emporter sur le taux 10 ans Bund dans les phases de stress et de moindre liquidité de marchés (induite par le risque chinois, pétrolier, géopolitique, ...).

## TAUX ÉTATS-UNIS

## LA FED PASSE ENFIN À L'ACTION

Outre-Atlantique, les chiffres de l'emploi ressortent en hausse. Laissant penser que la conjoncture est assez solide pour rehausser les taux directeurs, la Fed a finalement porté ses taux directeurs à +0,25%, soit la première hausse depuis 9 ans. Elle a par ailleurs clairement indiqué que le resserrement de la politique monétaire serait progressif et tributaire du contexte économique mondial ainsi que de l'évolution de l'inflation. Sur la période, le taux 10 ans progresse de 10 bps, à 2,30%.

## TAUX ÉTATS-UNIS

95%

SOUS  
EXPO

85

90

95

100

105

110

115

SUR  
EXPO

## TAUX EURO

## LA BCE DÉÇOIT LES INVESTISSEURS

Les investisseurs ont été déçus par les nouvelles mesures de soutien de la BCE. En effet, la plupart s'attendaient à une augmentation du programme d'assouplissement quantitatif. Elle a indiqué procéder à un abaissement du taux de dépôt de -10 bps à -30 bps ainsi qu'à un élargissement de la variété des titres qu'elle peut racheter. Cette décision fait suite une nouvelle fois à la révision à la baisse des prévisions d'inflation pour les deux années à venir. Ce programme devrait par ailleurs se poursuivre jusqu'en mars 2017. Sur la période, les taux périphériques 10 ans italien et espagnol progressent respectivement de 18 bps et 25 bps, à 1,59% et 1,77%, alors que le taux 10 ans allemand progresse de 16 bps, à 0,63%.

## TAUX EURO

105%

SOUS  
EXPO

85

90

95

100

105

110

115

SUR  
EXPO

## ANALYSE À SUIVRE

LE TEMPS EST-IL VENU DE SE POSITIONNER SUR LES  
ACTIONS ÉMERGENTES ?

L'année commence avec une épée de Damoclès chinoise sur les marchés financiers. La parité yuan - dollar s'invite au bal des troubles-fêtes avec la hausse des taux de la Fed (politique de normalisation en cours) et la baisse du prix du pétrole et des matières premières. Dans ce contexte, les marchés actions souffrent alors que 2016 devrait être « encore » une bonne année pour les actions internationales (principalement zone euro et Japon, moins vrai pour les Etats-Unis).

Le retour sur les émergents est imminent après cinq années de souffrance (2011 - 2015) dans le sillage de l'appréciation du dollar et la crise d'excès d'offre du pétrole et des matières premières. Les attentes de bénéfices restent supérieures à deux chiffres pour des valorisations historiquement attrayantes. Les Etats sont moins endettés, notamment beaucoup moins en dollar. En revanche, les entreprises ont profité, voire abusé dans certains cas, d'un coût de l'argent « moins cher ». Il n'empêche que l'ensemble des pays émergents reste un « Far West » où l'on a autant de chance de tomber sur une mine d'or que sur une balle perdue... Les situations de l'Afrique du Sud, du Brésil et de la Russie pèsent sur l'indice, tandis que celles de la Corée, de Taïwan, de la Thaïlande, des Philippines et de la Tchéquie sont mieux orientées.

Mais au-delà des cas particuliers, le catalyseur d'un retour sur les pays émergents sera principalement la stabilisation du prix du pétrole mais également de ceux des matières premières. Notre conviction est que, si stabilisation il y a, alors le second semestre sera « émergents » et les années suivantes aussi... Sinon, il faudra être patient !

