



## Analyse en bref

- 1** **Italie et Espagne : deux situations différentes, et deux trajectoires différentes.** Les crises ont pour caractéristique commune de mettre dans les mêmes blocs des pays différents, des secteurs différents ... corrélation oblige. Dès que le stress financier retombe, il redevient possible de mener des études de « valeur relative ». Sur ce point, le décalage entre l'Espagne et l'Italie apparaît comme l'un des plus flagrants : modèle de croissance, dynamique de dette publique, dette des ménages, créances douteuses, secteur immobilier, crédibilité, solvabilité, stabilité politique, compétitivité ... rien ne plaide vraiment en faveur de l'Espagne.
- 2** **Que nous enseignent les fondamentaux sur la « bonne » hiérarchie des taux d'intérêt en zone euro ?** Afin de mieux évaluer la santé relative des pays de la zone euro, nous avons établi un classement prenant en compte l'état et la dynamique des fondamentaux économiques. Celui-ci s'avère être riche d'enseignements quant au probable comportement futur des taux d'intérêt. Des taux trop bas aux Pays-Bas et en France, et des taux trop élevés dans quelques pays périphériques, Italie en tête, toutes choses égales par ailleurs.
- 3** **Allocation pays en zone euro : que nous disent les métriques de valorisation des actions ?** Nous nous intéressons à la hiérarchie des valorisations intra-zone euro. Nous mettons en lumière un effet pays et un potentiel de revalorisation en Espagne et en Italie qui ne pourra être exploité que lorsque les bénéfices se normaliseront. En attendant les stratégies de surpondération de l'Allemagne devraient continuer à être profitables.
- 4** **Détention de dettes européennes : vers une inéluctable « japonisation » ?** Une plus grande indépendance vis-à-vis des investisseurs étrangers est plutôt bien perçue. Le Japon est un bon exemple. Pourtant, cela n'a pas que des avantages, notamment si l'on regarde la capacité d'absorption des investisseurs domestiques. De récentes études montrent que le Japon n'est plus très loin de ses limites. Une « japonisation » complète des dettes européennes – si elle intervient – n'est pas très rassurante à long terme sur la croissance, l'épargne ...
- 5** **Comment les politiques non conventionnelles des banques centrales affectent-elles l'activité économique et les prix des actifs ?** Avec des taux directeurs proches de zéro, la plupart des grandes banques centrales mettent aujourd'hui en œuvre des politiques non conventionnelles. Le but ultime est de restaurer les mécanismes de transmission de la politique monétaire et d'assouplir les conditions de crédit. Mais pour l'heure l'impact semble se limiter à celui observé sur le prix des actifs. L'économie réelle réagit peu ou pas.
- 6** **Flux : les marchés sont plus téméraires que les investisseurs !** Depuis trois ans, les investisseurs ont privilégié la sécurité et le rendement à la croissance alors que le MSCI Monde a presque doublé. Les annonces fracassantes des banques centrales et la perspective de taux bas pour un long moment pourraient cependant les amener à reconsidérer leurs placements. Il suffirait de peu de flux positifs pour que les marchés émergents, moins profonds, tirent leur épingle du jeu. A condition que la Chine participe effectivement à la reprise mondiale.
- 7** **Spreads « locaux » : une nouvelle dimension pour la valorisation du crédit "investment grade" en euros.** La crise souveraine a renforcé la nécessité de recourir à de nouveaux indicateurs de valorisation du crédit en plus des références habituelles que sont les spreads par rapport aux taux sans risque. Dans cette section, nous présentons les résultats d'une analyse des spreads locaux d'émetteurs financiers et non financiers couvrant au total les deux tiers du marché du crédit IG en EUR, par segments de maturité.
- 8** **Prévisions des taux de défaut du HY européen : outils alternatifs, scénarios centraux et scénarios de stress.** Après avoir présenté le HY américain le mois dernier, nous analysons le HY européen et élaborons deux modèles à partir des tendances les plus probables et de scénarios de résistance. Nous exposons aussi en détail notre méthodologie, car il est plus compliqué de prévoir les taux de défaut du HY pour l'Europe que pour les Etats-Unis.
- 9** **Actifs émergents et assouplissement quantitatif de la Fed : une investigation empirique.** L'annonce d'un troisième « quantitative easing » (le 13 septembre), a été perçue comme un facteur favorable aux actifs émergents. Les précédents assouplissements de la Fed, nous enseignent que les actifs émergents en devises locales sont plus adaptés que les actifs émergents en dollar pour bénéficier des retombées d'un assouplissement quantitatif.
- 10** **Les marchés émergents peuvent-ils « sauver » les technologies médicales ?** Contrairement au secteur pharmaceutique, qui s'appuie sur les ME pour s'affranchir de son *patent cliff* et renouer avec la croissance, tous les segments des MedTech ne seront pas capables à court terme d'exploiter cette manne. Les grands bénéficiaires au cours des cinq prochaines années sont la dialyse, les équipements et services hospitaliers, les produits ophtalmiques et les diagnostics in vitro, mais pas prothèses auditives et les implants dentaires.

Achevé de rédiger le mardi 2 octobre 2012

## En savoir +

- |           |  |         |
|-----------|--|---------|
| <b>1</b>  | <b>Italie et Espagne : 2 situations différentes, 2 trajectoires différentes</b>  | page 4  |
| <b>2</b>  | <b>Que nous enseignent les fondamentaux sur la « bonne » hiérarchie des taux en zone euro ?</b><br>Encadré 1 : volumes échangés sur quelques dettes souveraines  | page 8  |
| <b>3</b>  | <b>Allocation pays en zone euro : que nous disent les métriques de valorisation des actions ?</b><br>Encadré 2 : mesure de la segmentation des marchés d'actions en zone euro  | page 10 |
| <b>4</b>  | <b>Détention de dettes souveraines euro : vers une inéluctable « japonisation » ?</b>  | page 11 |
| <b>5</b>  | <b>Comment les politiques non conventionnelles affectent-elles les prix des actifs ?</b><br>Encadré 3 : conséquences des politiques monétaires accommodantes sur l'or<br>Encadré 4 : impact des QE sur l'économie réelle<br>Encadré 5 : le QE3 de la Fed | page 14 |
| <b>6</b>  | <b>Flux : les marchés sont plus téméraires que les investisseurs !</b>   | page 19 |
| <b>7</b>  | <b>Spreads "locaux" : une nouvelle dimension pour la valorisation du crédit IG en EUR</b>  | page 21 |
| <b>8</b>  | <b>Prévisions des taux de défaut du HY européen : outils, scénarios centraux et scénarios de stress</b>  | page 24 |
| <b>9</b>  | <b>Actifs émergents et assouplissement quantitatif de la Fed : une investigation empirique</b><br>Encadré 6 : chronologie des principales décisions de la Fed  | page 27 |
| <b>10</b> | <b>Les marchés émergents peuvent-ils sauver la mise du secteur des technologies médicales ?</b>  | page 29 |

### Perspectives macroéconomiques

#### MOIS PRECEDENT

#### OCTOBRE

	MOIS PRECEDENT		OCTOBRE	
Amérique	<p><b>Etats-Unis</b> : Nouvelles rassurantes cet été sur le front de l'emploi, de la consommation et de l'immobilier. Les entreprises demeurent néanmoins prudentes dans leurs dépenses du fait des incertitudes internationales (comme le montrent les enquêtes PMI).</p> <p>⇒ Nos prévisions de croissance du PIB sont inchangées pour 2012 (2%) et 2013 (2,5%). Notons cependant la hausse des prix du pétrole et la désignation de Paul Ryan comme colistier de Mitt Romney qui n'aidera pas à conduire le débat sur le <i>fiscal cliff</i> de manière apaisée.</p> <p>⇒ Le potentiel de bonnes surprises macro paraît limité pour les Etats-Unis après l'été.</p> <p><b>Brésil</b> : Malgré les baisses de taux, la production industrielle peine à rebondir car les entreprises sont prudentes dans leurs dépenses dans un contexte d'incertitudes sur la demande.</p> <p>⇒ Le Brésil vient d'engager des mesures de relance budgétaire (66 Mds \$) sur trois années pour moderniser et développer ses infrastructures, ce qui devrait soutenir l'activité lors des prochains trimestres.</p>	<p><b>Facteurs de risque</b></p> <p><b>Etats-Unis</b> : Si aggravation, la crise de la zone euro pourrait peser sur l'économie américaine via une baisse de la demande externe et une contagion financière. Suivre le dossier budgétaire et fiscal.</p> <p><b>Brésil</b> : Une accélération de la dépréciation de la devise domestique contre dollar, un ralentissement économique plus prononcé, une hausse des prix des matières premières alimentaires.</p>	<p><b>Etats-Unis</b> : Le secteur industriel américain reste plutôt morose. Les statistiques de septembre laissent peu de place à un espoir de reprise au troisième trimestre. Les commandes de biens durables ont baissé en août. Les premières estimations du PIB du second trimestre font état d'une décélération plus forte qu'anticipé (+1.3% en rythme trimestriel contre 1.7% attendu). En revanche, le secteur de l'immobilier continue d'afficher des signes de reprise.</p> <p>⇒ Le QE3 de la Fed devrait permettre d'éviter un ralentissement important de l'économie américaine.</p> <p><b>Brésil</b> : Le gouvernement s'inquiète des conséquences du QE3 de la Fed sur l'économie brésilienne. La Banque centrale est déjà active sur le marché des changes pour limiter une appréciation du real. L'inconfort actuel se justifie par une inflation au-dessus de 5% dans un contexte d'un taux de chômage à 5.9% proche de ses plus bas historiques.</p> <p>⇒ Le Brésil a mis en place une série de mesures en faveur de la croissance via des allègements fiscaux pour soutenir sa demande domestique.</p>	<p><b>Facteurs de risque</b></p> <p><b>Etats-Unis</b> : Le dossier budgétaire et fiscal demeure un sujet de préoccupation quel que soit le résultat de l'élection américaine de novembre.</p> <p><b>Brésil</b> : Réémergence de tensions inflationnistes principalement si les autorités optent pour une application stricte d'un contrôle des changes.</p>
Europe	<p><b>Zone euro</b> : Les autorités européennes sont parvenues à définir un protocole d'intervention via le FESF et la BCE. Cela a permis de juguler les tensions financières. Il n'y aura néanmoins pas d'effets visibles sur les données réelles avant la fin d'année (et seulement si l'accalmie est pérenne). Entre temps, le PIB va continuer de se contracter en zone euro. Au T3 2012, nous escomptons une quasi-stagnation en Allemagne, une contraction du PIB en France et une récession marquée dans les périphériques. Notons que les chiffres de l'Espagne sont troublants. Le PIB chute de 0,8% « seulement » depuis janvier (vs -1,9% pour l'Italie). Deux possibilités: soit l'activité va s'effondrer au S2 2012, soit des stabilisateurs budgétaires ont encore été engagés par les régions...</p> <p>⇒ A court terme, le pire scénario a été évité, mais prévoir des négociations tendues sur l'intégration - mutualisation de la dette. Les attentes des marchés sont fortes...</p> <p><b>Royaume Uni</b> : Forte contraction d'activité au T2 2012 (-0,7%). Pas de rebond durable à attendre sur un plan domestique. Croissance atone prévue pour 2013.</p>	<p><b>Facteurs de risque</b></p> <p>La conjoncture européenne pourrait encore se dégrader avec la hausse du chômage, les premiers signes d'un rationnement du crédit qui commence à se matérialiser, un euro surévalué. Le sommet de la fin juin n'a pas apporté de réponse réelle sur la relance de l'activité économique et sur la mutualisation / fédéralisme. Le sommet des 14-15 septembre est très attendu. De plus, le système financier des économies périphériques reste sous pression.</p>	<p><b>Zone euro</b> : Les enquêtes conjoncturelles continuent de s'enfoncer en territoire récessif. La conjoncture française poursuit son érosion. Les statistiques françaises de l'emploi se détériorent. La plupart des PMI industriels sont en baisse à l'exception de ceux de l'Allemagne qui se sont récemment stabilisés. Toutefois l'investissement des entreprises allemandes a sévèrement ralenti. Les annonces de la BCE semblent n'avoir eu que peu d'impact. Il est probable que les PMI reflètent l'incertitude croissante sur le cas de l'Espagne où le gouvernement fait face à la fois à une instabilité financière, à une montée des régionalismes et à des tensions sociales.</p> <p>⇒ La mise en place de la stratégie de la BCE devrait permettre d'atténuer les craintes de récession et celles concernant l'Espagne ... au moins partiellement.</p> <p><b>Royaume-Uni</b> : Les ventes au détail ont été décevantes cet été. La Banque d'Angleterre maintient un biais en faveur d'une politique monétaire encore plus accommodante.</p>	<p><b>Facteurs de risque</b></p> <p>Accélération de la dégradation de la confiance du consommateur européen.</p>
Asie	<p><b>Japon</b> : La dynamique économique n'est pas favorable. Les exportations se sont effondrées en juillet (-8,1% sur un an) du fait du ralentissement du commerce mondial. L'impact de la reconstruction sur l'activité s'avère limité.</p> <p><b>Chine</b> : Les indicateurs (ventes de détail, production industrielle notamment) ont déçu en juillet et en août. Les exportations vers l'Europe se sont effondrées. L'investissement des entreprises s'est tout juste stabilisé tandis que les indicateurs avancés continuent de reculer (PMI HSBC à 47,8 en août).</p> <p>⇒ Les autorités chinoises vont procéder à de nouveaux assouplissements monétaires, ainsi qu'à des baisses des taux de réserves des banques (l'inflation à 1,8% est sous contrôle).</p> <p>⇒ Les données récentes plaident pour une révision des prévisions de croissance en Chine de 8,0% à 7,5% en 2012.</p> <p>⇒ Attention à la hausse des prix des matières premières alimentaires !</p>	<p><b>Facteurs de risque</b></p> <p><b>Japon</b> : Poursuite du mouvement d'appréciation du JPY contre USD et EUR.</p> <p><b>Chine</b> : Une baisse désordonnée des prix de l'immobilier impactant les bilans de banques déjà exposées à la dette des provinces, un ralentissement économique beaucoup plus prononcé.</p>	<p><b>Japon</b> : La Banque centrale du Japon a récemment surpris en augmentant son programme de rachat d'actifs d'actuellement 70 trilliards de yen d'ici à juin 2013 à 80 trilliards fin d'année 2013. Cette décision a été perçue comme une réponse au QE3 de la Fed alors que les indicateurs de demandes interne et externe font état d'un ralentissement économique marqué de l'Archipel.</p> <p><b>Chine</b> : Les indicateurs industriels chinois restent préoccupants. Cependant, la dernière enquête PMI se stabilise. Elle est pour le 11<sup>ème</sup> mois consécutif sous la barre des 50 mais la composante « stocks » a diminué pour atteindre 51. Les politiques contracycliques mises en place dans les économies émergentes et aux Etats-Unis devraient permettre à la Chine de bénéficier d'un rebond de la demande externe.</p>	<p><b>Facteurs de risque</b></p> <p><b>Japon</b> : L'aggravation du contentieux avec la Chine pèserait très sérieusement sur le secteur exportateur japonais.</p> <p><b>Chine</b> : Hausse des prix des matières premières agricoles et énergétiques.</p>

### Facteurs de risque

MOIS PRECEDENT		OCTOBRE		
<b>Risque n°1 : Sortie de la Grèce de la zone euro</b>	Le Premier ministre grec déclare que son pays tiendra les engagements pris et insiste sur la volonté de rester dans l'euro. ⇒ On s'oriente vers un délai supplémentaire accordé à la Grèce pour qu'elle respecte ses engagements. Mais la récession est loin d'y être terminée et son sort à moyen terme n'est pas réglé.	<b>Risque très faible à court terme</b>	La situation de la Grèce s'améliore : déficits commerciaux et courants, surplus primaires, compétitivité ... mais le risque d'insolvabilité n'a pas disparu. La Grèce ne sortira pas de la zone euro, personne n'y a vraiment intérêt. ⇒ La Grèce n'est plus le maillon faible de la zone euro ... c'est désormais l'Espagne	<b>Risque très faible à court terme</b>
<b>Risque n°2 : Santé des Banques</b>	Le débat sur l'union bancaire progresse, la combinaison FESF – MES – BCE se précise, ainsi que les procédures d'aide aux Etats. La situation économique reste cependant préoccupante, et le crédit reste en panne dans la plupart des pays. ⇒ Grâce à l'engagement des banques centrales, le risque bancaire a très nettement reflué.	<b>Risque en baisse ... mais élevé en Espagne</b>	Depuis les LTRO, les inquiétudes sur la liquidité des banques ont disparu. Reste le cas des banques espagnoles qui ont fait l'objet d'un audit (besoin de 60 Mds € de recapitalisation) ... décision en novembre. ⇒ Le sort des banques espagnoles est lié à la recapitalisation et à la progression des créances douteuses.	<b>Risque modéré ... mais élevé en Espagne</b>
<b>Risque n°3 : Dette souveraine européenne</b>	En août et septembre, la BCE a précisé les modalités de soutien aux Etats (achats sur le marché secondaire, conditionnels, illimités et stérilisés de titres de dettes de maturité courte). Cela a permis une très nette détente des tensions financières. ⇒ Le risque systémique a quasiment disparu.	<b>Risque stable, et modéré</b>	Le répit donné par la BCE (fin juillet et septembre) se poursuit. Les pays en difficulté sont traités au cas par cas. ⇒ C'est la première fois depuis plus de deux ans que les avancées européennes ont un effet favorable durable. Un signe que la situation de crise reflue.	<b>Risque stable, et modéré</b>
<b>Risque n°4 : Contagion de la crise européenne</b>	Le risque de contagion semble endigué, mais il pourrait resurgir du fait de la récession. La confiance des non résidents n'est pas revenue. Les problèmes de solvabilité demeurent. ⇒ Le risque est en baisse à court terme, mais ces améliorations interviennent dans un contexte de récession qui s'aggrave.	<b>Risque stable, et modéré</b>	Le dispositif FESF–MES–BCE se précise, la BCE a fourni de la liquidité aux banques, et fournira liquidité et financement (conditionnel, illimité, stérilisé) aux Etats en difficulté. ⇒ La zone euro n'est plus une « machine à contagion ». Attention aux risques d'insolvabilité et à la récession, deux risques majeurs de renouer avec des effets de contagion.	<b>Risque stable, et modéré</b>
<b>Risque n°5 : Espagne</b>	La demande intérieure est en berne, la crise immobilière n'est pas terminée, le chômage grimpe, les exportations menacent de fléchir avec le commerce mondial. ⇒ L'Espagne représente le risque le plus grand, mais le risque à court terme diminue. Le recours au FESF réduit le risque de liquidité et de financement.	<b>Risque en baisse et modéré</b>	L'Espagne ne peut pas résoudre seule tous ses problèmes. Elle devra - très vite - faire appel au mécanisme de soutien européen. Cela facilitera le financement de sa dette, mais il faudra pour cela garantir la poursuite de l'austérité. Les tensions sociales risquent de se durcir encore. Les spreads contre zone euro se sont élargis depuis 2 semaines. ⇒ L'Espagne demeure le risque majeur pour la zone euro (contagion, insolvabilité, ratings ...)	<b>Risque modéré à élevé</b>
<b>Risque n°6 : Aggravation de la récession</b>	Les décisions de la BCE (achats conditionnels et illimités de titres obligataires courts des pays ayant demandé l'aide européenne) ne doivent pas masquer les tendances actuelles de l'activité économique (PIB, emploi, crédit ...). La récession est concentrée sur l'Europe, Royaume-Uni compris. Cela montre que face au désendettement, le « quantitative easing » n'est pas suffisant. Ajoutons à cela l'austérité budgétaire et fiscale, et c'est le potentiel de croissance qu'il faut réviser à la baisse ⇒ L'Espagne reste dans l'œil du cyclone. Le cercle vicieux récession – déficits publics – austérité reste actif ... et il n'y aura pas d'autre recours que de faire appel à l'aide extérieure.	<b>Risque élevé</b>	Parmi les 3 problèmes majeurs (liquidité, solvabilité, récession), le dernier reste préoccupant. La rigueur budgétaire et fiscale, le désendettement et le positionnement dans le cycle nous ont encore incités à revoir à la baisse nos prévisions de croissance. La zone euro livrera une croissance nulle en 2013 (prévision précédente de 0.7%). La récession sera également plus sévère en Espagne (-1.3% en 2012, -1.8% en 2013). ⇒ L'aggravation de la récession n'est pas sans conséquences pour les finances publiques. Elle est de nature à raviver les inquiétudes en matière de solvabilité de certains pays, Espagne en tête.	<b>Risque élevé</b>

TYPE DE PORTEFEUILLE	STRATEGIES d' INVESTISSEMENT d' Amundi
<b>PORTEFEUILLES D' ACTIONS</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Rester en mode « vigilance » du fait de la faible croissance, des profits et des perspectives moroses en la matière</li> <li>• Dynamique de court terme encore favorable</li> <li>• Rester sur les valeurs financières de qualité (réduction du risque de faillite, impact positif du sommet européen et de la politique de la BCE)</li> <li>• Conserver la surpondération Etats-Unis</li> <li>• Préférer le global à la zone euro</li> <li>• Privilégier les valeurs de rendement</li> </ul>
<b>PORTEFEUILLES OBLIGATAIRES</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Rester en mode « vigilance » même si la BCE a rassuré les marchés sur la liquidité et sur les dettes souveraines des pays en difficulté</li> <li>• Préférer les obligations corporates aux souverains. Rester sélectif</li> <li>• Conserver l'exposition aux dettes seniors des banques européennes (rester très sélectif)</li> <li>• Rester en dehors des périphériques très fragiles et sans volume (Irlande, Portugal, Grèce ...)</li> <li>• Rester surpondéré crédit (corporates, émergents ...)</li> <li>• Préférer le global à la zone euro</li> </ul>
<b>PORTEFEUILLES DIVERSIFIES</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Maintenir les surpondérations sur Actions Emergentes et US ... revenir de façon sélective sur le marché européen</li> <li>• Neutre euro à court terme</li> <li>• Rester surpondéré sur Crédit Européen, High Yield Européen et US</li> <li>• Conserver l'exposition aux dettes seniors des banques européennes (tout en restant sélectif)</li> <li>• Garder une faible portion cash dans les portefeuilles</li> <li>• Préférer la dette émergente aux actions émergentes</li> <li>• Préférer le global à la zone euro</li> </ul>



### 1 Italie et Espagne ... deux situations différentes, et deux trajectoires distinctes

Depuis quelques années, les investisseurs ont eu tendance à englober l'Espagne et l'Italie, mais aussi le Portugal ou encore l'Irlande sous le vocable «pays périphériques». Cela a conduit à des trajectoires de taux d'intérêt et de spreads obligataires (contre Allemagne notamment) similaires, aussi bien avant la crise que depuis 3 ans. Trois facteurs essentiels ont expliqué cela :

- En premier lieu, le vaste mouvement, en 2011 essentiellement, de réduction des expositions des établissements bancaires européens vis-à-vis de ce groupe de pays (« de-risking » des portefeuilles oblige), ce qui, compte tenu du poids de l'Italie dans les indices a fortement pesé sur l'Italie ;
- Ensuite, la situation de crise a eu tendance à emporter dans la même logique l'ensemble des pays périphériques, avec cependant des vagues successives : la Grèce d'abord, puis le Portugal et l'Irlande, puis l'Espagne et l'Italie ...
- Enfin, tous ces pays ont été forcés d'adopter des politiques de rigueur ou d'austérité, ce qui a eu pour effet de les considérer comme faisant face à des problèmes identiques.

