

Analyse en bref

- 1 **Zone euro : quel est le niveau d'équilibre des taux et des spreads obligataires ?** Il est important d'estimer l'impact de la crise de la dette sur les niveaux de taux et de spreads obligataires. Les taux longs sont trop bas dans le noyau dur, et les spreads de taux contre Allemagne trop élevés pour les pays périphériques. La convergence vers les niveaux d'équilibre est liée à la disparition de la crise et à la normalisation des politiques monétaires. Nous la chiffrons à 150 pb de hausse pour les taux allemands et à des spreads de l'ordre de 200 pb et 300 pb respectivement pour l'Italie et l'Espagne. Quant au spread des Pays-Bas et de la France, il y a fort à parier qu'ils resteront durablement en dessous de leur valeur d'équilibre.
- 2 **Dynamique conjoncturelle en zone euro : la fin des couples.** Avant l'été, les tensions financières avaient généré un phénomène de contagion, négatif pour l'ensemble des pays de l'UEM. Grâce à l'intervention de la BCE, la situation financière s'est stabilisée et la contagion a été endiguée. Une forte dispersion entre pays devrait réapparaître, ainsi que des divergences économiques dans le couple franco-allemand, avec un rebond de l'Allemagne et un passage récessif en France au tournant de l'année 2012-2013. Le couple italo-espagnol va également s'éloigner, avec une amélioration conjoncturelle en Italie et une accentuation de la récession en Espagne... Autrement dit, on verra la France et l'Italie se rapprocher conjoncturellement.
- 3 **Quand les multiplicateurs budgétaires conditionnent la politique économique.** Il est peu fréquent qu'un débat de nature technique puisse avoir des répercussions majeures en termes de politique économique. Le débat sur la mesure des multiplicateurs budgétaires est pourtant de ceux là. Nous revenons brièvement sur ses déterminants et montrons que la réévaluation à la hausse des multiplicateurs ouvre la voie à un changement de « tactique budgétaire » pour les Etats de la zone euro, sans pour autant remettre en cause la consolidation budgétaire à moyen terme.
- 4 **Banques espagnoles : à quoi tient la performance du crédit ?** Depuis trois mois, la performance du crédit s'est fortement améliorée, l'indice synthétique iTraxx Europe 5 ans s'étant resserré de 32% (de 180pb à 123pb). Ce rally reflète la diminution des incertitudes sur le risque souverain européen, et plus particulièrement sur l'Espagne. Même si la situation économique a entraîné une dégradation des fondamentaux des banques espagnoles, les obligations des meilleurs établissements hispaniques continuent d'offrir un rendement attractif.
- 5 **La « bad bank » espagnole : une étape clé dans la restructuration du système financier espagnol.** La réforme financière espagnole a validé fin août la création d'une « bad bank ». Un projet de loi vient de préciser que cette structure de défaillance (appelée SAREB) pourra racheter des actifs immobiliers et des prêts à la promotion et à la construction pour un montant maximal de 90 Mds €. Le gouvernement va devoir trouver des investisseurs privés pour détenir plus de la moitié du capital de cette « bad bank ».
- 6 **La feuille de route des banques centrales est favorable aux actions.** Les banques centrales ont acheté du temps supplémentaire. Le climat est donc plus serein. Les actions pourraient dans les prochains mois profiter de la levée progressive des incertitudes en Europe, aux Etats-Unis et en Chine. La croissance des profits restera malgré tout poussive. On ne parle ici que de jouer les prolongations et il ne faut donc pas trop s'emballer pour autant.
- 7 **Actions : des opportunités à saisir dans le secteur des matières premières.** Après avoir sous-performé depuis début 2012, le secteur des Métaux/Mines devrait désormais être soutenu par les effets des stimuli et mesures de soutien en Chine, aux Etats-Unis et en Europe, mais aussi par la discipline financière mise en place par les producteurs de minerai de fer, de charbon, d'acier et d'aluminium qui se traduiront par un retour à la croissance bénéficiaire des sociétés du secteur sur 2013.
- 8 **Evolution du profil de crédit des entreprises aux Etats-Unis et en Europe.** Après avoir atteint leur niveau le plus élevé du cycle, les indicateurs de crédit des entreprises américaines et européennes ont commencé à se détériorer légèrement. Au cours des prochains trimestres, ils resteront cependant globalement plus solides que les fondamentaux des émetteurs souverains, car les ratios dette nette / flux de trésorerie sont toujours proches de leurs plus bas cycliques et les bilans sont solides et très liquides. Nous proposons à nos lecteurs une analyse reposant sur une compilation des « flow of funds » de la Fed concernant les entreprises non financières américaines, et sur des données relatives aux entreprises européennes figurant dans les indices iTraxx.