## ACTIONS ÉTATS-UNIS

## UNE FIN D'ANNÉE DIFFICILE

Le marché américain termine l'année 2015 en baisse, première depuis 2009. La cause principale de cette évolution est la chute des cours du pétrole, affectés par une baisse de la demande et par une surabondance de l'offre alors que l'OPEP a maintenu sa production inchangée. Les inquiétudes renouvelées en provenance de la Chine ont, par ailleurs, contribué à accentuer la nervosité des investisseurs en cette fin d'année, sur fond de baisse de la liquidité. Sur le mois, le S&P 500 cède -4,37% et le dollar se déprécie de -3% par rapport à l'euro.

## ACTIONS ÉTATS-UNIS 100%

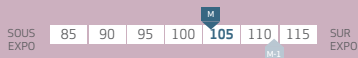


## ACTIONS EURO

## FRAGILISÉES PAR LA BCE ET LA CHINE

La déception engendrée par la décision de la BCE a entraîné une première vague de corrections sur le marché européen. La bonne tenue des indicateurs économiques et la progression des encours de crédit n'ont pas rassuré les investisseurs, inquiets par la situation chinoise. Ces derniers ont ensuite poursuivi leur recul en raison de la chute des cours des matières premières et du baril de pétrole qui pourraient finir par entraîner un ralentissement généralisé de l'économie mondiale. Sur la période, l'Eurostoxx cède -6,74%.

## ACTIONS EURO 105%



## ACTIONS ASIE

## LA CHINE POURSUIT L'AJUSTEMENT DE SA MONNAIE

La contraction de l'activité en Chine se poursuit plus lentement, avec la persistance de la baisse des indices manufacturiers et hausse des indices de service. L'activité manufacturière continue la de peser sur le cours des matières premières. Le baril de brut s'est retrouvé à l'un de ses plus bas niveaux depuis 2009. Les autorités chinoises poursuivent l'ajustement à la baisse de leur devise face aux principaux partenaires. Au Japon, la banque centrale n'a pas annoncé d'augmentation du montant de son programme d'assouplissement alors que l'objectif d'inflation semble inatteignable. Elle a étendu la maturité de ses achats actuels. Il s'agit d'un ajustement technique. Sur le mois, le Topix cède -2,3% alors que le MSCI AC Asie-Pacifique ex Japon baisse de -2,49%.

## ACTIONS ASIE 95%



### LES SCÉNARIOS FINANCIERS À 3 MOIS AU 31.12.2015

RAPPEL FIN NOVEMBRE 2015

1 > 65%    2 > 15%    2 > 20%

#### SCENARIO CENTRAL 1 | 70% de probabilité

##### MAINTIEN DE LA DYNAMIQUE ÉCONOMIQUE

**Aux Etats-Unis, l'amélioration du marché du travail se poursuit, les perspectives de retour de l'inflation vers 2% se confirment, ouvrant la porte à un relèvement des taux des fonds fédéraux. La croissance en zone euro s'établit à un rythme honorable.**

Remontée des taux directeurs aux Etats-Unis (0,75%), maintien au Japon (0,07%) et en zone euro (0,05%).

Remontée des taux longs aux Etats-Unis (2,45%) et en zone euro (0,75%). Légère remontée au Japon (0,35%).

Hausse des bourses : 7,5% aux Etats-Unis et au Japon, 10% en zone euro, 5% dans les pays émergents asiatiques et 2,5% dans les pays émergents d'Amérique du Sud.

Baisse de l'euro à 1,06.

Baisse de la volatilité vers 18.

#### SCENARIO 2 | 30% de probabilité

##### BAISSE DES MATIÈRES PREMIÈRES ENTRAÎNANT UNE CRISE DES PAYS ÉMERGENTS ET UNE CRISE DU CRÉDIT

**La baisse du prix des matières premières entraîne, par contagion, d'une part, une crise dans les pays émergents et, d'autre part, une hausse des spreads de crédit, déjà fragilisés par l'assèchement de la liquidité.**

Remontée des taux directeurs aux Etats-Unis (0,50%), maintien au Japon (0,07%) et en zone euro (0,05%).

Baisse des taux longs aux Etats-Unis (1,80%), au Japon (0,25%) et en zone euro (0,40%).