En réalité, l'Italie et l'Espagne sont des pays fort différents, en termes de dynamique économique et d'ampleur des difficultés. Il n'est pas très difficile de mettre en avant les différences qui existent entre ces deux pays.

**1. Finances publiques : l'Italie en champion.** L'Italie est capable, depuis le milieu des années 90, de dégager quasiment année après année des excédents primaires (déficit budgétaire – service de la dette) tandis que l'Espagne ne parvient pas à respecter non seulement les critères du traité européen, mais également les plans d'austérité mis en place. Alors que le premier affichera un excédent primaire de 3% en 2012, le second fera état d'un déficit primaire de 3%.

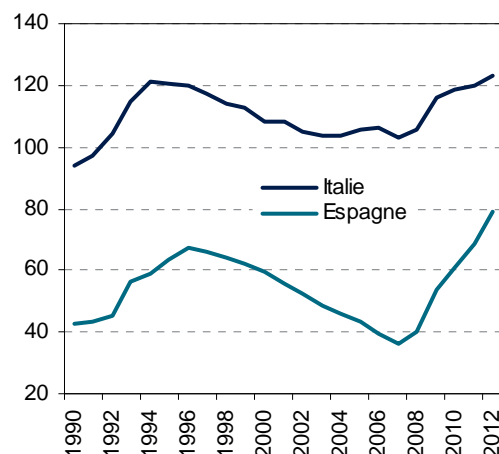
**2. Dette publique : stock vs dynamique.** L'Italie ne pose pas de problème dans la gestion de sa dette et de ses finances publiques. C'est son stock de dette qui est problématique car il nécessite des montants annuels de financement élevés, ce qui pèse sur les risques de liquidité. L'Espagne, pour sa part, inquiète sur la dynamique de sa dette publique. Celle-ci a doublé en 4 ans, et elle ne cesse de progresser d'autant plus que les finances publiques ainsi que les perspectives de croissance continuent à se dégrader.

**3. Modèle de croissance : l'Espagne à la peine.** Sur ce point, c'est encore l'Espagne qui inquiète. Son modèle, basé sur la consommation, le crédit et l'immobilier a implosé. Il est désormais question de réinventer un nouveau modèle de croissance, ce qui est délicat en période d'austérité. La rigueur budgétaire pèse sur la croissance italienne depuis plus de 15 ans, mais le modèle de croissance italien survit : il n'est pas basé sur la dette privée, et son tissu industriel comporte quelques champions dans des secteurs essentiels.

**4. Compétitivité : une amélioration sensible dans les deux pays, et un atout pour les années à venir.** Nombreux sont les pays qui ont vu leur compétitivité se dégrader depuis 20 ans, et cette dégradation est d'autant plus visible que l'on attache de l'importance aux coûts salariaux unitaires. Seules l'Allemagne, la Finlande et l'Autriche ont réussi à maintenir ou à améliorer leur compétitivité. En revanche, même s'ils ont fortement pesé sur la croissance, l'emploi et les salaires, les plans d'austérité ont permis de restaurer la compétitivité de certains pays. L'Irlande, par exemple, a pu « récupérer » 90% de ses pertes (si l'on compare à la pire année de participation à l'UEM). L'Espagne a récupéré 100% de ses pertes maximales, l'Italie un peu plus de 50% ... Notons à ce sujet que la dynamique est très favorable pour ces pays, notamment vis-à-vis de certains pays du noyau dur ... La balance commerciale espagnole reste toutefois déficitaire, alors qu'elle est fortement excédentaire en Italie. Le solde industriel est également positif en Italie.

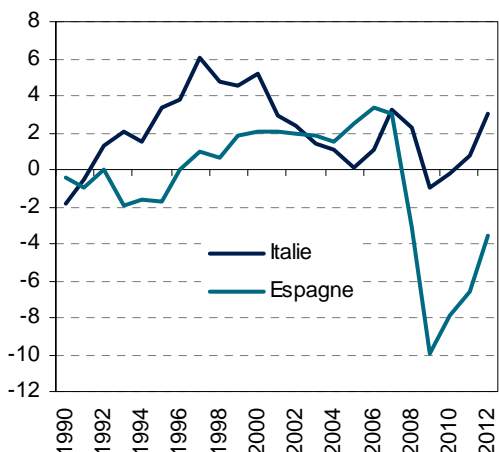
**5. Dette des ménages : rigueur vs changements de comportement.** L'Italie est, de loin, le pays européen qui a été le plus rigoureux. Le faible niveau des taux était certes attractif, mais la rigueur « structurelle » a permis d'éviter les écueils de l'explosion de l'endettement des ménages, qui est le plus bas d'Europe. Les mauvais élèves sur ce plan sont les Pays-Bas, le Danemark, et à un degré moindre l'Espagne. Dans ce dernier pays, ce sont le modèle de croissance et le nouvel environnement de taux d'intérêt qui ont favorisé cette situation. La forte baisse des taux d'intérêt après l'introduction de l'union monétaire a entraîné des changements de comportement que l'on n'a observés ni en Italie (taux plus bas, mais poursuite de la rigueur et de l'encadrement de la dette) ni en Allemagne et en France (pas de changement dans l'environnement de taux et donc pas de modification des comportements d'endettement).

**Dette publique (en % du PIB) : Italie vs Espagne**



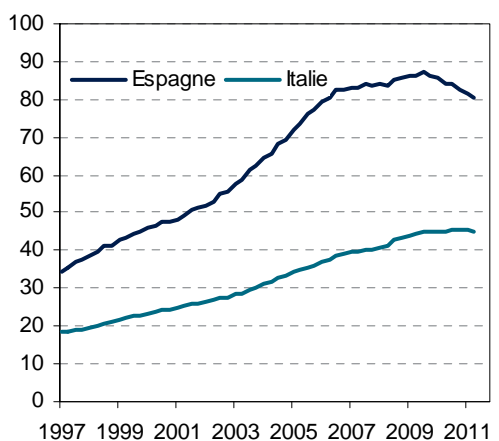
Source : Datastream, Stratégie Amundi

**Surplus primaire (en % du PIB) : Italie vs Espagne**



Source : Datastream, Stratégie Amundi

**Dette des ménages : Espagne vs. Italie (% du PIB)**



Source : Datastream, Stratégie Amundi

**6. Evolution de la dette publique : dérive de l'Espagne.** La dette italienne est l'une des plus élevées de la zone euro : 1940 Mds d'euros, contre 2100 en Allemagne, 1840 en France et 840 en Espagne. Elle représente près de 22.5% de la dette de la zone euro, contre 10% environ pour l'Espagne. Entre 2000 et 2008, la dette italienne a progressé de 28% (34% pour l'Allemagne et 60% pour la France) contre 17% pour l'Espagne. En revanche, depuis la crise, elle a progressé de 14% en Italie, mais de plus de 70% en Espagne.

**7. Créances douteuses : une « spécificité » espagnole.** L'Italie a plutôt bien géré sa dette (publique et privée), ce qui n'est pas le cas de l'Espagne, notamment en ce qui concerne la dette publique et la dette des ménages.

La situation des banques est bien plus dégradée en Espagne que dans le reste de la zone. Les créances douteuses, de l'ordre de 10 à 15 Mds d'euros fin 2007, sont désormais proches de 300 Mds (incluant les actifs saisis). Ajoutons à cela la très forte corrélation des créances douteuses à l'activité économique et à l'emploi, et l'on comprend mieux les inquiétudes actuelles.

“ *Dette publique : l'Italie bien plus rigoureuse que l'Espagne* ”

**8. Deleveraging : l'Espagne mal placée.** Les régions sont responsables des deux-tiers de la hausse de la dette publique de l'Espagne. 75% du budget des régions sont dédiés à la santé et à l'éducation. En vingt ans, la dette des régions est passée de 4% de la dette totale à 20%. En quelques années, l'Espagne est devenue, après le Royaume-Uni et le Japon, le pays où la dette totale, exprimée en pourcentage du PIB est la plus élevée du monde industrialisé. Comme au Royaume-Uni d'ailleurs, elle a été multipliée par 2.5 en l'espace de 20 ans. Le cycle de deleveraging y est par conséquent le plus ample, avec en outre une politique d'austérité budgétaire et fiscale ... autant de facteurs venant peser directement sur la croissance économique, l'emploi ... En Italie, la dette des ménages et la dette des entreprises (financières et non financières) ne sont pas préoccupantes.

**9. Marché immobilier espagnol :** la baisse n'est pas terminée. Selon bon nombre d'estimations, le secteur de l'immobilier pourrait encore baisser de 15 à 25% en Espagne. La baisse a été de plus de 50% aux Etats-Unis, de 40% en Irlande, de 35% au Royaume-Uni, et de « seulement » 30% en Espagne.

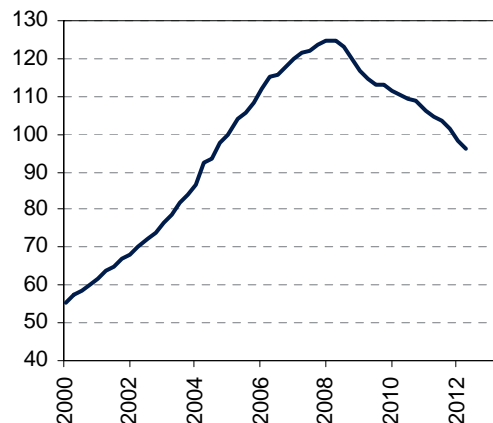
**10. Taux longs : quelle valeur d'équilibre ?** Dire que les marchés financiers ont exagéré le risque de défaut de l'Espagne et de l'Italie, et que les spreads ne reflètent pas exactement la réalité de ces pays est une chose ... chiffrer ces exagérations en est une autre. Si l'on prend pour métrique la prime de risque obligataire (écart entre le niveau des taux 10 ans - par exemple - et les anticipations à 10 ans de la croissance nominale du PIB (ou un proxy)), on obtient un taux 10 ans d'équilibre de 3% environ pour l'Espagne (1% de croissance potentielle réelle selon les estimations de la Banque d'Espagne (voir « *An estimate of the potential growth of the Spanish economy* », P. Hernandez de Cos, M. Izquierdo et A. Urtaun, Documentos Ocasionales n° 1104, Banco de España, 2011), auquel nous ajoutons 2% pour l'inflation) et de 3.5% environ pour l'Italie (contre respectivement 7% et 6.3% actuellement). La prime de risque reste bien plus élevée sur l'Espagne que sur l'Italie, mais cela reste totalement théorique, compte tenu des risques d'insolvabilité notamment. De toutes façons, il nous semble évident que cette prime doit s'atténuer plus rapidement en ce qui concerne l'Italie. La surperformance de l'Italie sera d'autant plus forte que les dynamiques respectives actuelles se poursuivent. La plus faible solvabilité et le risque de défaut ne permettront pas un retour des taux vers le niveau qui prévalait avant-crise, et cela est encore plus vrai pour l'Espagne que pour l'Italie

**11. Comportement des non résidents : un retrait plus prononcé envers l'Espagne.** Que ce soit sur la dette italienne ou sur la dette espagnole, nous avons assisté à un repli graduel mais réel des investisseurs non résidents (voir section 4).

C'est sur la dette espagnole que cette tendance a été la plus forte : la part des non résidents dans la détention de la dette a chuté de près de 20 points (de 53% à 34%) contre 8 points de chute en Italie (de 43% à 35%). Les derniers chiffres montrent même une stabilisation pour l'Italie.

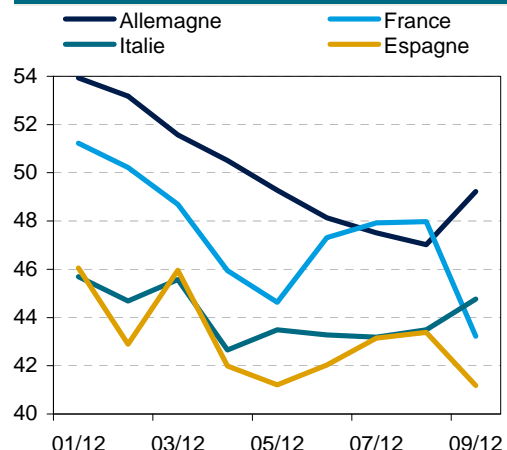
“ *Les investisseurs non résidents se sont désengagés, surtout envers l'Espagne* ”

### Espagne : indice du marché immobilier résidentiel



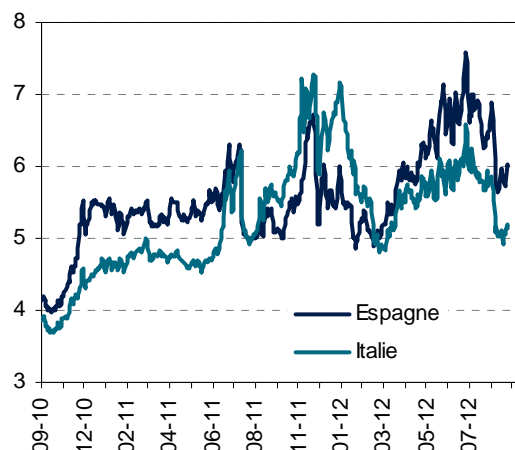
Source : Datastream, Stratégie Amundi

### PMI composite



Source : Markit, Stratégie Amundi

### Evolution des taux 10 ans en Espagne et en Italie



Source : Bloomberg, Stratégie Amundi

**12. Crédibilité : l'Espagne a beaucoup de chemin à faire.** En fait, la crédibilité relative des deux pays est clairement en faveur de l'Italie, ce qui explique la plus forte défiance des investisseurs à l'égard de l'Espagne, mais aussi la plus grande capacité à financer la dette publique en Italie.

**13. Tensions sociales : le poids de l'austérité et du chômage.** Les politiques de rigueur n'ont pas les mêmes conséquences en Espagne et en Italie. En Espagne, nous assistons à de réelles tensions sociales et à une véritable remise en question des politiques économiques menées par le gouvernement, ce qui n'est pas le cas en Italie. Les manifestations des « indignés » sont de plus en plus virulentes, une situation qui trouve ses justifications dans les politiques salariales, les décisions sur les retraites, le système de santé, les dépenses en matière d'éducation et bien évidemment dans l'état du marché de l'emploi (25% de chômage en général, et plus de 50% pour les jeunes). En Italie, la récession dégrade le marché de l'emploi (taux de chômage à près de 10%, et 35% pour les jeunes italiens) et les mesures de rigueur se succèdent, mais le tissu social est plus solidaire des actions menées.

**14. Stabilité politique : un risque contrôlé en Italie.** Rappelons que M. Monti, sénateur à vie, n'appartient à aucun parti politique. Il dirige un gouvernement de « techniciens » depuis la mi-novembre 2011, et il avait alors obtenu le plus important soutien jamais acquis lors d'un vote de confiance au parlement italien. Autrement dit, la stabilité politique est bien plus grande en Italie qu'en Espagne. Sauf que Mario Monti a tout récemment déclaré qu'il ne serait pas candidat aux prochaines élections législatives italiennes, prévues au printemps prochain. En d'autres mots, il ne sera sans doute pas reconduit à son poste après les prochaines élections ... sauf si aucune majorité ne se dégage ou si les partis au pouvoir font appel à lui ...

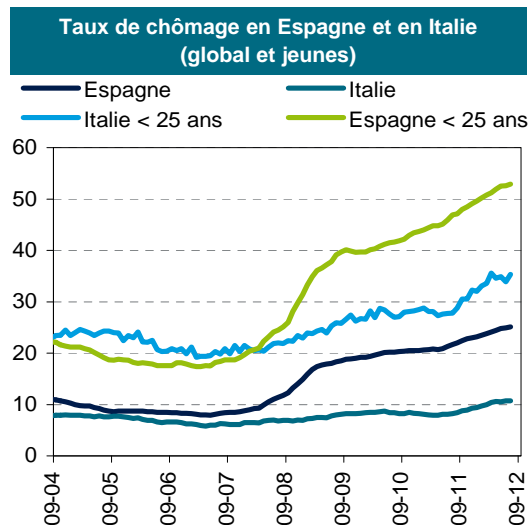
**15. Besoins de financement : une dynamique peu favorable en Espagne.** Compte tenu du niveau de la dette, les besoins de financement restent plus élevés pour l'Italie qui aura besoin de refinancer 380 Mds € en 2013 et 391 Mds en 2014 (respectivement 189 Mds et 179 Mds hors TBills), contre 232 Mds et 221 Mds pour l'Espagne (114 Mds et 102 Mds hors TBills). Rappelons simplement que les besoins de financement espagnols étaient encore plus faibles que ceux de l'Italie il y a à peine un peu plus de 5 ans, l'Espagne pouvant alors se prévaloir d'avoir une des dettes publiques (en euros, et en % du PIB) les plus faibles de la zone euro. La dynamique a bien changé depuis la crise financière.

**16. Besoin d'aide extérieure : l'Espagne sera le prochain pays à demander de l'aide.** Le modèle de croissance espagnol a fait long feu, et les difficultés s'accumulent : compétitivité, déficit courant, déficit budgétaire, explosion de la dette, récession, chômage, créances douteuses... L'Espagne ne peut pas résoudre ses problèmes seule et devra bientôt se résoudre à demander de l'aide extérieure. L'Italie n'en est pas là, loin s'en faut.

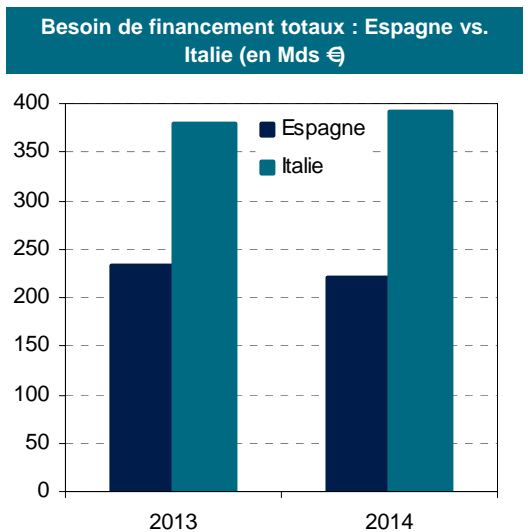
**17. Perspectives de rating.** Les deux pays, Espagne et Italie, sont encore « investment grade », contrairement à la Grèce, au Portugal et à l'Irlande qui ont graduellement glissé dans la catégorie « speculative grade ». Grèce et Portugal ne sont plus « investment grade » pour les 3 agences de rating majeures, et l'Irlande ne l'est pas pour Moody's. L'Espagne est Baa3 chez Moody's, BBB+ chez Standard & Poor's (perspective négative) et BBB chez Fitch (perspective négative), tandis que l'Italie est Baa2 chez Moody's (perspective négative), BBB+ chez Standard & Poor's (perspective négative), et A- chez Fitch (perspective négative). Les marchés sont désormais inquiets sur l'Espagne : elle n'est qu'à un cran du « speculative grade » chez Moody's ... et sans aide extérieure, il y a fort à parier que le rating de l'Espagne sera une nouvelle fois abaissé (c'est une dernière justification à la nécessité de faire appel à l'UE). L'Italie est en revanche en territoire mieux sécurisé, et il n'y a pas lieu de s'inquiéter actuellement sur son rating « investment grade ». Cela est important car en cas de résolution complète de crise, le repli des spreads souverains sera conséquent : ne plus être « investment grade » signifie – par définition – ne plus faire partie des benchmarks « investment grade » : une grande partie des investisseurs traditionnels ne peuvent plus miser sur le resserrement du spread en question, et ce souverain se retrouve en concurrence avec des entreprises « high yield » ... avec des investisseurs différents, une plus faible liquidité, un financement de la dette sans doute plus complexe ...

Au regard de tout ce qui précède, il est évident que la situation de l'Italie est bien meilleure que celle de l'Espagne. Le seul atout de l'Espagne apparaîtra lorsque ce pays fera appel à l'aide européenne. Le plan d'aide (synonyme cependant de poursuite de la rigueur) activera la possibilité d'achats de papiers courts espagnols (jusqu'à 3 ans) de la part de la BCE.

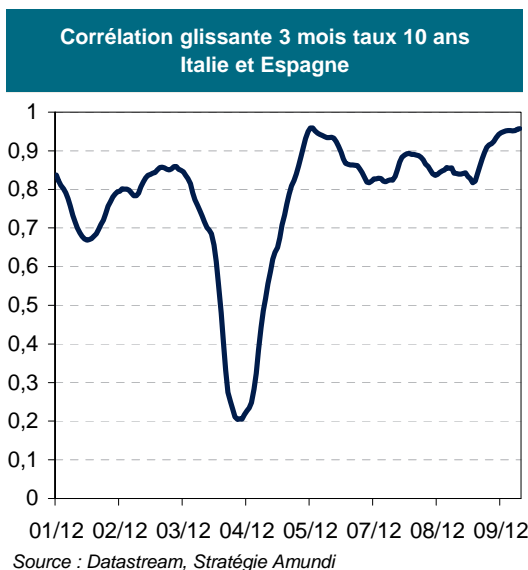
“ Surplus primaire, endettement des ménages, modèle de croissance, crédibilité ... net avantage pour l'Italie ”



Source : Datastream, Stratégie Amundi



Source : FMI, Stratégie Amundi



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Pour le reste, du moins à court terme, l'Espagne a encore de grands défis devant elle.

- **Statique vs dynamique** : le stock de dette est plus élevé en Italie, mais la gestion de la dette et des déficits est l'une des meilleures (si ce n'est la meilleure) en Europe. En matière de finances publiques, l'Italie affiche même des résultats bien meilleurs que ceux de la France ou de l'Allemagne.

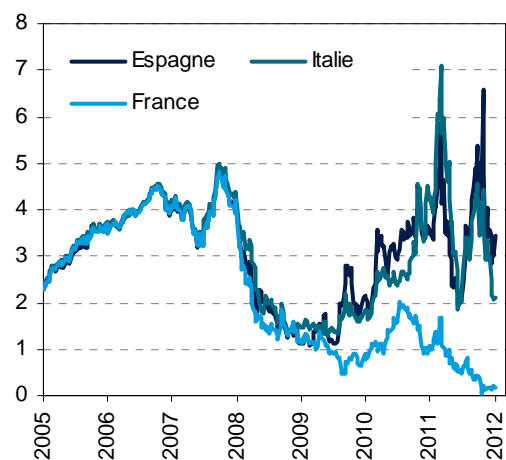
- **Liquidité vs solvabilité** : l'Italie ne pose pas selon nous de problèmes en termes de solvabilité, mais le stock de dette peut faire craindre des difficultés de financement. Pour l'Espagne, dans les spreads contre l'Allemagne, il est bien question d'un risque de solvabilité.

“  
*Liquidité vs solvabilité  
... net avantage pour  
l'Italie*  
”

- **Taux courts** : l'Espagne pourrait bien être plus attractive que l'Italie ... dès que la BCE annoncera des achats de papiers courts (conditionnés à la demande d'aide extérieure, la mise en place d'un plan de redressement ...), mais cela aura sans nul doute un effet d'entraînement sur les taux courts italiens.

- **Taux longs** : l'Italie est bien plus attractive que l'Espagne car sa solvabilité est nettement plus élevée.

Taux 2 ans : Espagne, France et Italie



Source : Datastream, Stratégie Amundi



## 2 Que nous enseignent les fondamentaux sur la « bonne » hiérarchie des taux en zone euro ?

Avec la décision de la BCE d'acheter sous condition des montants illimités de dette souveraine sur les maturités courtes (1 à 3 ans) afin de restaurer la transmission de la politique monétaire, le thème du « bon » niveau et de la « bonne » hiérarchie des taux entre les pays de la zone euro est revenu sur le devant de la scène. L'objectif de cet article est de répondre à la hiérarchie des taux.

