

Note d'analyse macroéconomique

Éditorial

Achévé de rédiger
le 6 décembre 2017

Feu vert pour 2018, ralentissement probable ensuite.

La fin de l'année engrange un ensemble de bonnes nouvelles. Côté économie, les taux de croissance sont révisés partout à la hausse. Les Etats-Unis surprennent une nouvelle fois et l'Europe n'est pas en reste avec un rythme de croissance qui rejoint celui des Etats-Unis.

Mais ce qui est remarquable, c'est que la reprise économique, qui s'est amorcée fin 2016, se renforce et se diffuse à l'ensemble des zones géographiques et des pays, Royaume Uni à part du fait des tensions liées au Brexit. La croissance fin 2017 a cette qualité d'être partout synchrone et de reposer sur des fondamentaux solides : un haut niveau de consommation, une reprise de l'investissement, une croissance du commerce mondial et une progression des cours du pétrole. Côté émergents, on ne peut que se réjouir du retour de la croissance au Brésil et en Russie. Côté marchés financiers, les indicateurs sont plus contrastés, New York clôturant sur de nouveaux records tandis que les marchés actions européens connaissent plus de fébrilité.

L'économie devrait poursuivre sur cette lancée en 2018 mais connaître des premiers signes de ralentissement fin 2018. Quatre raisons sont sous-jacentes à ce scénario macroéconomique et financier. En premier lieu, la croissance réelle dans les pays développés, et notamment dans la zone euro, devrait rejoindre la croissance potentielle qui lui est inférieure : la zone euro bénéficie en effet depuis deux ans d'un rattrapage de croissance particulièrement net en France et en Italie. Le rythme de croissance risque de buter sur les obstacles de la productivité et du fonctionnement du marché du travail.

En second lieu, la fin des politiques monétaires accommodantes est inscrite dans les agendas des banques centrales. Même s'il existe une asymétrie entre la FED et la BCE, la normalisation des politiques monétaires devrait peser sur la courbe des taux d'intérêt. Les taux d'intérêt devraient donc s'élever mais on ignore pour l'instant jusqu'à quel niveau : tout dépendra du savoir-faire des banquiers centraux qui ont montré qu'ils savent agir avec prudence et pragmatisme.

Ensuite, les interrogations se portent vers les Etats-Unis. La fin du cycle industriel, exceptionnellement long, approche-t-elle, comme beaucoup d'analystes le pensent ? Il est certain que le vote d'une baisse massive des impôts par le Congrès est un puissant levier pour la croissance des résultats des entreprises américaines, mais il creuse dans le même temps la dette publique des Etats-Unis.

Enfin, plusieurs signaux négatifs émanent du marché du travail. Des deux côtés de l'Atlantique, les indicateurs montrent que les entreprises peinent à recruter faute de main d'œuvre qualifiée disponible. Ces tensions sont fortes en Europe et montrent l'urgence en France d'une réforme rapide du marché du travail et de la formation professionnelle.

Sommaire

Feu vert pour 2018, ralentissement probable ensuite.....	1
Regard croisé.....	3
Commentaire des marchés financiers	6
Focus	10
Quatre questions sur la blockchain	10
Annexes.....	14
Principes de gestion qui guident les gérants d'AssetFi MS.....	14
Lexique	16

Directeur de la publication : Valérie Plagnol, Chef Economiste BIPE
Gérard SOULARUE, Président AssetFi MS

Ont collaboré à cette note : Pierre Grapin
Quentin Perromat
Arthur Cluet

Regard croisé

Chaque mois des éléments de l'actualité économique et financière sont analysés par le chef économiste du BIPE et par le directeur général d'AssetFi. Les commentaires de ce mois portent sur la conjoncture de la fin de l'année et sur les perspectives pour 2018

Quel regard portez-vous sur la fin de l'année et sur les perspectives pour 2018 ?

Valerie Plagnol, chef économiste de BIPE

C'est une belle fin d'année. Au troisième trimestre, on a eu de très bonnes surprises en termes de taux de croissance. On s'attendait à un bel été. Il a finalement été meilleur que prévu pour ne parler que de l'Europe et notamment de la locomotive allemande avec des rythmes de croissance excellents et supérieurs aux attentes.

La fin de l'année, à travers des événements comme le Black Friday et le Cyber Friday, montre que les consommateurs sont au rendez-vous. Le relais se fait grâce à la baisse du chômage et à l'amélioration des revenus dans un contexte où l'inflation reste très contrôlée.

On est fondé à dire que l'économie va continuer sur cette lancée. L'Europe qui a rattrapé le rythme de croissance des États-Unis de manière spectaculaire, se retrouve avec un euro fort. Mais cela ne l'handicape pas plus pour le moment. Cette situation lui permet d'amortir le choc de la remontée du prix du pétrole et d'assainir en général les finances publiques européennes.

Tout cela est de très bon augure pour le début 2018 et l'on pense que l'on va poursuivre sur cette lancée. Au BIPE

nous n'avons pas un scénario d'accélération, même avec un acquis de croissance qui nous serait favorable. On a le sentiment que progressivement on ferme le gap qui s'était ouvert depuis quelques années entre croissance réelle et croissance potentielle et cela veut dire que, soit nous allons vers la surchauffe, soit la croissance réelle va tendre vers la croissance potentielle qui lui est inférieure. En rythme annuel, nous tablons sur une atténuation des rythmes de croissance fin 2018 et en 2019, sans pour autant craindre une récession majeure.