En savoir +

- 1 **Zone euro : quel est le niveau d'équilibre des taux et des spreads obligataires (souverains) ?** page 4
- 2 **Dynamique conjoncturelle en zone euro : la fin des couples** page 9
Encadré 1 : en Belgique et aux Pays-Bas, les fondamentaux restent solides mais la croissance est au ralenti
- 3 **Quand les multiplicateurs budgétaires conditionnent la politique économique.** page 13
Encadré 2 : le "Fiscal Compact" et le "Six Pack", deux points clés de la gouvernance budgétaire
- 4 **Banques espagnoles : à quoi tient la performance du crédit ?** page 17
- 5 **La « bad bank » espagnole : une étape clé dans la restructuration du système financier espagnol** page 19
- 6 **La feuille de route des banques centrales est favorable aux actions** page 21
- 7 **Des opportunités à saisir dans le secteur des matières premières** page 22
- 8 **Evolution du profil de crédit des entreprises aux Etats-Unis et en Europe** page 23
Encadré 3 : le QE3 et son influence marquée sur les obligations d'entreprise

Perspectives macroéconomiques

MOIS PRECEDENT

NOVEMBRE

	MOIS PRECEDENT		NOVEMBRE	
Amérique	<p>Etats-Unis : Le secteur industriel américain reste plutôt morose. Les statistiques de septembre laissent peu de place à un espoir de reprise au T3. Les commandes de biens durables ont baissé en août. Les premières estimations du PIB du T2 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>Brésil : 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>Facteurs de risque</p> <p>Etats-Unis : Le dossier budgétaire et fiscal demeure un sujet de préoccupation quel que soit le résultat de l'élection américaine de novembre.</p> <p>Brésil : Réémergence de tensions inflationnistes principalement si les autorités optent pour une application stricte d'un contrôle des changes.</p>	<p>Etats-Unis : Les indicateurs avancés aux Etats-Unis notamment les composantes carnet de commandes et inventaires de l'enquête ISM sont encourageants. Ceci étant, la composante de long terme de l'investissement reste mal orientée. L'enquête de confiance auprès des dirigeants d'entreprises était à nouveau en baisse en octobre. Les anticipations des ménages sont en revanche toujours en hausse selon l'enquête de confiance de l'Université du Michigan. La perspective du <i>fiscal cliff</i> inquiète.</p> <p>=> Le QE3 demeure l'unique option permettant d'absorber un choc négatif provenant du <i>fiscal cliff</i>.</p> <p>Brésil : Les indicateurs avancés continuent de se redresser. Il faut probablement y voir l'impact d'une politique économique accommodante (le taux de la banque centrale est au plus bas depuis la crise asiatique 97-98), et d'une stratégie de soutien à la demande. Le gouvernement de Dilma Rousseff a prolongé jusqu'à la fin de l'année les mesures d'incitations fiscales (exemption de TVA) à l'achat de véhicules. Il s'agit de la seconde prolongation. La préoccupation demeure une offre de prêt qui ne redémarre qu'au sein des banques publiques.</p> <p>=> Les autorités brésiliennes dans le contexte actuel continueront de limiter tout risque d'appréciation du Real tout en soutenant leur demande intérieure.</p>	<p>Facteurs de risque</p> <p>Etats-Unis : La faiblesse de l'investissement associée à un resserrement budgétaire pourrait conduire à un ralentissement prononcé des créations d'emplois.</p> <p>Brésil : L'offre de crédit demeure parcimonieuse. La demande intérieure s'effrite sans redémarrage de la demande externe.</p>