Avec la crise, des distorsions majeures ne correspondant pas aux fondamentaux des économies sont apparues sur le marché de la dette souveraine. Dans une période de reflux du stress financier, les investisseurs vont naturellement réexaminer les métriques traditionnelles afin d'évaluer la situation de chaque pays.

Afin de déterminer les forces et faiblesses relatives des pays, nous avons classé les dix principaux pays de la zone euro (hors Grèce) selon plusieurs critères économiques relatifs à la dette publique et à leur déficit extérieur (qui traduit les problèmes de compétitivité). Ce classement est fondé sur cinq critères :

- Le déficit public en % du PIB,
- Le solde primaire en % du PIB,
- La dette publique en % du PIB,
- La croissance économique,
- Le solde du compte courant en % du PIB.

Pour évaluer la soutenabilité de la dette publique d'un pays, la dynamique des fondamentaux importe en définitive davantage que leur niveau. La situation de l'Espagne qui a vu sa dette publique doubler depuis 2007 est, par exemple, plus préoccupante que celle de l'Italie (dont le niveau de dette est pourtant beaucoup plus élevé). Nous avons donc considéré chaque critère d'un point de vue statique, en ne considérant que sa valeur pour l'année 2012, et d'un point de vue dynamique, en retenant la variation anticipée jusqu'en 2014 (à partir des prévisions du FMI). Dans un but de simplicité, nous avons attribué le même poids aux différents critères. Les résultats sont synthétisés sous la forme d'un classement « statique » et d'un classement « dynamique » ; un classement « global » est ensuite obtenu, par simple moyenne des deux précédents.

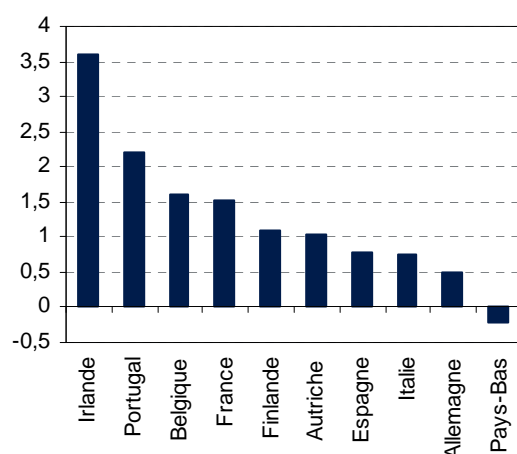
Evidemment, le classement que nous présentons ici pourrait prendre en compte d'autres variables (au passage, notre classement est très peu modifié lorsque l'on prend en compte le solde primaire structurel, c'est-à-dire corrigé du cycle, plutôt que le solde primaire classique) et recourir à des sophistications diverses (pondérations différentes, calculs de sensibilité des taux d'intérêt aux différentes variables, etc.).

Ce classement permet néanmoins de mettre en lumière quelques enseignements de valeur : s'il ne permet pas d'établir des signaux d'investissement de court terme ou de donner des niveaux de taux d'équilibre, il souligne les anomalies les plus flagrantes sur le marché souverain de la zone euro et peut mettre en avant un certain nombre de risques sur le marché souverain.

“ La dynamique des fondamentaux importe davantage que leur niveau ”

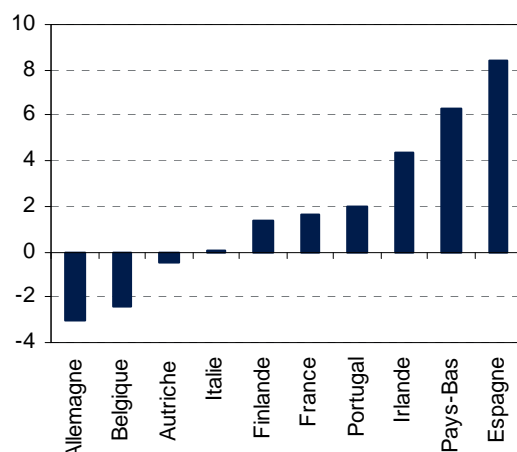
Classement statique		Classement dynamique		Classement final	
1	Allemagne	1	Irlande	1	Finlande
3	Finlande	1	Portugal	2	Belgique
3	Autriche	3	Belgique	3	Allemagne
4	Pays-Bas	4	France	4	Autriche
5	Belgique	5	Finlande	5	Irlande
6	Italie	5	Italie	6	Portugal
7	France	7	Espagne	7	France
8	Irlande	8	Autriche	8	Italie
10	Portugal	9	Allemagne	10	Pays-Bas
10	Espagne	10	Pays-Bas	10	Espagne

Réduction attendue du déficit budgétaire entre 2012 et 2014 (en pp du PIB)



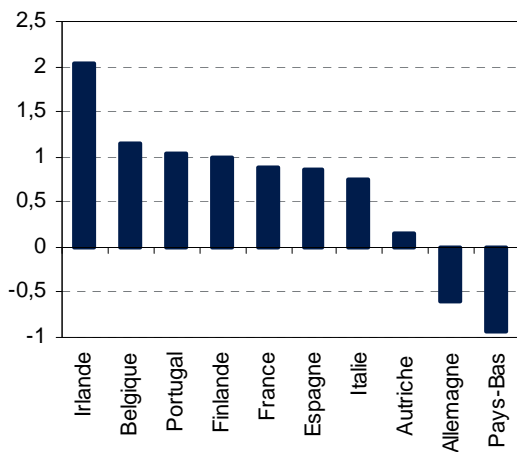
Source : Datastream, Stratégie Amundi

Variation attendue de la dette publique entre 2012 et 2014 (en pp du PIB)



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Amélioration attendue du solde courant entre 2012 et 2014 (en pp du PIB)



Source : Datastream, Stratégie Amundi



Tout d'abord, nous retrouvons bien les pays les plus solides (Allemagne, Autriche, Finlande) en haut du classement « statique » et les pays périphériques (Portugal, Espagne, Irlande) en bas de classement.

Il est intéressant de constater que les pays sous programme (Irlande, Portugal) se situent aux deux premières places du classement dynamique (amélioration anticipée de 2012 à 2014) : selon le FMI, ces deux pays sont les pays de la zone euro pour lesquels le déficit budgétaire et le solde primaire vont le plus s'améliorer d'ici à 2014. Une fois que ces pays émettront à nouveau sur les marchés, leurs obligations pourront constituer des supports d'investissement intéressants.

Globalement, nos classements indiquent que l'Italie dispose de fondamentaux plus solides que l'Espagne : rappelons au passage que l'Italie est le pays de la zone euro avec le solde primaire le plus élevé depuis l'année 2010 déjà, ce qui est un signe fort de sa solvabilité (c'est notamment le seul pays de la zone euro à avoir bénéficié d'excédents récurrents au cours des 15 années qui ont précédé la crise, et sa dette publique est stable). Par conséquent, mieux vaut donc très nettement préférer les obligations italiennes aux obligations espagnoles. Autre indication, la France occupe une place intermédiaire. En réalité, la situation de la France semble très dépendante de la crédibilité ou non du plan de réduction des déficits du gouvernement Ayrault.

La Belgique, bien que notée AA par S&P et Fitch et Aa3 par Moody's, se classe deuxième de notre classement global : c'est, selon le FMI, et avec l'Allemagne, le pays où le ratio dette sur PIB baissera le plus d'ici 2014 en passant de 99,1% du PIB en 2012 à 96,7% en 2014.

Les obligations belges offrent donc un rendement supérieur à celles des pays mieux notés par les agences alors même que les fondamentaux de la Belgique sont parmi les meilleurs de la zone euro : une exposition à celles-ci nous paraît donc judicieuse. Enfin, et c'est peut-être la plus grande surprise de ce travail, les Pays-Bas, pourtant notés AAA, sont derniers ex-æquo de notre classement global. Effectivement, même si la dette publique y est relativement faible par rapport aux autres pays (70,1% du PIB en 2012), les perspectives de réduction de déficit sont peu réjouissantes et la croissance y est faible. Au sein du groupe des Etats notés AAA, les Pays-Bas apparaissent donc clairement comme le pays sur lequel les risques sont les forts en ce qui concerne les obligations.

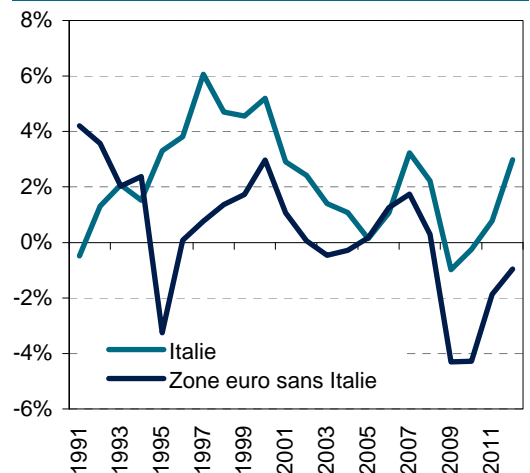
### Encadré 1 : Coup de projecteur sur les volumes d'échanges d'obligations souveraines portugaises, irlandaises et espagnoles

Les obligations souveraines du **Portugal** semblent être intéressantes en termes de valorisation (voir ci-dessus), mais il ne faut toutefois pas perdre de vue que les volumes d'échanges sont extrêmement faibles. Pour le mois d'août 2012, on n'a pu compter en moyenne que 8 millions d'euros d'échanges quotidiens d'obligations de moyen et long terme (contre environ 450 millions en moyenne sur la période 2000-2007) et 35 millions d'euros d'échanges de bons à court terme : le marché secondaire est donc extrêmement restreint par rapport aux 188 Mds € que représentent la dette portugaise (dont 94 Mds € d'obligations de moyen/long terme) et la liquidité des titres portugais est très faible. Le nombre de transactions s'est effondré à partir de l'appel à l'aide du Portugal à ses partenaires européens en avril 2011. Le passage en catégorie spéculative à la fin 2011 - début 2012 a légèrement accéléré le déclin des échanges de titres portugais. Ces derniers mois, les volumes sur les titres de long terme n'ont montré aucun signe d'amélioration, en stagnant à des niveaux très bas. En revanche, les volumes sur les titres courts remontent, eux, lentement mais sûrement depuis un an. Il faut dire que le Portugal n'a plus émis d'obligations de moyen/long terme depuis le 1er avril 2011 alors qu'il n'a jamais cessé d'émettre sur les maturités courtes.

En **Irlande**, autre pays sous programme et de taille proche de celle du Portugal, les volumes d'échanges d'obligations souveraines ont quasiment retrouvé leurs niveaux d'avant la demande d'aide de novembre 2010. Le taux de détention des non-résidents des obligations de moyen/long terme est toujours resté supérieur à 70%, même si l'Irlande est passée « speculative grade » chez Moody's...

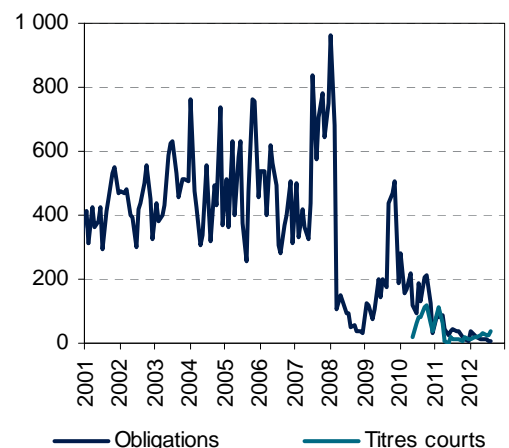
En ce qui concerne l'**Espagne**, au cœur de l'actualité ces derniers mois, les volumes d'obligations échangées ont très fortement fléchi depuis le début de l'année 2012 : le volume quotidien d'obligations de moyen/long terme était de 41 Mds € en juillet 2012, soit un chiffre en baisse de 37% par rapport à la moyenne de 2011 et même en baisse d'environ 50% par rapport au milieu des années 2000. Cette baisse des volumes d'échanges est allée de pair avec la rapide baisse du taux de détention de la dette publique par les non-résidents. Les dégradations de notation de crédit et les craintes quant au fait que la détérioration de la conjoncture ne fasse passer l'Espagne en catégorie spéculative ont fortement réduit la base d'investisseurs en obligations espagnoles sur la première moitié de l'année.

### Solde primaire (en % du PIB), Italie vs zone euro sans Italie



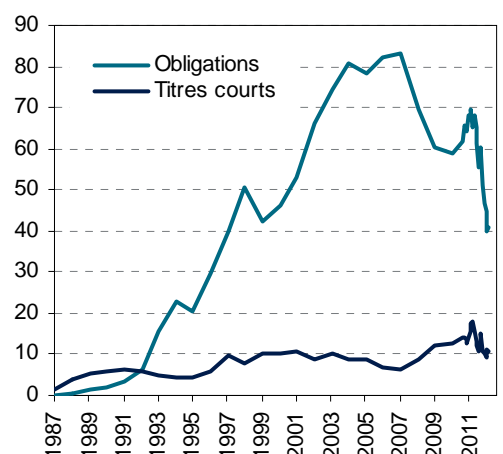
Source : Datastream, Stratégie Amundi

### Obligations portugaises: volume quotidien d'échanges (millions €)



Source : IGCP, Stratégie Amundi

### Obligations espagnoles: volume quotidien d'échanges (Mds €)



Source : Trésor espagnol, Stratégie Amundi

### 3 Allocation pays en zone euro : que nous disent les métriques de valorisation des actions ?

#### Les multiples de valorisations sont homogènes au sein de la zone euro

Il est frappant de constater que les multiples de valorisation - Price Earning (PE) et Dividend Yield (DY) - des principaux pays de la zone euro (Allemagne, Espagne, France, Italie) sont aujourd'hui très proches en dépit d'une très forte hétérogénéité des situations et des perspectives économiques (cf. tableau 1). Pour expliquer cette apparente anomalie, il faut revenir sur l'évolution des performances des pays depuis 2009 et sur leurs déterminants fondamentaux : la croissance des bénéfices et des dividendes d'une part et la dynamique des multiples de valorisation d'autre part. Il ressort que :

- Le différentiel de performances boursières s'explique intégralement par l'écart de croissance des bénéfices et des dividendes entre les différents pays. La dynamique relative des multiples de valorisation PE et DY n'a pas été déterminante. L'Espagne, par exemple sous-performe l'Allemagne de 32% en cumulé sur 3 ans et dans le même temps les dividendes des sociétés espagnoles sous-performent de 31% les sociétés allemandes. **Le fort différentiel de performance de l'Espagne, de l'Italie et de la France par rapport à l'Allemagne n'est pas excessif au regard de la performance économique des sociétés cotées, il est même inférieur en Italie.**

- Bien que ces sociétés soient très internationalisées, **les situations économiques et financières domestiques ont très fortement impacté en agrégé les profits des indices**, comme en témoigne la forte hétérogénéité des croissance des bénéfices entre les pays (jusqu'à -54% d'écart de croissance sur trois ans par rapport à l'Allemagne).

- Les PE sont restés relativement homogènes depuis le début de la crise. Les dynamiques relatives des multiples de valorisation n'ont pas été déterminantes et laissent penser qu'il n'y a pas de prime de risque pays, ce qui sera invalidé à l'aide de mesures plus fines.

- Le DY très apprécié dans un contexte de recherche de rendement est à lire avec beaucoup de prudence. L'Espagne qui se détachait avec un DY hors financières de 8% au début de l'été, affiche désormais un rendement des dividendes de 3.6% ! Les sociétés espagnoles ont tardivement et brutalement ajusté leur taux de versement des dividendes provoquant un effondrement des dividendes versés.

#### Il faut se tourner vers des mesures alternatives pour avoir une vision plus claire des hiérarchies de valorisation au sein de la zone euro

Compte tenu de l'hétérogénéité des cycles bénéficiaires et du manque de visibilité sur les perspectives économiques relatives, le caractère prospectif des multiples type PE et DY est faible. En utilisant des multiples de valorisation ajustés du cycle ou basés sur les fonds propres (plus stables que les résultats ou les dividendes) **on dégage un effet pays au sein des valorisations et une hiérarchie assez nette. Les PE ajustés du cycle de l'Italie et de l'Espagne** (autour de 8 fois les bénéfices normatifs) sont très éloignés de ceux de la France et de l'Allemagne (12 et 14) et **à un plus bas historique**. L'existence d'un effet pays dans les valorisations intra-zone est également mis en lumière à l'aide d'une mesure de segmentation. Celle-ci permet de neutraliser les biais dus aux différences de composition sectorielle et aux décalages cycliques entre les différents pays (cf. encadré). **Sous cet angle, l'Italie apparaît plus intéressante que l'Espagne en terme de valorisation** (cf. graphique 2). Mais ce potentiel de revalorisation ne pourra être exploité que lorsque les perspectives bénéficiaires se stabiliseront, et lorsque les bénéfices convergeront vers leur tendance, alors qu'ils sont actuellement près de 40% en dessous de leur niveau normatif (voir graphique 1). Ce n'est pas notre scénario à court terme, ni pour l'Espagne, ni pour l'Italie puisque nous prévoyons une récession en 2013. En attendant, surpondérer l'Allemagne devrait continuer à être profitable.

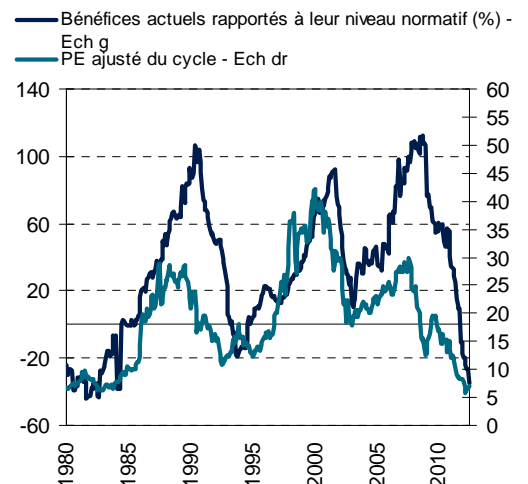
#### Fondamentaux des marchés d'actions

Valorisation, croissance et performance (hors-financières)	Espagne	France	Italie	Allemagne
PE	13	14.5	13.2	12.6
DY	3.6%	3.8%	4.5%	3.2%
Performance excédentaire contre l'Allemagne <sup>1</sup>	-32.2%	-12.7%	-16.1%	ns
Ecart de croissance des dividendes contre l'Allemagne <sup>1</sup>	-30.8%	-11.7%	-34.8%	ns
Ecart de croissance des bénéfices contre l'Allemagne <sup>1</sup>	-45.2%	-42.4%	-54.7%	ns

1. Cumulé depuis 3 ans

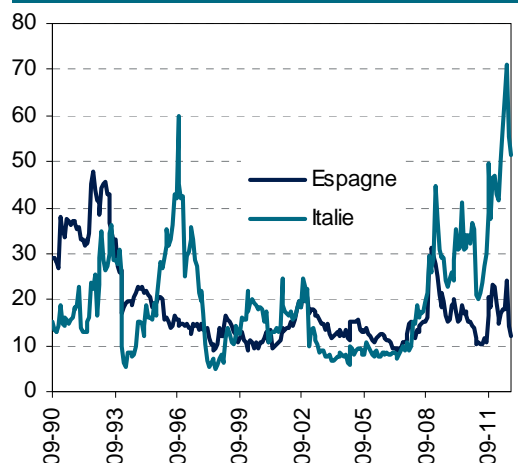
Source : Datastream, Stratégie Amundi

#### Espagne : profits et valorisation ajustée du cycle



Source : Datastream, Stratégie Amundi

#### Mesure de l'effet pays



Source : Datastream, Stratégie Amundi

#### Encadré 2 : Mesure de la segmentation des marchés d'actions en zone euro

Nous utilisons une mesure d'intégration/segmentation des marchés d'actions basée sur les multiples de valorisation. Dans une zone intégrée économiquement et financièrement, au sein d'un secteur donné, les multiples de valorisation doivent converger quelle que soit l'appartenance géographique. En effet, ils sont fonction de taux d'actualisation qui convergent (rééquilibrages des primes de risque entre pays et égalisation des betas sectoriels pour tous les pays), et d'une opportunité de croissance déterminée par l'appartenance sectorielle plutôt que par l'appartenance géographique, les opportunités de croissance étant rapidement transmises d'un pays à l'autre. Ainsi, par exemple l'écart de multiple de valorisation entre les secteurs des télécoms en France, en Italie ou en Allemagne doit être faible et relativement stable dans le temps. Pour chaque pays nous étudions dans quelle mesure nous nous éloignons de cette situation d'équilibre, ce qui permet de mettre en lumière un effet pays.

### 4 Détenion de dettes européennes : vers une inéluctable « japonisation » ?

La crise de la dette a laissé des traces dans les portefeuilles d'obligations européennes. Dans un premier temps, en 2010 et surtout en 2011, ce sont les banques européennes elles-mêmes qui ont dû se délester de leurs obligations européennes, essentiellement celles des pays périphériques. Les difficultés des banques à montrer que leur prise de risque n'était pas excessive les ont poussées à réduire leur exposition sur les produits dérivés, les actifs toxiques, et sur certaines dettes souveraines, Italie et Espagne notamment. La forte remontée des taux et des spreads dans ces pays est d'ailleurs pour grande partie liée à ce mouvement de désengagement... qui s'est traduit par un repli vers les dettes nationales. Cela a de ce fait amplifié le repli des taux dans les pays du noyau dur et le mouvement des taux et des spreads des pays périphériques. Depuis un peu plus d'un an, et à de rares exceptions près, on assiste également à un retrait graduel des investisseurs non résidents : leur part dans la détention de la dette espagnole est par exemple passée de 53% en 2011 à 34% en juin 2012, et de 43% en 2011 à 35% en avril 2012 s'agissant de l'Italie. Elle a légèrement baissé s'agissant de la dette française et a continué de progresser en ce qui concerne l'Allemagne, valeur refuge de la zone euro.

