

Analyse en bref

- 1 Crise de la dette européenne : que faire, et comment en sortir ?** Trois scénarios restent en concurrence (enlèvement, apaisement et éclatement). « L'enlèvement » mène à une dégradation de la situation et à une amplification de la contagion. Pour aller vers un « apaisement », il faut des mesures concrètes, crédibles et viables. Sinon, la transition vers un « éclatement » de la zone pourrait être inévitable. Le fait que tous les pays de la zone aient eu à souffrir de la contagion permet de garder l'espoir que les officiels européens mettront en place les solutions espérées, qui doivent combiner rigueur, gouvernance et dispositif anti-contagion.
- 2 Crise de la dette européenne : d'une crise à l'autre.** En octobre et novembre, la crise de la dette a pris un nouveau visage, avec la contagion aux pays du noyau dur (France, puis autres pays AAA, et enfin Allemagne). Difficile de ne pas y voir la nécessité impérieuse des Etats européens et banquiers centraux de se mobiliser. Les mesures annoncées et les pistes de travail des européens ont en tous cas rassuré les marchés financiers. Il ne faudra pas décevoir leurs attentes et ne pas briser les espoirs des peuples européens qui ne voient dans les solutions que la rigueur et les hausses d'impôt. La crédibilité est à ce prix, et la croissance aussi.
- 3 L'euro se stabilise en pleine crise souveraine : retour sur un paradoxe.** La vigueur de l'euro durant la crise de la dette peut surprendre. En fait, l'Allemagne a représenté une valeur refuge tandis que les réallocation de portefeuilles se faisaient essentiellement à l'intérieur de la zone euro. Pas d'effet négatif sur la devise européenne. Cela n'a plus été le cas en novembre. Sauf scénario d'éclatement, il n'y a pas de grande raison d'anticiper un effondrement de l'euro ... les obligations américaines et le dollar lui-même doivent faire face à des difficultés grandissantes.
- 4 Du « deleveraging » mais pas encore de « credit crunch » au niveau européen !** Bien que les tendances récentes soient négatives à la fois sur les conditions d'offre de crédit et la demande de crédit, nous ne pouvons pas encore anticiper statistiquement de futur « credit crunch » mais nous nous en approchons de plus en plus.
- 5 Effet pays : une analyse via des mesures de risque.** Dans cet environnement de grande instabilité se traduisant avec des pics fréquents de volatilité, les indicateurs de risque tels que la corrélation, la dispersion, la concentration nous offrent des éclairages intéressants sur la structure des corrélations entre actifs. Nous illustrons ces mesures en prenant le cas de l'allocation pays en zone euro et dans les pays émergents.
- 6 Chine : un atterrissage domestique heurté mais contrôlé.** Le ralentissement des exportations et la correction d'excès sur le marché immobilier devraient entraîner des à-coups et un ralentissement de la croissance chinoise. Néanmoins, la poursuite du développement des infrastructures et le soutien à la consommation prévus dans le 12^{ème} plan quinquennal devraient permettre d'éviter un atterrissage brutal de l'économie chinoise. Nous prévoyons que la croissance restera supérieure à +8% en 2012.
- 7 Secteur de l'énergie : amélioration des fondamentaux malgré le scepticisme.** Les cours du pétrole sont restés fermes durant les derniers mois, en dépit de craintes croissantes liées à la détérioration des perspectives macro-économiques. Nous tablons pour le moment sur un prix moyen du Brent de l'ordre de \$100/baril en 2012. Les fondamentaux du secteur pétrolier sont en voie d'amélioration, même si beaucoup d'investisseurs continuent d'en douter. Nous maintenons l'opinion positive que nous avons adoptée sur le secteur depuis fin 2010.
- 8 Le pétrole a-t-il besoin d'un nouveau « quantitative easing » américain ?** Alors que certains parlent de plus en plus d'un QE3 aux Etats-Unis, nous revenons sur l'impact des deux précédents sur le prix du pétrole et sur les possibles dangers de celui-ci à long terme.
- 9 L'espoir pour les actions repose plus sur la reflation que sur les profits.** La croissance globale se rapproche de la barre fatidique des 3% au-delà de laquelle la croissance des profits a une grande chance de basculer en territoire négatif. L'argument positif, s'il doit y en avoir un, est donc à chercher du côté de la reflation des PER. Cela passe par un assouplissement de la part des banques centrales, à commencer bien sûr par la BCE. S'il est urgent que les banques centrales passent à l'action, il n'est pas urgent pour l'investisseur de l'anticiper.
- 10 Résultats du 3^{ème} trimestre 2011 : net recul des marges en Europe.** La baisse des résultats était largement attendue en Europe. Le recul des marges trouve son origine dans la hausse de l'euro et du prix des matières premières, ainsi que l'épuisement des effets des plans de réduction des coûts. Compte tenu du contexte, il y a fort à parier que la révision à la baisse des bénéfices va se poursuivre. Son ampleur dépendra de la sévérité de la récession ... qui elle-même dépend de l'issue à la crise de la dette.

Achévé de rédiger le lundi 5 décembre 2011.

En savoir +

- 1 Crise de la dette européenne : que faire, et comment en sortir ?**
Encadré 1 : quel serait l'impact de la perte du AAA français ? page 3
Encadré 2 : comment l'Europe en est-elle arrivée là ?
- 2 Crise de la dette européenne : d'une crise à l'autre** page 7
- 3 L'euro se stabilise en pleine crise souveraine : retour sur un paradoxe**
Encadré 3 : un effondrement de l'euro/dollar en deçà de la parité contre dollar est-il envisageable ? page 10
- 4 Du deleveraging, mais pas encore de credit crunch au niveau européen !** page 13
- 5 Effet pays : une analyse via des mesures de risque**
Encadré 4 : corrélation, dispersion, concentration – des notions cruciales et bien distinctes page 14
- 6 Chine : un atterrissage domestique heurté mais contrôlé**
Encadré 5 : banques chinoises – une évaluation récente du FMI page 16
- 7 Secteur de l'énergie : amélioration des fondamentaux malgré le scepticisme** page 19
- 8 Le pétrole a-t-il besoin d'un nouveau QE américain ?** page 20
- 9 L'espoir pour les actions repose plus sur la « reflation » que sur les profits** page 21
- 10 Résultats du 3^{ème} trimestre 2011 : net recul des marges en Europe** page 22

SCENARIO	CONTEXTE	STRATEGIES d'INVESTISSEMENT d'Amundi
Avertissement	<ul style="list-style-type: none"> • Quel que soit le scénario, la récession est en cours dans la zone euro : son ampleur dépendra de la durée de la phase d'enlèvement : plus elle est longue, et plus la probabilité que la récession soit sévère et longue est élevée, ainsi que la probabilité de voir les marchés se positionner dans l'attente d'un éclatement de la zone • Quel que soit le scénario, la zone euro n'échappera à de nouvelles dégradations de notes de crédits souverains, y compris des pays actuellement AAA • Les taux directeurs de la zone euro iront vers 0,5%, voire plus bas selon le scénario 	<ul style="list-style-type: none"> • Nos portefeuilles sont actuellement défensifs car au-delà des probabilités, les risques associés au prolongement dans le temps du scénario d'enlèvement sont trop importants. Des mesures concrètes et viables sont nécessaires avant de renverser l'allocation d'actifs
<p>ENLÈVEMENT</p> <p>Situation qui prévaut depuis bientôt 2 ans</p> <p>30% de probabilité que cela se poursuive encore longtemps</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Pas de solution à la crise • Poursuite de la contagion • BCE : Pas de « quantitative easing » ... ou les marchés restent dans la crainte de voir les achats de dette souveraine interrompus • Impossible d'accroître suffisamment la taille du FESF • Défiance envers la zone euro dans son ensemble • Euro fragilisé par la situation • Les spreads souverains restent larges • Les AAA de la zone euro sont vulnérables • Certains pays (tous ?) perdent leur AAA • « Deleveraging » supplémentaire, rapide et important des banques • L'économie connaît un véritable « credit crunch » • L'économie de la zone va vers une récession sévère • Impact sur la croissance mondiale • L'Allemagne reste le refuge au sein de la zone euro • Le statut de valeur refuge de l'Allemagne sur le plan international est remis en question 	<p>STRATEGIES</p> <ul style="list-style-type: none"> • Préservation du capital : être long cash et sous-pondéré actifs risqués • Surpondérer les AAA actuels de la zone euro • Être short euro contre dollar US • Être sous-pondéré actions zone euro • Être sous-pondéré financières • Être sous-pondéré crédit • Être sous-pondéré dette émergente locale • Être sous-pondéré actifs réels (matières premières, notamment pétrole et métaux) • Privilégier le cash et la liquidité dans les portefeuilles <p>FACTEUR DE RISQUE MAJEUR :</p> <ul style="list-style-type: none"> • Transition inévitable vers un scénario d'apaisement ... ou d'éclatement ... l'enlèvement n'est pas un scénario stable
<p>APAISEMENT</p> <p>Scénario cible des gouvernements de la zone euro et des banquiers centraux</p> <p>65% de probabilité que l'enlèvement actuel conduise à un scénario d'apaisement</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Gouvernements et banquiers centraux sont capables d'apporter des solutions crédibles et viables • Dispositif anti-contagion combinant BCE, FESF et FMI • Nouveau pacte de stabilité • Discipline budgétaire inscrite dans les constitutions • Amélioration de la gouvernance • Modification des Traités • Simplification des procédures de vote et accélération des processus de décision • Harmonisation budgétaire et fiscale • La BCE annonce la poursuite des achats de dette souveraine • La BCE adopte du QE comme instrument de politique monétaire pour contrer les risques de déflation • L'Allemagne relance sa croissance • Les autres pays adoptent des politiques de rigueur • Défaut « ordonné » de la Grèce • Recapitalisation « ordonnée » des banques • La zone euro ne connaît qu'une récession « douce » 	<p>STRATEGIES</p> <ul style="list-style-type: none"> • Redéploiement du risque dans les portefeuilles • Sous-pondérer les AAA actuels de la zone euro • Être long souverains périphériques : les rachats de short donneront une tendance positive • Être short or • Être long actions • Être long financières • Être long crédit • Être long matières premières (énergie, métaux et matériaux de base) • Pentification de la courbe allemande • Surpondérer crédit vs souverains • Réduire le cash dans les portefeuilles <p>FACTEURS DE RISQUE MAJEUR</p> <ul style="list-style-type: none"> • Ne pas sous-estimer le fait que la zone euro est en récession (baisse des profits, baisse des marges ...) • Ne pas sous-estimer que les ratings des pays du noyau dur restent en risque
<p>ECLATEMENT</p> <p>« Scénario de l'horreur » que gouvernements et banquiers centraux veulent éviter</p> <p>5% de probabilité</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Entrée dans des territoires inconnus • Anticipations d'éclatement de la zone euro ... • ... Ou sortie d'un grand pays de la zone euro ... • ... Ou fin de la zone euro • Trois blocs en présence : un bloc de pays AAA (s'il en reste) n'ayant pas de problèmes de solvabilité; un bloc de pays en lutte pour éviter de faire défaut, et un bloc de pays ayant fait défaut • Récession sévère pour les pays du 2^{ème} et du 3^{ème} bloc • Récession moins forte pour les pays du 1^{er} bloc 	<p>STRATEGIES</p> <ul style="list-style-type: none"> • Préservation du capital : long cash et sous-pondéré actifs risqués • Être sous-pondéré dette européenne, y compris les AAA actuels • Être short euro • Être long or • Être sous-pondéré actions • Être sous-pondéré financières • Être sous-pondéré crédit • Être sous-pondéré actifs réels (matières premières) • Privilégier le cash et la liquidité dans les portefeuilles • Surpondérer crédit vs souverains • Privilégier le cash dans les portefeuilles • Rester liquide <p>FACTEURS DE RISQUE MAJEUR :</p> <ul style="list-style-type: none"> • Contagion généralisée (dette US, banques US) • Isolement de la zone euro sur la scène internationale, renforcement de l'axe (économique et politique) « économies émergentes – Etats-Unis », et de l'axe « Chine – Etats-Unis ».

1 Crise de la dette européenne : que faire, et comment en sortir ?

La capitulation des investisseurs est actuellement dans sa phase de développement ultime. La vulnérabilité de l'Allemagne rend la recherche et la mise en place - rapide - de solutions, incontournables. Plus facile à dire qu'à faire ? Comment sortir de cette crise ? Trois scénarios se dessinent clairement.

- **Un scénario d'apaisement** : mise en place de solutions crédibles aux yeux des investisseurs ;
- **Un scénario d'enlisement** : poursuite de la situation actuelle, avec dégradation graduelle de la crise, capitulation encore plus forte des investisseurs internationaux ...
- **Un scénario d'éclatement** : pays qui sortent de l'Union Européenne et de l'Union Monétaire, fin de la zone euro ...

Scénario # 1 : l'apaisement

Cela fait désormais deux ans que les Etats européens tentent d'apaiser la crise et de reconforter marchés financiers et investisseurs non résidents. L'enjeu est de taille : il s'agit d'inciter les investisseurs à continuer à financer les dettes publiques. Plus un pays dépend des investisseurs étrangers, et plus le financement est difficile. L'histoire montre que des souverains ont fait défaut avec des ratios de dette publique de l'ordre de 40% ... alors que le problème ne s'est jamais posé pour des pays dont le ratio dépassait 100% ou 150%. **Tout est affaire de crédibilité, de capacité à gérer la dette (existence ou pas de marges de manœuvre), ou à en inverser la tendance, ou encore de nationalité des investisseurs qui financent la dette.** Au-delà de ces critères moyen long terme, il est également question de gouvernance, et de dispositif anti-contagion. Ce qui manque fortement à la zone euro, c'est précisément un tel dispositif.

Avoir un « investisseur en dernier ressort », comme cela fut le cas aux Etats-Unis ou au Royaume Uni s'avérerait fort utile car cela permettrait d'acheter du temps pour mener les réformes nécessaires, faciliter la rigueur budgétaire et fiscale, tout en ne cassant pas les perspectives de croissance.

Avoir un dispositif anti-contagion solide est un préalable à un scénario d'apaisement

La solution à la crise ne passe pas uniquement par une rigueur brisant la croissance, mais aussi et surtout par un dispositif anti-contagion.

Tous les problèmes ne seraient pas résolus, comme par exemple le risque de voir la France perdre son AAA (voir encadré ci-dessous), l'absence de discipline/rigueur budgétaire, le déficit de gouvernance, le risque de récession sévère ...

Encadré 1 : quel impact si la France perd son AAA ?

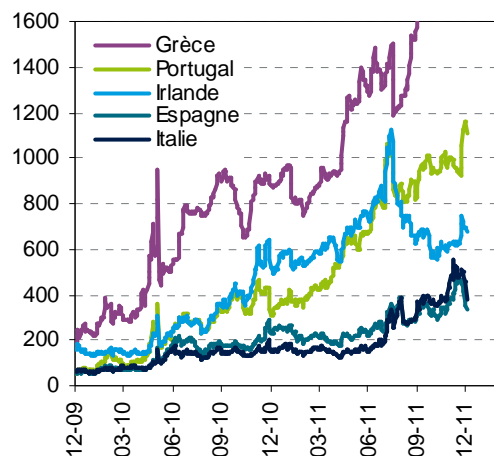
La perte du AAA aurait **trois conséquences majeures pour la France**

- Des coûts d'emprunt plus élevés, sans doute de façon durable. Cela est déjà le cas car les spreads reflètent déjà une très forte probabilité de « downgrade ». Rappelons qu'une hausse des taux de 100pb représente un coût de financement additionnel de €3 milliards par an.
- **Des risques de downgrade supplémentaires** si le pays ne parvient pas à redresser finances publiques, gouvernance, et trajectoire de dette. Ce n'est pas notre scénario. Il n'y a pas pour l'heure raison de miser sur plusieurs downgrades, comme cela fut le cas pour les autres pays européens.
- **De réelles difficultés à retrouver son AAA.** En moyenne, s'agissant des souverains, il faut compter une décennie environ avant de redevenir AAA.

Pour la zone euro, la perte du AAA de la France aurait deux conséquences majeures :

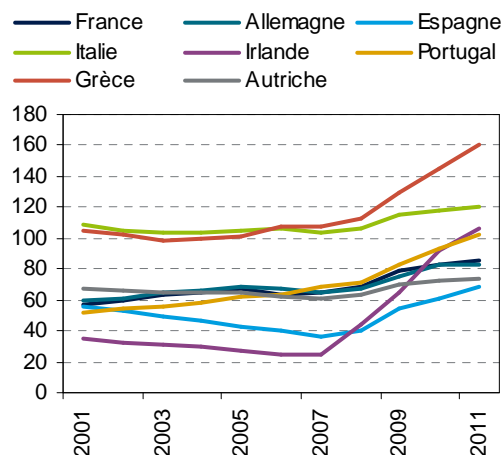
- **Le pays ne serait plus véritablement considéré comme un pays du noyau dur de la zone euro,** ce qui confirmerait une réalité actuelle : sur de nombreux critères, la France s'est déjà éloignée de ses pairs européens AAA (voir sur ce point l'édition de novembre et l'article sur le rating de la France).
- **Le Fonds Européen de Stabilité Financière se trouverait également affaibli.** La France représente un peu plus de 20% de la structure, et le rating du FESF lui-même serait en risque. Selon le Fonds, « il y a une structure de rehaussement du crédit via le FESF. Le downgrade d'un Etat-membre ne conduit pas nécessairement au downgrade des actifs émis par le FESF ». Cela ne fait aucun doute s'agissant d'un petit pays (il suffit de constater les différentes pertes de rating tout au long de 2011 pour en être convaincu) ... mais on peut en douter s'agissant d'un Etat comme la France.