Il y a quand même quelques vents contraires, pour ne pas parler d'inquiétude. Dans cette fin de cycle importante, on est face à une normalisation des politiques monétaires. Mais elle va progressivement se manifester et être prise en compte par les acteurs économiques. Le crédit est abondant, il est même devenu trop abondant. Cela mérite maintenant d'être corrigé avec un rythme de normalisation qui va rester très progressif. On ne voit pas se dessiner de crainte de pression inflationniste majeure. C'est plutôt bon pour le pouvoir d'achat. Est-ce que l'on va buter très vite sur des niveaux de chômage structurels qui sont très élevés en France et en Europe ? Il faudrait que les politiques d'investissement et les politiques de réforme du marché du travail et de la formation, comme on le

voit en France, permettent d'abaisser durablement le taux de chômage. Il y a donc de la marge pour maintenir un taux de croissance important.

La grande inconnue en début d'année viendra des Etats-Unis et de la capacité du Congrès à trouver un accord parmi les Républicains pour faire passer la réforme fiscale de Trump. La baisse des impôts relancerait vraiment l'optimisme des marchés. Aura-t-elle pour autant l'effet promis sur l'économie ? Cela est moins sûr. Destinée principalement aux entreprises, on ne voit pas pourquoi celles-ci accroîtraient leurs investissements si la consommation finale ne progresse que marginalement (hors les ménages ne sont pas les principaux destinataires de la réforme).

L'environnement économique est au vert, mais n'y a-t-il pas des interrogations ou des craintes qui se manifestent sur les marchés financiers ?

Quentin Perromat, directeur général d'AssetFi

Nous sommes positifs chez AssetFi sur les perspectives des marchés financiers en 2018. Sans aller toutefois vers un excès d'optimisme car la phase d'accélération de la croissance est derrière nous. Et en général, ce sont ces phases qui sont les plus bénéfiques pour les marchés. La croissance devrait se maintenir sur 2018 et les marchés poursuivre leur hausse. Sur la période récente, on a été un peu déçu sur le marché action en zone euro du fait du renchérissement de l'euro, qui est plutôt un facteur positif car cette appréciation est due à une confiance dans l'économie

de la zone euro. On pourrait avoir un rattrapage sur ce marché action en 2018.

Sur le segment obligataire, comme l'indiquait Valérie, on n'a pas à redouter de pressions inflationnistes fortes. Le marché obligataire ne devrait donc pas souffrir. Il faut avoir à l'esprit que les rendements obligataires sont très bas et que les spreads de crédit sont très resserrés. Il n'y aura donc pas de parcours spectaculaire sur le marché obligataire.

Nous restons positifs sur l'ensemble des classes d'actifs risqués mais avec prudence car les niveaux de valorisation sont élevés. On pourrait donc connaître quelques déceptions. Si les réformes fiscales de Trump aboutissent, cela devrait donner un surplus de confiance aux marchés et là on pourrait avoir une phase d'accélération. Dans le cas contraire, on pourrait avoir des déceptions et de la souffrance sur le début de l'année. Les politiques monétaires auront également un impact. Le resserrement monétaire risque de créer de l'agitation sur les marchés : comment sera-t-il mené, à quel rythme et quelle sera la clé de lecture des marchés ? En conclusion, l'environnement est plutôt positif pour les marchés en 2018 mais avec quelques craintes pour après.

Peut-on s'attendre à des imprévus du côté des banques centrales ?

Quentin

Du point de vue des marchés, depuis plusieurs années, la FED et la BCE ont été prudentes dans leurs annonces et dans la mise en œuvre de leurs programmes. Elles ont toujours cherché à ne pas surprendre les marchés. Cette démarche va se

poursuivre dans un contexte cependant marqué par un vent contraire. En effet, le resserrement monétaire n'est pas favorable au marché obligataire et risque de tendre légèrement les taux d'intérêt. Mais cela ne se fera jamais de façon linéaire ; on pourra assister à des allers-retours et à un phénomène de balancier susceptible de créer de la volatilité en fonction notamment de l'évolution des économies.

En outre, en France, du fait que l'on ait dépassé la croissance potentielle, on peut s'attendre à avoir des points d'inflexion tout en ayant une croissance élevée. C'est ce que les marchés n'aiment pas surtout s'il y a des changements de tendance. On reste sur une bonne dynamique, mais un léger ralentissement pourrait provoquer des tensions.

Valérie,

Depuis la fin 2016, la reprise économique est synchrone. C'est ce phénomène d'ensemble qui a dominé cette année. Non seulement les trois grandes zones économiques étaient en croissance, ce qu'on n'avait pas vu depuis la crise de 2008, mais à l'intérieur de ces zones, la dynamique était partout la même. C'est particulièrement vrai en Europe : il y a eu une convergence des rythmes de croissance et un rattrapage très important, notamment en France et en Italie qui étaient très en retard. Le renforcement de

la croissance et la convergence des rythmes s'observent partout, en laissant de côté le Royaume Uni qui va se trouver en grande difficulté.