#### Zone Euro : dette publique détenue par les non-résidents

%	Espagne	Italie	France	Allemagne
Avant l'euro (1995-1998)	15%	19%	16%	30%
Moyenne 1999-2003	34%	33%	38%	37%
Moyenne 2004-2007	40%	39%	57%	43%
2008	43%	42%	65%	52%
2009	46%	43%	68%	55%
2010	53%	44%	68%	54%
2011	53%	43%	66%	56%
Dernières données	34% (Juin 2012)	35% (Avril 2012)	64% (T1 2012)	57% (T1 2012)

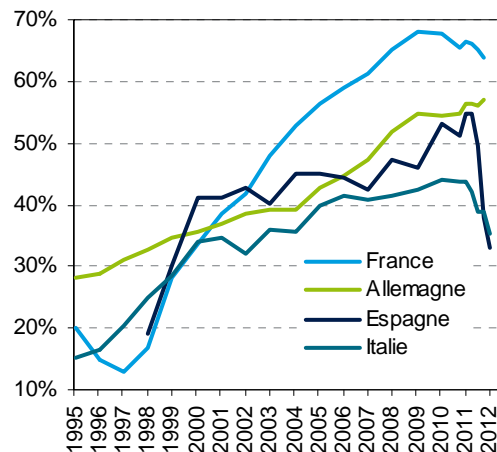
Source Stratégie Amundi

#### Années 90 : une très forte augmentation de la participation des non résidents dans la détention de dettes européennes

Il faut tout de même signaler que la participation des non résidents n'était que de 15% sur l'Espagne et de 19% sur l'Italie avant la mise en place de l'UEM. En un peu plus de 15 ans, le poids des non résidents a donc fortement progressé. Plusieurs facteurs expliquent cela :

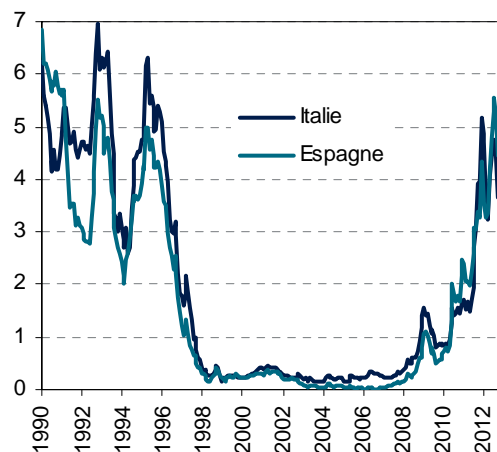
- En premier lieu, la **création de l'euro** a permis de rassurer sur l'intégration des pays périphériques, et la perspective d'une union monétaire a fourni de grands espoirs de convergence et de discipline ;
- L'euro est venu concurrencer le dollar en tant que **monnaie de réserve**, et cela a naturellement profité à l'ensemble des dettes européennes ;
- La **disparition du risque de change** est évidemment un facteur essentiel, compte tenu des fréquentes dévaluations qui ont secoué l'Europe dans les années 80 (Espagne, Italie, Portugal, France ...) et au début des années 90 (crise du système de change européen en 1992 et en 1993). L'adoption de la monnaie unique a supprimé une des composantes du risque ;
- La **convergence des taux d'intérêt (courts et longs)** a également joué dans l'engouement des non résidents, compte tenu des niveaux de spreads qui prévalaient encore au milieu des années 90. Les pays périphériques de la zone euro se sont ainsi retrouvés attractifs au sein des indices obligataires euro ;
- L'**internationalisation des marchés financiers** s'est poursuivie au cours des vingt dernières années, ce qui a permis à des marchés « secondaires » ou plus simplement aux marchés qui n'étaient pas des devises de réserve d'attirer des flux non résidents dans un vaste mouvement de diversification des portefeuilles internationaux ;
- L'**accumulation de réserves de change** dans les pays dits « émergents » a également été un facteur décisif ;
- Les **changements réglementaires**, enfin, ont participé à ce mouvement. Rappelons simplement que toutes les obligations gouvernementales de la zone euro ont obtenu un risque zéro » dans les calculs des ratios de capital ;

#### Part de la dette publique détenue par les non-résidents



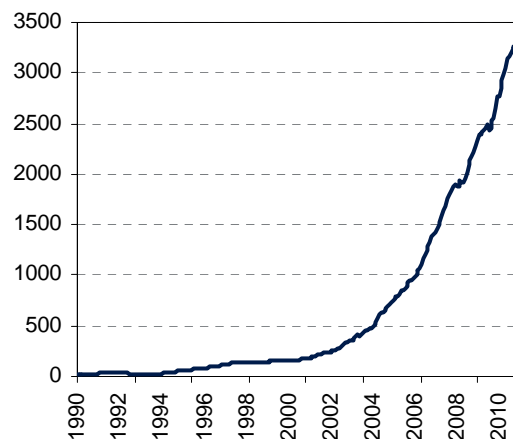
Source : Trésors nationaux, Stratégie Amundi

#### Spreads 10 ans Espagne et Italie vs Allemagne



Source : Datastream, Stratégie Amundi

#### Réserves de change de la Chine (Mds \$)



Source : Datastream, Stratégie Amundi



Tout cela a donc favorisé la très forte internationalisation de la dette de la zone euro. Depuis la mise en place de l'union monétaire, la part des non résidents dans la détention de la dette espagnole est ainsi passée de 15% à 53% en 2010 et de 19% à 44% en 2010 s'agissant de l'Italie. Dans le même temps, elle restait quasiment stable (et plus faible) aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, et marginale au Japon.

La « renationalisation » de la dette publique espagnole et italienne (mais aussi grecque, portugaise et irlandaise) est évidemment liée aux risques de crédit que comportent ces dettes souveraines.

### Le retrait des non résidents va-t-il conduire à une « japonisation » des dettes européennes ?

Au Japon, la question de la participation des non résidents au financement de la dette publique ne se pose plus depuis longtemps : 94% de la dette sont entre les mains des japonais, principalement les établissements financiers. La dépendance aux capitaux étrangers est désormais quasiment nulle, et c'est indubitablement le côté rassurant de la situation.

La renationalisation de certaines dettes européennes ressemble à s'y méprendre à ce qui s'est graduellement passé au Japon, mais il n'est pas sûr cependant que l'Europe prenne complètement cette voie car, contrairement au Japon qui n'a jamais souhaité favoriser l'internationalisation de sa devise, l'Europe n'a jamais caché son ambition de voir l'euro concurrencer le dollar. Il faut bien distinguer les pays de la zone euro :

- Certains pays, ceux du noyau dur, ont vocation à représenter la devise de réserve et ne devraient pas voir la part des non résidents refluer, cette dernière pouvant bien dès lors devenir un réel critère d'appartenance au noyau dur de la zone euro.
- Les autres pays, les pays de la périphérie, sont évidemment bien plus vulnérables, et de façon désormais davantage structurelle que ponctuelle. Il faudra que la zone euro montre un bien meilleur visage pour stopper le retrait des non résidents. Seul un retour de la confiance et une meilleure gestion des risques d'insolvabilité permettront leur retour sur cette partie de la dette européenne. Eviter une « japonisation » est à cette condition. Une bonne nouvelle, qui reste cependant à confirmer : les dernières statistiques italiennes (qui concernent le mois de mai) montrent une pause dans le retrait des non résidents.

Dans une récente étude, Jochen Andritzky (« *Government bonds and their investors : what are the facts and do they matter ?* », IMF Working Paper 12/158, juin 2012) montre qu'il y a un lien étroit entre le niveau de la dette publique/PIB et la part de cette dette dans les actifs financiers détenus par les institutions financières domestiques : plus le niveau de dette publique est élevé, et plus les institutions financières ont de la dette publique en portefeuille. Ce n'est donc pas un hasard si les banques et autres institutions financières espagnoles et italiennes ont accru leur détention de dette souveraine domestique. Il s'agit certes d'une situation favorable au financement des dettes publiques, mais qui comporte deux types de risque :

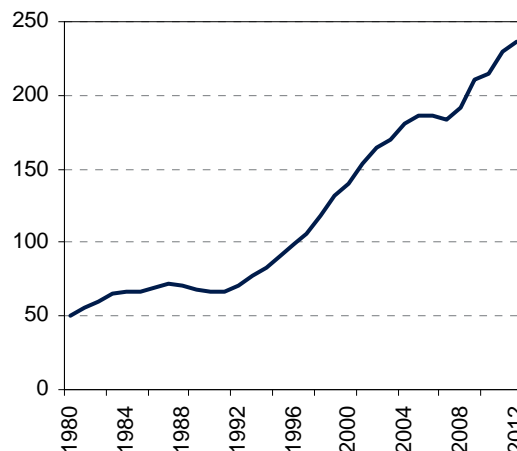
- Un risque de vulnérabilité des établissements financiers à une dette qui ne cesse de croître ;
- Un risque de capacité d'absorption de la dette publique.

Compte tenu du niveau de la dette au Japon et du degré de dépendance élevé aux investisseurs domestiques, il n'est pas étonnant que des économistes japonais aient commencé à travailler sur le « point de saturation » de la dette, c'est-à-dire le point au-delà duquel les institutions financières ne veulent plus ou ne peuvent plus absorber le surplus de dette. Rappelons que la dette venant à maturité chaque année et le déficit budgétaire annuel (qu'il faut également financer chaque année) représentent plus de 55% du PIB japonais, ce qui est un record. En extrapolant les tendances actuelles de l'épargne et des déficits publics, K. Tokuoka (« *The outlook of financing Japan's public debt* », IMF Working Paper 10/19, janvier 2010) et T. Hoshi – T. Ito (« *Defying gravity: how long will Japanese Government bond prices remain high* » IMF, mars 2012) estiment que le point de saturation arrivera dans 10 ou 15 ans !

« Internationalisation de la dette dans les années 2000, renationalisation de la dette dans les années 2010 »

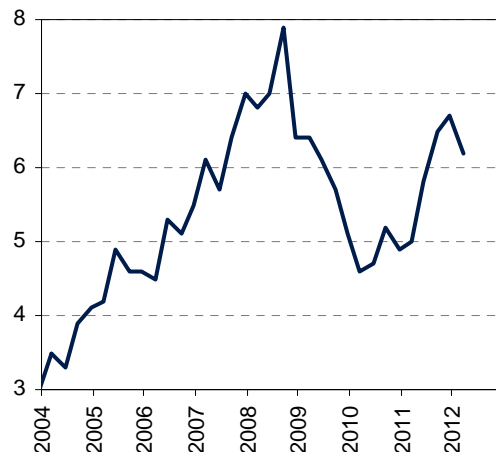
« La part des non résidents pourrait devenir un réel critère d'appartenance au noyau dur de la zone euro »

### Evolution de la dette japonaise (% PIB)



Source : Datastream, Stratégie Amundi

### Part de la dette publique japonaise détenue par les non-résidents



Source : ministère des finances japonais, Stratégie Amundi

### Taux 10 ans japonais



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Tout dépendra évidemment de la capacité du Japon à accroître son niveau de croissance potentielle, et/ou à mieux maîtriser ses finances publiques et/ou à accroître son épargne domestique ... dans le cas contraire, le Japon fera défaut.

En ce qui concerne la métrique des finances et dettes publiques ; le cas du Japon est bien plus sérieux que celui des pays européens, mais aussi du Royaume-Uni et des Etats-Unis. Il fournit un cadre d'analyse des tendances à venir, que l'on peut résumer ainsi :

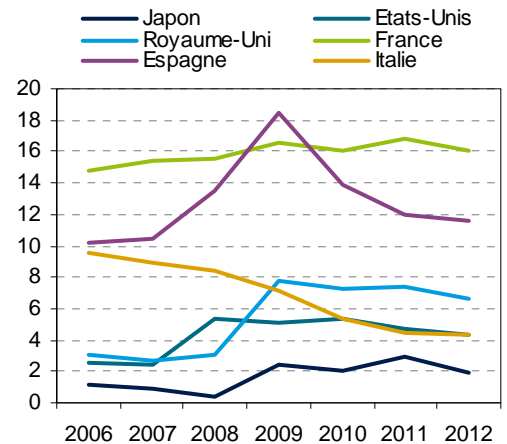
- En zone euro, il y aura vraisemblablement une différence d'attitude des non résidents envers les pays du noyau dur et ceux de la périphérie. La crise de la dette a bien mis en évidence la myopie envers ces derniers (myopie des marchés, des analystes, des agences de ratings, des gouvernements, des banques centrales, des traders et autres gestionnaires de portefeuilles ...). L'appartenance au noyau dur pourrait bien désormais aller de pair avec une forte présence des investisseurs non résidents tant que l'euro sera perçu comme une alternative – même relative – au dollar américain ;

- Les spreads obligataires ne reviendront jamais aux niveaux qui prévalaient avant la crise à l'intérieur de la zone euro, ce qui est justifié par un niveau de risque différent. Certains souverains périphériques ont connu l'expérience d'une restructuration (Grèce) ou d'un passage en « speculative grade » (Portugal, Irlande), ce qui les exclut des portefeuilles des grands institutionnels ;

- Il ne devrait pas y avoir une « japonisation » de la dette européenne ou encore américaine et britannique, mais il y aura sans doute de grandes similitudes entre le Japon et certains pays périphériques de la zone euro, à savoir une très forte proportion de la dette détenue pas les institutions financières domestiques ;

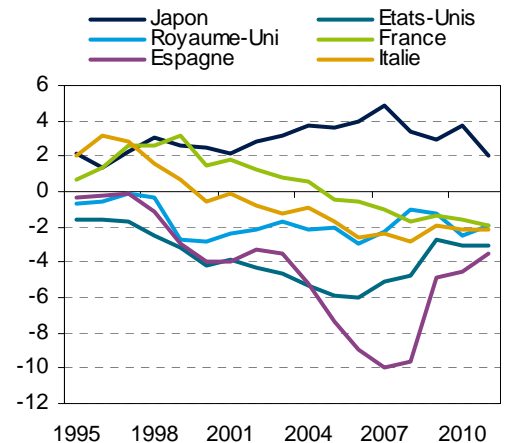
- La capacité d'absorption de la dette deviendra l'une des préoccupations essentielles au cours des années à venir, que ce soit en Europe ou plus généralement dans le monde industrialisé. Cette capacité est très différente d'un pays à l'autre, avec bien évidemment un avantage pour les pays à taux d'épargne élevé et ayant une meilleure capacité à maîtriser les finances publiques. Sur ces deux points, force est de reconnaître l'avantage de l'Italie sur l'Espagne et même sur la France ... et bon nombre de pays dits « anglo-saxons ».

### Taux d'épargne : Japon, Etats-Unis, Royaume-Uni, France, Espagne et Italie



Source : OCDE, Stratégie Amundi

### Déficits budgétaires : Japon, Etats-Unis, Royaume-Uni, France, Espagne et Italie



Source : Datastream, Stratégie Amundi

## 5 Comment les politiques non conventionnelles des banques centrales affectent-elles l'activité économique et les prix des actifs ?

La plupart des grandes banques centrales (BC) ont entamé des politiques non conventionnelles. La Fed, la BoE et la BoJ sont allées particulièrement loin en termes de création monétaire. Et durant l'été, la BCE a annoncé une réforme en profondeur du cadre opérationnel de sa politique monétaire.

Avec des taux d'intérêt directeurs proches de zéro, les politiques non conventionnelles que l'on réduit trop souvent à de simples achats de titres publics par les banques centrales, tendent d'une certaine façon à devenir très conventionnelles. L'objectif ultime des banquiers centraux n'est pourtant pas de monétiser les dettes ou d'injecter des liquidités. Il s'agit avant tout d'ancrer des anticipations de taux d'intérêt durablement faibles et d'assouplir les conditions de crédit aux ménages et aux entreprises. Tandis qu'aux Etats-Unis, la Fed vise explicitement à assouplir les conditions de crédit (credit easing), dans la zone euro, la BCE cherche avant tout à réparer les canaux de transmission de la politique monétaire. Elle dispose encore de son côté de petites marges de manœuvre pour baisser ses taux directeurs.

### Les banques centrales en eaux troubles : quantitative easing ou credit easing ?

Il n'y a pas de définition acceptée de tous de ce qui constitue un assouplissement quantitatif (QE). La BoJ a été la première des grandes BC à mettre en œuvre des politiques de QE entre 2001 et 2006. Durant cette période, la cible de la BoJ était le montant des réserves excédentaires détenues par les banques commerciales.

Pour qualifier la politique mise en œuvre par la Fed, Ben Bernanke a de son côté introduit le concept de Credit easing (CE) qu'il préfère au terme de QE. Car contrairement à la BoJ, les réserves des banques ne constituent pas un but en soi pour la Fed. L'objectif des mesures non conventionnelles est d'assouplir l'ensemble des conditions de crédit en achetant des actifs. La composition du bilan de la banque centrale compte en définitive davantage que le montant total des actifs détenus. De nombreux observateurs parlent ainsi de politique de QE lorsque la BC achète des emprunts d'Etat, réservant l'expression de CE lorsque les titres achetés sont des titres privés (les titres de dettes des agences et les MBS étant entre les deux).

Willem Buiter (ancien membre du comité de politique monétaire de la BoE et expert reconnu en la matière) définit quant à lui le QE par l'expansion de la base monétaire (i.e. création monétaire) et évoque un « assouplissement qualitatif » quand il s'agit seulement de modifier la composition des actifs détenus par la banque centrale (vers des actifs plus risqués et moins liquides), sans augmenter le montant total des actifs détenus.

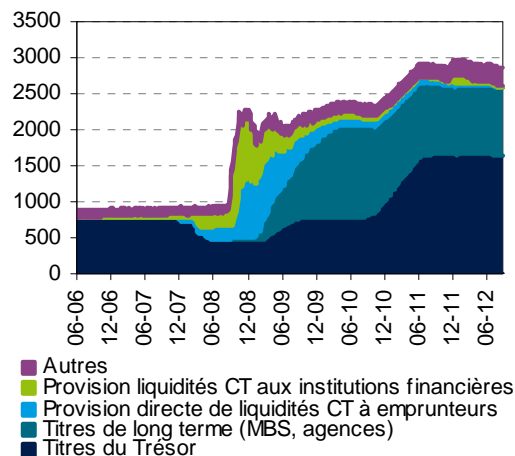
La Banque du Canada définit quant à elle le QE comme étant l'achat de titres privés ou publics financés par la création de réserves et retenant le terme de CE à l'acquisition de titres privés. Avec une telle définition, on voit que QE et CE peuvent coexister. Selon que le CE est financé ou non par création monétaire, il s'agira d'un QE ou non.

« Il n'y a pas de définition acceptée de tous de ce qui constitue un assouplissement quantitatif »

Enfin, pour illustrer la diversité des opinions, le gouverneur de la Banque d'Angleterre, Mervyn King, opère quant à lui une distinction entre les politiques « non-conventionnelles conventionnelles » (achats de titres très liquides, emprunts d'Etat) et les politiques « non conventionnelles non conventionnelles », qui ont pour but d'améliorer la liquidité sur certains segments de marché via des achats ciblés sur certaines classes d'actifs.

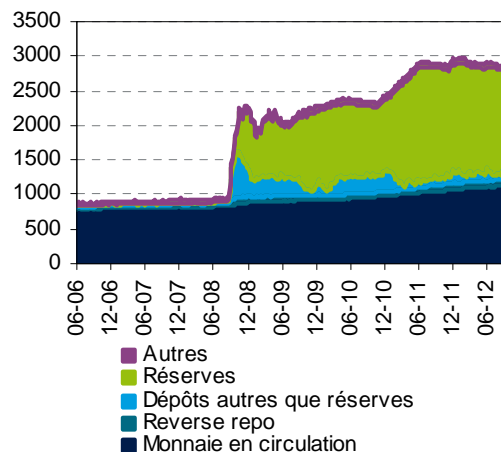
Du temps de Jean-Claude Trichet, la BCE s'était, quant à elle, contentée de mesures visant à améliorer la liquidité (« enhanced credit support »), limitant ses achats de titres aux obligations sécurisées « covered bonds ». Ce n'est que dans l'urgence – sous la contrainte des marchés et dans la plus grande opacité – que les achats d'emprunts d'Etat étaient alors réalisés (programme SMP). Le nouveau programme de la BCE (OMT, Outright Monetary Transactions), s'apparente davantage à une forme de CE. Tout d'abord, dans la mesure où ses interventions seront stérilisées, le programme OMT de la BCE ne constitue pas un « pur QE » (pas de création de monnaie) ; la stérilisation se fera sans aucune difficulté : les réserves excédentaires des banques auprès de la BCE s'élèvent à plus de 800 Mds €.

Bilan de la Fed : actif (en Mds \$)



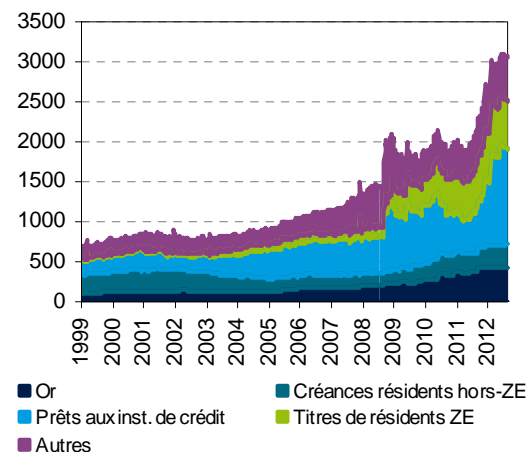
Source : Datastream, Stratégie Amundi

Bilan de la Fed : passif (en Mds \$)



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Actif de la BCE (en Mds €)



Source : Datastream, Stratégie Amundi



Ensuite, parce qu'il s'agit explicitement de restaurer les canaux de transmission de la politique monétaire et de refaire fonctionner le canal du crédit, totalement grippé, pas de financer les Etats.

Quoi qu'il en soit, quand il s'agit d'évaluer l'impact sur les marchés financiers et sur l'activité réelle, il est difficile de faire une distinction très nette entre CE et QE.

“ Difficile de distinguer CE et QE ”

Lorsqu'elles mènent des politiques non conventionnelles, les ambitions affichées par les banques centrales semblent davantage compter que les modalités techniques.

### Par quels canaux les BC agissent-elles sur les marchés financiers ?

Lorsqu'une BC signale son intention d'acquérir des actifs, on peut distinguer deux événements distincts : (1) l'effet signal (dans les jours qui suivent l'annonce) et (2) l'effet des achats effectivement réalisés. Il n'est toutefois pas toujours possible de bien distinguer les deux.

**La première phase** se produit lorsque la BC signale ses intentions. En effet, le simple fait d'annoncer un programme d'achat d'actifs modifie les anticipations des opérateurs de marché, non seulement sur l'orientation des taux courts futurs mais aussi et surtout sur l'offre de titres publics qui sera disponible. On a pu observer l'importance de cet effet de signal lors des annonces de la Fed et de la BoE. Très récemment, les annonces d'un nouveau cadre opérationnel de la BCE (2 août et 6 septembre), avec des achats potentiellement illimités de titres d'Etat de maturité courte ont eu un impact spectaculaire sur de nombreuses autres classes d'actifs. Une nouvelle fois, les annonces de la BCE illustrent la puissance des interventions verbales des banquiers centraux. Ce n'est pas une surprise : quand les BC sont crédibles, il est d'une certaine façon rationnel de la part des opérateurs de marchés et des investisseurs d'anticiper leurs actes futurs (la 2<sup>ème</sup> phase décrite ci-dessous). La communication des banques centrales permet d'ancrer les anticipations de marché.

**La deuxième phase** consiste en l'achat effectif de titres dans le marché. En achetant un actif (disons un emprunt d'Etat), les BC en réduisent l'offre disponible pour le secteur privé. Si l'appétit (ex ante) pour les titres publics est inchangé, cela contribue à faire baisser immédiatement les taux à long terme.

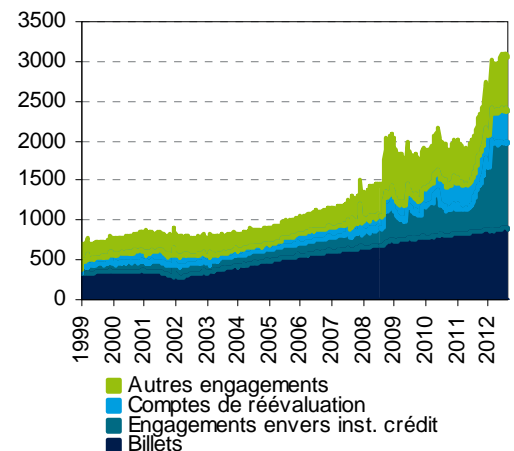
De plus, si les agents anticipent des rendements plus faibles sur les titres qui seront achetés par la BC, ils sont naturellement conduits à modifier la composition de leurs portefeuilles (obligations d'entreprises, actions, matières premières). En effet, les investisseurs, évincés, se reportent sur d'autres classes d'actifs, dont la valorisation est jugée d'autant plus attractive que la politique de la BC offre une garantie implicite (le temps que dure le QE) contre une remontée rapide des taux à long terme. Il y a en outre un effet sur la liquidité de certains titres (les interventions de la BC améliorent le fonctionnement des marchés). En effet, les opérateurs hésitent d'autant moins à acquérir des titres qu'ils sont convaincus qu'ils pourront à l'avenir les revendre sans difficulté.