Ecart de taux 10 ans avec l'Allemagne (en pbs)



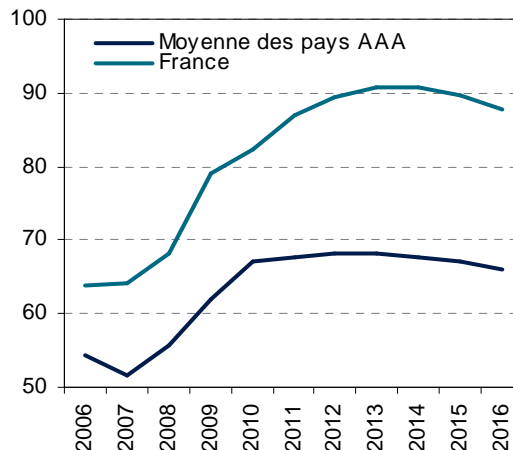
Source : Datastream, Stratégie Amundi

Dette publique / PIB (%)



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Dette publique (en % du PIB) : France vs moyenne des pays AAA de la zone euro



Source : FMI, Stratégie Amundi

Un scénario d'apaisement, avec une maîtrise de la contagion et un dispositif crédible, permettrait « d'acheter du temps », de mener les réformes structurelles nécessaires, de ne pas nécessairement casser la croissance et de rétablir une plus profonde adhésion pour l'union monétaire et la zone euro. Les politiques de rigueur budgétaire et fiscale ont des effets très néfastes sur les populations européennes, et ce d'autant plus que se profilent des élections majeures dans des grands pays comme la France ou l'Allemagne. Dans un tel scénario, il serait alors possible de mettre en application le plan du 26 octobre : un défaut ordonné de la Grèce, une recapitalisation ordonnée des banques, un échange de dette dans le cadre du programme (PSI), une refonte du Fonds Européen de Stabilité Financière (FESF).

Les conséquences du scénario d'apaisement seraient les suivantes :

- **Une remontée des taux longs allemands**, du fait d'une atténuation de la fuite vers la qualité et du regain d'intérêt des actifs de certains pays européens (ceux dont la contagion n'était pas liée à une augmentation de leur probabilité de défaut mais de la défiance envers la zone ou ceux qui ont souffert de la faiblesse du dispositif anti-contagion)
- **Un resserrement des écarts de crédit** : ceux-ci ne reviendront sans doute jamais vers les niveaux qui prévalaient avant la crise financière de 2008, mais pour certains pays (Italie, Espagne, France ...), le potentiel de resserrement est néanmoins important.
- **Un redéploiement du risque vers les classes d'actifs risquées, crédit et actions** notamment, et particulièrement vers les pays qui ont souffert du risque sur les souverains.
- **Une hausse de la valeur des titres financiers.**

Cette reprise des marchés trouvera naturellement une limite : la question sur l'ampleur de la récession déterminera la profondeur et la pérennité du rebond que procurerait l'acheminement vers un scénario d'apaisement. **Plus le passage vers un tel scénario sera long, et plus la récession sera sévère** (rigueur budgétaire et fiscale supplémentaire, anticipations de croissance plus moroses, « deleveraging » des banques plus violent, ample « credit crunch » plus probable ...

Encadré 2 : comment l'Europe en est-elle arrivée là ?

Parmi les raisons de cette crise, il y a bien évidemment le laxisme de certains Etats, l'incapacité de donner de solides garanties sur la maîtrise de la trajectoire de dette, la faiblesse de la croissance ... mais il y a aussi des facteurs aggravants moins « tangibles ». Pour faire simple, on peut avancer quatre facteurs majeurs.

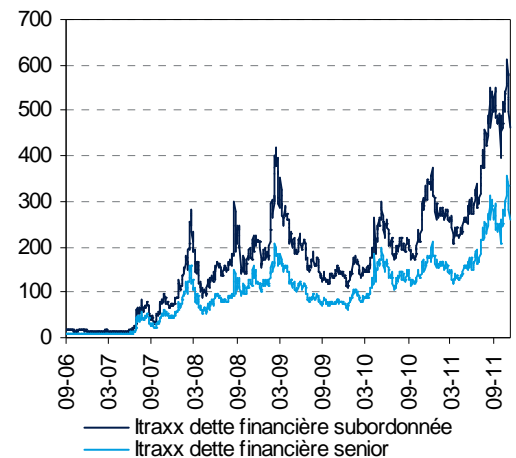
Le dogmatisme : pendant toute la période de construction de l'Union monétaire, la convergence a été le maître mot. Préalable à la mise en place de l'Union, la convergence a été érigée en dogme, et les résultats ont été tels que la perspective de choc asymétrique (exogène et surtout endogène) a été niée. La convergence était devenue une réalité « pesante » (l'histoire montre cependant que la convergence crée de la divergence, et que la divergence crée de la convergence). L'absence de spreads entre Allemagne et les autres pays de la zone euro a généré de la myopie dans les banques centrales, les agences de notations, les salles de marchés, les gouvernements ... L'unicité d'objectif pour banque centrale est également devenu un dogme (qu'il était bien difficile de critiquer ou de remettre en question) qui rend le quantitative easing impossible en zone euro. Pour les « bâtisseurs » de la zone euro, il est devenu impossible de remettre en question le « corpus » pseudo théorique qui a régi les traités et les décisions ...

Le déni : la crise a montré au fil de son déroulement et de son aggravation le manque de réalisme de bon nombre d'officiels qui répondaient « liquidité » à des problèmes de solvabilité, « spéculation » à ce qui était de la capitulation, rigueur budgétaire à ce qui était de la crainte de récession ... autant d'incompréhension entre officiels et investisseurs internationaux qui ont conduit à l'ampleur de la crise actuelle. Après tout, au tout début, la crise était largement gérable (Grèce + Irlande + Portugal), et elle est lentement, mais sûrement devenue hors de contrôle.

Le déficit de gouvernance : le seul garde-fou à une quelconque tentation de dérive (on ne parlait pas de divergence) était le Pacte de stabilité et de croissance, mais la violation de ce pacte (par l'Allemagne en premier, puis par la France, et sans qu'il ne soit question de la moindre sanction), lui a enlevé toute crédibilité. La faible qualité de l'audit des statistiques nationales (cas de la Grèce ces dernières années, mais aussi de l'Italie lors de la création de l'UEM ...), un système de vote très démocratique mais qui apporte de la lourdeur (non nécessaire en temps de crise), un leadership franco allemand parfois peu crédible aux yeux des investisseurs, la lenteur des processus, l'existence de jeux politiques ... tout cela a généré des doutes sur la crédibilité et sur la pérennité de l'ensemble.

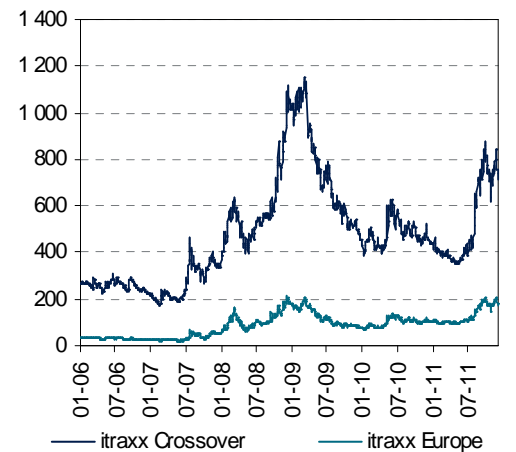
La communication : Depuis de nombreux mois, la communication est peu efficace : tantôt la cacophonie, tantôt les conflits ouverts, tantôt une transparence excessive ... Est-il vraiment utile d'insister en pleine crise sur « les grandes difficultés de l'Italie », et non sur les solutions en cours, ou encore sur le « niveau étonnamment bas des taux allemands » et non sur le soutien aux pays en difficultés (il est sans doute préférable, par des déclarations, de soutenir les Etats en difficulté que d'affaiblir les plus solides).

Indices de dettes financières



Source: Bloomberg, Stratégie Amundi

Indices de dettes



Source: Bloomberg, Stratégie Amundi

Scénario # 2 : l'enlissement

Le scénario de l'enlissement n'est finalement rien d'autre que celui que nous avons sous les yeux depuis deux ans : une dégradation en continu de la situation (voir section précédente pour une présentation des différentes étapes de la crise), des solutions mises en avant par les Etats européens qui ne parviennent pas à endiguer la contagion, les anticipations de défaut ... mais aussi des mesures dont la mise en place prend tellement de temps qu'elles sont déjà dépassées lors de leur mise en œuvre (le Fonds Européen de Stabilité Financière en est un bon exemple). **Dans le scénario d'enlissement, le scepticisme des investisseurs internationaux à l'égard de la zone euro perdure.** Les solutions du plan européen d'octobre ne sont pas crédibles ; elles sont en fait impraticables, les anticipations de défaut grec allant au-delà de 50%, les besoins de recapitalisation des banques étant jugés insuffisants. La contagion perdure, et en l'absence d'un dispositif de lutte efficace, les banques européennes sont forcées de donner des garanties additionnelles de solidité. Elles seraient alors amenées à « deleverager » davantage (ventes d'actifs essentiellement en dollar, ce qui soutient l'euro, toutes choses égales par ailleurs), et à limiter l'offre de crédit, ce qui serait de nature à générer un véritable « credit crunch ». Une récession sévère et sans doute durable s'installerait en zone euro, et ne manquerait pas de frapper également l'Allemagne, compte tenu de la destination de ses exportations (plus de 40% vont vers la zone euro).

Ne négligeons pas non plus le fait que les banques européennes sont très actives dans les activités de « trade finance » international, d'où le risque de contagion vers nombre de pays « émergents ». C'est d'ailleurs une préoccupation déjà bien palpable, notamment en Asie. Autrement dit, de nombreux pays n'ont aucun intérêt à voir le repli des banques (européennes notamment) s'amplifier.

La contagion risquerait même de s'étendre davantage encore vers les pays hors zone euro, ce qui représenterait un impact de second tour pour les exportations allemandes.

“ Un risque majeur pour l'Allemagne ”

Certes, la situation économique allemande est bien meilleure que celle de ses pairs européens (elle a notamment les moyens de relancer sa croissance si besoin est), mais le scénario d'enlissement serait sans doute très négatif dans l'absolu.

Par ailleurs, la rigueur budgétaire imposée en période de contagion ne manquerait pas d'accroître les anticipations de défaut de certains pays européens fragilisés. L'Europe se retrouverait considérablement affaiblie, tant sur un plan politique qu'économique et financier.

En fait, ce scénario est extrêmement dangereux, car il n'est pas stable et est de nature à conduire (sans doute de façon inévitable) vers un scénario d'éclatement.

“ L'enlissement : un équilibre non stable et dangereux ”

Scénario # 3 : l'éclatement

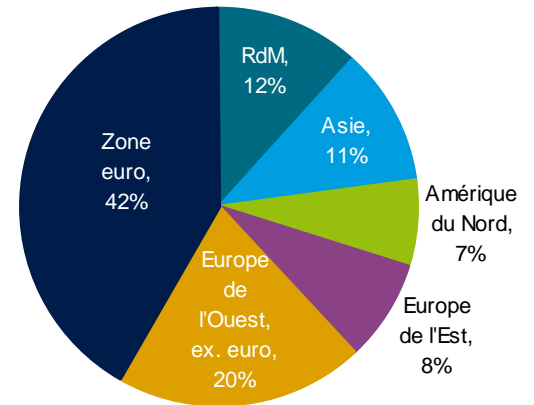
La situation actuelle d'enlissement est difficilement tenable, et il y a fort à parier qu'en l'absence de solutions à la crise viables et crédibles, elle conduise à terme plus ou moins rapproché à un scénario d'éclatement. La Grèce a peu d'intérêt à sortir de la zone euro, ce qui n'est pas le cas de l'Italie par exemple. Un tel scénario signifierait la fin de facto de l'union monétaire. L'Histoire montre (voir notre édition du mois de novembre) que ce sont bien les divergences d'intérêt et les considérations politiques qui ont conduit à la fin des unions monétaires.

On se retrouverait alors avec trois blocs distincts :

- **Un bloc de pays AAA** (s'il en reste vraiment, car tout dépendra de la longueur de la phase d'enlissement) ayant des performances économiques satisfaisantes en termes de finances publiques, de trajectoire de dette et de comptes courants;
- **Des pays périphériques en lutte pour conserver un niveau de croissance décent tout en maîtrisant au mieux leur endettement et éviter tout défaut.** Ces pays ne seraient pas – ou plus – des AAA et n'auraient quasiment plus la moindre chance de voir à court terme leur écart avec les pays AAA se combler de façon significative;
- **Des pays en défaut.** Plus l'Italie reste dans une zone qui s'enlise, et plus le risque de défaut progresse, notamment parce que la croissance fléchit fortement et parce que la contagion ne recule pas.

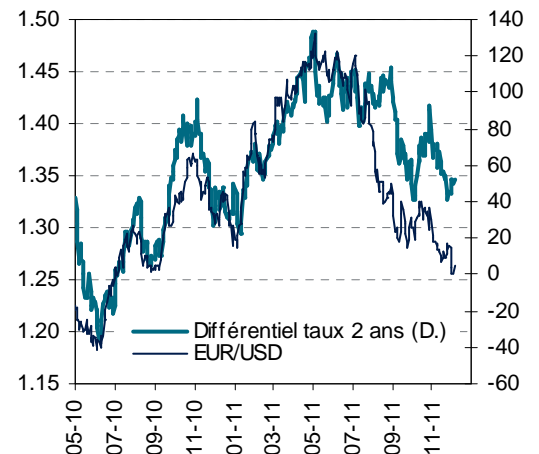
Autrement dit, les Etats européens ont tout intérêt à faire émerger le scénario #1, car les scénarios alternatifs conduisent vraisemblablement à une forme d'éclatement de la zone euro.

Détail des exportations allemandes



Source : Datastream, Stratégie Amundi

EUR/USD vs différentiel de taux 2 ans entre l'Allemagne et les Etats-Unis



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Comment éviter les scénarios d'enlèvement ou d'éclatement ?

Les scénarios #1 et #2 sont synonymes de récession forte et sans doute longue, mais aussi de risques de voir l'union monétaire prendre fin. Comment éviter cela ? Nous avons présenté à plusieurs reprises des conditions nécessaires à la lutte contre la contagion. Au premier rang de ces conditions figure le **dispositif anti-contagion**.

Ce dispositif pose problème depuis le début de la crise, tout d'abord parce qu'il n'y a pas d'investisseur en dernier ressort, mais aussi parce que les pays de la zone euro ne sont pas parvenus à prévoir un mécanisme suppléant cette absence. Plusieurs solutions ont été envisagées, et nombreuses sont celles qui se sont retrouvées confrontées soit au statut de la BCE, soit à la constitution allemande soit au traité de Lisbonne. L'observation du « quantitative easing » (QE) aux Etats-Unis ou au Royaume Uni a montré qu'un tel dispositif a de nombreux atouts :

- Il a évité une chute libre des prix compte tenu de la présence d'un acheteur.
- Il a ensuite permis aux banques de se « deleverager » bien plus vite que les banques de la zone euro.

Certes, il a dégradé le bilan des banques centrales et en a accru fortement la taille, mais il a été efficace et nombreux sont ceux qui ne comprennent pas pourquoi la BCE ne fait pas la même chose. On sait que la BCE ne peut pas faire du QE : contrairement à la Fed, elle est censée stériliser ses achats d'obligations, ce qui veut dire en clair retirer un montant équivalent du marché monétaire, ce qui n'est pas souhaitable dans la situation de crise actuelle.

Autrement dit, la BCE ne peut pas, à l'instar de la Fed ou de la BoE, annoncer un vaste programme de rachat (« *Ce n'est pas sa mission* », martèlent les banquiers centraux) ... sauf à modifier statuts et traités ... ce qui n'est pas le souhait des allemands.

“ *La BCE fait du « Quantitative Easing » sans vraiment le reconnaître ...* ”

En pratique, la BCE achète des obligations souveraines : près de 200 milliards depuis la mise en place du programme de rachat, et 125 milliards au cours des 4 derniers mois, soit l'équivalent de 10 mois de déficit budgétaire italien et espagnol, ce qui est loin d'être négligeable ...

Les grandes différences entre le programme de rachat européen et le programme de QE américain sont :

- D'une part, l'annonce ex ante d'un montant aux Etats-Unis, mais pas en zone euro.
- D'autre part, la certitude que le programme se poursuivrait aux Etats-Unis, et la crainte qu'il soit rapidement interrompu en zone euro.

N'accablons pas trop la BCE qui, après tout veille à sa mission (elle ne peut pas prêter aux Etats-membres qui ont constitué son capital) et a quand même accepté de s'en écarter compte tenu des circonstances. On peut toutefois regretter que n'aient pas abouti (pas encore ?) des pistes telles que la transformation du FESF en banque (qui aurait ainsi un accès à la liquidité des banques centrales), la mise en place de prêts de la BCE au FMI qui aiderait ensuite les Etats européens en difficulté, on encore la transformation avant la date prévue (mi-2013) du FESF en Mécanisme de Stabilité Européen.

La deuxième lacune à régler concerne le potentiel de croissance (un euro trop fort pour certains pays, des taux d'intérêt trop élevés pour d'autres, une compétitivité trop faible, une industrialisation à revoir ...) qui nécessitera des réformes structurelles en profondeur.

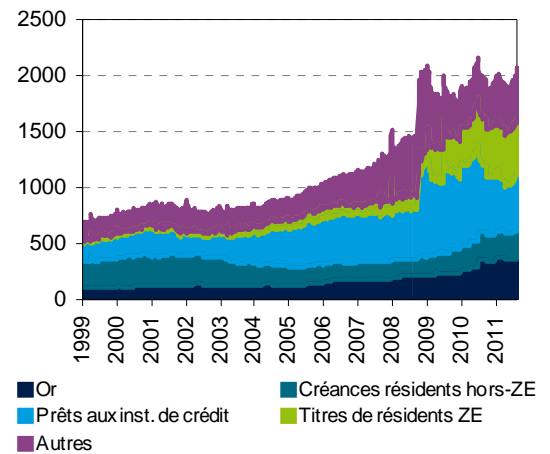
“ *Quelle que soit l'issue de la crise, les Etats européens ne pourront pas faire l'économie de réformes profondes* ”

La troisième lacune est bien évidemment la mise en place d'outils permettant une meilleure connaissance et un suivi plus efficace des finances publiques ... tout cela permettrait notamment l'élimination de la possibilité d'avoir des « passagers clandestins ». Après tout, la Grèce n'avait nul besoin de rigueur dans un environnement de convergence et d'ajustements et garanties assurés par les Etats du noyau dur. Ce monde est révolu ... au tour des européens de mettre en place traités, missions et statuts en ligne avec cette « nouvelle » réalité.

Trois scénarios ... trois allocations d'actifs ?