Une fois que l'on a dit cela, on risque de rentrer en 2018 dans un processus de plus grande différenciation. Les pays qui sont les plus endettés - endettement public ou privé - ceux qui ont des reliquats de difficultés anciennes, vont peut-être voir resurgir ces problèmes à l'occasion de politiques monétaires plus tendues. On est cependant ici dans l'inconnu. La sortie des politiques monétaires accommodantes et la normalisation des bilans des banques centrales - une politique totalement nouvelle - se produisent dans un contexte où le monde est plus endetté qu'avant la crise. Les banques centrales vont donc agir de façon extrêmement prudente mais cela fait des années qu'elles nous préparent et qu'elles ont une ligne de conduite transparente.

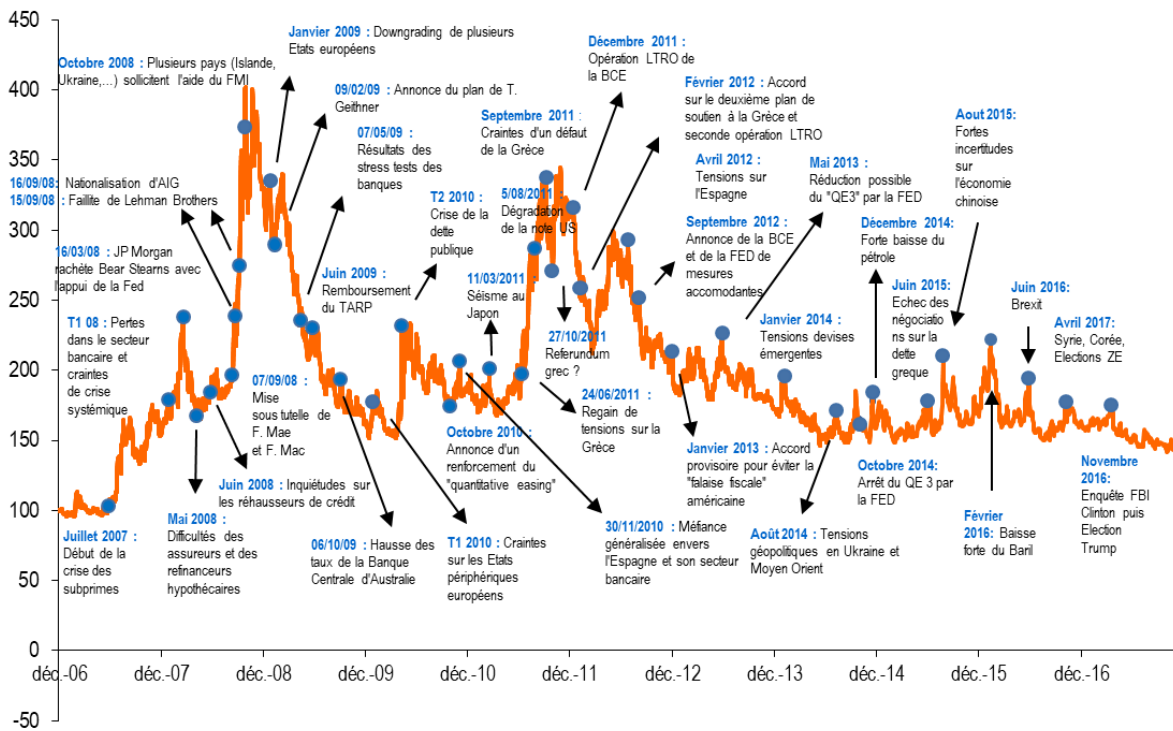
La « guidance », le fait de guider les marchés par la parole est une chose très importante. Un élément anecdotique : c'est la Réserve Fédérale qui a copié la BCE puisque maintenant son président fait une fois sur deux des conférences de presse à l'issue des réunions de la FED. Ce n'était pas le cas auparavant, c'est la BCE qui a mis en place ce mode de communication et il s'est généralisé auprès des autres banques centrales.

Propos recueillis par
Pierre Grapin le 30 novembre 2017

Commentaire des marchés financiers

L'indicateur de stress sur les marchés financiers construit par BIPE / AssetFi est un indicateur purement financier répondant à un double objectif : être un indicateur de mesure de tension (et éviter de subir les bouleversements sur les marchés financiers lors d'une crise future) et être un indicateur avancé de l'économie, afin de prévoir des retournements de tendance macroéconomique.

Indicateur de stress



Source : AssetFi MS, BIPE 2017

Sur le mois de novembre les marchés actions affichent des performances contrastées. Aux Etats-Unis, l'indice SP500 monte de +2.81% contre en Zone Euro l'indice large Eurostoxx 600 qui se contracte -2.82%. La contraction du marché européen est plus due à une baisse technique avec prise de profits que basée sur des données fondamentales. A contrario, la hausse du marché action américain s'explique par les avancées sur les réformes fiscales.