Baisse des actions avec -12,50% aux Etats-Unis et en zone euro, -15% au Japon, -17,50% dans les pays émergents asiatiques et -20% dans les pays émergents d'Amérique du Sud.

La parité EUR-USD remonte à 1,15.

Hausse de la volatilité vers 35.

### PERFORMANCES AU 31.12.2015

LES PERFORMANCES PASSÉES NE PRÉJUGENT PAS DES PERFORMANCES FUTURES.

	31.12.14	sur 1 an	sur 5 ans	Niveau au 31.12.15	
<b>États-Unis</b>	0,26 %	0,26 %	1,29 %	<b>0,25 %</b>	Taux directeur
	1,15 %	1,15 %	26,24 %	<b>2,27 %</b>	Taux 10 ans
	-2,79 %	-2,79 %	29,15 %	<b>553</b>	High Yield US
	-10,23 %	-10,23 %	-18,78 %	<b>1,09</b>	Euro/\$
	-0,73 %	-0,73 %	62,52 %	<b>2 044</b>	SP 500
<b>Europe</b>	0,05 %	0,05 %	2,99 %	<b>0,05 %</b>	Taux directeur
	-0,24 %	-0,24 %	39,68 %	<b>0,63 %</b>	Taux 10 ans
	2,40 %	2,40 %	51,99 %	<b>472</b>	High Yield Europe
	3,85 %	3,85 %	17,00 %	<b>3 268</b>	Dow Jones EuroStoxx 50
<b>Japon</b>	9,07 %	9,07 %	86,08 %	<b>19 034</b>	Nikkei 225

### PRÉVISIONS en %

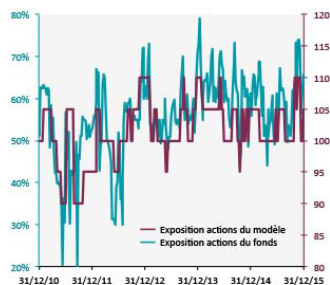
	SCENARIO 1 70% de proba.		SCENARIO 2 30% de proba.	
Taux directeur	0,75 %	▲	0,50 %	▲▲
Taux 10 ans	2,45 %	▲	1,80 %	▲▲
High Yield US	520	▲	800	▲▲
Euro/\$	1,06	▲	1,15	▲▲
SP 500	7,50 %	▲	-10,00 %	▲
Taux directeur	0,05 %	▶	0,05 %	▶
Taux 10 ans	0,75 %	▶	0,40 %	▶
High Yield Europe	400	▶	600	▶
Dow Jones EuroStoxx 50	10,00 %	▶	-12,50 %	▶
Nikkei 225	7,50 %	▶	-15,00 %	▶

### ÉVOLUTION DE L'ALLOCATION DE CPR CROISSANCE RÉACTIVE

Après une année particulièrement difficile, nous aurions aimé vous dire que cette dernière s'est terminée sur une note plus légère, que la croissance mondiale a retrouvé un rythme de croisière et que les investisseurs ont respecté la sacrosainte trêve des confiseurs...

Toutefois, Mario Draghi et Janet Yellen n'ont pas été capables de ramener un peu de sérénité en décembre, bien au contraire. Après le froid jeté sur les marchés le 3 décembre par la BCE, l'annonce d'une hausse des taux de 0,25, qui met fin à plus de 10 ans de baisse continue des taux, ne parvient pas à réchauffer les marchés qui s'inscrivent donc en net repli sur le mois allant de -4 à -6% en fonction des zones. Les taux d'emprunt d'État ont, en revanche, fini l'année en nette hausse sur le mois. Les taux périphériques 10 ans italien et espagnol progressent respectivement de 18 bps et 25 bps, à 1,59% et 1,77%, alors que le taux 10 ans allemand progresse de 16 bps à 0,63% et le taux 10 ans progresse de 10 bps à 2,30% après que la Fed a procédé au premier relèvement de son taux directeur depuis 9 ans à 0,25%.