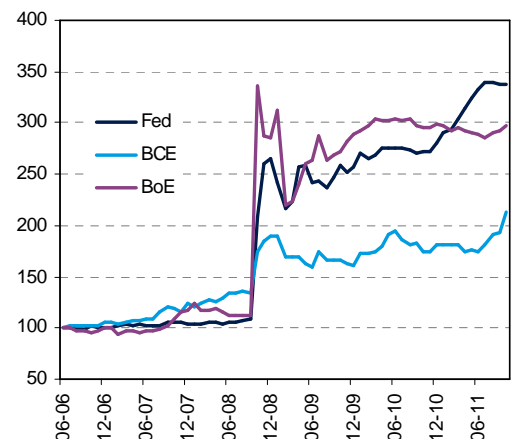
Les trois scénarios présentés ci-dessus représentent des réalités bien différentes ... et conduisent à des allocations d'actifs bien distinctes.

Actif de la BCE (en Mds €)



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Taille de bilan des banques centrales (100 = juin 2006)



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Quelques remarques s'imposent : il n'est pas ici question de probabilité de tel ou tel scénario. Nous avons maintes fois indiqué que nous ne prévoyions pas de scénario d'éclatement (très faible probabilité), que la réalité des marchés et la situation actuelle étaient celle de l'enlisement (probabilité relativement forte de 30%), mais que nous devions converger vers un scénario d'apaisement (probabilité de 65%). Notre allocation d'actifs est restée défensive tout au long de cette crise car les risques associés au scénario d'enlisement sont inquiétants. Pour faire simple, **il faut des actions politiques fortes, viables et crédibles pour sortir du scénario d'enlisement alors que la transition de l'enlisement vers l'éclatement a des risques d'être inévitable si des solutions n'émergent pas.** Si tel est le cas, la chute des classes d'actifs risqués ne serait pas terminée. En tous cas, en l'absence de signes tangibles de la part des banques centrales et gouvernements, il ne paraît pas raisonnable de déployer du risque dans les portefeuilles.

La grille de lecture permettant de définir les conditions d'engagement vers un scénario d'apaisement serait de quatre ordres :

- **Un dispositif anti-crise combinant le FESF** (transformé en banque, il accèderait à la liquidité de la BCE, doté d'une taille importante, il rassurerait quant à sa force de frappe ... quitte à perdre son AAA), **le FMI** (la BCE peut prêter directement au FMI), **et la BCE** (peut-on imaginer qu'elle annonce du QE non pas pour sauver des pays en difficulté, mais pour éviter une pression déflationniste que le faible niveau des taux d'intérêt ne peut pas combattre ?).

- **Un pacte de stabilité « nouvelle formule »** (?) permettant de rassurer sur la rigueur et la discipline à moyen terme (mise en place d'un pacte réduit, avec sanctions réelles ...), ce qui rassurerait également la BCE dans ses achats.

- **Une meilleure gouvernance** dans son ensemble, avec une **harmonisation budgétaire et fiscale**. Français et allemands en étudient la possibilité, ce qui amènerait à changer un traité bilatéral datant de 1963.

- **La conviction que la politique économique ne va pas casser la croissance économique de la zone**. La politique d'austérité n'est pas, à elle seule, la solution aux problèmes de dette. Que les pays en difficulté mettent en place des politiques de discipline budgétaire et fiscale est une chose, que tous les pays de la zone fassent cela en même temps en est une autre. L'idéal serait de voir de la rigueur dans les pays qui en ont manqué, et de la relance dans les pays dont la solvabilité n'est pas en péril. Que l'on parle de baisse de fiscalité en Allemagne n'est pas un message anodin et sans impact.

La grille de lecture permettant de voir si les marchés adhèrent ou non aux solutions présentées par les États européens et les banques centrales est la suivante :

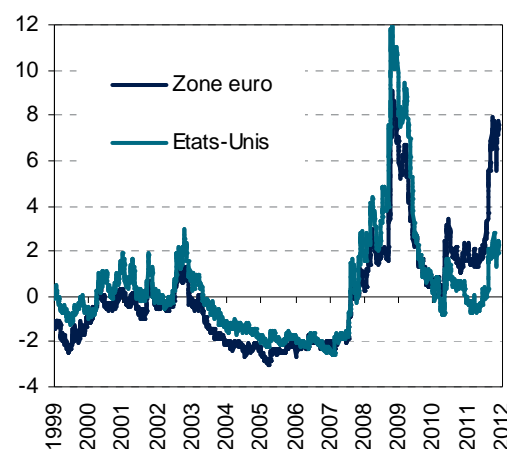
- **Le repli – ou non – des spreads souverains**, notamment des pays AAA, ce qui indique un repli – ou non – des craintes vis-à-vis de la zone euro dans son ensemble ;

- **La faiblesse – ou non – de l'euro**, qui indique si les investisseurs non résidents capitulent encore (ou pas) ;

- **La déconnexion – ou non – des taux allemands vis-à-vis des taux américains** dans les phases éventuelles de fuite vers la qualité.

Le tableau de la page 2 présente les trois scénarios et les trois allocations d'actifs correspondantes.

Indices de stress financier



Source : Datastream, Stratégie Amundi

2 Dette européenne : d'une crise à l'autre

Cela fait maintenant deux ans que la crise de la dette européenne a fait son apparition. Certes, la situation des finances publiques des économies industrialisées est sous observation depuis de nombreuses années, mais la crise financière de 2008 a forcé les États à prendre à leur charge des dettes supplémentaires soit pour tenter d'améliorer la situation économique, soit pour sauvegarder les systèmes bancaires, soit les deux. A cela s'ajoute parfois le poids d'autres dépenses (on pense notamment aux dépenses militaires des États-Unis responsables de près de la moitié de la hausse de la dette publique de ces dix dernières années).

La crise de la dette publique a connu plusieurs étapes successives, très faciles à identifier. Chacune d'entre elles représente une détérioration supplémentaire de la situation de crise.

1^{ère} étape : le problème de la solvabilité de la Grèce est apparu en mars 2010, lorsque G. Papandreou a révélé les vrais chiffres des finances publiques de son pays, ce qui a mis en évidence les réelles difficultés de ce pays (incapacité à maîtriser les dépenses publiques, inefficacité du système fiscal et de collecte des impôts, perte de compétitivité ...), mais aussi la faiblesse de la gouvernance en zone euro (suivi des indicateurs économiques des pays, cohésion entre les pays de la zone, lenteur des processus de décision, difficultés à mettre en place les décisions ...).

2^{ème} étape : la contagion (fin 2010) au Portugal et à l'Irlande, dont le poids (l'hypertrophie) d'un système bancaire totalement à la dérive suite à la crise financière a forcé le gouvernement à adopter des mesures de protection très coûteuses (néanmoins saluées très positivement par les marchés financiers lors de leur mise en œuvre). Ces mesures ont considérablement dégradé les finances publiques et ont conduit ces Etats à se mettre sous la protection du FMI et de l'UE.

3^{ème} étape : une étape très critique, car elle concerne des pays périphériques de taille imposante (premier trimestre 2011). Tant qu'il s'agissait de la Grèce, du Portugal et de l'Irlande, le problème restait amplement gérable : à eux trois ces pays ne représentaient que 6% du PIB de la zone, et 8% du total de la dette publique. Malheureusement, l'Espagne et l'Italie ont rapidement été dans l'œil du cyclone. Une phase d'autant plus critique qu'aucune institution européenne ne peut faire face aux difficultés de ces pays (compte tenu de leur taille) : l'Espagne et l'Italie représentent 28% du PIB de la zone, et 1/3 de la dette publique totale (dont 25% pour la seule Italie). Cela a conduit aux discussions – longues – qui ont mené à la **création du Fonds Européen de Stabilité Financière (FESF)** et aux **critiques sur le rôle de la BCE** dans la crise. Ces discussions ont débouché sur des solutions qui, à chaque fois – et rapidement – ont été unanimement jugées insuffisantes.

C'est incontestablement durant cette phase que la gouvernance a déçu et inquiété la communauté financière, qui s'est questionnée sur l'opportunité d'investir encore dans ces pays. Autrement dit, **la crise et la contagion ont pris une autre dimension - plus inquiétante - lors de cette phase.**

“ *La contagion prend une autre dimension avec les attaques sur l'Italie et l'Espagne* ”

Il faut cependant noter que **durant cette phase, l'euro a très bien tenu le choc**, essentiellement pour deux raisons :

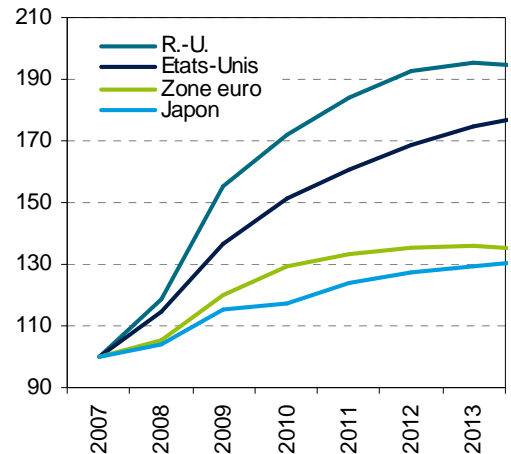
- D'une part parce que **les réallocations de portefeuilles se sont effectuées essentiellement à l'intérieur de la zone euro**. Les investisseurs – de la zone ou non – se sont en effet attachés à réduire leur exposition vis-à-vis des pays périphériques, préférant dès lors des expositions aux pays du noyau dur. En d'autres termes, nous avons assisté à des réallocations neutres sur le plan cambiaire.

- D'autre part parce que **le repli vers les pays du noyau dur a permis une nette baisse des rendements obligataires** (cette fuite vers la qualité a de ce fait amplifié l'élargissement des spreads de crédit souverains), **et les achats massifs de bunds ont permis à l'euro de rester solide** tout au long de la période. Durant cette phase, les taux longs allemands et américains ont évolué en tandem, ces deux marchés étant considérés comme des valeurs refuge. Notons à ce propos que la perte du AAA aux Etats-Unis n'a nullement empêché la baisse des taux longs.

4^{ème} étape : La quatrième phase a, en revanche, révélé la vulnérabilité des pays du noyau dur, et notamment de la France (octobre – novembre 2011). Nous avons montré dans le précédent numéro les **différences entre la France et les autres AAA de la zone euro**. Quel que soit le critère envisagé (déficit public, dette publique, poids de la dette, déficits courants ...), la France ne souffre pas la comparaison. C'est un fait depuis quelques années déjà sans que cela n'affecte les spreads OAT/Bund, mais le contexte actuel a mis en avant la fragilité de la France, au moment où les agences de notation commençaient à émettre des réserves sur le rating de la France. Le spread 10 ans contre Allemagne est ainsi passé de 40pb à près de 200pb en quelques mois, tandis que **le coût de la protection contre un défaut français s'est envolé** pour dépasser les niveaux de risque assignés à des pays comme le Pérou, la Colombie ...

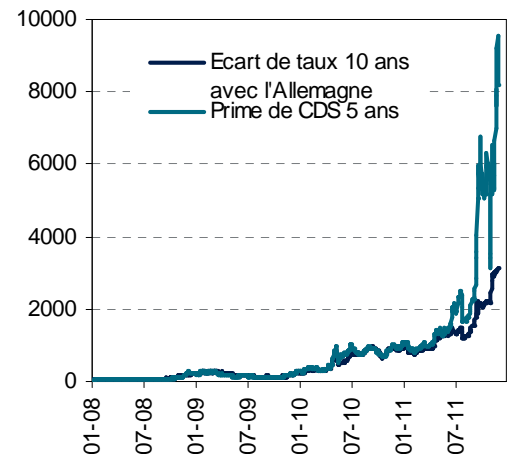
5^{ème} étape : la contagion aux AAA incontestables de la zone euro (mi-novembre 2011). Dans la gradation de la crise, cette étape est majeure. **La contagion aux pays AAA dont la solvabilité n'a vraiment aucun lieu d'être contestée montre qu'il est désormais question de doutes sur la survie de la zone euro elle-même** (ou d'inquiétudes sur l'impact d'une plus forte décote de la dette grecque, ou encore d'une décote d'autres pays de la zone euro).

Évolution des dettes publiques depuis 2007 : Etats-Unis, Royaume Uni, Japon, zone euro



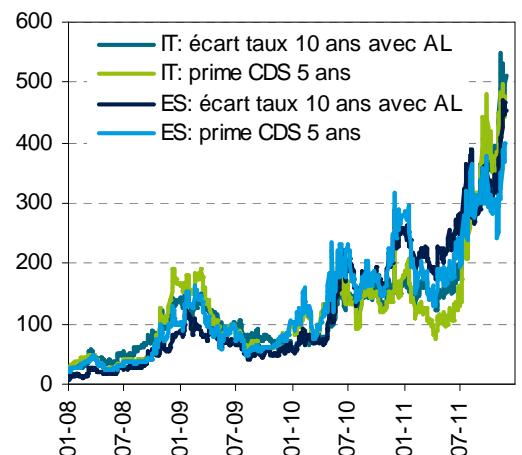
Source : FMI, Stratégie Amundi

Spread 10 ans de la Grèce contre Allemagne et CDS 5 ans Grec



Source : Bloomberg, Stratégie Amundi

Spread 10 ans Italie et Espagne contre Allemagne et CDS 5 ans Italie et Espagne



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Le net élargissement, contre l'Allemagne, des spreads souverains de pays comme l'Autriche, la Finlande, les Pays-Bas, ainsi que le fléchissement prononcé de l'euro montrent clairement que la défiance touche désormais l'ensemble de la zone. Il ne s'agit plus seulement de réallocations de portefeuilles à l'intérieur de la zone, mais bien de défiance sur la zone elle-même. **L'évolution des spreads, le repli des taux allemands et l'évolution de l'euro sont à l'évidence les critères qu'il faut suivre désormais pour peu que l'on veuille détecter des signes – positifs ou négatifs – sur la crise actuelle.**

6^{ème} étape : la contagion à l'Allemagne. Ce qui paraissait impensable il y a quelques mois est arrivé. L'Allemagne, encore perçue comme valeur refuge est désormais, elle aussi, dans le viseur des investisseurs. Il n'est pas ici question d'une spéculation contre l'Allemagne, ou d'un risque de défaut, mais de la **phase ultime de la capitulation.**

“ *L'Allemagne en difficulté ? Ou quand « l'impensable » est devenu réalité ...* ”

L'impossibilité de mener à bien la dernière adjudication de bunds montre à quel point la liquidité est cruciale. Même en étant solvable, si l'accès aux marchés se tarit, tout financement de dette est problématique. La solvabilité est un concept de moyen long terme, la liquidité est un concept binaire – il y en a ... ou pas - et de court terme (elle peut disparaître très rapidement). Tout membre de la zone euro – y compris l'Allemagne - est exposé à ce risque à partir du moment où la survie de la zone est en question. En fait, plusieurs facteurs sont à l'origine de la difficulté de l'Allemagne :

Le coût de la crise : plus il y a de pays touchés, et plus les systèmes bancaires sont affectés, moins il est possible de résoudre la crise (problème de taille) et/ou plus cela est coûteux pour les pays « sauveurs » au premier rang desquels se trouve l'Allemagne.

L'Allemagne n'est plus perçue comme une valeur refuge aussi crédible qu'avant. Le fait d'être valeur refuge a envoyé les taux allemands vers des niveaux très peu attractifs, mais ce n'est pas cela qui a réduit l'incitation à investir. La déconnexion des taux longs américains (qui bénéficient encore des fuites vers la qualité) et allemands (qui marquent le pas sur ce critère) en est une preuve tangible.

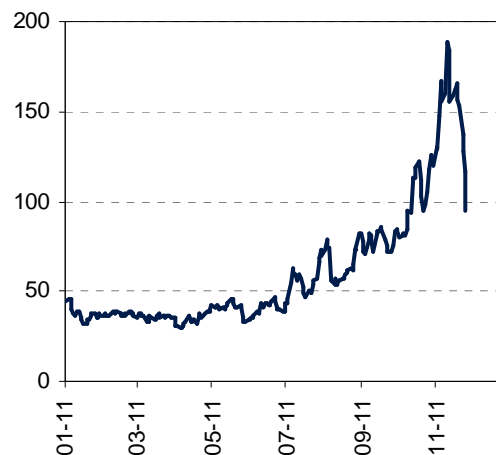
La volonté de certains investisseurs d'éliminer toute exposition à la zone entraîne non seulement une dégradation des spreads européens (y compris des AAA « solides »), mais provoque également une hausse des taux allemands, une déconnexion des taux allemands et américains, et un fléchissement de l'euro.

Le fait que l'Allemagne soit directement affaiblie par la contagion est-il une bonne ou une mauvaise nouvelle ? Il nous semble qu'il s'agit plutôt d'une bonne nouvelle car la situation est claire. L'Allemagne est désormais reléguée dans le club des « vulnérables », et les autorités de ce pays ont tout intérêt à trouver une solution commune avec les autres Etats-membres, et notamment à infléchir certains points de vue trop rigoureux qui ont eu tendance à réduire la crédibilité de la zone et des solutions potentielles. « *Après l'Allemagne, il n'y a plus rien* », entend-on souvent. C'est un fait. Espérons que cela pousse les européens vers une solution rapide et crédible.

7^{ème} étape : le regain de confiance des marchés (fin novembre – début décembre).

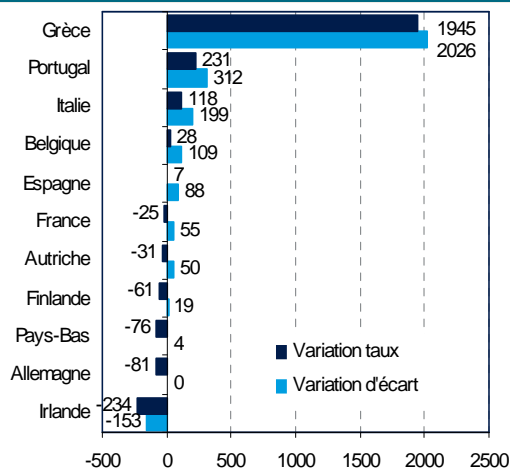
Les marchés financiers ont particulièrement apprécié les premières mesures conjointes décidées par les banques centrales (Fed, BCE, Banque d'Angleterre, du Japon, du Canada et de Suisse ont réduit le coût de liquidités en dollar), tandis que la Banque centrale de Chine décidait de réduire le taux de réserves des banques. Dans le même temps, les discussions en Europe autour de la rigueur budgétaire, de la mise en place d'un nouveau pacte de stabilité, de réformes du Traité de Lisbonne, ont semblé convaincre de la nouvelle détermination des européens à trouver des solutions à une crise qui désormais affectait tous les pays de la zone. En une semaine, les actions européennes gagnaient 12%, l'euro s'appréciait de 2% contre dollar, les spreads souverains se resserraient fortement, influencés par le climat, mais aussi par des rachats de « short ». Cela a aidé les adjudications françaises et espagnoles (le spread 10 ans Français cédait 60pb, le belge 97pb, l'autrichien 50pb, l'espagnol 87pb et l'italien 44pb). À l'heure où nous écrivons, cette belle tendance des marchés devait encore être confirmée par des actions concrètes. **Passer de « l'enlèvement » à « l'apaisement » nécessite de bonnes dispositions de la part des marchés, mais aussi des mesures crédibles et viables** (voir section 1). Seules de telles mesures sont de nature à calmer la pression des populations et des marchés financiers, mais aussi des agences de notation. S&P menace désormais l'ensemble des pays de la zone d'une dégradation très prochaine de leur note, y compris pour les 6 pays notés « AAA » (dont l'Allemagne), la France quant à elle risquant de perdre deux crans ... A suivre de très près.