Les taux ont évolué de manière plus homogène. Le taux 10 ans américain augmente de 0.03% et atteint 2.40%. Les perspectives d'une réforme fiscale et la hausse des taux directeurs de la FED sont les principaux catalyseurs. En zone euro, le taux 10 ans allemand reste stable à 0.36%. Les taux souverains ont oscillé sur le mois en fonction des mouvements de marché jouant le rôle d'actif refuge dans les phases baissières du marché action.

Face à la baisse des marchés actions en zone euro, les obligations d'entreprise ont décoté. L'indice iBoxx euro Corp perd 0.23% sur le mois.

Les marchés de la dette émergente ont repris des couleurs sur le mois surtout sur les dettes en devise locale qui avaient souffert le mois précédent. L'indice EMBI global core sur la dette libellée en dollars progresse de +0.06% et l'indice Barclays EM local Cur augmente de +2.12% en novembre.

Malgré l'agitation sur les marchés européens, l'indice StressFi a légèrement baissé sur le mois de 1 point à 142. Mais

au plus fort de la correction sur les marchés, l'indice a pris plus de 8 points avant de baisser à nouveau en fin de période avec le risque qui se réduisait.

La plus grande partie des métriques se sont contractées sur la période, mise à part la volatilité sur les marchés actions avec l'indice VIX qui augmente de 1 point sur la période. Le risque émetteur de la dette souveraine émergente a aussi augmenté sur le mois. En revanche, toutes les métriques de risques ont nettement bondi en milieu de mois au plus fort de la baisse des marchés.

Allocation

	Sous-pondéré -- -	Neutre 0	Surpondéré + ++	Variation Mensuelle
<p>Classes d'actifs</p> <p>Le marché action est le marché le plus attractif. Nous sommes neutres sur les obligations en raison des faibles rendements et du risque de remontée des taux . Nous restons neutres sur le pétrole qui devrait rester stable.</p>			<p>Actions</p> <p>Obligations</p> <p>Liquidités</p> <p>Pétrole</p> <p>USD</p>	
<p>Actions par région et par style</p> <p>Nous restons positifs sur les actions en Zone Euro en raison du contexte économique favorable et de leur valorisation. Nous sommes neutres sur les actions américaines dont les valorisations sont élevées. Nous sommes positifs sur le Japon et les pays émergents. Nous préférons les petites capitalisations et les secteurs cycliques qui devraient être plus porteurs dans un contexte économique favorable.</p>			<p>Japon</p> <p>Etats Unis</p> <p>Europe</p> <p>Emergents</p> <p>Petites et moyennes capitalisations</p> <p>Secteurs Cycliques</p> <p>Secteurs non-cycliques</p>	
<p>Obligations</p> <p>Nous favorisons les dettes d'entreprises. Dans ce segment, nous préférons le haut rendement sur des maturités courtes pour limiter l'impact de hausse des taux. Nous sommes négatifs sur les dettes souveraines américaines et européennes. Nous sommes neutres sur les obligations émergentes dont la hausse des taux de la FED et la réforme fiscale aux Etats-Unis pourrait avoir un impact négatif.</p>			<p>Dettes souveraines Euro</p> <p>Dettes Entreprises EURO</p> <p>Dettes souveraines USD</p> <p>Dettes Entreprises USD</p> <p>Dettes EM* souveraines USD</p> <p>Dettes EM* Devises locales</p> <p>Dettes Entreprises EM*</p>	+ / 0

EM: émergentes

La consolidation du mois de novembre sur les actions en zone euro ne change pas notre avis sur cette classe d'actifs. L'environnement macroéconomique est favorable, la politique de la BCE reste accommodante et les derniers résultats des entreprises sont bons. Les secteurs cycliques et les petites et moyennes capitalisations gardent notre préférence et devrait plus profiter de ce contexte.

Nous gardons notre position neutre sur le marché américain en raison d'une valorisation peu attractive, et d'une FED qui devient moins accommodante. Mais l'aboutissement d'une réforme fiscale pourrait donner un second souffle sauf si le congrès ne trouve pas une solution pour éviter le « shutdown » c'est-à-dire la fermeture des services publics.

Nous sommes également positifs sur le Japon. Les valorisations sont raisonnables (prix/valeur comptable faible). La politique accommodante de la BOJ soutient le marché et les indicateurs économiques sont bien orientés.

Les politiques moins accommodantes des banques centrales, notamment celle de la Réserve Fédérale, et les meilleures perspectives d'inflation devraient faire monter progressivement les taux et pénaliser les obligations.

Pour les raisons évoquées ci-dessus, nous sommes négatifs sur les obligations souveraines en Euro et américaines. Les rendements ne sont pas suffisamment attractifs en zone euro et les taux américains devraient monter.

Nous préférons toujours les obligations d'entreprise qui conservent un rendement plus attractif. Nous préférons les obligations à haut rendement mais sur des durations faibles afin d'éviter tout mouvement haussier sur les taux.

Cependant, les rendements sont devenus moins attractifs.

Sur les obligations émergentes nous passons à neutre puisque la FED devrait relever ses taux, le contexte est moins porteur. Les rendements restent attractifs mais le possible regain de volatilité nous amène à la prudence.