C'est donc sans regret que nous dirons « Au revoir 2015 », mais 2016 promet d'être pour le moins volatil ! Si nous croyons toujours à une poursuite de l'amélioration de la croissance mondiale tirée par la vigueur des économies développées, notre scénario central risque de se heurter au comportement pour le moins bipolaire d'investisseurs réfractaires à tout sevrage. De nouveaux coups de communication de la part des banques centrales pourraient signifier, dans l'esprit des différents acteurs de marché, un échec pur et simple des politiques monétaires.



Source CPR AM

MARCHÉ  
DES ACTIONS  
INTERNATIONALESEN 2016, IL FAUDRA ENCORE  
GAGNER EN RÉACTIVITÉ !Malik Haddouk |  
Directeur de la Gestion DiversifiéeLaetitia Baldeschi |  
Stratège

A l'image de 2015, 2016 devrait être une année compliquée sur les marchés financiers. Les banques centrales vont continuer de distribuer les cartes et alimenteront vraisemblablement la volatilité de ces derniers. Les éléments déterminants de 2016 seront, nous semble-t-il, l'évolution des cours des matières premières et la croissance chinoise. Nous retenons, pour 2016, un scénario macroéconomique central plutôt modéré qui repose sur un maintien de la dynamique dans les pays développés. Cela se traduirait par une stabilisation de la croissance du PIB aux Etats-Unis autour de son niveau observé actuellement, soit 2,5%, comme en 2015. Dans ce contexte, la Fed maintiendrait la normalisation de sa politique monétaire initiée en décembre 2015, par un relèvement graduel du taux des fed funds, de 25 bps par trimestre selon nous, avec un objectif à 1,25% pour la fin d'année. Par ailleurs, on observerait une lente amélioration de la situation au Japon, pays dont la croissance devrait passer de 0,6% à 1% en 2016 et un renforcement de la dynamique en zone euro, avec un PIB qui augmenterait de 1,5% à 1,7% en 2016. Dans ces deux zones, les banques centrales continueront d'augmenter la taille de leur bilan, dans le but de ramener l'inflation vers son objectif. Ces politiques expansionnistes pousseraient à la baisse l'euro et le yen contre le dollar, compte tenu du différentiel de politique monétaire. La croissance dans les pays émergents devrait se stabiliser un peu au-dessus de 4% en 2016, mais elle dépendra, d'une part, des prix des matières premières et, d'autre part de la stabilisation de la croissance chinoise au-dessus de 6%. Dans cet environnement, nous anticipons une croissance de 10% des marchés actions de la zone euro et des émergents, d'un peu moins au Japon (+7,5%) et aux Etats-Unis (+5%) et une hausse des taux, en particulier, aux Etats-Unis (2,8% pour le taux 10 ans). Il nous semble en effet que les marchés actions européens seraient soutenus par un phénomène de rattrapage vis-à-vis de ceux d'outre Atlantique, portés également par l'action de la BCE. Les entreprises européennes bénéficieraient également de la baisse de l'euro (vers la parité) qui améliore leur compétitivité. L'intérêt pour les marchés émergents devrait se matérialiser un peu plus tard dans l'année 2016, quand les effets sur ces derniers du relèvement de taux de la Fed seront intégrés. Deux risques nous semblent toutefois devoir être pris en compte dans notre gestion et font l'objet de deux scénarios alternatifs plus sombres pour 2016 avec, comme point commun, une forte remontée de la volatilité. Le premier repose sur la constatation par les investisseurs de l'échec des politiques monétaires à relancer durablement la croissance et l'inflation. Dans ce cadre, leur réaction provoquerait des prises de profit importantes sur les marchés actions (entre 10% et 15% de baisse selon les zones). Seuls les taux long de la zone euro joueraient leur rôle de valeur refuge et l'euro remonterait vers 1,10 contre dollar. Le second scénario de risque relève d'une crise des pays