**L'annonce de l'OMT de la BCE illustre l'effet signal.** Les achats d'actifs affectent les titres de maturité inférieure à 3 ans mais pas seulement. En effet, les titres de maturité plus longue pourront être revendus à la BCE dès que leur maturité résiduelle tombera en deçà de 3%. Une telle mesure vise clairement à encourager les investisseurs privés à acquérir des titres de maturité supérieure (en faisant diminuer leur prime de terme). L'incitation fonctionne d'autant plus que la BCE dispose de marges de manœuvre. Si elle achète autant de titres que la Fed et de la BoE, elle pourrait acquérir jusqu'à 1400Mds € de titres (15% du PIB de la zone euro) : largement de quoi subvenir aux besoins de refinancement à court terme des pays en difficulté. Cela les opérateurs de marché et les investisseurs l'ont compris. **Le dégonflement des primes de liquidité est vertueux notamment du côté des obligations d'entreprises.** Par ailleurs, les décotes liées à la montée du risque extrême disparaissent, ce qui est positif pour les actions. Au total, les effets richesse induits peuvent indirectement soutenir la demande privée. La détente de notre indicateur de tensions financières, tombé à son plus bas niveau depuis le mois de juin 2011, s'explique par ces anticipations favorables.

### Quel impact sur le prix des actifs et sur l'activité réelle ?

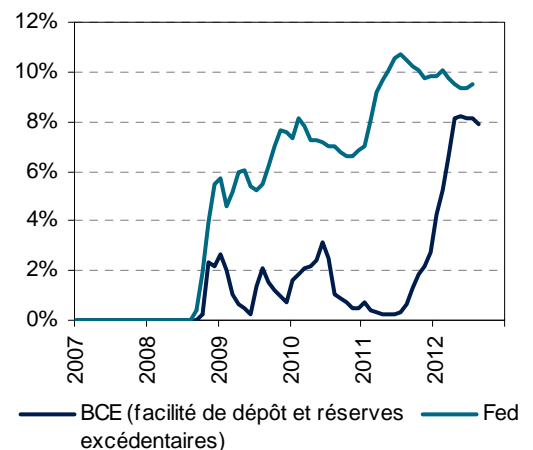
Les travaux empiriques montrent que les politiques non conventionnelles passées (QE ou CE) ont eu un impact notable sur le prix des actifs. Au cours des dernières années, c'est aux Etats-Unis et au Royaume-Uni que ces politiques ont été poussées le plus loin et où les estimations sont les plus nombreuses (cf. article 8 de notre édition du mois de février 2012 pour une synthèse, encadré 4 et article 9 de cette édition).

Passif de la BCE (en Mds €)



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Réserves excédentaires (en % du PIB) : Fed vs BCE



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Depuis 2008, la Fed et la BoE ont en effet été les premières à mettre en œuvre des politiques de QE de grande envergure. L'impact sur les marchés ressort significatif, et parfois de façon plus marquée, sur une gamme d'actifs plus large (obligations d'entreprises, actions) que sur celle des titres achetés (titres d'Etat). Les annonces de la BCE (OMT) et de la Fed (QE3) au cours de l'été en sont un exemple supplémentaire.

Il y a plusieurs explications possibles à cela : sous un certain niveau de taux, les agents peuvent, d'une part commencer à douter de la capacité de la BC à aller plus loin sans prendre le risque de faire déraiper les anticipations d'inflation et, d'autre part, juger les taux d'intérêt trop faibles pour rémunérer le risque de perte en capital (trappe à la liquidité).

Dans un tel cas de figure, les politiques des BC peuvent en revanche avoir, par ricochet un impact sur d'autres classes d'actifs, les actifs réels notamment (immobilier, matières premières). La promesse de taux d'intérêt durablement faibles diminue par exemple le coût d'opportunité de la détention d'or (cf. encadré 3).

“ Les grands pays avancés (Etats-Unis, Europe) sont proches d'une trappe à liquidité ”

Lorsque les achats d'actifs (des emprunts d'Etat mais pas seulement) ont été financés par création monétaire (Etats-Unis, Royaume-Uni), on dit parfois abusivement que les BC font « tourner la planche à billets », ce qui attise les craintes d'inflation. Mais en pratique, elles n'impriment pas de monnaie. Les banques privées se retrouvent simplement créditées de réserves auprès de la banque centrale, qui correspondent aux montants des actifs achetés. Or c'est l'utilisation de ces liquidités par les banques qui détermine en définitive l'impact sur l'économie réelle et sur les prix des biens et services.

### Les QE n'expliquent pas à eux seuls le niveau des taux d'intérêt à long terme

Quelles que soient les évaluations retenues l'expansion du bilan des banques centrales ne suffit pas à expliquer le repli des taux d'intérêt à long terme aux États-Unis, au Royaume-Uni et dans les pays du cœur de la zone euro depuis le printemps 2011. (près de 200pb de baisse des taux à 10 ans aux Etats-Unis et en Allemagne).

C'est la raison pour laquelle, la Fed dans son dernier comité de politique monétaire s'engage à maintenir ses taux inchangés jusqu'à la mi-2015 (et non plus seulement jusqu'à la mi-2014), en « promettant » ainsi implicitement de maintenir une politique monétaire très accommodante pendant une période prolongée. Certains opérateurs de marché y voient une forme d'option gratuite (une quasi-assurance quant à l'absence de remontée brutale des taux d'intérêt à long terme).

Les craintes de récession mondiale et de crise systémique en zone euro ont précipité un mouvement général de fuite vers la qualité jusqu'à la fin du mois de juillet. Il est toutefois frappant d'observer que les taux à long terme restent aujourd'hui très bas en dépit du repli de l'aversion pour le risque.

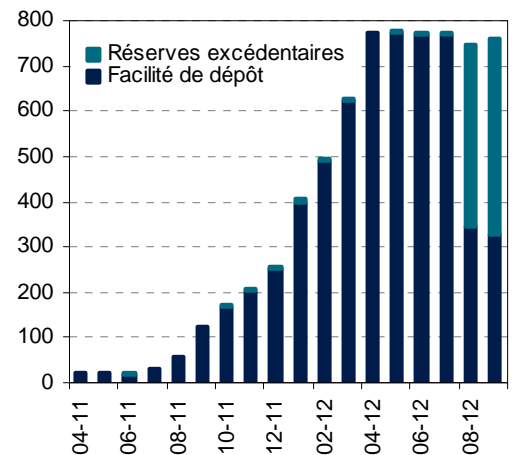
On avait un temps cru leur repli lié au risque systémique (banques et Etats) et à la fuite « vers la qualité ». C'était oublier qu'entre-temps la crise financière était devenue économique et s'accompagnait de pressions déflationnistes.

### Avec le crédit en panne : peu de stimulation de l'activité et pas de risque d'inflation

Les multiplicateurs de crédit se sont effondrés avec cette crise, comme en témoigne l'évolution de la distribution de crédit au secteur privé par les banques. En zone euro, le crédit bancaire se contracte dans les pays du sud (avec toutefois des différences notables selon les pays). On retrouve dans ces agrégats, la fragmentation du cycle économique européen. Aux Etats-Unis, en dépit d'une croissance très supérieure à celle de la zone euro, le crédit est également atone. Dans les deux cas de figure, les réserves excédentaires des banques auprès de la banque centrale sont à des records (1400 Mds \$, aux Etats-Unis ; plus de 800 Mds € en zone euro). En d'autres termes, les liquidités injectées par les banques modifient peu (voire pas du tout) les conditions de crédit des banques.

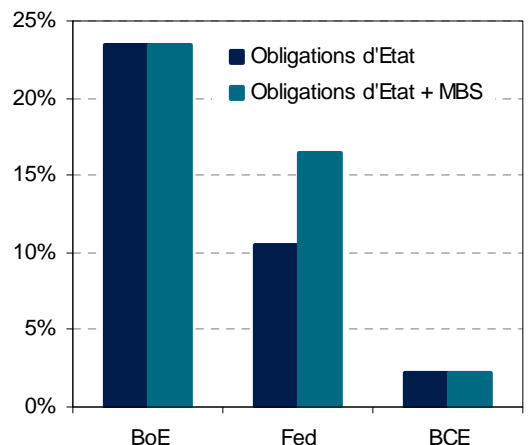
Dans ces conditions, les politiques menées par les BC n'ont pas de raison de stimuler *directement* l'économie réelle. C'est sans doute la raison pour laquelle les anticipations d'inflation restent pour l'heure bien ancrées. En revanche, les excès de liquidité affectent bien les anticipations des opérateurs de marché quant à la trajectoire future des taux d'intérêt, modifient l'allocation d'actifs des investisseurs et engendrent des effets patrimoniaux qui peuvent exercer, en retour, un impact indirect sur l'activité économique.

### BCE : facilité de dépôt et réserves excédentaires



Source : Datastream, Stratégie Amundi

### Actifs achetés par les banques centrales en % du PIB national



Source : Datastream, Stratégie Amundi

On est loin des conditions économiques justifiant une remontée des taux directeurs des grandes banques centrales. Ceci dit, ce qui est vrai des taux courts, ne le sera pas nécessairement des taux d'intérêt à long terme. Tout dépendra, pour ces derniers, de la confiance des investisseurs non résidents (cf. article 4 de ce numéro).

### L'impact à moyen et long terme des politiques non conventionnelles est inconnu

En définitive, les expériences récentes démontrent que les banques centrales ne sont pas démunies même lorsque leurs taux directeurs sont proches de zéro. Mais elles ne sont pas sans risque. En particulier, à mesure que la demande de crédit repartira, les BC devront trouver des moyens pour drainer la liquidité dont disposent les banques commerciales. Car sinon les excès de réserves risqueront de générer soit des bulles sur les prix des actifs, soit de l'inflation. La menace sur les prix des biens et services n'est pas à l'ordre du jour dans les grands pays développés. Ce sont en effet les pressions déflationnistes qui y dominent étant donné la nécessité pour leurs Etats, et parfois aussi pour leurs ménages et leurs entreprises, de se désendetter. L'Europe est la première menacée si la récession s'intensifie. De plus, le moment venu, les BC pourront toujours durcir les conditions monétaires (ne serait-ce qu'en mettant en place un programme de vente des actifs accumulés) et maîtriser les anticipations d'inflation.

C'est donc du côté du prix des actifs que la menace d'inflation (de bulle) est la plus sérieuse. Car il ne faut pas perdre de vue que ce sont les fondamentaux qui déterminent au final leur valeur d'équilibre, pas la liquidité ! Une chose est sûre, la communication des banques centrales continuera de jouer un rôle crucial dans les années qui viennent. C'est peut-être d'ailleurs l'arme ultime des banquiers centraux ; une arme dont l'efficacité risque toutefois de s'éteindre au fil du temps.

### Encadré 3 : conséquences des politiques monétaires accommodantes sur l'or

L'annonce d'un troisième programme d'achats d'actifs de la Réserve Fédérale a immédiatement eu un impact sur le prix de l'once d'or (+35\$ en quelques minutes). Mais quels seront les impacts à plus long terme ?

Lors des deux précédents assouplissements quantitatifs (QE) américains, le prix de l'or a progressé respectivement de 11% et 7,5% en deux mois à partir de leur annonce. Deux mécanismes étaient à l'œuvre dans ces mouvements :

- une hausse des anticipations d'inflation sur le long terme. Les taux d'intérêt réels négatifs aux Etats-Unis pouvaient expliquer une partie de ces hausses. La raison en est simple, les investissements en obligations deviennent moins intéressants (car ils offrent moins que l'inflation) et donc les investisseurs se dirigent vers l'or qui même s'il ne rapporte pas plus que l'inflation, ne perd pas de valeur.

- une dépréciation du dollar et un afflux de la liquidité mondiale vers les pays émergents. Ces deux conséquences de l'assouplissement monétaire mondial pèsent lourd sur le bilan des banques centrales des pays émergents pour deux raisons : 1) la dépréciation du dollar entraînait une dévaluation de leur bilan car les réserves de change (majoritairement libellées en dollar) qu'elles possèdent perdent de leur valeur 2) l'afflux de liquidités dans ces pays forçait les banques centrales à diversifier leurs réserves de change ne souhaitant pas avoir d'expositions grandissantes à des monnaies qui perdaient de leur valeur. La diversification des réserves de change est une grande problématique pour les Banques centrales des pays émergents.

#### QE3 : comme les deux précédents QE ?

Le potentiel de baisse des taux d'intérêts réels à venir est relativement limité. En effet, les taux d'intérêt sont déjà au plus bas et les anticipations d'inflation, mesurées par les points mort d'inflation 10 ans, sont déjà très élevées.

D'autre part, la dépréciation du dollar à court terme n'est pas attendue. Son rôle de devise de réserve devrait continuer à le soutenir.

Enfin, les QE risquent, à moyen et long terme de générer une méfiance sur les devises dominantes du système monétaire international. Dans ces conditions, les banques centrales anticipent dès aujourd'hui ce risque pour leurs réserves de change et se couvrent contre ce dernier grâce à la diversification de leur bilan, notamment en or.

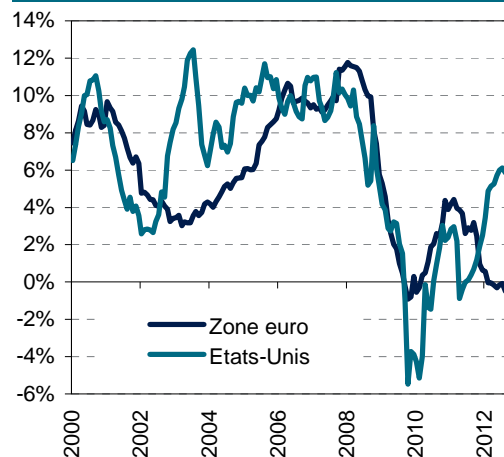
C'est ce que nous observons dans les rapports du World Gold Council. Depuis 2009, les investisseurs officiels (les banques centrales) sont acheteurs nets d'or. Le deuxième trimestre de cette année marque un trimestre record en terme d'achat à 157 tonnes (+138% par rapport au T2 2011). Les principales banques centrales à l'œuvre sont celles des pays émergents. Pour le T2 2012, les principaux acheteurs sont le Kazakhstan, les Philippines, la Russie et l'Ukraine.

La part des réserves d'or dans les banques centrales des pays dits développés est en moyenne de 22%. En revanche, elle est à peine égale à 4% pour les pays émergents. Nul doute que cette tendance au rééquilibrage devrait durer. Ce facteur de diversification du bilan des banques centrales est le principal facteur qui nous permet d'anticiper une hausse du prix de l'once d'or dans les années à venir.

Evolutions du crédit bancaire au secteur privé				
% sur un an	Entreprises non financières		Ménages	
	Août 11	Août 12	Août 11	Août 12
Allemagne	0.2%	2.3%	0.8%	1.1%
France	4.3%	0.8%	7.4%	2.7%
Italie	5.0%	-2.6%	5.7%	-0.4%
Espagne	-5.0%	-6.8%	-2.2%	-2.9%
Portugal	-1.3%	-8.4%	0.1%	-3.4%

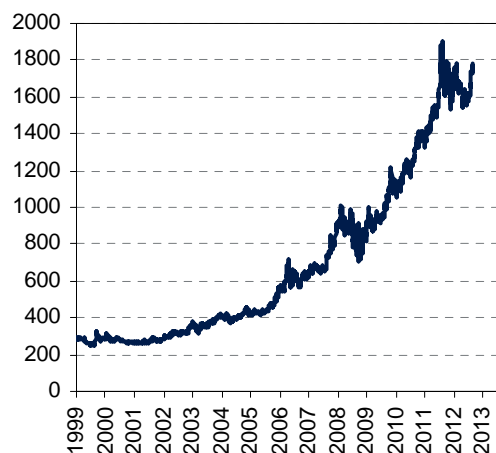
Source : BCE, Datastream, Stratégie Amundi

### Crédit bancaire : Etats-Unis vs zone euro



Source : Datastream, Stratégie Amundi

### Prix de l'or (\$ par once)



Source : Datastream, Stratégie Amundi



### Encadré 4 : impact des QE sur l'économie réelle

Les études démontrent que les 1700 Mds \$ achetés dans le cadre du Q1 ont réduit le taux à 10 ans aux Etats-Unis de 40 à 110pb. Les 600 Mds \$ achetés dans le cadre du QE2 ont fait baisser les taux à 10 ans de 15 à 45pb supplémentaires.

Des études plus récentes montrent que l'opération Twist (modification de la structure du bilan de la Fed mais pas de sa taille) a aussi eu un impact marqué. Au total, l'effet sur le taux à 10 ans de l'ensemble des achats menés par la Fed serait compris entre 80 et 120pb. Mais ce qui est plus important à noter, c'est que l'impact ne concerne pas seulement les taux des titres du Trésor. Les taux des obligations d'entreprises et des MBS sont également nettement affectés. Et les marchés d'actions réagissent également. Depuis l'annonce du QE3, c'est encore plus frappant.

L'impact des mesures non conventionnelles sur l'économie réelle est difficile à estimer. Car il faudrait pouvoir évaluer ce qui se serait produit sans les achats d'actifs réalisés par la Réserve fédérale. En supposant que les effets sur l'économie réelle de conditions monétaires plus accommodantes sont identiques à ceux observés par le passé, les simulations réalisées par la Fed montrent qu'aux Etats-Unis, (1) le PIB est supérieur de 3 points à ce qu'il aurait été en l'absence de mesures non conventionnelles et (2) que plus de 2 millions d'emplois ont été créés. Au Royaume-Uni, les estimations sont voisines. L'impact sur le PIB serait compris entre 1,5 et 2% sur le PIB. Toutefois ces estimations ne font pas l'objet d'un consensus. En particulier, les méthodes statistiques employées sont discutées.

**Une étude récente de la BoE est venue tempérer les estimations disponibles.** La BoE a calculé que la richesse des ménages avait augmenté de 26% entre mars 2009 et mai 2012 (environ 600 Mds £) à la suite de ses achats d'actifs (325 Mds £ au total jusqu'au mois de mai, soit 21% du PIB). Ce qui est équivalent à 10 000 livres par ménage britannique. Toutefois, la BoE souligne que 40% des gains sont allés aux 5% des ménages les plus aisés. Or on sait que la propension à consommer décroît avec leur niveau des revenus. Les effets de stimulation de l'activité économique ne sont donc pas aussi forts que ce qui était attendu. La politique monétaire quantitative menée au Royaume-Uni n'a pas empêché les pays de retomber en récession au T2 2012. Dit autrement, l'austérité budgétaire pèse davantage sur la croissance que la politique monétaire quantitative ne la stimule.

Compte tenu de l'incertitude sur l'ampleur des ajustements budgétaires à venir aux Etats-Unis (débat sur la « falaise fiscale »), les résultats de l'étude de la BoE sont probablement regardés de près aux Etats-Unis. Il est intéressant de noter que la Fed n'a pas pré-annoncé le montant de titres MBS qu'elle s'appropriait à acheter. Pour ne pas se lier les mains et pouvoir arrêter rapidement si la reprise est plus marquée. Mais peut-être aussi pour laisser la porte ouverte à des achats beaucoup plus importants que ceux réalisés lors des précédents programmes.

En ce qui concerne l'impact sur l'inflation, ce dernier demeure imperceptible aux Etats-Unis. Les anticipations d'inflation telles que mesurées par les obligations indexées sont dans un premier temps nettement remontées, avant toutefois de se replier. Dans tous les grands pays développés, la situation sur le marché du travail apparaît trop détériorée pour que les salaires puissent s'emballer. La distribution de crédit reste, dans le meilleur des cas atone. Par ailleurs, la Fed martèle qu'elle dispose des moyens pour endiguer les pressions inflationnistes le moment venu, ne serait-ce qu'en revendant une partie des titres qu'elle aura accumulés.

### Encadré 5 : le QE3 de la Fed

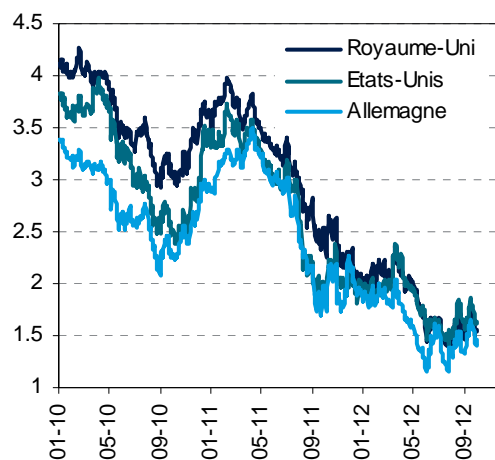
Lors de la réunion de politique monétaire (FOMC) du 13 septembre, la banque centrale américaine a annoncé qu'elle achèterait chaque mois 40 Mds \$ de titres adossés à des créances hypothécaires (MBS). Elle a également précisé que l'opération Twist, consistant en la vente de bons du Trésor de maturité courte pour financer les achats de titres du Trésor de maturité longue, irait à son terme, c'est-à-dire jusqu'à la fin de l'année 2012. Enfin, la Fed a étendu la période pendant laquelle elle garantissait des taux directeurs à des niveaux « exceptionnellement bas », de la fin 2014 à la mi-2015. La force de cette annonce réside dans le fait que, contrairement aux QE1 et QE2, les montants sur lesquels porte le QE3 ne sont pas explicitement annoncés. Le QE3 pourrait donc durer longtemps. Sa taille est indéterminée.

Les achats de MBS s'ajouteront aux 45 Mds \$ de titres du Trésor de maturité longue achetés chaque mois dans le cadre de l'opération Twist. Ainsi, jusqu'à la fin 2012, la Fed achètera pour 85 Mds \$ de titres de maturité longue. Rappelons que la Fed possède environ 930 Mds \$ de MBS et 1650 Mds \$ de titres du Trésor américain.

La Fed compte implicitement sur le refinancement des emprunts immobiliers des ménages afin de stimuler la consommation privée, les taux d'emprunt hypothécaires étant actuellement à un plus bas historique.

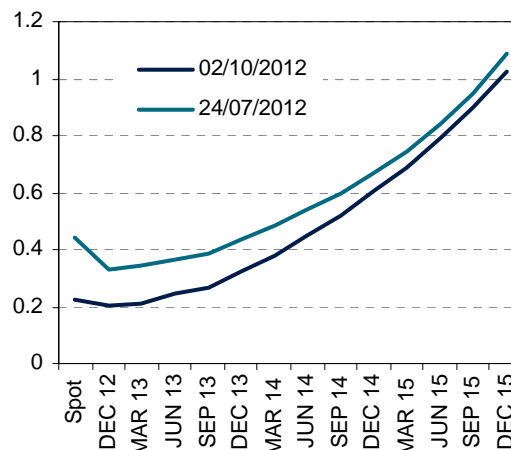
Il convient par ailleurs de noter que les achats de MBS par la Fed, peuvent encourager les banques commerciales à s'en délester, au profit de l'acquisition de titres du Trésor. La part de leurs actifs détenus sous cette forme reste en effet très inférieure à sa moyenne de long terme. Dit autrement, les achats de MBS par la Fed faciliteront indirectement les besoins de refinancement du Trésor américain.

### Taux d'intérêt à 10 ans : Etats-Unis, Royaume-Uni et Allemagne



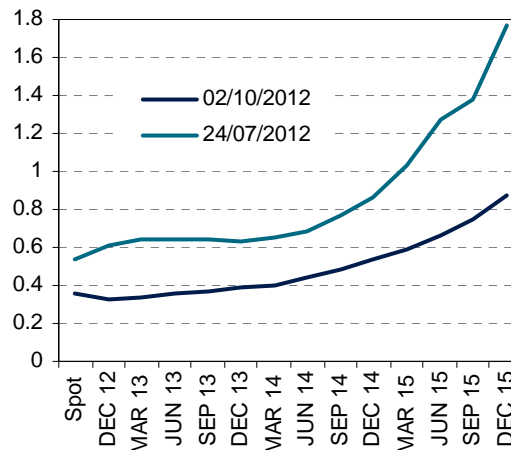
Source : Datastream, Stratégie Amundi

### Taux futures Euribor 3 mois



Source : Bloomberg, Stratégie Amundi

### Taux futures Eurodollar 3 mois



Source : Bloomberg, Stratégie Amundi

### 6 Flux : les marchés sont plus téméraires que les investisseurs !

La performance des marchés est très souvent commentée, mais le comportement des investisseurs l'est beaucoup moins. C'est ce que nous vous proposons d'analyser ici à l'aide des données de flux fournies par la base EPFR. Ces flux sont représentés en proportion de la taille de chaque classe d'actifs (% d'actifs gérés) de façon à faciliter les comparaisons.