Nous sommes neutres sur le dollar. La faiblesse du dollar devrait progressivement se réduire. La politique de la FED moins accommodante sur les prochains mois et la mise en place de la réforme fiscale devrait limiter la tendance baissière du dollar

Nous sommes neutres sur le Baril. Les stocks de pétrole aux Etats-Unis sont repartis à la hausse mais l'OPEP discute d'une prolongation de la réduction de production de pétrole qui limiterait une baisse du baril.

Article rédigé par Quentin Perromat le 06 décembre

Focus

Quatre questions sur la blockchain

La technologie de la blockchain connaît un développement extraordinaire. Au-delà du bitcoin et des monnaies virtuelles, ce développement devrait se poursuivre dans un nombre croissant de secteurs économiques. Ce focus propose de faire le point sur cette technologie de rupture et sur les problèmes posés par la blockchain

Qu'est-ce que la blockchain ?

Une bonne définition est donnée par Wikipédia. « Une blockchain, ou chaîne de blocs, est une base de données distribuée transparente, sécurisée, et fonctionnant sans organe central de contrôle. C'est une base de données qui gère une liste d'enregistrements protégés contre la falsification ou la modification par les nœuds de stockage ».

La blockchain est donc une liste, un registre des enregistrements effectués dans une application donnée. Ces enregistrements sont groupés en blocs et ces blocs sont attachés les uns aux autres : c'est la raison pour laquelle on appelle cela une chaîne de blocs.

Le registre accessible sous une forme numérique a les caractéristiques suivantes :

- Chaque bloc est horodaté. On sait exactement à quel jour et à quelle heure ont été effectués les enregistrements. Les blocs sont rangés par ordre chronologique
- Le registre est stocké sur de très nombreux serveurs que l'on appelle les nœuds du réseau

- Le système ne dépend pas d'un seul acteur. C'est un algorithme qui permet à tous les nœuds du réseau de se mettre d'accord en permanence sur l'état du registre. Tout se fait donc automatiquement et il n'y a pas d'intervention humaine pour vérifier que le registre est bien à jour
- Le registre est immuable. On ne peut pas revenir sur des enregistrements passés. On ne peut pas décider d'effacer une partie du registre, ou un enregistrement, parce que le registre est stocké sur un grand nombre de serveurs. Chaque bloc contient l'identifiant du bloc précédent et il y a un chaînage des données qui empêche toute modification piratée du système.

Qu'est-ce que le bitcoin ?

Le bitcoin est le premier exemple d'utilisation de la technologie blockchain. C'est une crypto monnaie et un système de paiement de pair à pair inventé fin 2008 par une personne anonyme surnommée Satoshi Nakamoto.

Sa caractéristique est d'être une monnaie digitale virtuelle que l'on échange de pair à pair. Quelle est la différence avec des monnaies comme le dollar ou l'euro ? Lorsque vous échangez des dollars ou des euros, vous passez par une banque ou un intermédiaire. L'intérêt du bitcoin est de permettre d'échanger des valeurs sur internet sans passer par un intermédiaire : il n'y a pas d'organe central de contrôle ou de banque centrale. La conséquence est que la valeur du bitcoin est déterminée par l'offre et la demande. Son cours peut donc varier violemment dans une même journée.

Il faut bien faire la distinction entre la monnaie bitcoin et le protocole sous-jacent Bitcoin. Ce protocole est associé à la blockchain et définit les lois et le fonctionnement du bitcoin.

Une transaction Bitcoin entre deux personnes nécessite trois informations : l'adresse Bitcoin d'où provient le paiement, le nombre de bitcoin à envoyer, l'adresse Bitcoin du destinataire de la transaction. Contrairement à un virement traditionnel de compte à compte où la banque sert d'intermédiaire de confiance, la transaction est effectuée directement de personne à personne.

Le protocole Bitcoin utilise les notions de clé privée et de clé publique. La clé privée est connue de son seul propriétaire et communiquée à personne. La clé publique est une adresse publique que l'on peut trouver dans un annuaire et fonctionne comme une adresse pour le destinataire.

La transaction une fois initiée est vérifiée grâce aux signatures et à la clé publique de celui qui initie la transaction. La

transaction est ensuite ajoutée à la blockchain une fois validée.

La monnaie bitcoin est la seule application de blockchain publique ayant réussi le passage à l'échelle et qui fonctionne actuellement avec 7 millions d'utilisateurs. Elle présente cependant aux yeux des analystes trois grandes limites. Sa première limite est de ne pas être fondée, comme une monnaie centrale, sur des actifs sous-jacents, ce qui la rend extrêmement spéculative. Ensuite, l'anonymat des transactions, comme dans le cas de l'argent liquide, peut favoriser le blanchiment d'argent l'évasion fiscale et le financement du terrorisme. Enfin, la concentration des pools de minage pour créer et envoyer un bloc de transaction à travers le réseau pose question : à ce jour, quatre pools de minage chinois vérifiant la cohérence des transactions concentrent 52% de la puissance de minage Bitcoin.

Le bitcoin n'est pas la seule monnaie virtuelle. Il en existe de plus en plus d'autres, dont les plus importantes sont l'ether cryptomonnaie d'Ethereum et XRP (ripples) cryptomonnaie de Ripple

Quels sont les cas d'usage industriels de la blockchain ?