émergents, provoquée notamment par un ralentissement beaucoup plus marqué de la Chine. Dans ce scénario, les bourses se replient partout (entre -7,5% et -12,5%) mais le recul est considérable pour les marchés émergents (-25%). Dans ce cas de crise plus « classique », les taux souverains jouent leur rôle de valeur refuge, de même que le dollar. On ne peut exclure une vision plus optimiste à l'horizon d'un an, un scénario qui se traduirait par un emballement des actifs financiers alors que la reprise se montrerait plus solide (scénario de « réflation généralisée »). Dans ce cadre-là, la Fed accélérerait son resserrement monétaire et les taux longs se tendraient nettement (3,5% pour le 10 ans américain). Bien évidemment, les actifs risqués progresseraient nettement, les actions de +12,5% aux Etats-Unis à +20% dans les émergents, et le dollar continuerait son appréciation au-delà de la parité.

La croissance mondiale devrait se maintenir autour des 3%, et les anticipations de croissance des bénéfices des entreprises se maintiennent à des niveaux relativement élevés. Ces derniers devraient globalement afficher une progression de l'ordre de 7,5% sur l'année 2016, élément rassurant en ce qui concerne la hausse des marchés actions. Autre point rassurant, la normalisation de la politique monétaire aux Etats-Unis devrait s'opérer à un rythme mesuré. La Fed devrait ainsi monter ses taux directeurs une fois par trimestre, pour les porter à 1,25% en fin d'année. A cette communication toujours maîtrisée de J. Yellen s'ajoute le climat actuel de forte volatilité, ce qui nous pousse à écarter à court terme un mouvement ample et brutal de remontée des taux. Des zones d'ombres sont pour autant présentes en ce début d'année, alors que nous nous attendons à ce que 2016 soit une année volatil avec, de surcroît, des rendements attendus moins élevés qu'au cours des dernières années. En effet, la poursuite de l'effondrement des prix des matières premières et le risque sur la Chine continuent de peser sur les marchés financiers, à l'image du crédit high yield US subissant fortement l'impact de « l'effet pétrole ». Les décisions des autorités chinoises d'ajuster une nouvelle fois la devise introduisent encore plus d'incertitude et nous interpelle sur la réelle volonté des autorités chinoises de poursuivre la transformation de l'économie. La baisse de la devise chinoise n'est pas une solution car elle renchérit les prix des produits importés dont la Chine est consommatrice, réduisant *de facto* la demande. En conclusion, il nous semble qu'à l'image de ce qui s'est produit en 2015, il faudra être particulièrement réactif en 2016, et savoir rechercher la performance avec une allocation fine sur un ensemble relativement large de classes d'actifs. Nous conservons globalement une préférence pour les actions versus les obligations, et pour les actifs en général de la zone euro versus ceux des Etats-Unis.

CONJONCTURE  
MACROÉCONOMIQUELA CHINE AU CENTRE DE TOUTES LES  
INQUIÉTUDESLaetitia Baldeschi |  
StratègeDEUX SUSPENSIONS DES COTATIONS SUR QUATRE JOURS  
D'OUVERTURE DE LA BOURSE CHINOISE : L'ANNÉE 2016  
S'ANNONCE DIFFICILE !

Ce début d'année 2016 est particulièrement compliqué ! La Chine est revenue sur le devant de la scène et reprend, comme en août, le premier rang dans les inquiétudes des marchés. Dans un premier temps, on avait évoqué comme déclencheur de la baisse de Shanghai le 4 janvier la publication d'un indicateur PMI Caixin manufacturier en baisse de 0,4 point pour le mois de décembre ; plutôt que cette variation anecdotique, c'est la politique de change mise en œuvre par la PBoC qui provoque ces interrogations et explique ces deux journées de baisse violente. Le secteur manufacturier chinois est en ralentissement marqué depuis maintenant plusieurs trimestres et ceci est largement connu.

C'EST DONC POUR CELA QUE LA BANQUE CENTRALE DE CHINE  
LAISSE BAISSER SA DEVISE DEPUIS LE 28 DÉCEMBRE 2015 ?