Spread OAT/Bund 10 ans depuis juillet 2011



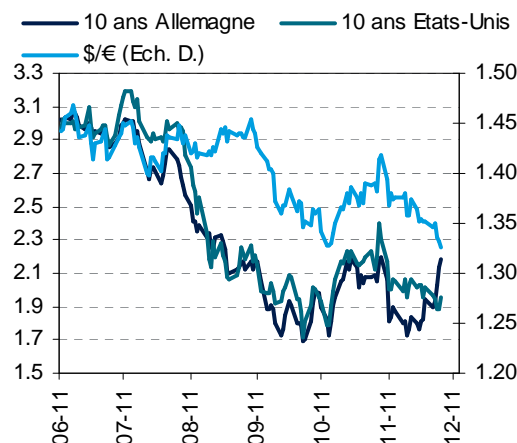
Source : Datastream, Stratégie Amundi

Évolution des spreads souverains des pays AAA contre Allemagne depuis juillet 2011



Source : Datastream, Stratégie Amundi

EUR/USD, 10 ans allemand et US depuis juillet 2011



Source : Datastream, Stratégie Amundi

3 L'euro se stabilise en pleine crise de dette souveraine : retour sur un paradoxe

La crise des dettes souveraines a changé de nature depuis cet été quand l'Italie et l'Espagne sont entrées dans la tourmente. Et elle s'est encore intensifiée avec l'échec partiel de l'adjudication allemande. Désormais, la crise touche l'ensemble des pays triple A de la zone euro, y compris l'Allemagne, dont la dette était considérée comme l'ultime valeur refuge. Dans cet environnement, la résistance de l'euro a de quoi surprendre. En règle générale, on observe que les crises de dettes souveraines s'accompagnent d'une chute de la devise du pays en difficulté. La raison est simple : les investisseurs étrangers vendent les actifs qu'ils détiennent dans ce pays (titres de dettes ou actions). Ceci se produit avec d'autant plus de facilité que les crises de la dette concernent un petit pays en déficit externe, dont les investisseurs peuvent en définitive se passer assez facilement dans leurs portefeuilles. Mais l'euro n'est pas dans ce cas de figure.

Des fluctuations liées à des réallocations de portefeuilles

Les spécificités de la monnaie unique sont nombreuses et permettent d'expliquer son comportement atypique. L'euro est à la fois la devise de pays en crise (pays périphériques) et la devise de pays dont les dettes ont servi (jusqu'à une période récente) de valeur refuge (les pays triple A de la zone euro avec l'Allemagne au premier rang jusqu'à ces dernières semaines). Avec l'intensification de la crise souveraine durant l'été, les investisseurs étrangers ont donc pu vendre la dette périphérique et se reporter sur les dettes les plus « sûres » de la zone, laissant au final le cours de la devise inchangé. En outre, les investisseurs anticipent que si certains pays devaient un jour quitter la zone euro, la « nouvelle zone euro » qui pourrait par exemple se réduire à quelques pays du cœur (voire l'Allemagne) connaîtrait de larges excédents externes. Dit autrement, la parité d'équilibre de l'euro serait alors nettement supérieure à son niveau actuel.

Durant sa courte histoire (qui n'est pas achevée !), l'euro a connu des à-coups puissants, sans rapport avec les fondamentaux et qui l'ont fait fluctuer du simple au double face au billet vert, dans un intervalle allant de 0,83\$ (octobre 2000) à 1,60\$ (novembre 2008). Les mouvements de réallocation de portefeuille expliquent en grande partie ces mouvements.

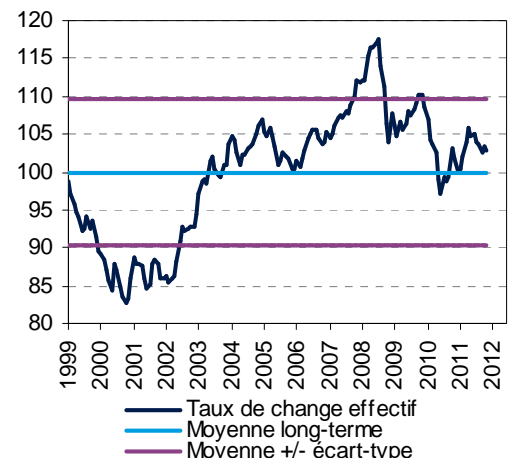
“ L'euro a souvent connu des mouvements sans lien avec ses fondamentaux ”

Paradoxalement, ce qui était alors présenté par certains comme un échec de la monnaie unique en 1999-2000 apparaît, avec le recul de l'histoire, comme le résultat d'une intégration européenne qui était alors « en marche » (cf. encadré). La montée de l'euro à 1,60\$ en novembre 2008 et à 1,50 en octobre 2009 s'explique en grande partie par des mouvements de diversification des portefeuilles des investisseurs étrangers, asiatiques notamment. On observe en effet à cette époque une envolée des entrées de capitaux vers les titres des placements obligataires et monétaires au sein de la zone euro, parallèlement à l'augmentation de la part des réserves de changes des banques centrales vers l'euro.

Aujourd'hui, en dépit de la crise, la zone euro continue d'attirer des investisseurs étrangers. Au total, les entrées nettes de capitaux (actions et titres de dettes) s'élèvent à 335 milliards d'euros au cours des 12 derniers mois, représentant un facteur de soutien pour l'euro. Aussi paradoxal que cela puisse paraître, la résistance de l'euro au cours des derniers mois pourrait résulter de mouvements qui traduisent un délitement de l'euro : la fuite vers la qualité liée à la crise des dettes souveraines a pu doper, au moins jusqu'à une période récente, la demande de titres de dette allemande (perçue comme une valeur refuge) par les investisseurs étrangers. Le rapatriement de capitaux détenus à l'étranger par les résidents de la zone euro – qui ont besoin pour se désendetter de mobiliser des actifs – se traduit in fine par des entrées nettes de capitaux dans la zone.

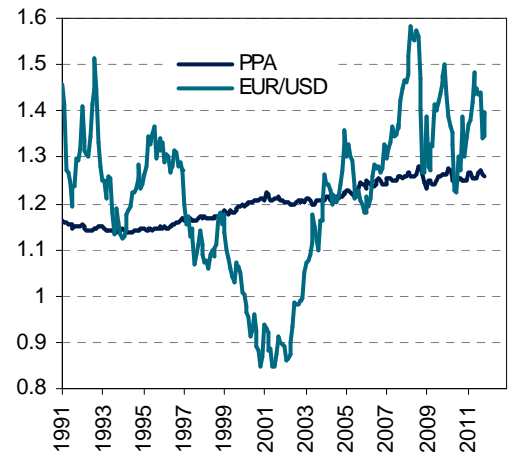
Dans ces deux cas de figure, il en résulte une augmentation temporaire de la demande d'euros qui vient contrecarrer les positions spéculatives des cambistes. Ces dernières sont, quant à elles, logiquement positionnées à la baisse de la devise. Par ailleurs, on observe que la volatilité implicite sur l'euro/dollar (que ce soit à 6 mois ou 1 an) est très au dessus de son niveau du printemps 2010 (quand l'euro était tombé à 1,20\$) et proche de son niveau de mars 2009 (quand l'euro était à 1,25\$), ce qui signifie implicitement que les opérateurs de marché cherchent à se prémunir contre un mouvement baissier de la devise.

Taux de change effectif réel de l'euro



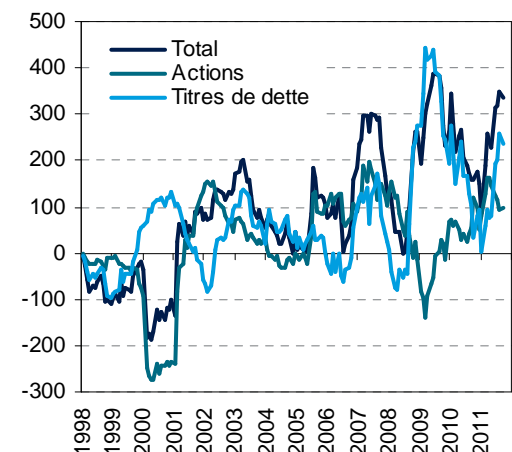
Source : Datastream, Stratégie Amundi

EUR/USD et sa valeur d'équilibre selon la parité de pouvoir d'achat



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Zone euro : flux nets de portefeuille (Mds €)



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Mais les flux de capitaux jouent en sens inverse : un examen rapide de la corrélation entre la balance de base et l'euro suggère que ce dernier pourrait être aujourd'hui supérieur à 1,50\$! Dit autrement, une fois passés les mouvements de réallocation de portefeuilles en cours, la monnaie unique pourrait très vite revenir sur des niveaux de l'ordre de 1,20\$-1,25\$, proches de sa parité d'équilibre.

Encadré 3 : Un effondrement de l'euro en deçà de la parité face au dollar est-il envisageable ?

Après son introduction à une parité de 1,18\$ (1er janvier 1999), l'euro s'est ensuite continuellement déprécié tombant face au dollar américain à un plus bas historique de 0,83\$ en octobre 2000. Même s'il s'est ressaisi à compter du printemps 2002, il sera resté au total près de trois années en deçà de la parité face au dollar (2000-2002). Cette phase de faiblesse de l'euro correspond à une phase de faiblesse de l'euro face à toutes les devises. Compte tenu de l'intensité de la crise des dettes souveraines et des risques de délitement de l'euro, certains ont pu craindre qu'un tel scénario ne se reproduise. Mais la situation actuelle est différente à plus d'un titre

La chute de l'euro était moins liée à une crise de défiance des investisseurs étrangers, qu'à la diversification des portefeuilles des résidents de la zone euro. Avec la constitution de l'euro, les investisseurs de la zone se sont retrouvés détenir subitement une part « exagérée » de titres libellés dans la même devise. Le souci de mieux diversifier les portefeuilles a été alors particulièrement visible du côté des actions : entre 2000 et 2002, la zone euro a enregistré des sorties de capitaux au titre des actions de l'ordre de 200 Mds € par an !

Durant la même période, on observe que la balance courante passe d'un léger excédent (de l'ordre de 0,5% du PIB) à un déficit de l'ordre de 1,5% du PIB fin 2001. Du côté des investissements directs, le bilan était également légèrement négatif. La balance de base qui agrège la balance des transactions courantes aux investissements directs étrangers (IDE) et aux entrées nettes de titres de portefeuilles (actions et obligations) s'avère avoir été un bon indicateur avancé des fluctuations de l'euro depuis sa naissance, et permet notamment de bien rendre compte, à la hausse comme à la baisse, des phases de surréaction de la devise européenne.

Quand l'euro est tombé au plus bas en octobre 2000, la balance de base élargie de la zone euro était en déficit de près de 5,0% du PIB, tandis qu'elle est aujourd'hui en excédent de près de 3,0% du PIB (cf. graphique). Si l'on exclut les obligations de la mesure de la balance de base (en ne conservant que les IDE et les actions), l'histoire ne change pas fondamentalement : on passe d'un déficit de 4,0% du PIB en 2000 à un excédent de 1,0% de PIB en 2011.

Ce ne sont pas les transactions courantes qui expliquent ces larges fluctuations, mais les mouvements de capitaux qui correspondent à des mouvements de réallocation des portefeuilles. En effet, la zone euro continue d'enregistrer dans son ensemble un solde courant proche de l'équilibre, les déficits externes massifs des pays périphériques sont compensés par les excédents des pays du noyau dur.

Par ailleurs, la situation a complètement changé du côté du dollar. Avec l'expansion du bilan de la Fed depuis la faillite de Lehman, et la dynamique incontrôlée de la dette publique américaine, c'est le statut même du billet vert en tant que devise dominante du système monétaire international qui est aujourd'hui en question. Le dollar est tombé en termes de taux de change effectif réel à son plus bas niveau des 50 dernières années. Le dollar continue certes de dominer les échanges internationaux (en tant que devise de facturation), et – dans la mesure où le marché des titres du Trésor américain demeure le plus profond et le plus liquide au monde – il conserve encore son rôle de valeur refuge dans les phases extrêmes d'aversion pour le risque (comme l'illustre la faillite de Lehman). Ceci étant dit, une réappréciation durable du dollar contre toutes devises du type de celle observée à la fin des années 1990 nous paraît exclue. Une raison de plus pour ne pas voir l'euro sombrer !

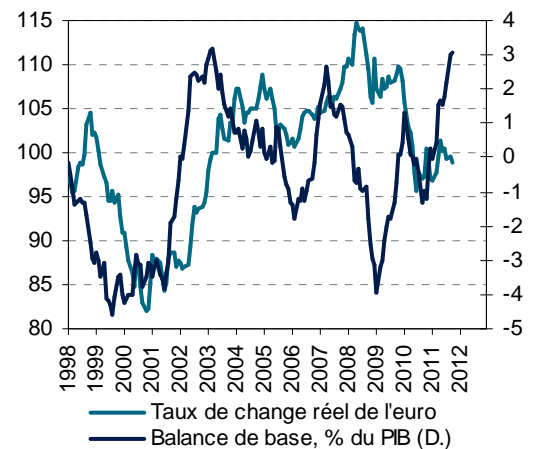
L'euro est-il devenu une devise « too big to fail » ?

Si la crise s'intensifie, les investisseurs étrangers peuvent-ils liquider rapidement tous leurs avoirs en euro ? La réponse est probablement non. La monnaie unique peut certes se déprécier mais - sauf scénario extrême de retour de tous les pays de la zone euro à leurs devises nationales – elle ne peut pas s'effondrer. L'euro (comme le dollar) est en effet une devise dont les investisseurs internationaux ne peuvent pas brutalement se passer, tout simplement parce que nulle autre place financière n'a la capacité d'absorber rapidement la demande d'actifs qui résulterait de la vente de leurs actifs. A l'appui de ce diagnostic, on observe que la composition des réserves de change des grandes banques centrales n'a pas radicalement changé au cours des dernières années (cf. graphique).

Le dollar demeure la monnaie dominante du système monétaire international mais le recours à la planche à billets par la Fed fait douter les investisseurs du statut de réserve du billet vert. L'euro – deuxième devise mondiale en importance dans les échanges internationaux – s'est retrouvée comme monnaie de placement privilégiée par défaut.

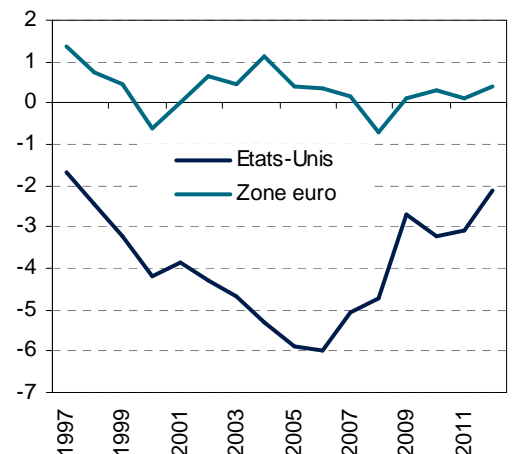
“ *Le dollar reste la monnaie de réserve ... mais il a perdu de sa superbe* ”

Zone euro : taux de change réel de l'euro (100= moyenne LT) vs balance de base



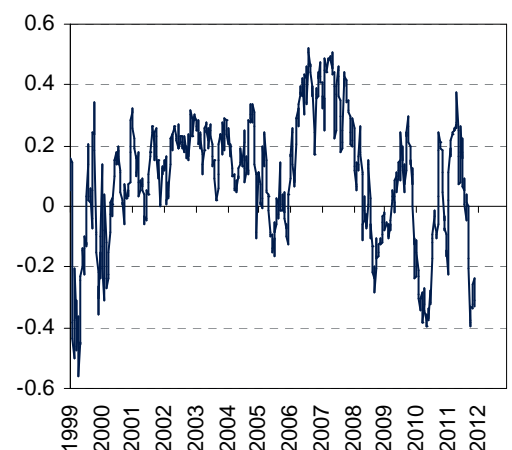
Source : Datastream, Stratégie Amundi

Balance courante (en % du PIB) : Etats-Unis vs zone euro



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Euro : positions spéculatives nettes



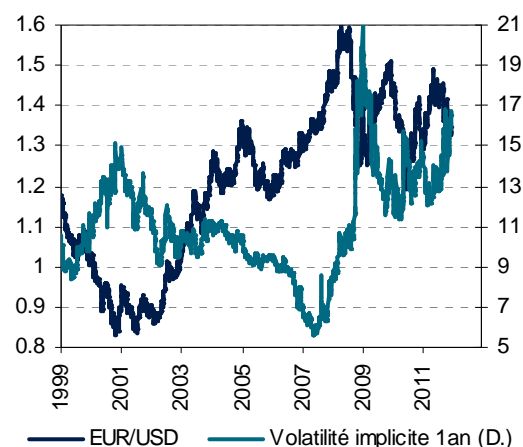
Source : Bloomberg, Stratégie Amundi

Le début de la crise des dettes souveraines met fin à cet épisode. Entre la fin 2009 et le printemps 2010 (apogée de la 1ère crise grecque), les craintes de délitement de la zone euro ont fait retomber la monnaie unique de 1,50\$ à 1,20\$ en moins de six semaines. A noter que durant cette période, la balance de base de la zone euro s'est dégradée rapidement, passant d'un excédent à un déficit de plus de 1% du PIB, une situation qui tranche avec la période actuelle où l'excédent de la balance de base est proche de 3%.