Le constat, tant au cours des trois dernières années que depuis début janvier, est sans équivoque ; les investisseurs ont privilégié la sécurité et le rendement à la croissance, ce qui révèle leur préoccupation. Le surcroît de liquidités générées par les récentes mesures des banques centrales (BCE, FED, BoJ, etc...) et la perspective de taux d'intérêts durablement bas pourraient cependant amener les investisseurs à reconsidérer leurs perspectives de placement.

**Au cours des trois dernières années, au plan mondial, les investisseurs ont délaissé le monétaire et privilégié les autres placements de taux aux actions.** Le premier graphique reprend les principales classes d'actifs depuis trois ans. Il en ressort que les taux monétaires ayant baissé, les investisseurs ont délaissé cet actif (-30% de flux cumulés) pour aller chercher plus de rendement, soit en privilégiant la sécurité comme sur les obligations d'Etat (+36% de flux cumulés), ou le carry sur le crédit haut rendement (+39% de flux cumulés). Quant aux actions, après avoir attiré quelques flux de mars 2009 (point bas du marché) à mai 2011 (+4% de flux cumulés sur cette période, après -7% lors de la première phase de la crise financière de fin 2007 à mars 2009), elles accusent depuis des sorties récurrentes ; à tel point qu'aujourd'hui les investisseurs sont moins investis en actions qu'ils ne l'étaient il y a 3 ans. A posteriori, il apparaît que le printemps 2011 a constitué une période charnière avec 1) la remontée des prix du pétrole sur fond de troubles dans le monde arabe, 2) l'extension de la crise souveraine à l'Espagne et 3) le drame de Fukushima au Japon.

**Au sein des placements de taux, depuis le début de l'année, les investisseurs se sont efforcés de combiner rendement et sécurité.** Le second graphique fait un zoom sur les marchés obligataires depuis le début de l'année par grande région. D'un côté, on constate que les émergents, au rendement plus confortable ont engrangé des flux (16% cumulés). Mais d'un autre côté, le Japon et les Etats-Unis, dont les rendements sont pourtant faibles, ont également largement bénéficié de leur image sûre pour collecter (respectivement 8 et 11%).

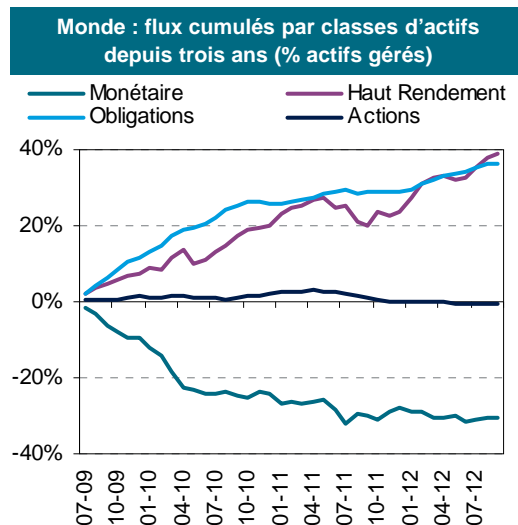
Dans le cas de l'Europe, où la collecte a été globalement négative, c'est le Royaume-Uni qui, en dépit de ses faibles rendements et de son marasme économique, a joué ce rôle de pays-refuge. En revanche, fragilisée par la crise souveraine, la zone euro a été particulièrement chahutée. Ainsi, la décollecte

*“ Les investisseurs ont jusqu'ici privilégié rendement et sécurité...”*

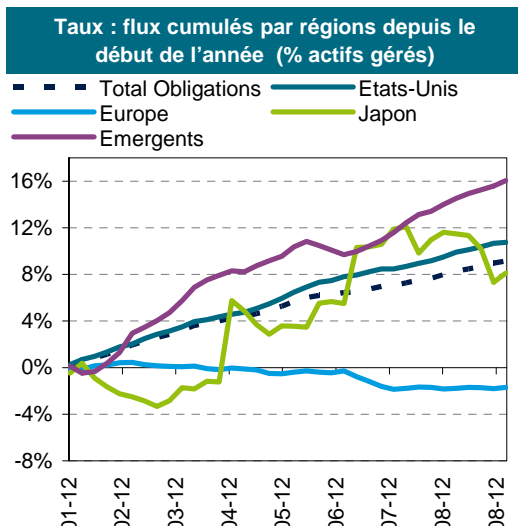
a frappé non seulement les pays de la périphérie de l'union monétaire mais également son cœur, y compris l'Allemagne.

**Au sein des actions, depuis janvier, les investisseurs ont fui le risque tout en conservant une once d'espoir sur la croissance.** Le troisième graphique fait référence aux flux sur les actions depuis le 1<sup>er</sup> janvier. En début d'année, si c'est bien le LTRO de la BCE qui a fait l'actualité, le paradoxe est que ceci a finalement peu profité à l'Europe puisque ce sont surtout les Etats-Unis et les marchés émergents qui sont parvenus à collecter ! En revanche, seuls les marchés émergents sont peu ou prou parvenus à conserver ces flux, alors que les investisseurs sont désormais moins investis sur le marché américain qu'ils ne l'étaient en début d'année.

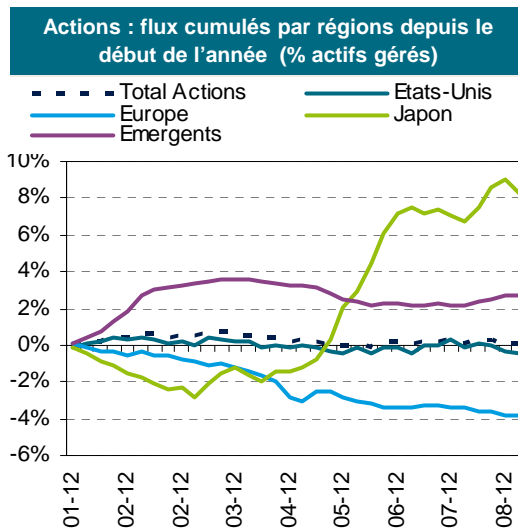
Si la décollecte régulière en Europe n'étonnera personne, en revanche l'accélération de la collecte au Japon à partir du printemps est plus surprenante et mérite une explication. Certains ont suggéré qu'ils s'agissaient d'investisseurs à la recherche de décorrélation dans leurs portefeuilles. La réalité est plus prosaïque. En fait, comme on peut le voir sur le quatrième graphique, les entrées sur les fonds d'actions japonaises correspondent pour l'essentiel à des achats d'ETF de la part de la banque centrale !



Source : EPFR, Stratégie Amundi



Source : EPFR, Stratégie Amundi



Source : EPFR, Stratégie Amundi

**Ainsi, avec l'assouplissement quantitatif, les banques centrales ont désormais un impact décisif sur les flux.** Au-delà de la BoJ, en réalité toutes les banques centrales sont à la manœuvre. Le QE3 de la Fed vise à être proactif suffisamment longtemps avant les élections américaines et que le débat sur le « fiscal cliff » ne s'exacerbe. Mais les annonces les plus percutantes ont été celles de la BCE qui ont permis – jusque-là sans bourse délier – de réduire le risque systémique de façon considérable.

**La situation européenne qui concentre une bonne partie du stress financier mérite un examen plus approfondi.** Le cinquième graphique reprend les flux sur les principales classes d'actifs de la région depuis le début de l'année. Il montre sans surprise que seuls les actifs proposant des perspectives de rendement élevé (3% de flux cumulés sur le crédit, 11% sur le haut rendement) ou une sécurité forte, à l'instar du monétaire (4% de flux cumulés), ont suscité l'adhésion. A l'inverse, les produits obligataires gouvernementaux (indexés ou non sur l'inflation) et les actions ont été délaissés.

Plus récemment, **les déclarations rassurantes sur l'euro de Mario Draghi du 26 juillet dernier ayant marqué les esprits, il est intéressant de se pencher sur l'évolution des flux de la classe actions de la zone euro**, depuis cette date (cf. le dernier graphique).

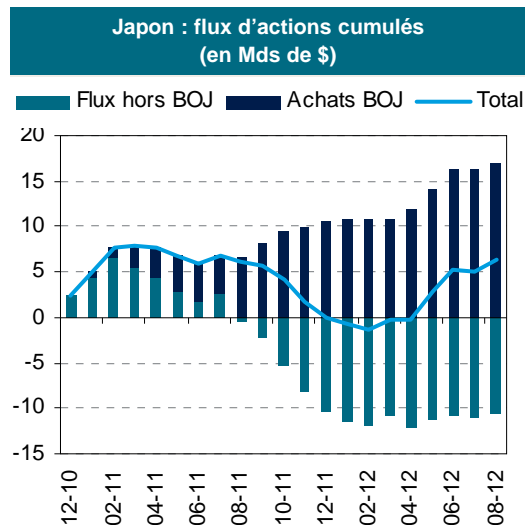
On notera que, **dans un premier temps, la décollecte s'est poursuivie.** Plus précisément, les investisseurs sont sortis des marchés allemands et français, pour revenir en Espagne et surtout en Italie, d'où la décollecte globale des actions zone euro, compte tenu des capitalisations respectives. Ces premiers arbitrages intra zone euro traduisaient selon nous la volonté des investisseurs de refermer, au moins en partie, leurs paris jusque-là unanimement en faveur des marchés du cœur par rapport à la périphérie. Ceci correspondrait donc davantage à une détente de l'aversion au risque de la part de ces investisseurs, plutôt qu'à un véritable changement de conviction quant aux perspectives fondamentales de la périphérie.

« ...les actions conjointes des banques centrales devraient inciter à reprendre du risque »

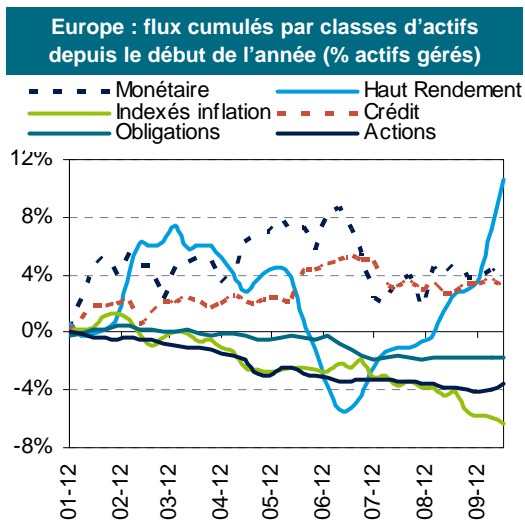
**Dans un second temps, les précisions** apportées par le comité monétaire de la BCE le 6 septembre, **suivies de l'annonce du QE3 de la FED** la semaine suivante **sont venues de nouveau rassurer les investisseurs.** Inquiets de la dégradation de la conjoncture mondiale, ces derniers ont en effet été soulagés de l'effort conjugué des différentes banques centrales pour contrer ce phénomène. **Depuis lors, on a assisté à un rebond généralisé des flux en faveur des marchés d'actions** tant au sein des marchés développés (Etats-Unis, Japon, Europe) qu'émergents. Et cette-fois-ci, au lieu de se cantonner à la périphérie, la collecte est redevenue positive, **y compris au cœur de la zone euro** comme on peut le voir sur le dernier graphique.

**Pour conclure, les banques centrales peuvent influencer directement les flux en achetant ou en vendant des actifs** comme la banque du Japon. C'est le principe même de l'assouplissement quantitatif. La Fed ne s'en est pas privée en rachetant des obligations du trésor lors des QE1 et QE2. Plus récemment, elle a mis l'accent sur les obligations hypothécaires pour conforter la reprise américaine. Ce faisant, elle joue bien sûr directement sur le niveau des taux. Mais elle compte surtout renforcer la confiance des consommateurs via l'effet richesse, en ciblant implicitement le prix des actifs, et via la visibilité en repoussant sa perspective de taux particulièrement bas de fin 2014 à mi 2015.

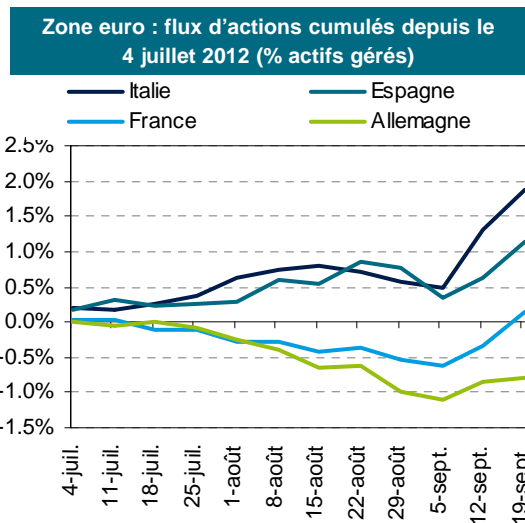
**Les excès de liquidité créés par les banques centrales ont pour l'instant trouvé essentiellement refuge sur des produits à rendement élevé.** Mais ceux-ci devenant de plus en plus difficiles à trouver, il serait logique qu'à un moment donné les flux se diversifient progressivement vers les marchés les plus capables – du fait notamment de l'action des banques centrales – de renouer avec la croissance. Dans ce contexte, les marchés émergents pourraient tirer leur épingle du jeu. Ceux-ci étant par ailleurs moins profonds que les marchés développés, il suffirait de peu de flux pour relancer à la fois les devises et les marchés d'actions de ces régions. Cette hausse ne serait toutefois pérenne que si la Chine arrivait à stabiliser son économie sur un rythme élevé. Un dossier qui va revenir sur le devant de la scène d'ici quelques semaines avec le prochain Congrès du parti communiste chinois qui désignera la nouvelle équipe dirigeante.



Source : EPFR, Stratégie Amundi



Source : EPFR, Stratégie Amundi



Source : EPFR, Stratégie Amundi



## 7 Spreads "locaux" : une nouvelle dimension pour les valorisations du crédit IG en EUR

### La crise souveraine a renforcé la nécessité de recourir à de nouveaux indicateurs de valorisation du crédit

Les crises à répétition ont donné lieu à des changements remarquables et rapides sur les marchés du crédit et leurs référentiels ces dernières années. Pour n'en citer que quelques uns, beaucoup d'obligations industrielles et bancaires d'Europe périphérique ont été dégradées au rang HY, l'offre nette d'obligations de la périphérie est devenue négative et l'encours de la dette subordonnée financière a nettement diminué. En résumé, parmi les émetteurs industriels européens, le poids des entreprises de la périphérie est toujours limité et presque exclusivement confiné aux secteurs défensifs et non cycliques (utilities et télécoms, principalement). De même, le poids des émetteurs périphériques dans les obligations financières européennes est passé de 18% avant la crise Lehman à 11% aujourd'hui. Le risque souverain étant devenu un moteur majeur de la composition du marché du crédit et des spreads (presque plus que le facteur sectoriel), de nouveaux paniers géographiques ont été créés pour mieux représenter ces changements (par ex. : indices d'émetteurs périphériques vs émetteurs de pays cœur). Toutefois, dans la plupart des cas, le calcul des spreads des obligations de la périphérie européenne est resté basé sur le taux sans risque, à savoir le rendement du Bund, et n'a pas tenu compte des nouvelles dimensions des marchés.

### Commençons par les indicateurs de spreads les plus surveillés

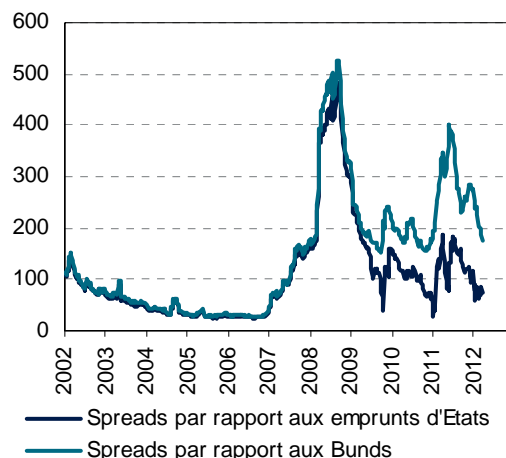
Les deux premiers graphiques présentent les spreads du crédit IG en euros (financières et non financières) par rapport à l'ensemble des emprunts d'État de l'UEM et par rapport aux Bunds allemands. Le premier indicateur de valorisation peut être considéré comme la prime moyenne payée par rapport à l'univers actuel des obligations souveraines IG de l'UEM ; le second est plus représentatif du spread réel par rapport aux valeurs refuge, ou à la classe d'actifs de plus en plus perçue comme étant le vrai actif "sans risque". Afin d'éviter des écarts de durée involontaires entre les indicateurs de référence, et pour couvrir les deux extrêmes de la courbe des taux, nous avons utilisé des segments de maturité homogènes, à savoir le plus court (1-3 ans sur le graph. 1) et le segment 7-10 ans sur le graph. 2. Ces graphiques montrent les effets de la crise souveraine sur les indicateurs de valorisation : jusqu'en 2009, les deux séries ont évolué de façon similaire, mais depuis, l'écart s'est constamment creusé. À l'heure où nous écrivons, cet écart est respectivement de 100 pb pour le segment de court terme et de 150 pb pour les échéances 7-10 ans. On peut constater que les spreads par rapport à l'indice global des emprunts d'État sont proches de leurs niveaux d'avant crise sur les échéances courtes, et même inférieurs sur les échéances longues. On pourrait ainsi en déduire que les obligations d'entreprise offrent toujours une prime attractive par rapport au taux sans risque (le Bund), mais que leurs valorisations par rapport au marché souverain dans son ensemble sont loin d'être aussi intéressantes. Toutefois, ce que les deux graphiques ne montrent pas, c'est l'évolution divergente des deux marchés depuis trois ans.

Les emprunts d'État périphériques ont vu leur poids diminuer de seulement 10%, tandis que les obligations d'entreprises de la périphérie, en particulier les financières, représentent 30% de moins qu'il y a 3 ans. Ensemble, l'Italie et l'Espagne comptent toujours pour environ un tiers de la dette souveraine de l'UEM sur le segment 7-10 ans, mais les entreprises espagnoles et italiennes (financières et non financières) représentent ensemble moins de 10% de l'offre d'obligations corporate sur le même segment de maturités.

« Ensemble, l'Italie et l'Espagne comptent toujours pour environ un tiers de la dette souveraine de l'UEM sur le segment 7-10 ans »

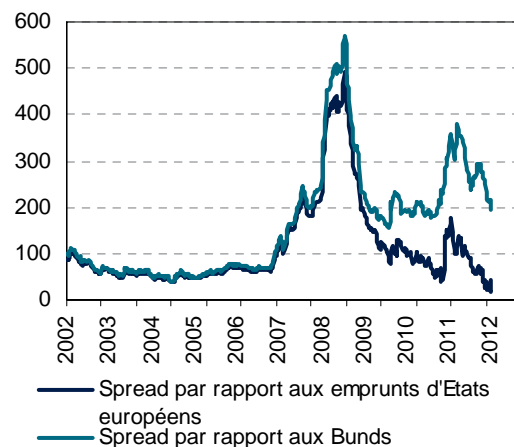
La présence plus marquée des émetteurs périphériques sur le marché souverain en comparaison au marché Corporate n'est pas la seule raison qui explique le faible niveau des spreads IG par rapport à la dette des pays de l'UEM. En fait, l'autre raison tient à la contraction des segments financiers à fort bêta, tels que les obligations subordonnées de rang Lower Tier 2 et Tier 1. En effet, ces segments avaient largement contribué au relèvement global des niveaux de spreads de crédit jusqu'à la crise, mais aujourd'hui cette contribution est nettement moins importante.

Segment 1- 3 ans des obligations d'entreprises IG en Euro



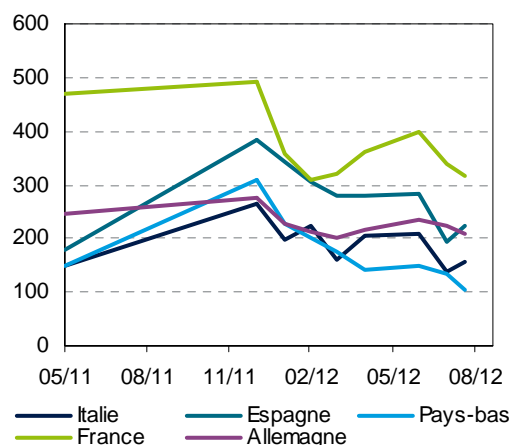
Source : Bloomberg, Stratégie Amundi

Segment 7- 10 ans des obligations d'entreprises IG en Euro



Source : Bloomberg, Stratégie Amundi

Segment 1-3 ans : spreads des obligations financières



Source : Bloomberg, Stratégie Amundi



Aujourd'hui, seules 17 émissions appartiennent à la dette Tier 1 dans l'univers financier IG, soit une valeur nominale proche de 12 Mds € (1,5% de la dette financière globale). Ce segment avait atteint un pic avant la faillite de Lehman : à cette époque, 116 émissions représentaient 13,4% du total de la dette financière. Parallèlement, la proportion de la dette Lower Tier 2 dans les émissions financières en euros a presque diminué de moitié, passant de 21% à 11% depuis les pics de 2007. La diminution des encours provenant des secteurs les plus risqués des obligations Corporate IG en euros, comme la dette financière subordonnée et celles des entreprises périphériques, a rendu le marché plus résistant aux épisodes de volatilité. Toutefois, même si le marché IG en euros est plus sûr, ses primes de risque moyennes par rapport à l'ensemble de la dette souveraine vont probablement devenir plus importantes qu'avant la crise.

### Vers de nouveaux indicateurs des spreads de crédit

Les obligations financières étant souvent considérées comme des alternatives aux titres souverains, même si la relation devient de plus en plus forte entre les émissions non financières et les emprunts d'État des pays d'origine, nous proposons ici un autre moyen de calculer les spreads, qu'on appellera "spreads locaux" ou spreads des obligations d'entreprises par rapport à la dette souveraine des pays d'émission. Comme on le voit sur les graphiques, nous n'étudions qu'un petit nombre de pays européens mais ceux-ci représentent ensemble presque les deux tiers du marché des obligations d'entreprise IG en EUR. La périphérie est désormais presque exclusivement couverte par l'Italie et l'Espagne, tandis que le cœur de l'Europe est figuré par les émetteurs allemands, français et néerlandais, qui représentent ensemble environ la moitié du marché de la dette Corporate en EUR. Les spreads par rapport aux emprunts d'État locaux ont été calculés pour chaque segment d'échéances, afin de tenir compte des différences dans la courbe des taux. Pour rester cohérents avec l'analyse précédente, nous avons utilisé les mêmes segments de maturité, 1-3 ans et 7-10 ans.