Europe	<p>Zone euro : 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>Royaume-Uni : 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>Facteurs de risque</p> <p>Accélération de la dégradation de la confiance du consommateur européen.</p>	<p>Zone euro : Le climat des affaires continue de se dégrader au sein des pays cœur de la zone euro. La composante anticipation de l'enquête IFO s'est stabilisée sur un plus bas de neuf ans. En France, la confiance sur les perspectives industrielles poursuit sa baisse. Au total, les enquêtes conjoncturelles au sein des économies cœur font état d'un risque de contraction de l'investissement au tournant de l'année 2012-13. L'incertitude actuelle sur une éventuelle demande d'aide de l'Espagne, qui ouvrirait alors la voie au programme de rachat des obligations par la BCE, fait en outre peser un risque de dégradation des conditions financières dans toute la zone.</p> <p>=> La mise en place de la stratégie de la BCE demeure primordiale pour la stabilité macro-financière de la zone.</p> <p>Royaume-Uni : Après 3 trimestres consécutifs de recul, une première estimation de la croissance britannique entre juin et septembre fait état d'une progression de 1% du PIB en glissement trimestriel. Les facteurs ponctuels tels que les jeux olympiques n'expliquent qu'en partie ce rebond. Il est encore trop tôt pour conclure que l'économie du Royaume-Uni est sortie de récession.</p>	<p>Facteurs de risque</p> <p>Zone euro : Une demande d'aide de la part de l'Espagne qui tarderait à être formulée, un recul plus prononcé de la croissance, notamment en France.</p> <p>Royaume-Uni : En cas de reprise de l'économie du Royaume-Uni, la Banque d'Angleterre limiterait son programme de rachat de titres.</p>
Asie	<p>Chine : Les indicateurs industriels chinois restent préoccupants. Cependant, la dernière enquête PMI se stabilise. Elle est pour le 11^{ème} 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>Japon : La Banque centrale du Japon a récemment surpris en augmentant son programme de rachat d'actifs d'actuellement 70 trillions de yen d'ici à juin 2013 à 80 trillions 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>Facteurs de risque</p> <p>Chine : Hausse des prix des matières premières agricoles et énergétiques.</p> <p>Japon : L'aggravation du contentieux avec la Chine pèserait très sérieusement sur le secteur exportateur japonais.</p>	<p>Chine : Les indicateurs avancés chinois se redressent (indice PMI du secteur manufacturier, indicateur avancé du Conference Board) mais continuent de pointer vers une croissance modérée. Le redressement de l'offre de prêts augure d'une accélération de la conjoncture chinoise avant la fin de l'année. Par ailleurs, la hausse des exportations des principaux partenaires commerciaux de la Chine, à l'instar de la Corée du Sud, est une indication de l'inflexion en cours.</p> <p>=> Un point bas a probablement été atteint au troisième trimestre de cette année.</p> <p>Japon : La banque centrale du Japon devrait poursuivre sa politique de « quantitative easing ». Les indicateurs manufacturiers (Tankan et Shoko Chukin) sont orientés à la baisse depuis qu'ont éclaté les tensions entre la Chine et le Japon.</p>	<p>Facteurs de risque</p> <p>Chine : Aggravation de la crise ou de la conjoncture européenne, nouveau recul des conditions de croissance en Chine.</p> <p>Japon : La demande externe pourrait rester atone.</p>