Les banques centrales des grands pays émergents qui ont diversifié leurs avoirs vers l'euro (entre autres) au cours des dernières années seraient les premières victimes d'une baisse marquée de la devise. Même si la crise souveraine a mis fin aux velléités des banques centrales des pays émergents d'accroître leur exposition à l'euro, elles ne lui ont pas trouvé de substitut. La relative stabilité de la composition des réserves de change illustre qu'il n'y a plus aucune place pour se cacher dans l'univers des devises ! Le yen s'est stabilisé car la BoJ s'est engagée à lutter contre son appréciation. La Banque centrale suisse a, de son côté, opté pour un ancrage à l'euro qui s'est avéré crédible (depuis début septembre, l'euro évolue dans un intervalle étroit de 1,20 à 1,23 franc suisse). Le renminbi n'est pas encore convertible et ne peut donc pas encore servir de réserve de valeur pour les investisseurs étrangers. Les autres devises (dollars australien et canadien, livre britannique) n'ont pas la profondeur de marché suffisante pour jouer les substituts. Enfin, l'or a déjà beaucoup grimpé. Son ascension n'est peut-être pas terminée mais en aucune façon, il ne pourrait venir se substituer à des grandes devises.

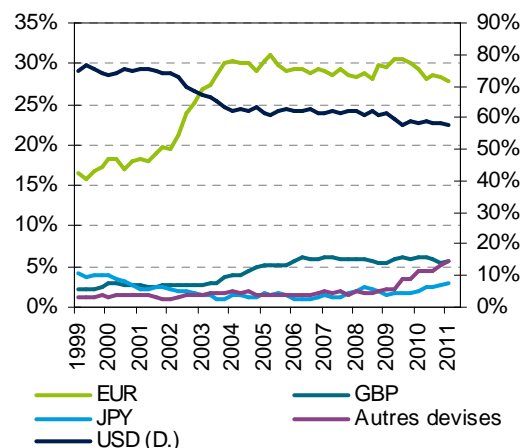
En définitive, la pression qui s'exerce sur l'euro peut bien sûr s'intensifier dans les mois qui viennent, notamment si la crise des dettes souveraines ne trouve pas d'issue favorable. Mais la pression vendeuse qui s'exerce sur la monnaie unique restera vraisemblablement limitée...

EUR/USD et sa volatilité implicite 1 an



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Composition des réserves de change des pays émergents (% des réserves allouées)



Source : FMI, Stratégie Amundi

4 Du « deleveraging », mais pas encore de « credit crunch » au niveau européen !

La BCE a publié son dernier « bank lending survey » au mois d'octobre qui montre un resserrement sensible des critères d'octroi de crédits des banques aux entreprises non financières (et aux grandes entreprises en particulier) et aux ménages (pour le crédit à l'habitat notamment).

L'intensité du resserrement des conditions de crédit aux PME a monté de 3% au Q2 2011 à 14% au Q3 2011 alors qu'il a crû pour les grandes entreprises de 3% au Q2 2011 à 19% au Q3 2011. Le pourcentage est calculé comme la différence entre la somme des % de banques répondant que les conditions ont été resserrées et celles répondant qu'elles se sont assouplies.

Le durcissement des conditions de crédit révélé par ce sondage ne constitue pas une surprise compte tenu des annonces de deleveraging faites par les banques européennes (réduction des opérations de financement de projets notamment), lesquelles se traduisent par le non renouvellement des lignes de crédit de financement à l'international arrivant à maturité (renchérissement du coût de funding en monnaie étrangère rédhibitoire pour la rentabilité des opérations) et par une augmentation sensible du pricing offert par les établissements de crédit sur des financements consommant beaucoup de liquidités (opérations en \$ notamment). Les derniers rapports de brokers font mention d'une **réduction des actifs bancaires comprise entre €1.5tr et €2.5tr au cours des deux prochaines années**, dont environ €1tr déjà annoncés à ce jour par les banques européennes. La plupart de ces annonces de deleveraging concernent des actifs en dehors de la zone Euro (généralisation d'un recentrage régional des financements bancaires, n'impliquant pas d'impact pour l'instant sur l'économie réelle en Europe).

Le sondage BCE indique également que les banques européennes ne s'attendent pas à ce que la demande de crédits aux entreprises redevienne positive au quatrième trimestre (19% anticipent une réduction annuelle de la demande de crédit à court terme).

Il en va de même pour les conditions d'octroi de crédits aux ménages, le pourcentage des banques mentionnant un nouveau resserrement des conditions de crédits à l'habitat s'est monté à 18% au Q3 2011 contre 9% au trimestre précédent et 11% des banques européennes s'attendent à un nouveau resserrement des conditions de crédit pour ce type de prêts au quatrième trimestre.

Ce durcissement des conditions de crédit ne se traduit pas encore par une contraction des encours de crédit en Europe

A fin septembre, la croissance des crédits en Europe était de +2.3% par rapport à fin septembre 2010 (+3.2% sur les ménages et +1.3% sur les entreprises). Depuis l'éte dernier, on note toutefois une inflexion dans le rythme de croissance des crédits en Europe (croissance séquentielle désormais inférieure à 1% sur une base trimestrielle).

Les banques anglaises, irlandaises et espagnoles enregistrent une contraction de leurs encours de crédits depuis 2009, tant sur les entreprises que sur les ménages.

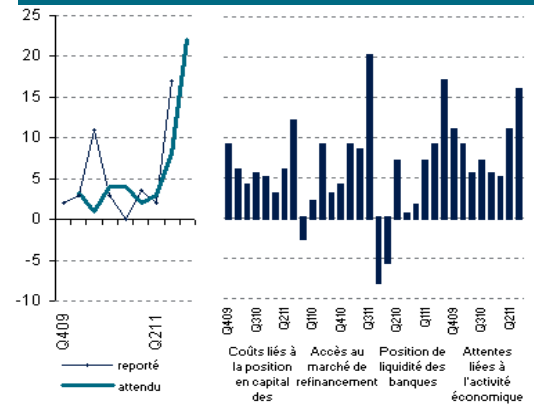
En revanche, les banques françaises et italiennes continuent d'afficher des croissances d'encours dynamiques (environ +5% yoy) et ce, malgré un environnement économique de plus en plus déprimé.

Doit on s'attendre à « un credit crunch » en Europe au vu des derniers sondages BCE sur le resserrement des critères d'offre de crédits et sur la contraction de la demande de crédits? La réponse est non à court terme mais la tendance rapide à la détérioration reste à surveiller.

La Banque de France a mené une étude sur les interprétations prédictives à donner au sondage sur la période 2003-2009. Elle démontre que la distribution du crédit réagit négativement à un resserrement de l'offre et positivement à une augmentation de la demande. S'agissant des crédits aux entreprises, une augmentation de 30 points des conditions d'offre de crédit conduit historiquement à un affaiblissement de 0.9% de la croissance des crédits. De façon analogue, une diminution de 30 points de la demande de crédit conduit à une baisse de 1% du taux de croissance des crédits. Bien que les tendances récentes soient négatives à la fois sur les conditions d'offre de crédit et la demande de crédit, **nous ne pouvons pas encore anticiper de futur credit crunch mais les risques s'accroissent fortement.**

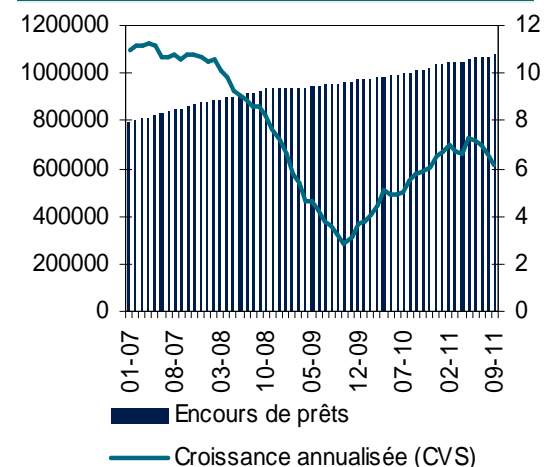
En revanche, il est pertinent de suivre l'évolution de ces sondages d'opinion sur les conditions de l'offre et de la demande de crédit car **ils constituent statistiquement un très bon indicateur avancé, de l'ordre de trois trimestres, sur l'évolution des crédits aux entreprises et aux ménages.**

Eléments déterminants dans les conditions d'offre de crédit en Eurozone



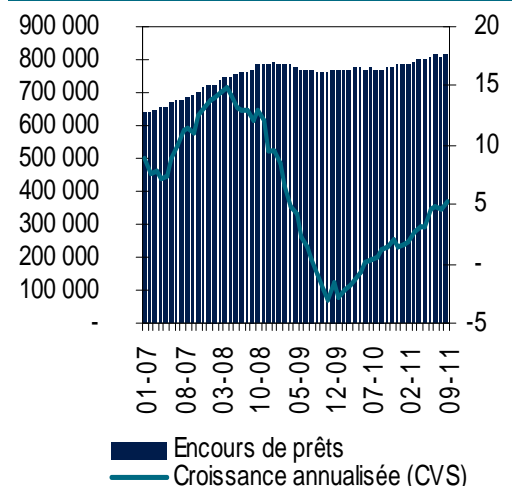
Source : BCE, Amundi Analyse Financière

Prêts aux ménages en Eurozone



Source: Amundi Financial Analysts

Prêts aux entreprises en Eurozone



Source: Amundi Financial Analysts

5 Effet pays : une analyse via des mesures de risque

Les marchés évoluent depuis 2008 dans un régime de corrélation élevée entre les actifs et de grande instabilité se traduisant par des pics de volatilité. C'est une configuration de marché difficile pour la gestion active. Dans de telles phases, les indicateurs de risque tels que la corrélation, la dispersion, la concentration offrent des éclairages intéressants à différentes étapes du processus d'investissement tant pour la gestion du risque actif des portefeuilles que pour la détection du potentiel de génération d'alpha. Revenons dans un premier temps sur la définition et l'utilisation de ces mesures, avant de préciser leur lien avec le cycle de volatilité. Nous illustrons ensuite ces mesures en prenant le cas de l'allocation pays en zone euro et dans les pays émergents.

Encadré 4 : Corrélation, dispersion, concentration : des notions bien distinctes

La corrélation mesure les co-mouvements entre les titres. Une corrélation élevée est signe d'un potentiel de diversification amoindri et tend à accroître le risque total du portefeuille. La corrélation augmente quand le risque systématique (risque commun à tous les actifs : croissance, inflation, conditions de liquidité...) s'accroît par rapport au risque idiosyncratique (risque spécifique à un actif donné). Si on prend l'exemple des marchés d'actions, de manière intuitive, lorsque la variabilité des titres est majoritairement influencée par des facteurs macroéconomiques au détriment de facteurs spécifiques aux titres, les co-mouvements sont importants. En utilisant les paramètres usuels des modèles multi-facteurs: σ_M^2 pour la variance systématique, β pour la sensibilité du titre au risque systématique et σ_ϵ^2 pour la variance idiosyncratique, on peut établir que la corrélation est fonction du rapport :

$$\frac{\beta^2 \sigma_M^2}{\beta^2 \sigma_M^2 + \sigma_\epsilon^2}, \text{ ainsi lorsque } \frac{\sigma_\epsilon^2}{\beta^2 \sigma_M^2} \text{ décroît, la corrélation s'accroît.}$$

Au début des années 2000 de nombreuses études, documentaient la remontée tendancielle de la volatilité idiosyncratique par rapport à la volatilité systématique. Le rapport de forces s'est indubitablement inversé depuis 5 ans sur fond de baisse de la visibilité macroéconomique. Dans ce contexte les modèles de risque multifactoriels sont particulièrement efficaces pour mesurer le risque des portefeuilles et appréhender la structure des corrélations entre les actifs du portefeuille. Ils sont pertinents dans les processus d'investissement via leur capacité à mesurer la sensibilité des portefeuilles aux différentes sources de risque systématique (croissance, inflation, conditions de liquidité...).

La dispersion mesure l'écart de rentabilité entre les actifs à un instant donné. On s'intéresse usuellement à la dispersion (écart type) des rentabilités mensuelles. Elle permet de mesurer le potentiel de génération d'alpha d'un marché. La dispersion permet de repérer les gisements d'opportunités (sélection de titre, allocation pays, secteurs ou d'actifs), tant dans une optique tactique que stratégique. Plus la dispersion est élevée, plus le potentiel de surperformance (et de sous-performance) ou de génération d'alpha pour la gestion en performance absolue augmente. La capacité à fournir la bonne hiérarchie des rendements espérés perd de son utilité dans un environnement où la dispersion est faible. Les mesures de dispersion sont également pertinentes dans une optique d'allocation du budget de risque à différents types de stratégies et pour calibrer les paris actifs. On associe souvent de manière approximative corrélation et dispersion en considérant qu'une forte dispersion est synonyme de faible corrélation et inversement. Pourtant ces notions recouvrent des concepts différents. Deux titres peuvent être très corrélés mais présenter une forte divergence de performance en raison d'un écart de volatilité ou de beta. Par exemple, avant la brutale remontée de l'aversion au risque de l'été, on observait au sein des émergents une baisse des corrélations, sans remontée de la dispersion, faute de remontée de la volatilité. Inversement dans la période actuelle de remontée de la volatilité, les dispersions augmentent parallèlement aux corrélations en zone euro.

La dispersion augmente avec le risque systématique et spécifique. Une hétérogénéité croissante entre les profils de risque des actifs (c'est-à-dire les β) génère aussi de la dispersion, c'est ce qu'on observe aujourd'hui en zone euro (changements de statut des pays périphériques).

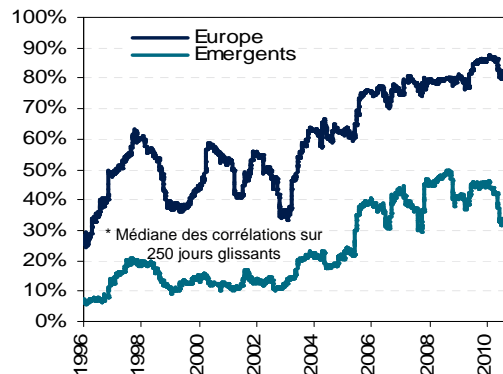
La concentration : un marché est concentré si la performance des actifs sous-jacents peut être expliquée par un nombre restreint de facteurs communs. Plus le risque est concentré, plus le marché est vulnérable et volatile, et moins il y a de diversification possible entre les titres. On détermine généralement les facteurs de risques communs aux actifs à l'aide d'une analyse en composante principale, ensuite la proportion de la variance expliquée par les 2 ou 3 premiers facteurs communs nous donne une mesure de la concentration.

On peut compléter le panorama par l'introduction d'une autre mesure de risque : la dépendance en cas de choc. Elle complète les mesures de corrélation et apporte un éclairage sur le potentiel de diversification et la vulnérabilité du portefeuille dans les marchés baissiers. Elle mesure la probabilité que deux actifs A et B subissent des pertes majeures simultanément, à l'aide de la probabilité conditionnelle :

$$PC_{t,t}^{A,B} = \Pr(r_{A,t} \leq VaR_A^\alpha | r_{B,t} \leq VaR_B^\alpha)$$

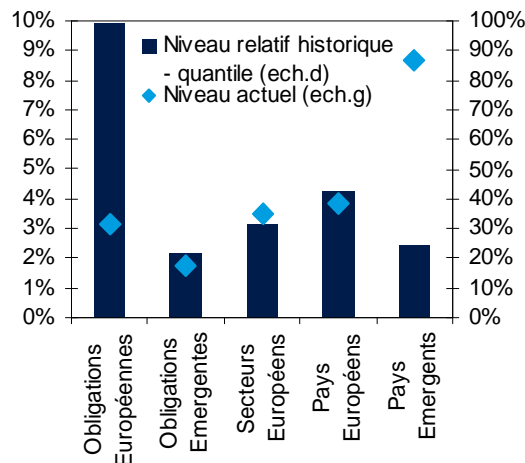
où $r_{A,t}$ et $r_{B,t}$ sont les rendements respectifs des actifs A et B à l'instant t, et VAR^α leur Value-at-Risk au seuil α .

Corrélations entre pays au sein de l'Europe et des pays émergents



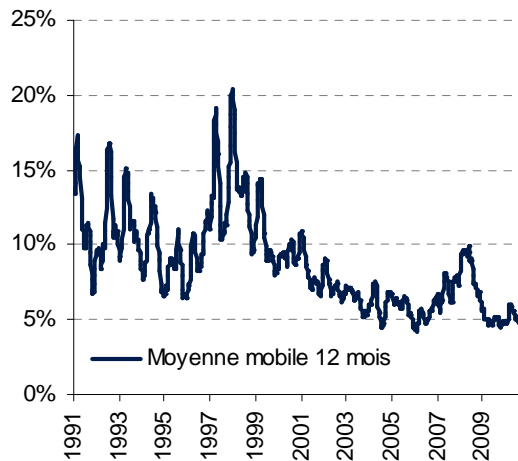
Source : Datastream, Stratégie AMUNDI

Dispersion des rentabilités au sein de l'Europe et des émergents



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Dispersion entre les performances pays au sein des émergents



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Un régime de fortes corrélations depuis 2008

Les corrélations oscillent depuis 2008 autour d'un niveau historiquement élevé (cf graphique 1). Ces oscillations sont une bonne illustration du profil asymétrique des corrélations, qui sont plus élevées dans les marchés haussiers que dans les marchés baissiers. En particulier, les marchés internationaux ont une corrélation plus élevée avec le marché américain en phase de hausse qu'en phase de baisse. La crise récente a bien illustré le potentiel limité de la diversification régionale dans les phases de baisse.

La persistance d'un régime de fortes corrélations depuis 2008 est à relier au régime de volatilité. Ils sont la manifestation d'un même phénomène, à savoir la forte incertitude sur la croissance économique. Des études récentes relient le niveau de corrélation, de volatilité sur les marchés et sur les taux d'intérêt, qui sont tous déterminés par un facteur commun : le niveau d'incertitude attaché à la croissance économique. Il est d'ailleurs intéressant de noter que la remontée des corrélations observée depuis 2002 et qu'on explique souvent par des facteurs structurels (mondialisation) a été accompagnée par une remontée tendancielle de la prime de risque, autre manifestation de la remontée du risque spécifique (cf encadré 4). On note, malgré tout un début de normalisation des corrélations au sein des émergents depuis 2009. Ce n'est évidemment pas le cas en Europe (Cf 1^{er} graphique, page précédente).

“ La dispersion en zone euro revient vers les niveaux du début des années 90 ”

Les opportunités de marché se déplacent en fonction du cycle de volatilité.