Au-delà du bitcoin, des monnaies virtuelles et des applications intéressant le secteur financier, il est intéressant de connaître les usages de la blockchain qui se développent actuellement dans les autres secteurs et en particulier dans l'industrie.

De nombreux cas d'usage ayant émergé ces derniers mois ou à l'état de projet

peuvent être regroupés autour de 5 thèmes. Les exemples sont tirés du Livre blanc sur la blockchain pour les entreprises (Medef, BCG) et de la conférence du mardi 26 septembre sur ce sujet au Medef.

Le premier thème est celui de l'identification et de l'authentification des chaînes d'information. La blockchain permet de prouver une information clé sans avoir à fournir le détail de l'information sous-jacente. Ainsi, par exemple, le fait de prouver que l'on a plus de 18 ans dans un bar sans avoir à montrer sa carte d'identité. Ce faisant on apporte la preuve d'une certification ou d'un document sans avoir à dévoiler des données personnelles.

Le deuxième thème est celui de la traçabilité. L'inscription horodatée d'échange et de flux de données est un levier très fort de traçabilité et de suivi dans des processus complexes. Pour être dans le concret, on peut prendre un cas d'usage développé récemment autour de la sécurisation des chaînes d'approvisionnement et notamment des chaînes alimentaires. Une application a démarré à la suite du scandale sanitaire sur la viande de porc en Chine. L'idée est d'être capable de retracer tout le long d'une chaîne alimentaire, allant de l'éleveur de porc jusqu'au magasin, toutes les étapes d'un lot d'une barquette de porc. L'objectif est d'éviter les destructions massives d'élevage quand on a un problème sanitaire à un bout de la chaîne alimentaire.

A chaque étape de la chaîne, on entre des données et le caractère infalsifiable de la blockchain permet d'assurer une

tracabilité très forte et d'avoir des pistes d'audit permettant de remonter en haut de la chaîne. Quelle est la limite de la blockchain dans ce cas d'usage ? Le problème est de vérifier que l'information rentrée dans le système est bien juste. On voit ainsi que la confiance est déplacée en amont de la chaîne d'information.

Le troisième thème renvoie au fonctionnement d'une place de marché. Il est illustré par une blockchain appliquée à un réseau distribué d'électricité verte à l'échelle d'un quartier ou d'un immeuble. Le principe est de travailler sur un réseau de distribution d'électricité complètement décentralisé. Le système a des nœuds qui valident et sécurisent les transactions. La blockchain a comme avantage de certifier des crédits d'électricité verte et d'être au service de l'économie du partage.

La quatrième thématique concerne les contrats intelligents, les smart contracts. Ce sont des contrats autonomes qui sont exécutés automatiquement par la blockchain une fois que les conditions nécessaires à leur réalisation sont réunies. Ces contrats automatisent le lien « si --- alors ». A titre d'exemple, les assureurs sont intéressés par l'indemnisation des retards d'avion. A partir du moment où un assuré prend une assurance contre les retards d'avion, on peut avoir automatiquement l'information et ne pas obliger l'assuré de déposer un dossier pour avoir son indemnité. La blockchain par la sécurisation des données permet de déclencher automatiquement l'élément de paiement et cette assurance de type paramétrique supprime 100% des coûts de back office de l'assureur.

Enfin le dernier domaine potentiel d'application est le couplage avec les objets connectés (OiT : internet des objets). Ainsi dans le domaine de la location de logement, il sera bientôt possible de déverrouiller un cadenas ou une serrure sans passer par une plateforme comme Airbnb qui prélève une commission pour réserver un appartement. L'utilisateur a juste besoin de scanner un code sur la serrure avec son smartphone. Ensuite le paiement est validé par la blockchain (cela prend environ une minute) puis la serrure s'ouvre automatiquement.

Quels sont les problèmes posés actuellement par la blockchain ?

Outre les critiques déjà évoquées à l'encontre des monnaies virtuelles et en particulier au bitcoin, les problèmes actuels sont regroupés autour de trois domaines.

En premier lieu, la question de la performance technique de la blockchain. La technologie et les algorithmes sous-jacents ne sont pas encore arrivés à maturité. Le protocole Bitcoin peut gérer 3 à 5 transactions par seconde, le protocole Ethereum 15 à 25, contre 2500 pour Visa. La blockchain connaît donc actuellement un problème d'adaptabilité et de passage à l'échelle qui n'est pas encore complètement résolu.

La blockchain ensuite entraîne une redistribution des cartes entre les différentes parties prenantes. Le système permet en effet de décentraliser et de

réguler des échanges. De ce fait quand on met en place une blockchain se pose très rapidement, au-delà des gains attendus, la question du rôle de certains intermédiaires. L'entreprise ou le réseau d'entreprises doivent donc se poser la question de l'écosystème qui se crée et de la gouvernance du nouveau dispositif.