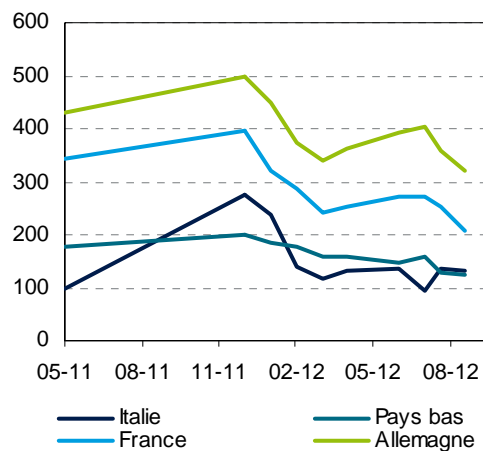
Voyons d'abord les émetteurs périphériques : les graphiques montrent que les financières italiennes et espagnoles, même si elles convergent avec les emprunts d'État locaux, offrent toujours une prime de rendement attractive par rapport à ces derniers. C'est l'inverse pour les émetteurs non financiers : ils offrent globalement des rendements plus faibles que les BTP et les « Bonos », à la faveur de leur profil plus défensif (utilités et télécoms), parfois aussi en raison de leur exposition à l'international, et enfin parce que l'offre est relativement limitée. Les fluctuations des spreads Corporate/emprunts d'État dans la périphérie européenne sont amples, car la liquidité joue un rôle important dans les périodes de tension : quand les marchés sont averse au risque, les dettes souveraines souffrent plus et plus brutalement que les obligations d'entreprise, qui adoptent la même tendance avec un décalage. Cependant, sur le long terme, les obligations d'entreprise finissent par surperformer les emprunts d'État locaux. Jusqu'aux toutes dernières semaines, les émissions Corporate italiennes ont surperformé les espagnoles par rapport à leurs emprunts d'État locaux, en particulier sur les segments de moyen à long terme, et malgré l'impact positif de l'exposition aux pays émergents pour certaines sociétés espagnoles. Comme sur le court terme, les segments de maturité à long terme montre que les spreads des obligations Corporate des pays cœur sont à leur plus bas niveau depuis deux ans. Par rapport à la dette souveraine locale, les banques italiennes offrent généralement des primes plus faibles que les banques espagnoles, ce qui reflète des fondamentaux relatifs plus solides.

La quête de rendement, mais aussi de "sécurité" a compressé les spreads locaux des émissions Corporate des pays cœur à leurs niveaux les plus faibles sur le segment des échéances rapprochées. La baisse du taux de dépôt de la BCE et les rendements négatifs de certains emprunts d'État des pays cœur ont entraîné un net resserrement des spreads de crédit sur ces marchés.

“ Les spreads des obligations Corporate des pays cœur sont à leur plus bas niveau depuis deux ans ”

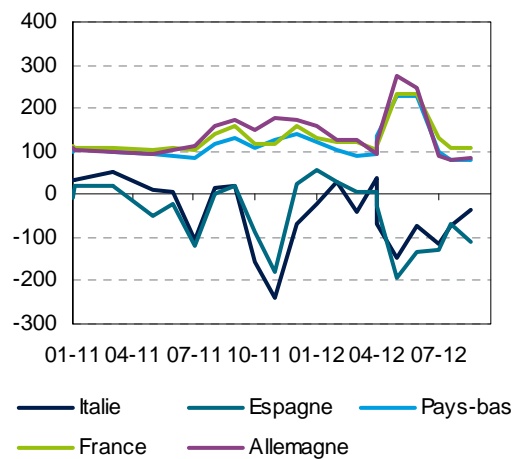
Les obligations d'entreprise des pays cœur offrent une prime positive, mais faible, par rapport aux emprunts d'État locaux, bien que souvent, ils doivent également compenser un risque cyclique (par exemple les émetteurs automobiles). De plus, en raison d'une proportion plus élevée de dette subordonnée par rapport aux émetteurs allemands et néerlandais, les obligations financières françaises affichent globalement des spreads locaux plus importants.

### Segment 7-10 ans : spreads des obligations financières



Source : Bloomberg, Stratégie Amundi

### Segment 1-3 ans : spreads des obligations non financières



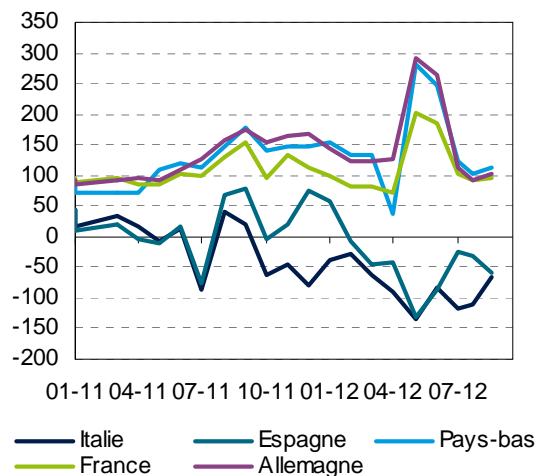
Source : Bloomberg, Stratégie Amundi

### Conclusion

Les spreads moyens des obligations d'entreprise IG par rapport aux Bunds paraissent toujours attractifs ; cependant, ils reflètent un écart croissant entre les titres des pays cœur et ceux de la périphérie. Notre analyse montre que les obligations financières offrent encore un potentiel par rapport aux dettes souveraines à la fois des pays cœur et périphériques, et ce sur les segments d'échéances longues et courtes. Les émetteurs non financiers offrent toujours une prime dans les pays cœur, mais ils se négocient généralement à des rendements inférieurs à ceux de la dette souveraine en Italie et en Espagne. La prime offerte actuellement par les émetteurs industriels des pays cœur ne semble toutefois pas particulièrement attrayante si l'on tient compte des risques micro et macroéconomiques. Au contraire, bien qu'elles soient chères par rapport aux emprunts d'État locaux, les obligations industrielles de la périphérie peuvent sembler attrayantes aux investisseurs des pays cœur en raison de leur rendement absolu, et parce que le risque qu'elles véhiculent est jugé plus faible que celui des émetteurs souverains correspondants.

Le marché des obligations d'entreprise IG en euros comprend désormais plus de dette senior et d'émetteurs des pays cœur. Les émetteurs périphériques restants représentent encore cependant une contribution relativement élevée. A terme, on peut en conclure que les niveaux d'équilibre des spreads par rapport aux taux sans risque pourraient diminuer.

Segment 7-10 ans : spreads des obligations non financières



Source : Bloomberg, Stratégie Amundi

**8 Prévisions des taux de défaut du HY européen : outils alternatifs, scénarios centraux et scénarios de stress**

**Outils de prévision des taux de défaut pour le HY en euros**

Dans notre dernier numéro mensuel, nous avons révisé nos prévisions des taux de défaut du High Yield (HY) américain à partir de modèles fondés sur des régressions économétriques. Construire un outil de prévision des taux de défaut est beaucoup plus simple pour les obligations spéculatives américaines qu'européennes, et ce pour de nombreuses raisons, mais avant tout parce que le marché américain bénéficie d'un historique beaucoup plus long et plus profond. Commençons donc par le premier graphique, sur lequel on peut voir que la naissance du haut rendement (HY) en Europe remonte à 1998. Son historique devrait donc, en théorie, couvrir les deux derniers cycles économiques (récession de 2001 et dernière récession).

Toutefois, on voit que jusqu'à 2001-2002, les émissions et les volumes en circulation étaient très faibles, si bien que l'historique réel du marché paraît plus court (il correspond à peu près aux dix dernières années). Le deuxième graphique montre que deux cycles de défaut peuvent être étudiés en Europe, mais qu'encore une fois ce n'est que théorique, car en 2001-2002, il n'existait pas de lien majeur entre les taux de défaut du HY en Europe et les tendances macroéconomiques. Cette faible corrélation était liée au fait que le marché du haut rendement européen comprenait alors une forte proportion d'émetteurs dans les secteurs du câble et des télécoms. En 2001, sur 18 émetteurs en défaut (12,1 Mds € de dette), 12 appartenaient au secteur des télécoms (9,2 Mds €), alors qu'en 2002, 90% de la dette en défaut provenait d'émetteurs des télécoms (26 Mds €) et du câble (21 Mds €). Par conséquent, les variables macroéconomiques ne peuvent expliquer la dynamique du premier cycle de défaut des émissions européennes de rang spéculatif, car le pic des taux de défaut en 2001 était disproportionné par rapport au degré du ralentissement économique/de la récession. Hors secteurs affectés par la bulle des Technologies, Médias et Télécommunications (TMT), le taux de défaut du HY européen était nettement plus faible : ainsi, selon Fitch, par exemple, le pic des défaut du HY en euros était de 5,2% en 2002 hors secteurs technologiques. Ce taux de défaut était alors beaucoup plus conforme à la détérioration de l'environnement macroéconomique, comme on peut le voir sur le graphique.

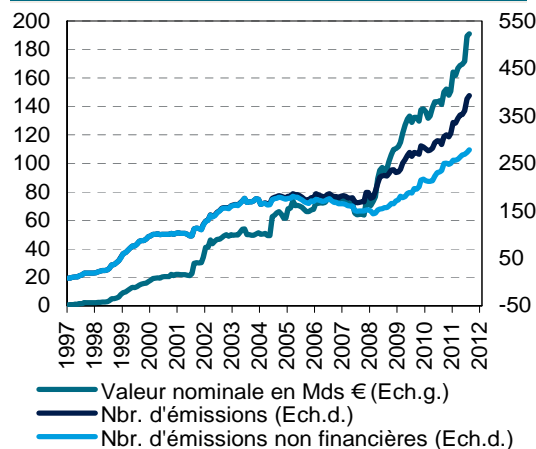
Deuxième point important, celui de la nature des données historiques à considérer. Le deuxième graphique présente les estimations de défaut des obligations HY européennes publiées par S&P et Moody's. Bien qu'en période normale ces deux indicateurs soient globalement comparables, on voit clairement que les pics ne sont pas définis au même niveau. Les mesures prises par S&P et Moody's ont notamment affiché une divergence forte et inhabituelle en 2001/2002. En 2002, le taux de défaut mesuré par S&P a atteint un pic à 13%, celui de Moody's s'est établi à 23% et celui calculé par Fitch (non représenté sur le graphique) était même de 25%. Cette grosse différence s'explique par la composition de l'univers couvert par chaque agence de notation, et entre autres facteurs par le poids des valeurs des télécoms et des technologies. Toutefois, les pics identifiés étaient aussi différents selon les agences pendant la crise Lehman.

Autre facteur qui limite la possibilité de couvrir les deux cycles économiques en Europe : on sait que lorsque les banques durcissent les conditions du crédit disponible aux entreprises de rang spéculatif, elles produisent un effet à retardement sur le taux de défaut, et ce retard est de l'ordre de quatre trimestres aux USA et de six trimestres en Europe.

*“ Un facteur qui limite la possibilité de couvrir les deux cycles économiques en Europe ”*

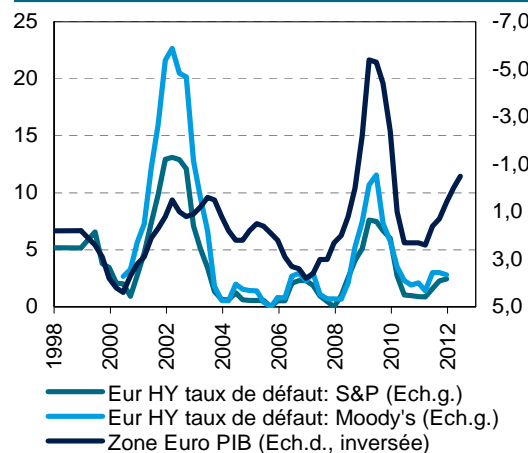
Par conséquent, les enquêtes publiées à ce sujet par les banques centrales sont un moteur important de l'évolution des taux de défaut : or, comme le montre le troisième graphique, ces enquêtes n'ont commencé qu'en 2004 dans la zone euro, contre 1990 aux USA. Toutefois, ce problème peut être contourné en remplaçant les données manquantes par celles de la Fed pour la période 1998-2002, car les deux séries présentent un fort taux de corrélation. Nous avons donc utilisé les données de la Fed base pour les conditions de crédit européennes pour couvrir la période manquante.

**Marché des obligations spéculatives européennes : une histoire courte**



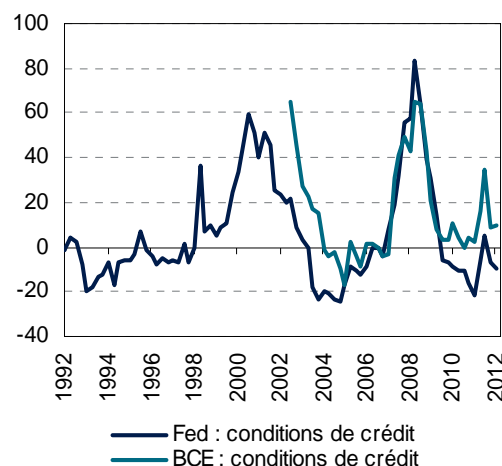
Source : Bloomberg, Stratégie Amundi

**Les deux cycles de défauts historiques à étudier**



Source : Bloomberg, Stratégie Amundi

**Les conditions de crédit bancaire (% net des banques durcissant leurs conditions)**



Source : Bloomberg, Stratégie Amundi

### Étape 1 : première régression à long terme, à partir des conditions de crédit et du ratio des titres en difficulté

Après ces considérations sur les difficultés et particularités inhérentes à notre tâche, venons-en aux résultats d'un premier outil, une régression à long terme : nous avons pris comme variable le taux de défaut calculé par S&P, car c'est celui qui a été le moins affecté par l'éclatement de la bulle des TMT en 2001-2002. Cette première régression repose sur les signaux du marché (ratio de titres en difficulté) et les conditions financières (conditions de crédit). Les données sont trimestrielles, et les résultats ne sont pas aussi efficaces qu'avec la régression utilisée sur le HY américain (coefficient de déterminant de 89%, erreur-type de 1,09%, à partir des mêmes facteurs plus un tiers (croissance de la dette) sur presque le double de trimestres d'observation (80)). Dans le cas du HY européen, on atteint un coefficient de détermination plus faible, à 82%, et une erreur-type de 1,62%. Quoi qu'il en soit, les résultats sont présentés dans le quatrième graphique et confirme une tendance analogue à celle des USA : une hausse limitée.

### Deuxième régression : un historique plus court, mais des données plus rapprochées et un lien plus fort avec les facteurs macroéconomiques

Comme on l'a dit précédemment, le manque de corrélation entre l'environnement macro et les défauts en 2001-2002 nécessite d'étudier une période plus courte pour tenir également compte des facteurs macroéconomiques. Nous avons donc ajouté des facteurs macroéconomiques à une régression plus courte, à partir de 2004. Parmi les indicateurs macro, nous avons privilégié les facteurs avancés comme le PMI de la zone euro : en moyenne, son avance sur les taux de défaut est d'environ 10 mois, et il se révèle donc plus efficace que le PIB, qui précède les défauts de six mois seulement.

Nous avons gardé le facteur des conditions de crédit bancaire, mais comme pour le PMI, nous avons utilisé des données mensuelles et non trimestrielles, contrairement à la première régression. La forte hausse des volumes d'anges déçus parmi les financières (principalement subordonnées) ces derniers trimestres nous a amenés à recalculer un ratio de titres en difficulté concernant uniquement les émissions non financières. En considérant seulement ces dernières, le ratio de titres en difficulté (pourcentage d'obligations qui se négocient avec un spread supérieur ou égal à 1 000 pb) est relativement plus faible, étant actuellement inférieur de presque 50% à celui qui regroupe tous les émetteurs.

Les résultats de cette nouvelle régression sont présentés dans le dernier graphique. Ce deuxième outil qui tient compte de la dégradation du contexte macroéconomique donne des taux de défaut plus élevés que la première régression, mais pas dans des proportions très importantes. Comme nous l'avons déjà souligné, la deuxième régression repose sur des données mensuelles, et non trimestrielles, et comporte l'avantage d'inclure des données macro à plus haute fréquence ; en revanche, il ne concerne qu'une période plus courte, et donc qu'un seul cycle de défaut.

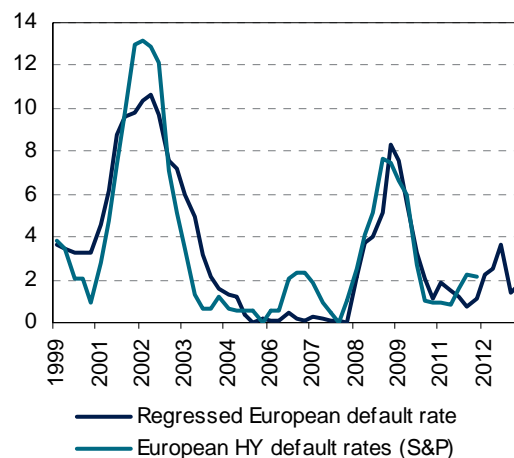
Cependant, l'autre bonne nouvelle est qu'il est possible de créer une analyse prévisionnelle en tenant compte de facteurs relatifs au marché et au contexte macroéconomique. La régression a une « visée prévisionnelle » de 10 mois.

“ Les facteurs macroéconomiques ne fournissent qu'un aspect des choses ”

Par conséquent, pour établir des prévisions, il faut des hypothèses sur l'orientation des PMI et des ratios de titres en difficulté (les conditions de crédit bancaire sont un indicateur avancé à 5 mois). Dans le graphique, par exemple, nous avons reporté les résultats d'un scénario de stress avec un recul du PMI à 87,9 à 60 et un ratio de titres en difficulté très élevé, à 80%. Dans ce scénario, le taux de défaut devrait monter à 6-7%. Les paramètres statistiques donnent de meilleurs résultats que pour la première régression : l'erreur-type passe de 1,6% à 0,8%, avec un coefficient de détermination plus important.

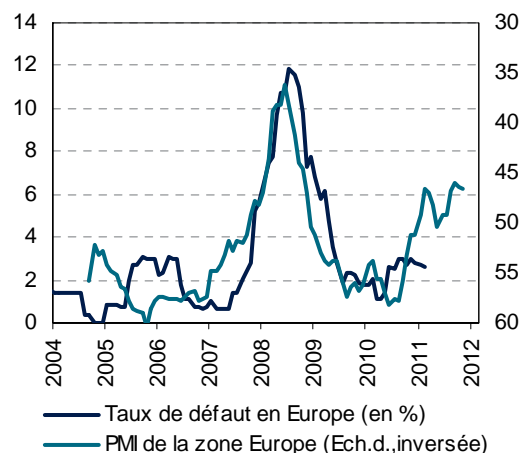
Les facteurs macroéconomiques ne fournissent qu'un aspect des choses, en particulier quand les données disponibles sont peu nombreuses et couvrent une courte période. Il faut également prendre en compte des facteurs individuels comme le risque de refinancement (le « mur des échéances » de 2013 et 2014 a été considérablement réduit ces dernières années), ainsi que l'exposition des émetteurs HY européens aux pays de la périphérie (proportion limitée parmi les corporates, mais beaucoup plus parmi les émetteurs financiers).

### Étape 1 : Régression à long terme, sur les conditions de crédit et les titres en difficulté



Source : Bloomberg, Stratégie Amundi

### Ajout de facteurs macroéconomiques dans une régression plus courte, à partir de 2004



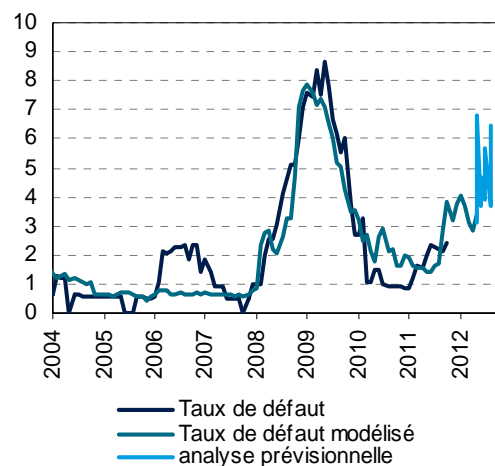
Source : Bloomberg, Stratégie Amundi



Le marché du crédit HY européen compte un pourcentage élevé d'émetteurs issus des pays cœur, moins affectés que leurs voisins de la périphérie par les tendances macroéconomiques et les conditions de crédit locales. Les anges déchus représentent une part importante du marché HY en euros : il s'agit souvent de grands groupes, moins fragiles et également moins sensibles à l'environnement macro et au resserrement du crédit. Les volumes de nouvelles émissions demeurent limités en Europe, celles-ci ne survenant que dans certaines fenêtres d'opportunités en fonction de la crise souveraine. Dans le même temps, de nombreux émetteurs européens ont recours au marché en dollar pour se refinancer. Ces facteurs devraient atténuer la hausse des taux de défaut, mais en parallèle, la forte dépendance des entreprises européennes envers les prêts bancaires et les signes d'accélération des taux de défaut dans le domaine des prêts à effet de levier incitent à rester prudents dans nos prévisions.

En conclusion, les régressions montrent que les taux de défaut du HY européen devraient augmenter dans les prochains trimestres, aux alentours de 4% dans notre scénario de référence et autour de 5-6% en cas de situation plus tendue. Certains facteurs individuels semblent tempérer des tendances macroéconomiques défavorables, mais les défauts des prêts à effet de levier sont déjà en hausse, notamment dans les pays de la périphérie européenne.

#### Étape 2 : régression à court terme, incluant des facteurs macroéconomiques et des scénarios de stress



Source : Bloomberg, Stratégie Amundi

### 9 Actifs émergents et assouplissement quantitatif de la Fed : une investigation empirique

L'annonce par Ben Bernanke d'une troisième opération d'assouplissement quantitatif (QE) de la Réserve Fédérale, le 13 septembre dernier, a été perçue comme favorable aux actifs émergents. Il est communément admis que ce type d'opération est bénéfique aux actifs émergents libellés en dollar ou en devises locales. La logique sous-jacente est que la baisse des rendements réels de long terme des actifs américains renforcera l'attractivité d'une stratégie de portage d'actifs émergents libellés en dollar. En outre, l'augmentation de l'offre de dollar est susceptible, toutes choses égales par ailleurs, de générer des tensions baissières pour le dollar contre les autres monnaies via une remontée des anticipations d'inflation renforçant, de fait, l'attractivité des actifs en devises locales.

#### Deux opérations dans deux contextes totalement différents

Le vocable assouplissement quantitatif (*quantitative easing*) regroupe des opérations très diverses menées par la Fed depuis septembre 2008. Nous ne prenons en considération que les achats de titres de maturité longue : emprunts d'Etat et dette immobilière structurée.

#### Encadré 6 : Chronologie des principales décisions de la Fed

**Les opérations de rachat d'actifs de maturité longue par la Fed.** Le vocable assouplissement quantitatif (*quantitative easing*) a été utilisé, dans le cas de la Fed, pour désigner un nombre très important d'opérations de la Réserve Fédérale qui ont toutes conduit à l'expansion de la taille de son bilan.

**25-Nov-08 : 100 Mds de \$ injectés sous forme d'obligations dans Freddie Mac et Fannie Mae**

**28-Jan-09 : le FOMC annonce que la Fed va mettre en œuvre un assouplissement quantitatif**

**18-Mar-09 : Annonce d'un programme d'achats de 300 Mds d'emprunts et de 1250 Mds de dette immobilière structurée**

**27-Août-10 : Ben Bernanke annonce un QE2**

**3-Nov-10 : QE2 d'une taille de 600 Mds de \$ et achevé en juin 2011**

**20-Juin-12 : Opération Twist : augmentation de la maturité des actifs détenus**

**13-Sep-12 : Ben Bernanke annonce un QE3**

réalisées à ce jour par la Réserve Fédérale. La première au lendemain de la faillite de la banque Lehman, la seconde de septembre 2010 à juin 2011 (Cf. premier graphique). La première opération s'est déroulée dans un contexte de crise systémique. La seconde visait à prévenir un risque de ralentissement sérieux de l'économie américaine. Les gouvernements des pays émergents avaient critiqué ouvertement cette décision de la Fed. Les inquiétudes se cristallisaient, alors, sur l'éventualité d'une baisse prolongée de la devise américaine pouvant induire une remontée significative des matières premières et de là une nouvelle accélération de l'inflation des économies émergentes. Le ministre des finances brésilien Guido Mantega dénonçait à l'époque une « guerre des changes ».