En période de remontée de volatilité, il faut privilégier l'allocation sectorielle et pays au détriment de la sélection de titres. Les opportunités se déplacent vers les secteurs (pays) car la dispersion inter-secteurs (pays) croît plus vite que celle des titres. Dans ces phases de marché, les titres au sein d'un même secteur (pays) tendent à répondre de manière uniforme aux facteurs macroéconomiques. Les investisseurs discriminent alors peu sur la base des bénéfices futurs ou de la valorisation relative. Autant d'opportunités de stock-picking qui se révéleront fructueuses dès que la volatilité se sera normalisée et que les corrélations auront amorcé leur décrue. Le VIX à cet égard est particulièrement utile pour la gestion en performance absolue.

La remontée de l'effet pays en zone euro

On constate une remontée tendancielle des dispersions inter-pays en zone euro depuis 2008. Il est d'ailleurs frappant de constater (cf 2^{ème} graphique ci-contre) que pour la première fois depuis le début des années 90, la dispersion pays est aujourd'hui plus élevée que la dispersion inter-secteurs sur les marchés d'actions en Europe. La dispersion sur les marchés obligataires euro est quant à elle à un plus haut historique. A titre de comparaison, les marchés émergents connaissent une configuration opposée, avec une dispersion inter-pays plutôt faible par rapport à l'historique malgré une baisse des corrélations.

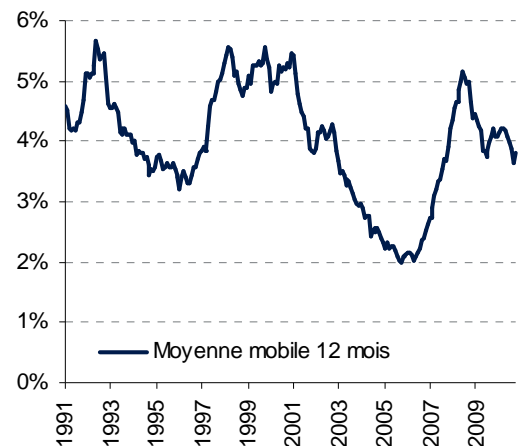
En Zone euro, la remontée du risque pays s'est manifestée très clairement sur les marchés d'actions par une forte remontée des dispersions entre les valorisations des pays. Après une longue période de convergence, les valorisations divergent à nouveau depuis 2 ans de manière très marquée (cf 3^{ème} graphique). On revient vers les niveaux du début des années 90.

Dans le contexte actuel d'incertitude accrue, l'importance croissante du risque pays en zone euro doit être envisagée comme un risque de portefeuille qui doit être géré, plutôt que comme une source additionnelle d'alpha et de stock-picking. Ces opportunités pourront être exploitées une fois que les corrélations amorceront leur baisse.

Les émergents restent un gisement d'opportunité très fertile

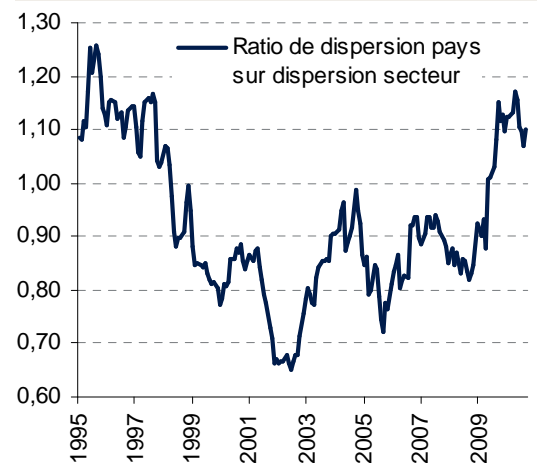
Bien que les dispersions inter-pays soient historiquement faibles depuis 2008 au sein de la zone émergente, elles restent malgré tout les plus élevées en absolu (cf 2^{ème} graphique page précédente). Les émergents continuent d'offrir un champ d'opportunité très favorable. Dans un contexte où le directionnel reste globalement incertain, ils constituent un gisement attractif pour les stratégies de performance absolue.

Dispersion entre les performances pays au sein de la zone Euro



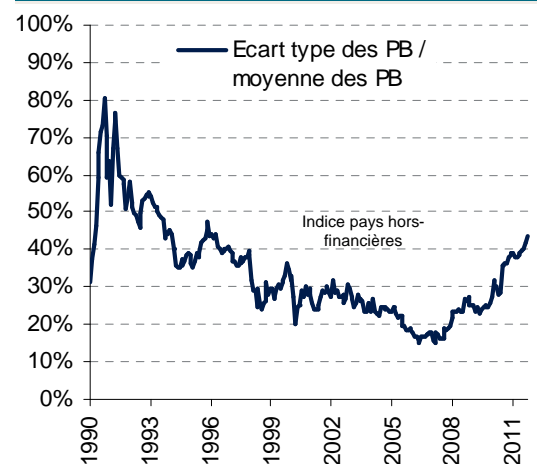
Source : Datastream, Stratégie Amundi

Dispersion inter-secteurs contre dispersion inter-pays en Europe



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Remontée de la dispersion des valorisations entre les pays de la zone Euro



Source : Datastream, Stratégie Amundi

6 Chine : Un atterrissage domestique heurté mais contrôlé

Une mutation du modèle de croissance

Au cours de la décennie 2000, le PIB de la Chine a crû en moyenne de 10.3% par an. Cette performance a été réitérée en 2010. Depuis le début de l'année 2011, l'économie chinoise connaît en revanche un ralentissement. Le PIB est passé de 9.7% à 9.1% entre les premier et troisième trimestres. Cette décélération devrait tendanciellement se poursuivre au cours des prochaines années.

La Banque Mondiale indique que la croissance potentielle n'est plus que de 8.4% pour la période 2010-2015 et le gouvernement chinois ne donne plus qu'un objectif minimum de 7% de croissance pour les cinq prochaines années (contre +8% lors du 11^{ème} plan quinquennal). Le ralentissement de la Chine doit s'accompagner d'une mutation de son modèle de croissance, comme l'envisage le 12^{ème} plan quinquennal. Il s'agit de développer la consommation domestique pour compenser le ralentissement prévisible de la croissance de l'investissement et des exportations.

Le taux d'investissement de la Chine atteint 48%. Il est largement supérieur à la moyenne des pays de l'OCDE (19%). Il correspond également au maximum observé au Japon et en Corée lors de leur grande phase de développement. Ce taux d'investissement résulte de l'effort considérable mené pour développer les infrastructures et du boom dans le secteur de la construction. Ces deux secteurs concentrent désormais près de 50% de l'investissement en Chine. Le développement des infrastructures devrait se poursuivre sur un rythme élevé, grâce au 12^{ème} plan quinquennal qui prévoit des dépenses cumulées de 15 trn CNY dans ce domaine (38% du PIB actuel sur cinq ans), et l'investissement dans le secteur immobilier devrait ralentir.

Le marché immobilier a connu une croissance débridée au cours des dernières années. Dans les grandes villes chinoises, les prix des logements ont flambé. Le taux d'accessibilité à la propriété s'est alors fortement dégradé. A Pékin ou à Shanghai, pour acquérir une surface de 90 mètres carrés, il faut désormais respectivement plus de 24 et 18 années de revenu moyen. Les classes moyennes ont ainsi beaucoup plus difficilement accès à la propriété, ce qui est source de tensions sociales. Par ailleurs, la forte hausse du marché immobilier a généré le développement de programmes immobiliers excédentaires par rapport à l'évolution de la demande. Les achats de terrains ont augmenté de près de 30% en 2010, et la hausse s'est accélérée à près de 60% en glissement annuel à la fin du premier semestre 2011. Du fait de la hausse des prix, les ventes de surfaces habitables n'ont pas suivi la même tendance.

Elles ont augmenté « seulement » de 8% en 2010 et 14.3% à la fin du premier semestre 2011 en glissement annuel. Les stocks de logements invendus ont alors grossi de 50%, en passant de 8 mois de vente en 2009 et en 2010 à 12 mois de vente fin septembre 2011.

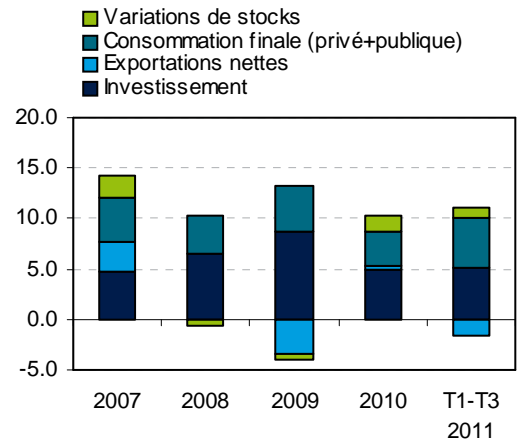
“ Les autorités brident les prix immobiliers pour calmer les tensions sociales ”

Une contribution négative attendue de l'immobilier et des exportations en 2012

Dans le but principal d'infléchir la dynamique haussière sur les prix et de calmer les tensions sociales, les autorités chinoises ont mis en œuvre des mesures restrictives sur le marché immobilier : la demande a été rationnée dans une trentaine de villes, les principaux taux d'intérêt directeurs ont été augmentés de 1%, les réserves obligatoires ont été relevées de 15% à 21% et les ratios prudentiels sur les banques ont été accrus. Les banques présentant un risque de caractère systémique doivent augmenter leur Tier 1 à 9.5% d'ici 2013 tandis que les autres doivent porter ce ratio à 8.5% d'ici 2016.

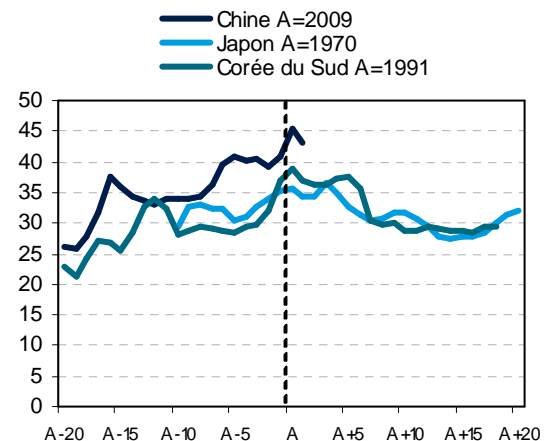
Les effets de telles mesures se font ressentir depuis l'été 2011 sur la construction. Les achats de terrains ont freiné à +7.2% en glissement annuel à la fin du troisième trimestre 2011 tandis que les mises en chantier de nouveaux espaces ont décéléré de +32% en glissement annuel en août à +2.2% en octobre. Cette série affiche empiriquement une corrélation forte avec l'investissement résidentiel.

Chine: contributions à la croissance, %



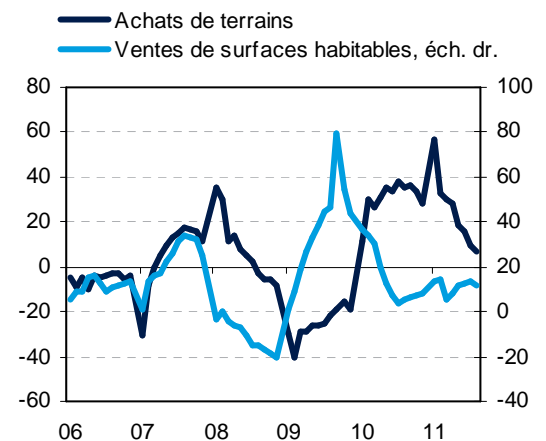
Source: IMF, NBS, Stratégie Amundi

Taux d'investissement (FBCF/PIB, %)



Source: World Bank, Stratégie Amundi

Marché immobilier : achats de terrains et ventes de surfaces habitables



Source: Bloomberg, Stratégie Amundi

Ce dernier devrait alors apporter une contribution négative à la croissance au cours des prochains trimestres. L'impact devrait néanmoins être amorti par la construction de logements sociaux, comme prévu dans le prochain plan quinquennal. Celui-ci programme la construction de 36 millions de logements, pour subvenir à 144 millions de personnes, soit 20% de la population urbaine. Au regard de ces éléments et des évolutions récentes de l'offre et de la demande de logements, selon nos estimations, il faudrait que la construction immobilière se contracte de moins de 5% pour combler les déséquilibres constatés. Cela veut dire une contribution négative à la croissance inférieure à 0.5%, vu son poids dans le PIB (environ 10%). L'ampleur de l'ajustement dépendra largement du maintien ou de la levée des mesures restrictives sur la demande.

En plus de l'immobilier, le commerce extérieur devrait apporter une contribution négative à la croissance au cours des prochains trimestres, du fait de la dégradation de la demande mondiale, liée à la crise de la dette dans les pays développés. Lors des trois premiers trimestres de 2011, la contribution de la balance commerciale à la croissance a déjà été de -0.5%. L'ampleur de l'impact du ralentissement de la demande mondiale dépend naturellement de la contagion de la crise européenne aux autres zones géographiques.

Si seule la Zone Euro connaît une récession et que la croissance mondiale reste proche de 3%, comme nous l'envisageons dans notre scénario central, l'impact devrait s'avérer limité (contribution des exportations nettes à la croissance proche de -0.5%), puisque la Zone Euro ne compte que pour 15% environ des exportations de la Chine. En revanche, si la crise européenne s'aggrave et provoque une récession mondiale, l'impact sera beaucoup plus marqué. La croissance des exportations de biens chinois avait baissé de +8.3% à -10.7% en 2009 (la balance commerciale apportant une contribution négative à la croissance de -2.2%) lorsque la croissance mondiale s'était contractée de -0.7%.

La consommation domestique comme relais de croissance

Le 12ème plan quinquennal chinois propose alors de développer des relais de croissance à la demande internationale et à l'investissement en stimulant la demande des ménages. Une accélération de la consommation paraît d'ailleurs aujourd'hui probable en Chine. Les revenus disponibles nominaux des ménages urbains et ruraux ont respectivement progressé en moyenne de 9.7% et de 8.9% lors des cinq dernières années. Les salaires minimums ressortent même en hausse de 22.9% en 2010. Les autorités chinoises entendent poursuivre cette dynamique, puisqu'elles garantissent une hausse des salaires minimums réels de 7% en moyenne dans le 12ème plan quinquennal (des mesures de soutien aux PME sont alors envisagées car ces dernières sont les plus exposées à l'augmentation des coûts de production).

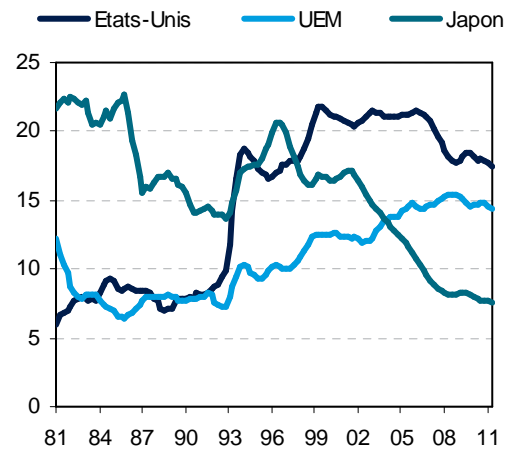
La progression des salaires réels devrait être facilitée à court terme par la désinflation en cours. La variation annuelle de l'Indice des Prix à la Consommation est passée de 6.5% à 5.5% entre les mois de juillet et d'octobre, du fait des effets de base sur la composante alimentaire (représentant près de 30% de l'indice CPI).

« La consommation est un réservoir de croissance que la Chine va alimenter »

Or, ces derniers devraient continuer de se faire ressentir jusqu'à la fin de l'année et faire baisser l'inflation chinoise vers 4%. Cela va accroître le revenu réel des ménages, vu que dans le même temps, les indicateurs avancés sur l'emploi ne montrent pas de signes de contraction. Par ailleurs pour soutenir la consommation, les autorités chinoises prévoient d'augmenter leurs prestations sociales. L'objectif des autorités de faire passer la consommation de 37% du PIB à près de 40% du PIB paraît alors crédible.

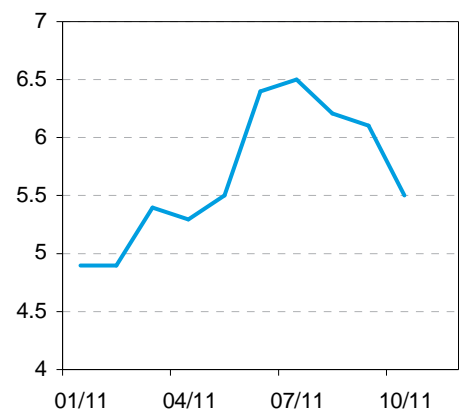
La transformation d'un modèle économique ne peut se faire sans à-coups. La Chine doit apurer des excès sur son marché immobilier et gérer la situation financière de ses banques et de ses collectivités locales (cf encadré page suivante). Néanmoins, l'effort de la Chine devrait rester important pour accroître les dépenses d'infrastructures. La Chine dispose par ailleurs d'un réservoir de croissance, via la consommation des ménages, pour poursuivre sa phase actuelle d'expansion à un rythme soutenu. Sauf choc majeur sur la croissance mondiale, la croissance chinoise devrait diminuer graduellement, et dépasser encore 8% en 2012.

Exports vers le G3 (% du total des exports, moyennes mobiles 4 trimestres)



Source: Datastream, Stratégie Amundi

Chine : Indice des Prix à la Consommation



Source: Datastream

Dynamique de dette publique : scénario central Amundi



Source: Bloomberg, Stratégie Amundi

Encadré 5 : Banques chinoises – une évaluation récente du FMI (*)

Depuis 1978, l'économie chinoise a crû de 10% en moyenne par an. Cette impressionnante performance économique s'est accompagnée d'une croissance élevée et de très importantes réformes du secteur financier incluant une recapitalisation des banques, la mise en place d'un système de régulation prudentielle ainsi qu'une succession de réformes affectant le mécanisme de formation des taux d'intérêt. Malgré ces importants progrès, le secteur financier demeure assez peu développé. Les marchés des capitaux demeurent étroits limitant les possibilités de financement des petites et moyennes entreprises, contraignant l'émergence de produits de couverture suffisamment sophistiqués et liquides. A titre d'exemple, le marché obligataire chinois est aujourd'hui très peu diversifié (essentiellement des titres publics) et d'une taille d'environ 50% du PIB domestique chinois soit environ 2900 milliards de dollars. A titre de comparaison, celui des Etats-Unis est égal à 2,5 fois le PIB américain ce qui représente plus de 36 000 milliards de dollars. Cette insuffisance de profondeur des marchés des capitaux induit une concentration des flux d'investissement à la recherche de rendement sur quelques segments, générant un risque plus élevé d'apparition de bulles. Le marché immobilier est fortement soupçonné d'être confronté à ce risque à court terme.