Enfin, il existe un flou juridique et légal qu'il importe de lever. Ainsi le régulateur des marchés, l'AMF, devant l'essor des levées de fonds en cryptomonnaie, vient de lancer une consultation publique pour réguler les ICO. L'ICO (initial coin offering) est une méthode de levée de fonds, fonctionnant via l'émission d'actifs numériques échangeables contre des cryptomonnaies durant la phase de démarrage d'un projet. L'enjeu va notamment être de définir la nature exacte de ce nouvel outil.

La réglementation et la législation devraient évoluer au cours des prochaines années, notamment en ce qui concerne les applications financières de la blockchain. On notera à cet égard le comportement nouveau des grandes banques : Goldman Sachs à Wall Street envisage de se lancer dans le trading des bitcoins pour répondre, dit-elle, à la demande de ses clients. Un exemple qui pourrait se généraliser en Europe et qui appelle une modification du cadre réglementaire et légal actuel.

Article rédigé par Pierre Grapin
Le 30 Octobre 2017

Annexes

Principes de gestion qui guident les gérants d'AssetFi MS

Sécurité

La sécurité du capital est primordiale, procurer un rendement ne suffit pas. Seule la recherche de sécurité à travers l'organisation du suivi et du contrôle et la mise en œuvre de ceux-ci permettent de garantir une performance régulière pour un niveau de risque accepté.

Service

Chaque client est porteur d'enjeux et d'objectifs qui lui sont propres. Des solutions spécifiques sont élaborées pour chaque investisseur en fonction de sa problématique. La satisfaction du client est ancrée dans notre culture. La recherche de solutions adaptées au contexte de nos clients permet la fixation d'objectifs réalistes.

Innovation

L'innovation revêt plusieurs formes :

- la façon dont nous identifions et formalisons les objectifs de nos clients ;
- le dispositif de gestion ou de conseil que nous lui proposons ;
- L'organisation de travail spécifique que nous instaurons (en respectant toujours les principes de séparation des tâches) ;
- la mise en œuvre d'outils de suivi et de contrôle adaptés aux besoins de chaque client.

Adaptabilité

La relation mise en place avec nos clients se caractérise par un grand respect mutuel, une grande flexibilité et disponibilité de la part des collaborateurs et dirigeants d'AssetFi Management Services.



11/13 rue René Jacques - Immeuble Le Vivaldi
92130 Issy-les-Moulineaux
Tél. : 33 (0)1 55.95.91.30
Email : infoams@assetfi.fr
www.assetfims.fr

le **B**  **PE**

**Partenaire d'AssetFi Management Services pour
les analyses macroéconomiques et sectorielles.**
Il participe également à l'élaboration de cette note mensuelle.

www.bipe.fr

Lexique

EONIA (Euro OverNight Index Average) : c'est un indice calculé chaque jour ouvré qui indique la valeur du taux pratiqué au jour le jour sur le marché interbancaire (emprunts et prêts des banques entre elles) pour les opérations libellées en euros. L'EONIA est calculé par la BCE (Banque Centrale Européenne) comme la moyenne des taux des prêts accordés un jour donné par un panel de 57 établissements bancaires représentatifs de la Zone euro dont 47 établissements de la Zone euro proprement dite et 10 établissements bancaires de pays européens susceptibles d'intégrer à terme la Zone euro, ou encore de pays hors Union Européenne (trois banques américaines, deux japonaises et une suisse) mais dont les volumes de transactions en euros sont significatifs.

Euribor 3 mois (Euro Interbank Offered Rate) : taux moyen publié chaque jour par la Fédération Bancaire Européenne (via l'agence Reuters) et qui est le taux auxquels 41 banques de l'Union européenne et huit banques internationales de premier rang se prêtent et s'empruntent des euros pour une période de trois mois.

Bund : il s'agit de l'emprunt à 10 ans émis par l'État fédéral allemand.

iTraxx Main : les indices iTraxx® sont publiés par Markit, principal fournisseur d'indices de dérivés de crédit en Europe et en Asie. Ce sont des indices synthétiques, représentatifs de Credit Default Swap (CDS) faisant référence à la qualité de crédit d'entreprises sélectionnées. L'indice iTraxx main est composé des 125 CDS les plus liquides du marché. La liste des sous-jacents des séries est revue deux fois par an et les nouvelles séries sont émises en mars et en septembre par Markit.

iTraxx Crossover : la série iTraxx® Crossover offre une exposition aux dérivés de crédit sur 50 entreprises européennes de l'univers du « high yield », émetteurs à haut rendement notés au mieux BBB- (Standard & Poor's).

CAC 40 : le CAC 40, qui prend son nom du système de Cotation Assistée en Continu, est le principal indice boursier d'actions de la place de Paris.

Dow Jones Euro Stoxx 50 : indice boursier européen lancé en février 1998 et constitué de 50 des plus grandes valeurs européennes de l'indice plus large DJ Euro Stoxx.

Nikkei 225 : le Nikkei 225 est le principal indice boursier d'actions de la bourse de Tokyo. Il est composé de 225 sociétés.

CRB : l'indice Reuters-CRB (CCI) est un indice des prix des matières premières, publié pour la première fois en 1958. Aujourd'hui, il est composé des prix de 19 matières premières cotées.