Entre juillet 2014 et août 2015, le yuan en change effectif (c'est-à-dire pondéré, et dans la mesure du FMI) s'est apprécié de 14% du fait de l'appréciation du dollar et d'un taux de change bilatéral quasi fixe. Le 11 août 2015, la banque centrale annonce une modification du mode de fixation de la parité yuan dollar qui prendra désormais plus en compte les forces du marché. Puis, le 11 décembre, elle publie un taux de change effectif du renminbi, fondé sur un panier de 13 devises rendu public, qui serait plus efficace que la simple parité contre dollar. La PBoC a réaffirmé qu'elle avait comme objectif de maintenir stable ce taux de change effectif (l'indice du China Foreign Exchange Trading System), qui s'était apprécié de 2,93% en 2015. Dans ce contexte, on peut expliquer la dépréciation contrôlée du renminbi contre dollar depuis quelques jours. En effet, si le dollar s'affermi contre toutes devises (euro, yen ou devises émergentes), le yuan doit se déprécier contre dollar pour maintenir inchangé l'indice CFETS.

## DÉPRÉCIATION GRADUELLE, MAIS JUSQU'OU ?

Cette baisse du renminbi ne nous semble pas devoir accélérer et la devise chinoise devrait se stabiliser assez rapidement. En effet, il ne faut pas oublier la décision prise par le FMI d'introduire le yuan dans le panier de référence des droits de tirage spéciaux (DTS), et donc lui conférer un statut de monnaie de réserve. Cette promotion n'est guère compatible,

nous semble-t-il, avec une chute non contrôlée du renminbi. Il n'y a donc pas d'intérêt avéré pour les autorités chinoises à laisser filer leur devise de manière agressive. Une dépréciation du renminbi contre dollar de l'ordre de 5 à 7% si la monnaie américaine continue de s'apprécier contre toutes devises pourrait être un scénario plausible. Par ailleurs, une forte baisse de la devise n'est plus nécessaire dans un contexte de mutation du modèle économique vers une économie reposant sur la demande intérieure et le développement des services. En effet, l'heure n'est plus à regagner des parts de marché perdues sur le terrain d'exportations à faible valeur ajoutée. Il s'agit de créer des conditions monétaires stables pour permettre des réformes structurelles majeures, notamment la restructuration des entreprises publiques, qui prendront du temps.

POURQUOI LES MARCHÉS PRENNENT PEUR FACE À LA MENACE  
D'UNE DÉPRÉCIATION DU YUAN ?

La première crainte des marchés est celle d'un regain de déflation exportée de Chine. En effet, la baisse du yuan contre les grandes devises se traduirait par une baisse du prix des exportations et donc l'importation de tendances au moins désinflationnistes dans les économies occidentales. Ceci pourrait repousser les futures hausses de taux de la Réserve fédérale compte tenu d'une inflation très inférieure à l'objectif et pourrait inciter la BCE à un nouvel assouplissement monétaire tout en ravivant les doutes sur la capacité des banques centrales à juguler ces craintes déflationnistes. En Asie aussi, l'inflation est déjà quasi nulle. Dans ce contexte, les entreprises seraient contraintes de comprimer leurs marges face à une faible demande, des excès d'offre et une concurrence accrue. Ces entreprises asiatiques devront faire face au remboursement de leur dette alors même que leurs revenus ralentissent. L'inquiétude en matière de qualité de crédit va augmenter et rendre les banques plus frileuses dans leur politique de distribution du crédit. Il existe pourtant en Asie des garde-fous avec notamment des marges de manœuvre monétaires ou budgétaires. Toutefois, dans un environnement de normalisation graduelle du taux des fed funds, il est illusoire de penser que ces politiques se mettent en place sans que l'on assiste à court terme à de nouvelles sorties de capitaux des pays émergents, et des baisses de devises qui retarderont la stabilisation des économies. Ceci n'est néanmoins pas notre scénario central dans lequel la dépréciation du yuan reste limitée.