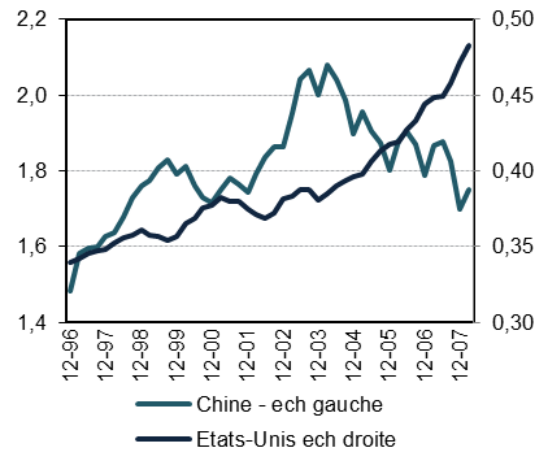
Par ailleurs, cette maturation en devenir place les banques dans une position dominante en matière d'intermédiation financière. Près de deux tiers - 63% précisément - des actifs détenus par les banques chinoises le sont par les quatre principales banques chinoises (China Construction Bank, Industrial and Commercial Bank of China, Bank of China, Agricultural Bank of China) selon les chiffres du Fond Monétaire International. Chacune d'elles affiche une taille de bilan d'environ 25% du PIB chinois soit environ 1500 milliards de dollars. De surcroît, l'état chinois, en tant qu'actionnaire principal, continue d'utiliser le système bancaire de l'Empire du Milieu comme instrument de politique économique. Le plan de relance 2008 a été déployé via du crédit bancaire. En contrepartie de ce rôle économique crucial, les autorités imposent un encadrement très rigide du crédit (cible de taux, cible quantitative d'octroi de prêts etc...).

Le risque que représente aujourd'hui une baisse des prix de l'immobilier met en lumière les distorsions découlant des inefficiences actuelles. Prima facie, l'exposition des banques commerciales chinoises au secteur immobilier est faible : 20% du montant total de prêts (11400 milliards de yuan soit 1790 milliards de dollars). Ceci étant, l'exposition effective est probablement beaucoup plus importante. Le système bancaire chinois a énormément recours aux prêts à hypothèques ou de garanties. On estime entre 30 et 40% la proportion de ces derniers. Pour la plupart, les actifs utilisés en garantie sont immobiliers. L'inconfort actuel découle des distorsions induites par l'encadrement du crédit. Celui-ci a incité les banques chinoises à avoir recours au hors-bilan ainsi qu'à distribuer des produits structurés de crédit (Cf. « Banques chinoises faut-il vraiment s'inquiéter? » p.29 – numéro 11 novembre 2011).

Dans ce contexte, le FMI en collaboration avec les autorités de régulation bancaires chinoises a mené des stress tests sur un panel de 17 établissements. Parmi les éléments positifs, aucun établissement ne dispose d'un ratio de solvabilité inférieur à 8%. Une baisse de 30% des prix de l'immobilier ne devrait induire qu'une baisse d'un quart de point en moyenne des ratios de solvabilité. Les réserves en capital sont importantes. Un choc entraînant une dépréciation de 15% des actifs des quatre principales banques n'abaisserait le ratio prudentiel en deçà du seuil de 8% que pour deux établissements sur les 17 de l'échantillon. Le risque de taux semble maîtrisé et dans un contexte d'assouplissement à venir par la banque centrale celui-ci ne figure pas parmi les risques les plus probables. Quant au risque de change, il est simplement nul du fait qu'il est quasiment intégralement porté par la banque centrale. Ceci dit, il subsiste deux points délicats. Le premier réside dans le fait que les banques dépendent fortement du marché interbancaire domestique malgré des dépôts stables et peu coûteux (grâce au plafonnement des rémunérations sur dépôts à terme). Le second est plus préoccupant. Ces tests ont été conduits sur des échantillons de données limités surtout en ce qui concerne le hors-bilan des banques prévenant une analyse des risques effectifs pour cette partie.

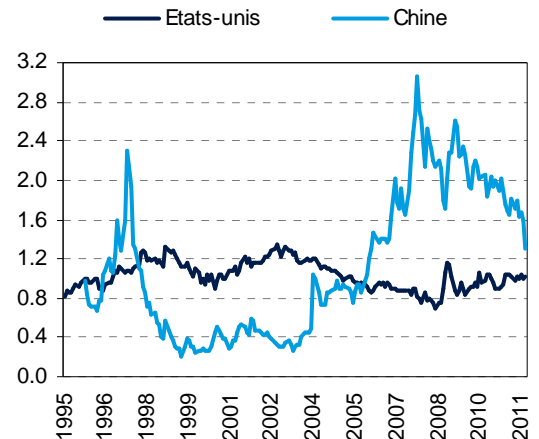
(*)IMF Country Report N°11/321 November 2011 « *People's Republic of China: Financial Stability Assessment* »

Stock de prêts rapporté au PIB



Source: Bloomberg, Stratégie Amundi

Banques - Multiple prix - fonds propres



Source : Datatstream, Stratégie Amundi

7 Secteur de l'énergie : amélioration des fondamentaux malgré le scepticisme

Les prix du pétrole baissent depuis le début du mois de mai, les opérateurs craignant que le ralentissement de la croissance du PIB ne pèse sur la demande. Cependant, les tensions persistantes sur le marché ont permis aux cours de se maintenir jusqu'à présent à des niveaux relativement élevés. Selon nous, cette situation ne devrait pas changer significativement.

Alors que le prix du Brent est en situation de déport depuis le début 2011, la courbe à terme du WTI coté sur le Nymex est passée de report en déport fin octobre, témoignant des tensions importantes sur le marché *spot*. Cette évolution est importante car le contrat sur le WTI à l'échéance la plus rapprochée était en report depuis 2008. Historiquement, une telle situation se traduit par une tension durable sur les prix *spot*.

Jusqu'à présent, la demande mondiale de pétrole est restée soutenue malgré la détérioration de la conjoncture macroéconomique. Ces derniers mois, l'Agence internationale de l'énergie (AIE) a légèrement révisé à la baisse sa prévision de demande, sans pour autant constater une destruction importante de la demande. Selon le scénario macro de base (+3,9 % du PIB mondial en 2012), la demande mondiale devrait augmenter d'environ 1,3 mb/j (soit +1,5 %) par rapport à 2011. Et même avec un scénario moins optimiste (+2,6 % du PIB mondial en 2012), la demande mondiale devrait rester légèrement positive (+0,3 %).

S'agissant de l'offre, l'AIE a de nouveau abaissé sa prévision de la production non-OPEP ces derniers mois, en raison de nombreuses fermetures d'installations en Mer du Nord et Amérique latine, pour des raisons météorologiques et politiques. L'offre des pays non membres de l'OPEP ne devrait donc augmenter que très peu en 2011 (+0,3 %). Les prévisions pour 2012 sont plus encourageantes (+1,1 mb/j, à 53,8 mb/j, soit +2,0 %). La production de pétrole libyenne s'est redressée plus rapidement que prévu. Il faudra toutefois encore 18 mois pour renouer avec le niveau d'avant conflit (1,5 - 1,6 mb/j).

Concernant l'OPEP, l'offre de pétrole brut a légèrement augmenté ces derniers temps, et les capacités inutilisées théoriques sont proches de 3,6 mb/j. Les capacités inutilisées effectives sont estimées à seulement 2,8 mb/j, si l'on excepte le brut lourd d'Arabie Saoudite. Ce qui montre que le marché du pétrole souffre actuellement de tensions, avec seulement 3 % à 4 % de capacités inutilisées à l'échelle mondiale.

Le marché mondial du pétrole est sous-approvisionné depuis 2010, et cette situation n'a pas changé aujourd'hui. Le solde entre la demande mondiale et l'offre totale est négatif et exerce des pressions sur les niveaux des stocks. Cette situation va probablement s'améliorer l'année prochaine, mais très modestement. A moyen terme (d'ici 2015), les capacités inutilisées de l'OPEP devraient augmenter, mais à un rythme relativement lent.

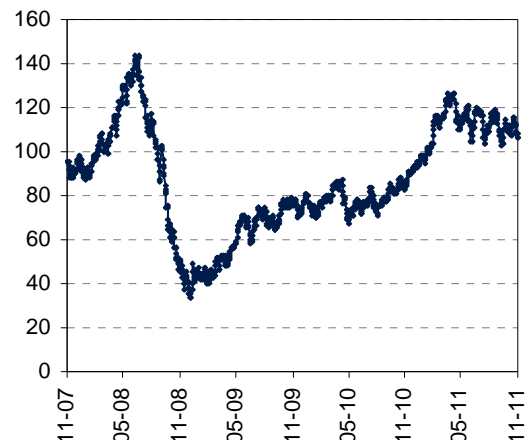
La décorrélation apparue récemment entre les prix du Brent et du WTI est due à trois facteurs : le manque de flexibilité des réseaux de pipeline, des capacités de transport insuffisantes pour évacuer le pétrole brut et ses et ses dérivés du Midwest américain ainsi qu'une très forte hausse des livraisons de pétrole américain et canadien de schistes bitumineux et shale oil.

“ *Le marché mondial du pétrole est sous-approvisionné depuis 2010* ”

L'écart entre les prix du Brent et du WTI s'est nettement réduit récemment, mais il devrait persister probablement encore un ou deux ans. Les taux de remplacement des réserves sont remontés en 2010 et les sociétés affichent des chiffres corrects depuis trois années consécutives. Les perspectives à moyen terme concernant les profils de production semblent également en voie d'amélioration. Par ailleurs, les bilans des sociétés restent robustes et la visibilité est bonne sur les dividendes. Les fondamentaux du secteur des services pétroliers restent globalement positifs, et ce grâce à plusieurs facteurs : l'engagement de l'OPEP à maintenir les prix au-dessus de 90 USD le baril, le fait que la grande partie des projets envisagés sont rentables avec un prix du pétrole inférieur à 80 USD / baril, et enfin le fait que la plupart des groupes pétroliers affichent des bilans très solides. Les perspectives du secteur de la construction offshore sont encourageantes, grâce notamment à la résistance des prises de commandes et aux perspectives extrêmement attractives de nouvelles commandes importantes devant encore être attribuées.

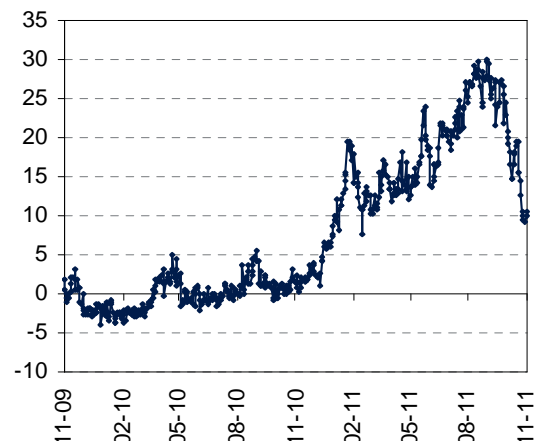
Pour toutes ces raisons, Amundi conserve une opinion positive à l'égard du secteur Energie.

Contrat à terme 1 mois sur le Brent



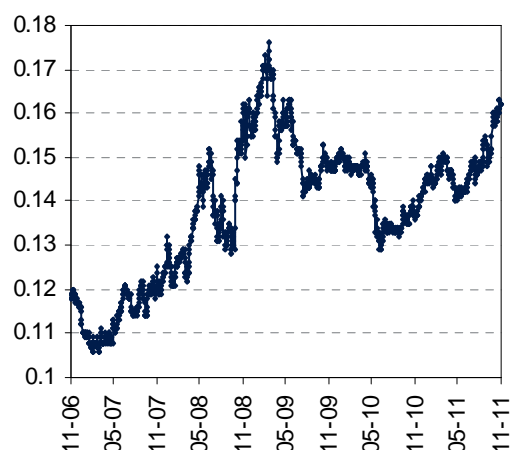
Source : Datastream, Amundi Analyse financière

Différentiel Brent-WTI



Source : Datastream, Amundi Analyse Financière

Performance du pétrole vs. l'indice MSCI Europe



Source : Datastream, Amundi Analyse Financière

8 Le pétrole a-t-il vraiment besoin d'un nouveau Quantitative Easing (QE3) américain ?

Le prix du pétrole est-il encore cyclique ?

Jusqu'à la fin de l'été, et en dépit des signes de ralentissement des économies développées, la demande mondiale de pétrole est restée bien orientée (voir section précédente). Dans cet environnement le prix du baril est resté à un niveau élevé. Depuis lors, l'intensification des menaces de récession en zone euro et d'un ralentissement dans les économies émergentes plaiderait, toutes choses égales par ailleurs, pour une baisse du baril.

Néanmoins, le prix du pétrole est devenu moins cyclique que par le passé. Dans les cycles économiques des trente dernières années, le prix du baril avait tendance à se comporter comme un stabilisateur contra-cyclique automatique. Lorsque l'économie était en croissance, la possible surchauffe de l'économie était ralentie par un prix du pétrole en hausse et inversement lorsque l'économie ralentissait, le prix bas du pétrole participait à la relance de l'économie mondiale. Mais l'abondance de liquidité à l'échelle mondiale a rompu ce lien mécanique entre prix du pétrole et équilibre offre/demande physique.

Cette dernière pourrait augmenter à nouveau avec la reprise d'un programme d'achats d'actifs (« Quantitative Easing, QE») par la FED pour la troisième fois depuis 2008. Cette hypothèse a été mentionnée par plusieurs membres du conseil de la FED même si pour le moment il n'y a eu aucune communication officielle. Quelques soient les titres achetés, les achats se feraient par création monétaire ce qui augmenterait la liquidité. Certes la corrélation entre période d'achat d'actifs et hausse du prix du baril est évidente (graphique 1) mais la corrélation n'est pas la causalité.

Par quels mécanismes le QE influence le prix du baril ?

D'un point de vue théorique, deux canaux de transmission peuvent expliquer le lien entre liquidité et prix du pétrole :

- L'abondance de liquidité augmente les anticipations d'inflation et diminue les taux d'intérêt réels. Ceci a pour objectif de relancer la croissance et donc la consommation de pétrole.
- L'augmentation de liquidité fait baisser le dollar et les investisseurs couvrent leurs positions en achetant des actifs délivrés en dollar comme le pétrole ou l'or. On trouve d'ailleurs une forte corrélation sur long terme entre le taux de change effectif réel américain, qui est tombé à son plus bas niveau depuis les cinquante dernières années, et le prix du baril de pétrole (graphique 2).

Quel impact les QE ont sur le pétrole ?

Le premier QE annoncé en mars 2009 avait pris les marchés par surprise avec une hausse de 24% dès le premier mois. Par la suite, le pétrole n'a cessé d'augmenter jusqu'à la fin des rachats en mars 2010. Sur cette période, le prix du baril de Brent a augmenté de 57%.

“ Les QE ont augmenté le prix du baril de pétrole de 55% en moyenne ”

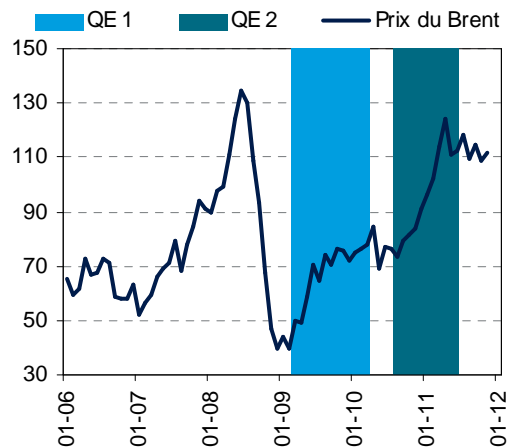
Lors du second QE, annoncé en août 2010 lors de la conférence de Jackson Hole et qui s'est achevé en juin 2011 le prix du baril de pétrole a progressé de 52% pour s'établir aux alentours de 112\$ par baril. En moyenne donc, les deux périodes d'achat massif de la Fed ont été suivies par une hausse de 55% du prix du baril de pétrole.

Entre les deux QE, le prix du baril a baissé de 10% et de 6% depuis la fin du second.

L'abondance de liquidité agit donc très positivement sur le prix du baril de pétrole et sur les matières premières de façon générale. La mise en place d'une nouvelle période d'achat de titres lors d'un QE3 fera donc augmenter le prix du baril.

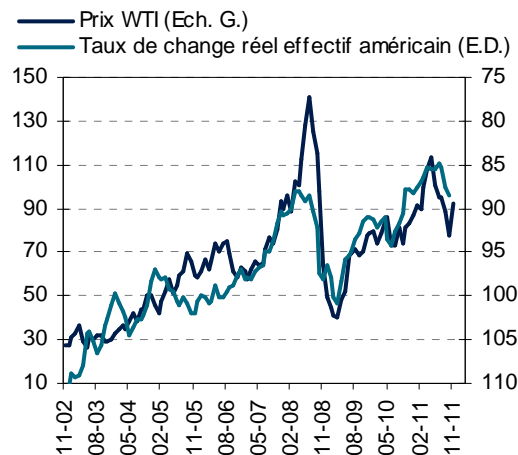
Dans ces conditions, la menace d'un ralentissement économique plus marqué aurait des répercussions limitées sur le prix du baril. D'un côté c'est une bonne nouvelle pour les actions matières premières et les matières premières elles-mêmes. En revanche, cela fera perdre un peu plus au pétrole son rôle de stabilisateur que l'on observait dans les récessions des trente dernières années.

Effet des QE sur le prix du Brent



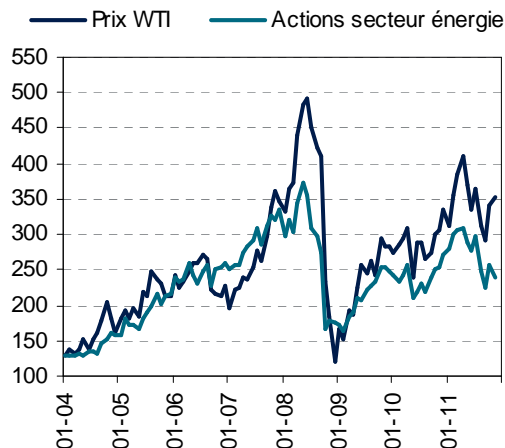
Source : Datastream, Stratégie Amundi

Corrélation du WTI et du dollar américain



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Corrélation prix du WTI et les actions du secteur énergie



Source : Datastream, Stratégie Amundi

9 L' espoir pour les actions repose plus sur la reflation que sur les profits

Le cycle des profits est bien mûr. Les marges sont au plus haut. La croissance mondiale est mise à mal par la crise européenne. Les marchés actions sont-ils condamnés à baisser, voire à s'effondrer comme en 2008 ? L'incertitude est à son comble. Il existe encore un chemin de sortie par le haut, si la crise européenne trouve une solution rapidement, mais le chemin se rétrécit. Les espoirs sont à chercher du côté d'une reflation plutôt que de celui des profits.