Carry Trade : transaction financière qui permet à une négociation d'obligations d'emprunter des fonds à long terme. Dans le cas du Japon, les investisseurs empruntent à des niveaux de taux proches de zéro et les investissent majoritairement dans des obligations américaines.

Courbe des taux : décrit la relation entre la maturité d'une obligation et son rendement. Nous l'utilisons fréquemment pour les obligations d'État (OAT). Si la courbe des taux a souvent une pente positive (plus la maturité est éloignée, plus le taux d'intérêt est élevé), il arrive qu'elle prenne d'autres formes (inversée, en U, etc.).

Aplatissement de la courbe des taux : désigne la convergence des taux courts et des taux longs sur un même niveau.

Déflation : caractérise une période suffisamment longue durant laquelle une baisse générale des prix est observée. La déflation est donc l'opposée de l'inflation. En règle générale, la déflation est la traduction d'un net ralentissement ou d'une baisse de la demande, et elle est associée à une période peu favorable à l'activité économique. La déflation ne doit pas être confondue avec la désinflation qui est un ralentissement de taux d'inflation, c'est-à-dire que le niveau général des prix augmente à un taux décroissant.

Event Driven : stratégie de la gestion alternative qui spéculer sur toutes les situations atypiques de la vie des entreprises : changement de management, rapprochement (changement de management, rapprochement, etc.).

Future : un contrat standardisé, coté et transférable qui exige la livraison d'une matière première, d'une monnaie, d'une obligation, d'un index ou d'un taux à un prix et à une date spécifiée d'avance sur le contrat. Les contrats futures sont en fait des contrats à terme car ils obligent à réaliser une certaine transaction à une date précise. Mais les futures se distinguent des contrats à terme du fait qu'ils sont standardisés, sont échangés sur un marché organisé, sont régulés par des agences de contrôle et garantis par des centres d'échange et de compensation.

Gestion alternative : se définit comme une gestion décorrélée des indices de marchés. Elle se fonde sur d'autres situations que la hausse des cours enregistré des gains. Elle repose donc sur des stratégies et des outils à la fois diversifiés et complexes.

Gestion directionnelle : une stratégie de la gestion alternative qui parie sur l'évolution du marché dans un sens.

High Yield : obligations non convertibles émises par des entreprises présentant généralement un niveau d'endettement élevé, ayant un profil risqué et portant un rendement élevé.

Inversion de la courbe des taux : lorsque les taux longs deviennent inférieurs aux taux courts, cela décrit le phénomène « d'inversion de la courbe des taux ».

Investment Grade : obligations correspondantes à un niveau de risque faible et ayant comme notation des agences de rating situées entre AAA et BBB selon l'échelle de Standard & Poors.

Long/Short : une stratégie de la gestion alternative qui tire profit des hausses comme des baisses du marché actions en associant un investissement à la hausse (long) dans des titres jugés sous-évalués avec des positions à la baisse (short) sur des sociétés surévaluées.

Obligation privée/Crédit : titre de créance négociable représentatif d'une fraction d'un emprunt émis par une entreprise. En tant que créancier d'une entreprise, le porteur d'une obligation ne court pas le risque industriel de celle-ci puisque sa rémunération est contractuelle. Il sera remboursé avant les actionnaires en cas de faillite de l'entreprise. En contrepartie, il ne bénéficie pas des droits sociaux liés à l'action (droit au bénéfice et droit à la gestion de l'entreprise via le droit de vote).

Opportunités d'arbitrage : les stratégies d'arbitrage consistent à profiter des inefficiences du marché (différences de cours entre deux placements identiques ou semblables sur le même marché ou sur des marchés différents) et de réaliser des gains.

Option : contrat entre deux parties par lequel l'une accorde à l'autre le droit (mais non l'obligation) de lui acheter (**option** d'achat) ou de lui vendre (**option** de vente) un actif, moyennant le versement d'une prime. L'achat (ou la vente) de cet actif se fera à un prix déterminé (prix d'exercice), durant une période (période d'exercice pour les **options** dites « américaines ») ou à une date précise (**date d'exercice** pour les **options** dites « européennes »). Le fondement de l'**option** est la rémunération du **risque**.

Prime de risque: la prime de risque d'un marché financier mesure l'écart de rentabilité attendue entre le marché dans sa totalité et l'actif sans risque (l'obligation d'État). Pour déterminer la prime de risque propre à chaque titre, il suffit ensuite de multiplier la prime de risque du marché par le coefficient bêta du titre en question.

Spread: écart. Dans le cas des obligations gouvernementales, le spread désigne souvent l'écart entre taux longs et taux courts. Dans le cas des obligations privées et corporates, le spread désigne le plus souvent l'écart de rendement entre les obligations d'État et les obligations corporates qui doivent avoir des meilleurs rendements du fait de la prime de risque de crédit.

Volatilité: la volatilité de la valeur (ou du taux de rentabilité) d'un titre financier caractérise l'amplitude des variations de la valeur (ou de la rentabilité) de ce titre. Cette volatilité se traduit mathématiquement par une variance ou un écart-type. Dans une économie de marché, elle mesure en fait le risque de ce titre : plus un titre financier est risqué, plus son cours est volatil, et réciproquement.