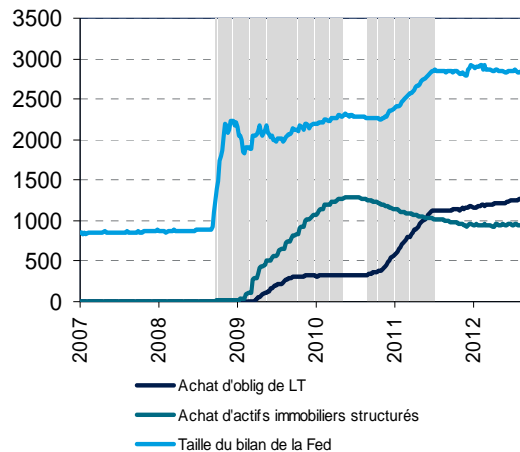
#### Actifs émergents en dollar : l'appréciation n'est que nominale

Nous nous intéressons aux actifs libellés en dollar et en devises locales. Les anticipations d'inflation de marché sont un bon indicateur de la sévérité d'une dégradation de la conjoncture domestique. Lors du premier épisode, les anticipations d'inflation ont rebondi aux Etats-Unis d'un plus bas historique de -2.3% à un niveau cohérent avec l'objectif d'inflation de moyen terme de la Fed à savoir 2%. L'essentiel de la hausse s'est faite via une baisse marquée des taux réels. Lors du second épisode, on observe aussi une remontée des anticipations d'inflation mais d'une amplitude plus faible de 1% à 2%.

Au cours de la première opération de la Fed, les primes de risque des actifs émergents de dette souveraine libellés en dollar ont connu un mouvement de baisse significatif (cf. deuxième graphique) illustrant une réallocation en leur faveur motivée par une recherche de rendement.

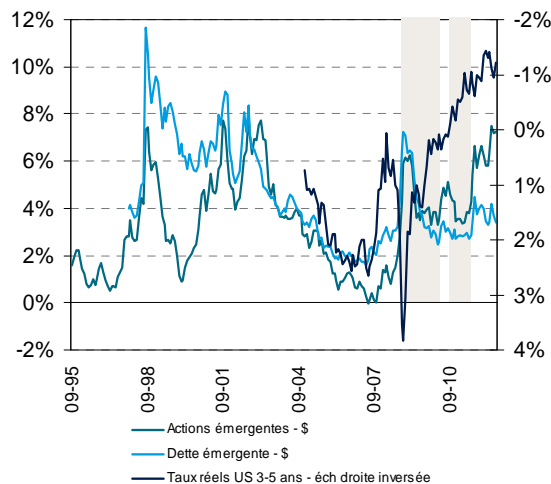
Comment estimer l'impact des opérations de la Fed sur les actifs émergents libellés en dollar ? Un assouplissement quantitatif a pour objectif ultime de modifier les anticipations d'inflation. Nous pourrions donc conclure que les opérations de la Fed ont un impact si la variation de prix de l'actif excède le coût d'une stratégie de couverture de l'inflation. Nous avons pris pour référence une stratégie vendeuse de points morts d'inflation de maturité intermédiaire i.e. une position acheteuse de taux réels de maturité intermédiaire 3-5 ans financée par la vente d'emprunts d'Etat américains de même maturité.

#### Opérations de rachats d'actifs de long terme par la Réserve Fédérale (Mds \$)



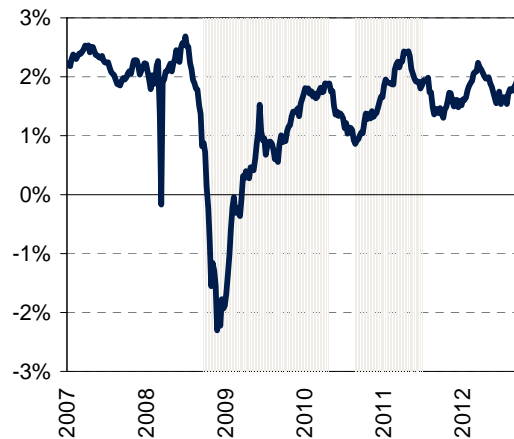
Source : Réserve Fédérale de Cleveland, Stratégie Amundi

#### Primes de risque : actions et dette souveraines EM contre taux réels US



Source : Datastream, Stratégie Amundi

#### Points morts d'inflation aux Etats-Unis



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Les trajectoires de performances en dollar ajustées du coût d'une stratégie de couverture de l'inflation se déroulent en deux temps. Une réactivité assez forte dès lors que les investisseurs ont acquis la certitude que la Fed souhaite mettre en place une opération de rachat d'actifs, suivie d'une consolidation. Dans la première phase, la performance de la dette émergente souveraine est estimée à 1.5 pb par milliards d'actifs achetés par la Fed. Après la phase de consolidation, la performance de la dette souveraine n'est guère différente d'une stratégie de couverture d'inflation aux Etats-Unis (position acheteuse de taux réels de maturité intermédiaire 3-5 ans financée par la vente d'emprunts d'Etat américains de même maturité).

### Les actifs en devises locales semblent plus sensibles au QE de la Fed

Pourquoi la dette souveraine en dollar présente-t-elle une phase de consolidation ? Essentiellement parce qu'il se produit une hausse des prix au comptant des matières premières, observable lors des deux opérations de la Fed, qui alimente, en retour, une hausse des anticipations d'inflation au sein des économies émergentes conduisant, ainsi, à une appréciation des principales devises émergentes contre dollar. Cette hausse de la devise domestique ne fait que renforcer l'attractivité de l'actif considéré aux yeux de l'investisseur non domestique en dépit d'un risque d'inflation locale.

“ Le portage de la dette souveraine en dollar est peu rémunérateur en période de QE ”

Nous avons ajusté l'effet de distorsion sur les anticipations de l'inflation en considérant les rendements excédentaires par rapport à la variation des prix au comptant des matières premières – indice S&P-GS. Les matières premières sont prises ici comme proxy d'une stratégie de couverture d'un risque d'inflation locale.

On observe, ainsi, que les actifs émergents en devises locales enregistrent de fortes surperformances via des trajectoires en « J » i.e. une baisse suivie d'une forte hausse. On estime la surperformance relativement aux prix au comptant des matières premières à 5.5 points de base par milliard d'actifs achetés par la Fed pour la dette locale, et entre 7 et 8 points de base pour les actions.

“ Les actifs émergents en devises locales ont surperformé les matières premières ”

Au final, les performances des actifs en devises locales, lors des deux programmes de rachat d'actifs précédents, ont présenté des soldes positifs même une fois ajustés de la hausse des prix au comptant des matières premières. Autrement dit, **les actifs émergents en devises locales sont plus adaptés que les actifs émergents en dollar et que les matières premières physiques pour bénéficier des retombées d'un assouplissement de la Fed.**

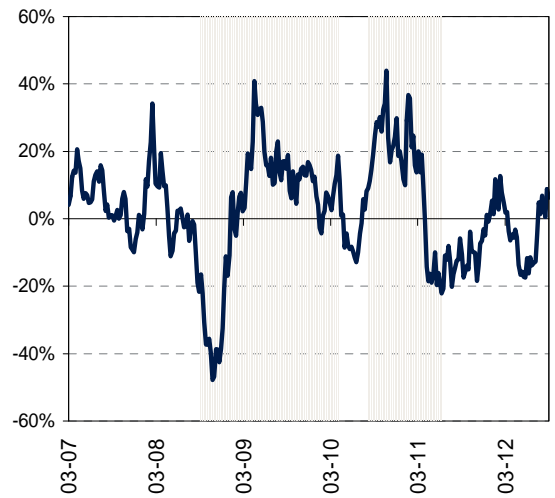
### Quelles perspectives après l'annonce d'un QE3 ?

Il serait hâtif de formuler des anticipations directement issues des observations précédentes. En premier lieu parce qu'il existe des différences notoires dans la stratégie de la Fed. Le programme de la Fed prévoit un rachat sur un rythme de 85 Mds de dollars par mois sur un horizon d'ici à la fin de l'année et 40 Mds au-delà et à horizon indéterminé ... le critère clef devrait être l'évolution du marché de l'emploi. Les programmes précédents fournissaient une indication d'horizon. Cette fois la Fed se veut plus volontariste. En second lieu, parce que la BCE a franchi le Rubicon : elle envisage, elle aussi, des opérations conditionnelles s'apparentant à de l'assouplissement quantitatif.

Pour formuler, cependant, quelques indications à horizon fin d'année, il faut tout d'abord noter que les anticipations d'inflation de moyen terme sont déjà à 2.1% aux Etats-Unis, en hausse depuis un plus bas de 1.6% atteint en mai dernier, et que l'indice S&P-GS des matières premières a augmenté de 20% depuis la mi-août. Il est donc probable que la première phase de la revalorisation des actifs émergents soit proche de s'achever.

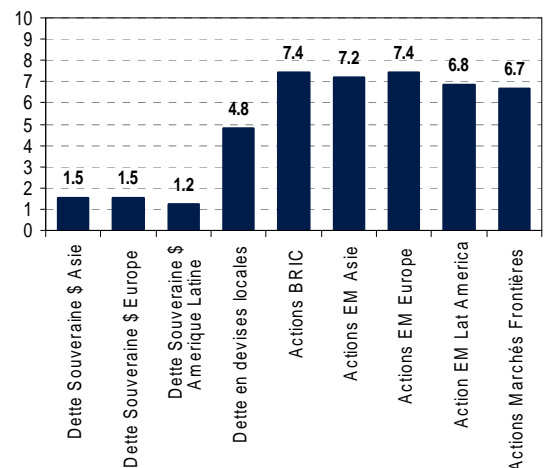
La réallocation vers les actifs en devises locales est en cours : les devises émergentes se sont appréciées de 8% contre le dollar depuis juin dernier et les actions émergentes en devises locales ont renoué avec une performance positive sur le mois de septembre. Sur les rythmes de rachat mensuels annoncés, la surperformance mensuelle contre prix au comptant des matières premières devrait être de l'ordre de 4,5% pour la dette en devises locales et de 6% pour les actions d'ici à la fin de l'année.

### Variation 3 mois des prix au comptant des matières premières



Source : Datastream, Stratégie Amundi

### Surperformance en pb contre une stratégie de couverture d'inflation par Mds de \$ de QE



Source : Datastream, Stratégie Amundi

## 10 Les marchés émergents peuvent-ils sauver la mise du secteur des technologies médicales ?

**Ralentissement de la croissance...** le secteur des technologies médicales (MedTech) a connu trois phases de croissance distinctes : 1) Entre 1990-2007 (« l'âge d'or »), lorsque le taux moyen de croissance annuelle (TMCA) était largement supérieur à 10 %, sous l'impulsion des innovations et des hausses de prix aux États-Unis, le plus gros marché MedTech au monde et le centre d'intérêt des entreprises à l'époque ; 2) entre 2008 et 2010, lorsque le TMCA est retombé à un peu plus de 6 % en raison de la raréfaction des innovations due au durcissement de la réglementation américaine et à la baisse des taux d'utilisation dans des conjonctures économiques plus contraignantes ; et 3) 2011-2012, lorsque le TMCA se situait juste au-dessus de 4 % en raison de la pénurie persistante de véritables innovations, des pressions généralisées sur les prix aux États-Unis, de la faiblesse des taux d'utilisation, mais aussi des nouvelles mesures d'austérité des gouvernements européens visant à résorber les déficits de leurs systèmes de santé.

**... mais des valorisations toujours élevées.** D'un point de vue boursier, les MedTech ont été très prisées par les investisseurs ces dix dernières années, du fait de la croissance soutenue de leurs ventes et de leurs résultats. Encore aujourd'hui, ces sociétés se négocient sur la base de multiples de valorisation très élevés, avec une prime relative de 60 à 120 % par rapport au PER prévisionnel à 1 an de l'indice MSCI Europe, et ce malgré l'impact marqué du ralentissement économique sur leurs taux de croissance. Les MedTech pourront-elles, à court terme, renouer avec des taux de croissance à deux chiffres et ainsi justifier leur prime de valorisation ?

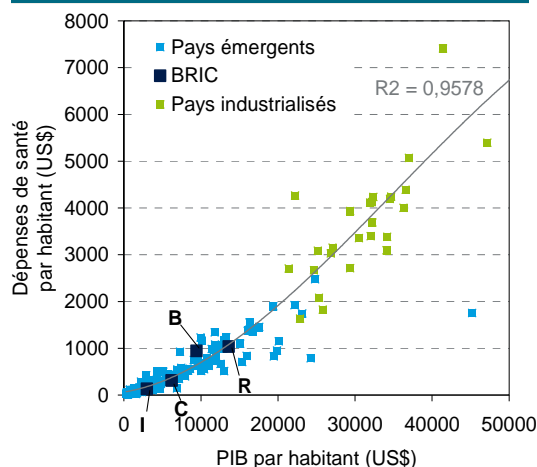
**La croissance des MedTech est alimentée par 1) le vieillissement des populations, 2) l'accès croissant à la santé et 3) l'augmentation des taux d'utilisation.** Ces trois facteurs constituent de puissants moteurs de croissance à long terme qui devraient doper la croissance des chiffres d'affaires (CA) prévus de 4 à 5 % par an au cours de la décennie à venir. C'est pourquoi les variations de performance sur les marchés émergents seront un facteur-clé de différenciation au sein des MedTech.

« Les marchés émergents seront un facteur-clé de différenciation au sein des MedTech »

**Les marchés émergents (ME) représentent un moteur de croissance à long terme mais ils constitueront aussi un facteur différenciant pour les MedTech au cours des cinq prochaines années.** L'accès croissant aux soins de santé sur les ME est un puissant moteur sur le long terme. Comme nous l'avons vu pour le secteur de la pharmacie (cf. notre édition du mai 2012), le développement des soins de santé dans les ME est directement lié à l'augmentation du PIB par tête (cf. graphique 1), et devrait permettre aux grands groupes pharmaceutiques de s'affranchir de leur *patent cliff* en renouant avec la croissance ; les CA générés sur les ME représentent en effet plus de 25 % de leurs revenus. En revanche, les MedTech ont tardé à exploiter cette opportunité, les ME ne représentant en moyenne que 12 à 13 % de leurs revenus. Les segments dont une part plus importante des revenus est générée sur les ME sont les plus susceptibles d'enregistrer une croissance soutenue au cours des cinq prochaines années, alors que les marchés américains et européens restent en berne.

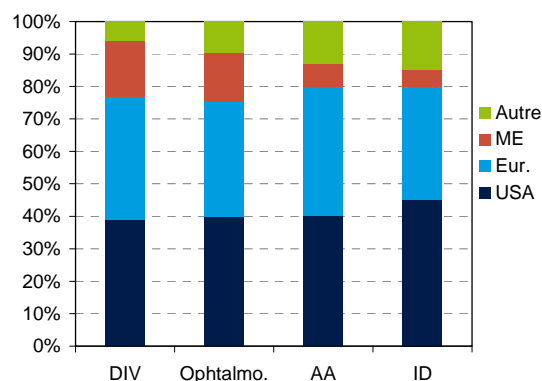
**La dialyse, les équipements et services hospitaliers (par ex. radiothérapie), les produits ophtalmiques et les diagnostics in vitro devraient être les premiers bénéficiaires à court terme.** 17 % des ventes de diagnostics in vitro ont lieu sur les ME, soit la proportion la plus élevée de tous les secteurs des MedTech (cf. graphique 2). Les sociétés de diagnostics in vitro proposent des produits de « première phase » (celle des équipements) en s'appuyant sur le développement des infrastructures de santé dans les ME et une forte complexité technologique (les tests eux-mêmes), ce qui limite le risque de concurrence à l'échelon local et assure une valeur d'utilité élevée puisque plus de 70 % des décisions de la médecine occidentale nécessitent un test de diagnostic in vitro. Sur les marchés émergents, durant cette phase dédiée aux équipements, ce sont les matériels d'analyse et les instruments de diagnostic qui sont vendus les premiers, avec un léger décalage pour les ventes des réactifs toujours plus rentables (produits consommables), mais celles-ci suivront forcément.

Dépenses de santé vs PIB par habitant  
Marchés émergents vs marchés industrialisés



Source : Banque Mondiale, Amundi Analyse Financière

Proportion des ventes sur les ME des divers segments MedTech



IVD: Diagnostics In Vitro; HA: Appareils auditifs; DI: Implants dentaires

Source : Estimations Amundi

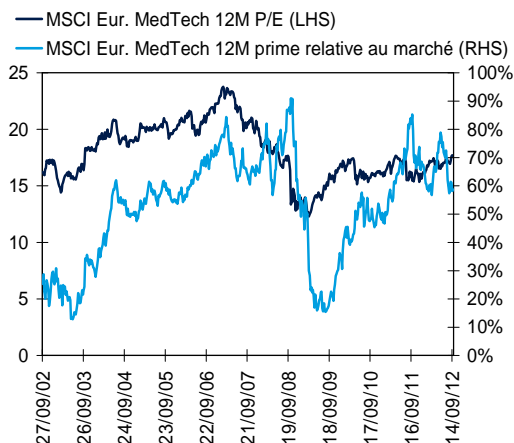


Compte-tenu de cette expansion dans les ME, le TMCA des ventes de diagnostics in vitro devrait renouer avec les 5-6 % (contre environ 4 % entre 2010-2012), c'est-à-dire leur TMCA historique depuis les années 1980, et les marges devraient continuer à s'améliorer. Sur ce segment, Biomérieux devrait être l'un des principaux bénéficiaires car les ME représentent déjà 27 % de ses ventes et sa domination mondiale dans les tests de microbiologie est particulièrement adaptée à la demande des ME.

**Les segments des appareils auditifs et des implants dentaires profiteront aussi de ces tendances de fond, mais dans un avenir plus éloigné.** Ces deux segments, qui tirent 8 à 10 % de leurs ventes des ME, ne profiteront pas de la croissance des ME à court terme. Leur croissance dépendra donc d'une part d'une embellie de la conjoncture économique aux États-Unis (leur plus gros marché) et en Europe (2<sup>ème</sup> marché) et, d'autre part, de la volonté des consommateurs/patients de consacrer une part plus importante de leurs revenus à ces dépenses non-remboursées, sur des marchés néanmoins sous-pénétrés. Les ME souffrent d'un manque de professionnels pour réaliser les examens (audiologie) ou les interventions (implants dentaires) et disposent le plus souvent d'un réseau de distribution peu structuré (audiologie). A court terme, il est donc très peu probable que ces sociétés parviennent, comme par le passé, à enregistrer des taux de croissance de plus de 15 %.

**Les marchés émergents permettront à certains segments des MedTech d'afficher des taux de croissance entre 5 et 9 %, niveau qu'il sera difficile de dépasser tant que les marchés américains et européens ne se seront pas redressés.**

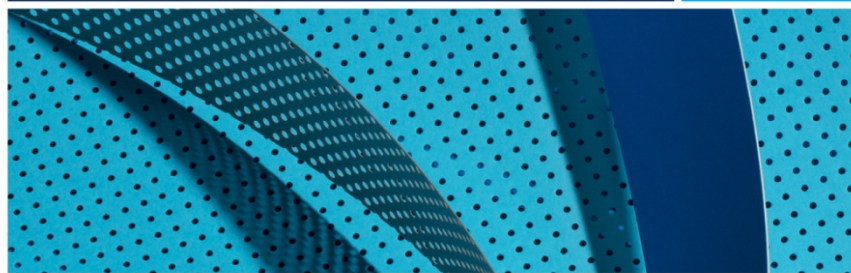
#### Valorisation (P/E) absolue et relative du secteur MedTech Europe



Source : FactSet, Amundi Analyse Financière

# 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

### Rédacteurs en chef adjoints

Didier Borowski – Responsable Stratégie & Recherche Economique – Paris

Richard Butler – Responsable Analyse crédit – Paris

Stéphane Taillepiéd – Responsable Analyse financière – Paris

### Contributeurs

Marc-Ali Ben Abdallah – Stratégie & Recherche Economique – Paris

Sergio Bertoncini – Stratégie & Recherche Economique – Milan

Didier Borowski – Responsable Stratégie & Recherche Economique – Paris

Bastien Drut – Stratégie & Recherche Economique – Paris

Delphine Georges – Stratégie & Recherche Economique – Paris

Philippe Ithurbide – Directeur Recherche, Stratégie et Analyse – Paris

Rémy Lambinet – Stratégie & Recherche Economique – Paris

Marie Hélène Leopold – Analyse financière – Paris

Eric Mijot – Responsable adjoint Stratégie & Recherche Economique – Paris

Ibra Wane – Stratégie & Recherche Economique – Paris

### Support

Pia Berger – Recherche, Stratégie et Analyse – Paris

Florence Dumont – Recherche, Stratégie et Analyse – Paris

## AVERTISSEMENT

Directeur de la publication : Pascal Blanqué  
Rédacteur en chef : Philippe Ithurbide

Les destinataires de ce document sont en ce qui concerne l'Union Européenne, les investisseurs « Professionnels » au sens de la Directive 2004/39/CE du 21 avril 2004 «MIF», les prestataires de services d'investissements et professionnels du secteur financier, le cas échéant au sens de chaque réglementation locale et, dans la mesure où l'offre en Suisse est concernée, les « investisseurs qualifiés » au sens des dispositions de la Loi fédérale sur les placements collectifs (LPCC), de l'Ordonnance sur les placements collectifs du 22 Novembre 2006 (OPCC) et de la Circulaire FINMA 08/8 au sens de la législation sur les placements collectifs du 20 Novembre 2008. Ce document ne doit en aucun cas être remis dans l'Union Européenne à des investisseurs non « Professionnels » au sens de la MIF ou au sens de chaque réglementation locale, ou en Suisse à des investisseurs qui ne répondent pas à la définition d'« investisseurs qualifiés » au sens de la législation et de la réglementation applicable.

Le présent document ne constitue en aucun cas une offre d'achat ou une sollicitation de vente et ne peut être assimilé ni à sollicitation pouvant être considérée comme illégale ni à un conseil en investissement.

Amundi n'accepte aucune responsabilité, directe ou indirecte, qui pourrait résulter de l'utilisation des informations contenues dans ce document. Amundi ne peut en aucun cas être tenue responsable pour toute décision prise sur la base de ces informations. Les informations contenues dans ce document vous sont communiquées sur une base confidentielle et ne doivent être ni copiées, ni reproduites, ni modifiées, ni traduites, ni distribuées sans l'accord écrit préalable d'Amundi, à aucune personne tierce ou dans aucun pays où cette distribution ou cette utilisation serait contraire aux dispositions légales et réglementaires ou imposerait à Amundi ou à ses fonds de se conformer aux obligations d'enregistrement auprès des autorités de tutelle de ces pays.

Les informations contenues dans le présent document sont réputées exactes à la date de fin de rédaction indiquée en première page de ce document, elles peuvent être modifiées sans préavis.

Conformément à la loi informatique et liberté, vous bénéficiez d'un droit d'accès, de rectification ou d'opposition sur les données vous concernant. Pour faire valoir ce droit, veuillez contacter le gestionnaire du site à l'adresse suivante : [info@amundi.com](mailto:info@amundi.com).

Amundi, Société anonyme au capital de 584 710 755 € - Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 0400036 – Siège social : 90 boulevard Pasteur – 75015 Paris – France – 437 574 452 RCS Paris [www.amundi.com](http://www.amundi.com)