Sur le plan des profits, on peut au mieux s'attendre à une résilience

On constate sur le premier graphique que **les marges ont commencé à se tasser un peu partout comme en 2008, sauf aux Etats-Unis**. Seront-elles capables de venir à la rescousse d'une faible croissance des ventes ? Les arguments pour un niveau élevé des marges sont connus :

- 1) **Les prix des matières premières** sont en baisse en glissement annuel;
- 2) **Les bilans des entreprises cotées sont sains**, ce qui leur permet d'encaisser le renchérissement du coût du crédit;
- 3) **Le coût du travail**, qui représente l'essentiel des coûts, devrait rester sous contrôle.

Mais les entreprises ont consommé une partie de leur marge de manœuvre ; le second graphique illustre ainsi, que la part des profits dans le PIB américain est au plus haut, alors que l'emploi (taux de chômage avec une échelle inversée) est au plus bas. Dans ces conditions, on peut tabler sur des marges qui résistent, mais il est difficile d'escompter un nouvel accroissement généralisé.

Par ailleurs, **une croissance des profits européens positive ou nulle requiert historiquement une croissance mondiale supérieure à 3%**. Cela reste crédible en supposant que la croissance aux Etats-Unis et dans les pays dits « émergents » compensent une récession « isolée » en Europe. Cette logique a bien sûr ses limites si l'Europe n'arrive pas à stopper rapidement la contagion. Aussi tablons-nous sur une croissance des profits au mieux stable en 2012. Conclusion : **il ne faut pas compter sur les profits des sociétés pour tirer les marchés d'actions à la hausse**.

L'espoir repose sur une possible reflation

En cycle « normal », quand l'inflation n'est plus une menace et si la croissance est à risque, les banques centrales assouplissent leur politique monétaire. Ce mouvement est favorable aux actifs risqués.

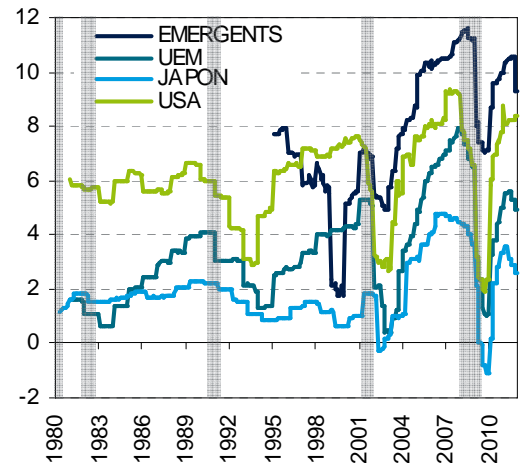
“ *Les banques centrales seront-elles au rendez-vous ?* ”

La question se pose bien sûr d'abord en Europe ; la BCE est maintenant vue par les marchés comme « la » solution ultime à la crise européenne. Elle se pose aussi aux Etats-Unis ; l'absence d'accord budgétaire du « Super Comité » augmente la probabilité d'intervention de la Fed. Enfin, en Chine, où le risque inflationniste s'est dissipé, les autorités viennent de passer à l'action. La resynchronisation des politiques monétaires dans le monde donne de la puissance à l'argument.

Le troisième graphique montre la réaction du MSCI BRIC à la politique monétaire de la Chine. L'indice a corrigé vers la fin du durcissement de la politique chinoise, tant en 2008 qu'en 2011, ce qui est plutôt classique. A l'inverse, les marchés réagissent positivement en général surtout quand l'assouplissement accélère. En 2008 par exemple, il a fallu attendre le mois d'octobre, alors que la première baisse du RRR chinois (taux de réserve requis) avait été initiée en septembre. La prudence reste donc de mise, même si la baisse du taux de réserves en Chine est clairement une bonne nouvelle qui va dans le sens de notre préférence pour les marchés émergents. S'il est urgent que les banques centrales passent à l'action, il n'est pas urgent pour l'investisseur de l'anticiper.

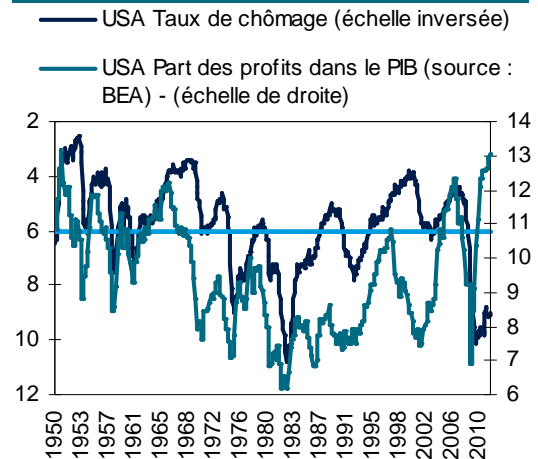
Il est d'ailleurs possible qu'une nouvelle phase de stress soit nécessaire pour que la BCE, vers qui tous les regards sont tournés, agisse. Le temps ne joue pas favorablement. A ce stade, l'espoir est encore permis d'éviter que 2008 se répète. Cela repose de plus en plus sur les banques centrales.

Marges nettes de haut de cycle



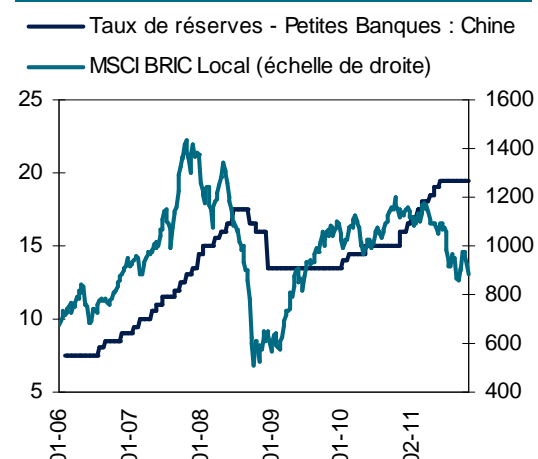
Source : Datastream, Stratégie Amundi

La part des profits dans le PIB américain est au plus haut...Le chômage aussi



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Taux de réserves des banques chinoises et MSCI BRIC



Source : Datastream, Stratégie Amundi

10 Résultats du troisième trimestre 2011 : net recul des marges en Europe

La situation des entreprises, aussi bien aux Etats-Unis qu'en Europe est bien meilleure que celle qui prévalait lors de la crise financière de 2008. Mais la crise de la dette européenne va désormais de pair avec les risques de récession. Pire encore : plus elle dure, et plus il est probable que la récession soit sévère. C'est dans ce contexte que les publications de résultats, mais aussi l'analyse de leurs composantes et de leurs perspectives prennent toute leur acuité.

En Europe, la saison des publications du T3 2011 s'est caractérisée par une poursuite de la hausse des chiffres d'affaires (graphique 1 : +6% sur 12 mois et -2% en séquentiel) mais une baisse des résultats (graphique 2 : -12% sur 12 mois et -19% en séquentiel). Ceci marque un net coup d'arrêt à la reprise quasi ininterrompue des résultats observée depuis le point bas du T4 2008.

Aux Etats-Unis, la tendance est demeurée beaucoup plus positive avec une nouvelle hausse des ventes (+10%) et des profits (+16%), un taux de bonnes surprises meilleur qu'en Europe et de faibles révisions au cours des derniers mois.

Cette baisse des résultats en Europe était largement attendue. Depuis le début du krach boursier généralisé du 7 juillet dernier, sur fond de révision en baisse des perspectives économiques et de résurgence de la crise des dettes souveraines, les analystes ont sensiblement réduit leurs prévisions (-11% en cumul du 7 juillet au 25 novembre en Europe sur 2011 et -12% sur 2012, dont -11% et -15% en zone euro). Et désormais, ils n'attendent « plus » que +3% de croissance des résultats en Europe sur 2011 (-3% en zone euro) et 10% l'an prochain (idem en zone euro).

Toutefois, l'observation du passé démontre deux choses :

1/ Les profits en Europe ne sauraient résister si la croissance mondiale venait à passer sous la barre des 3%,

2/ Une récession, même isolée, en Europe se traduirait par une baisse certaine des profits. C'est pourquoi, même si le taux de « bonnes surprises nettes » s'est avéré finalement meilleur qu'au second trimestre (graphique 3), ceci n'a pas eu d'effets sur le marché. Les investisseurs étant désormais bien plus focalisés sur les développements de la crise en zone euro et l'aggravation de la récession à venir qui devraient continuer d'alimenter la révision en baisse des prévisions de résultats.

L'autre enseignement de cette saison des résultats est un recul des marges particulièrement net. Celles-ci sont revenues au niveau du T4 2009 et ce repli ne concerne pas un secteur particulier mais s'observe dans 7 industries sur 10.

“ *Recul des marges dans la grande majorité des secteurs* ”

Seule la Consommation discrétionnaire (sauvée jusque-là par l'automobile), la Consommation courante et la Santé sont parvenues à faire exception alors que les Financières bien sûr, mais aussi les Télécom, les Biens d'équipements et les Produits de base ont été frappés au premier chef.

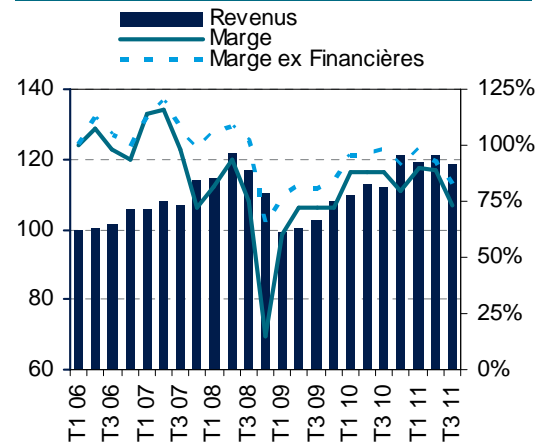
En l'absence d'inflation salariale, ce pincement des marges, qui dépasse largement le cas particulier du secteur financier, semble essentiellement imputable à trois phénomènes :

1/ L'épuisement des effets des plans de réduction de coûts qui avaient suivi la crise de 2008/2009,

2/ L'effet décalé du rebond des matières premières (+24% sur 12 mois pour le CRB industriel, +25% pour le cuivre, +49% pour le Brent ...) qui renchérit les intrants,

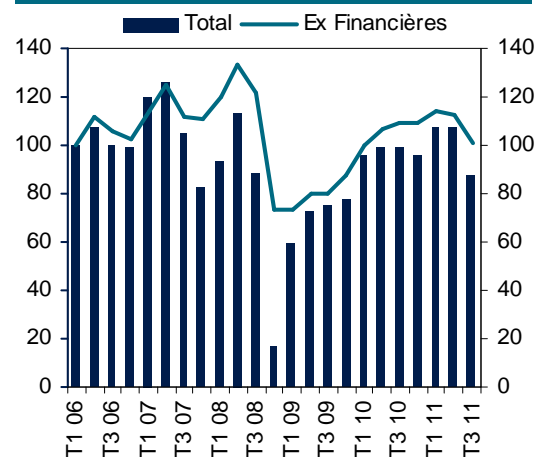
3/ L'effet décalé de la hausse de l'Euro (+10% versus \$ sur 12 mois), qui pénalise les exportateurs.

Chiffres d'affaires trimestriels Européens (indice 100 T1 06)



Source : UBS, Datastream, Stratégie Amundi

Résultats trimestriels Européens (indice 100 T1 06)



Source : UBS, Datastream, Stratégie Amundi

Les prix de vente étant inélastiques du fait de la morosité de la conjoncture et de la concurrence internationale, tout ceci s'est traduit par une **baisse de pricing power** et une **pression inévitable sur les marges**.

Qu'advient-il sur les six prochains mois ?

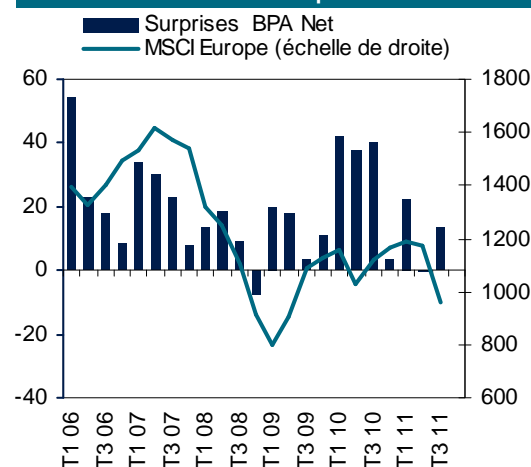
En positif, on relèvera que les matières premières et l'Euro ont déjà commencé à se retourner (-18% pour le CRB en séquentiel au T3 et -12% au T4 à fin novembre, et -2 et -4% pour l'euro). Mais l'érosion des ventes et la poursuite de la détérioration du pricing power devraient continuer de peser.

A cette détérioration des résultats courants devrait par ailleurs se surajouter une remontée des charges de restructuration. En dépit d'effets de base plus favorables sur le plan des matières premières et du taux de change, **la révision en baisse des bénéfices devrait donc se poursuivre**.

“ *La révision en baisse des bénéfices devrait se poursuivre* ”

Pour la zone euro, qui constitue l'épicentre de la crise, la croissance des résultats 2012 s'établirait au mieux entre 0% et +5% contre +9% couramment attendus. En revanche, si un scénario de récession plus sévère venait à se matérialiser, ceux-ci pourraient alors baisser dans une fourchette comprise entre -10% et -15%.

Bonnes surprises nettes sur les Profits et MSCI Europe



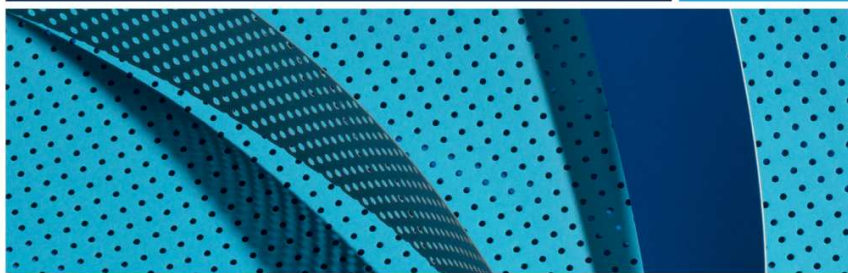
Source : Bloomberg, UBS, Datastream, Stratégie Amundi

T3 2011 Europe	Chiffre d'Affaires		BPA		T3 2011 US	Chiffre d'Affaires		BPA	
	% variation	Perf	% variation	Perf		% variation	Perf	% variation	Perf
Conso discrétionnaire	13%	71%	65%	63%	Conso discrétionnaire	11%	60%	18%	68%
Conso de base	3%	56%	4%	26%	Conso de base	11%	58%	7%	65%
Energie	28%	59%	16%	50%	Energie	23%	60%	56%	71%
Financières	-8%	46%	-38%	38%	Financières	1%	51%	0%	64%
Santé	7%	42%	13%	63%	Santé	7%	71%	7%	82%
Industrie	3%	47%	-12%	42%	Industrie	9%	67%	17%	83%
Inf. Technologique	4%	57%	-6%	53%	Inf. Technologique	11%	68%	16%	85%
Matériaux	9%	56%	-7%	53%	Matériaux	15%	53%	31%	73%
Télécom	1%	36%	-60%	56%	Télécom	6%	38%	17%	38%
Services Collectifs	-9%	45%	-20%	50%	Services Collectifs	2%	21%	5%	76%
Europe	6%	51%	-12%	47%	US	10%	58%	16%	73%

Source : Bloomberg, Stratégie Amundi

Cross asset investment strategy

Stratégie et recherche économique



Correspondants

Rédacteur en chef

Philippe Ithurbide – Directeur Recherche, Stratégie et Analyse – Paris

+33 1 76 33 46 57

Rédacteur en chef adjoint

Didier Borowski – Responsable Stratégie & Recherche Economique – Paris

Contributeurs

Marc-Ali Ben Abdallah – Stratégie Actions et allocation d'actifs – Paris

Didier Borowski

Delphine Georges – Stratégie Actions et allocation d'actifs – Paris

Philippe Ithurbide

Rémy Lambinet – Stratégie & Recherche Economique – Paris

Thomas Lapeyre – Analyse Actions – Paris

Xiaofei Ma – Recherche Economique – Paris

Emmanuel Martin – Analyse Actions – Paris

Eric Mijot – Responsable Stratégie Actions – Paris

Florian Roger – Responsable Macroéconomie – Paris

Stéphane Taillepiéd – Responsable Analyse Actions – Paris

Ibra Wane – Stratégie Actions – Paris

AVERTISSEMENT

Directeur de la publication : Pascal Blanqué

Rédacteur en chef : Philippe Ithurbide

Cette publication ne peut être reproduite, en totalité ou en partie, ou communiquée à des tiers sans notre autorisation.

Édité par Amundi - Société anonyme au capital de 584 710 755 euros - Siège social : 90, boulevard Pasteur, 75015 Paris - Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n°GP 04000036 - 437 574 452 RCS Paris.

Les informations figurant dans cette publication ne visent pas à être distribuées ni utilisées par toute personne ou entité dans un pays ou une juridiction où cette distribution ou utilisation serait contraire aux dispositions légales ou réglementaires, ou qui imposerait à Amundi ou ses sociétés affiliées de se conformer aux obligations d'enregistrement de ces pays.

La totalité des produits ou services peut ne pas être enregistrée ou autorisée dans tous les pays ou disponible pour tous les clients. Les données et informations figurant dans cette publication sont fournies à titre d'information uniquement. Aucune information contenue dans cette publication ne constitue une offre ou une sollicitation par un membre quelconque du groupe Amundi de fournir un conseil ou un service d'investissement ou pour acheter ou vendre des instruments financiers. Les informations contenues dans cette publication sont basées sur des sources que nous considérons fiables, mais nous ne garantissons pas qu'elles soient exactes, complètes, valides ou à propos et ne doivent pas être considérées comme telles à quelque fin que ce soit.