Facteurs de risque

MOIS PRECEDENT		NOVEMBRE		
Risque n°1 : Espagne	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 ...)	Risque modéré à élevé	L'Espagne demandera, fin novembre sans doute, l'assistance qui permettra à la BCE de mettre en œuvre son plan de rachat d'obligations. Les investisseurs sont dubitatifs quant à la capacité de cette économie à pouvoir gérer seule les difficultés de ses régions et de son système bancaire. Le fonds espagnol public d'aide aux régions (FLA) a déjà engagé plus de 17Mds des 18 Mds € dont il est doté. ⇒ L'Espagne demeure le risque majeur pour la zone euro (contagion, insolvabilité, ratings ...).	Risque élevé
Risque n°2 : Aggravation de la récession	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 est de nature à raviver les inquiétudes en matière de solvabilité de certains pays.	Risque élevé	Les indicateurs de confiance des entreprises des pays cœur se sont détériorés. Cette tendance est défavorable à l'investissement, à l'emploi donc globalement à la demande domestique. En France, le tournant de l'année pourrait se traduire par une contraction de l'investissement des entreprises. ⇒ Une aggravation de la récession compliquerait sérieusement la tâche des gouvernements des pays de la zone euro sur l'assainissement des finances publiques.	Risque élevé
Risque n°3 : Contagion de la crise européenne	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.	Risque stable et modéré	L'incertitude sur le calendrier de demande d'aide de l'Espagne pèse sur la dette italienne. Les spreads entre la dette italienne et la dette allemande se sont écartés sur le mois d'octobre. Même si la corrélation entre la dette espagnole et italienne reste élevée, l'Italie n'est pas l'Espagne. Le modèle économique est différent comme la dynamique de la dette privée et publique, les trajectoires des prix de l'immobilier ne sont pas comparables, la compétitivité est plus élevée en Italie ...	Risque stable et modéré
Risque n°4 : Dette souveraine européenne	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.	Risque stable et modéré	La BCE pourra dès 2014 décider de manière indépendante du besoin de recapitalisation d'une banque européenne. Cela permettra une déconnexion supplémentaire entre risque souverain et risque de stabilité financière.	Risque stable et modéré
Risque n°5 : Sortie de la Grèce de la zone euro	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	Risque très faible à court terme	La troïka (Commission européenne, BCE, FMI) a formulé des conclusions globalement en ligne avec celles du gouvernement grec après sa visite en Grèce. Compte tenu de la détérioration sur le front de l'emploi, elle devrait accorder 2 années supplémentaires (2016 au lieu de 2014) au gouvernement grec pour remplir les objectifs de déficits qui lui ont été assignés.	Risque inexistant à court terme
Risque n°6 : Santé des banques	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.	Risque modéré ... mais élevé en Espagne	Les dirigeants européens sont parvenus à un accord de principe au sommet de Bruxelles (18-19 octobre) sur la mise en œuvre progressive, à compter du 1er janvier 2013, de la supervision du secteur bancaire par la BCE. La supervision effective de l'ensemble des 6000 banques n'interviendra qu'en 2014.	Risque en baisse ... mais élevé en Espagne

TYPE DE PORTEFEUILLE	STRATEGIES d'INVESTISSEMENT d'Amundi
PORTEFEUILLES D'ACTIONS	<ul style="list-style-type: none"> Rester en mode « vigilance » du fait de la faible croissance européenne, de valorisation élevée (Etats-Unis) des profits et des perspectives moroses en la matière. Le momentum de marché est resté positif grâce à l'engagement de la BCE. Rester exposé aux valeurs financières (réduction du risque de faillite). Rester sélectif. Conservier la surpondération Etats-Unis (actions émergentes bientôt ?). Préférer le global à la zone euro.
PORTEFEUILLES OBLIGATAIRES	<ul style="list-style-type: none"> Rester en mode « vigilance » (les rendements obligataires sont partout trop bas). Zone euro: préférer les obligations corporates aux souverains. Conservier l'exposition aux dettes seniors des banques européennes (rester très sélectif) Rester en dehors des périphériques très fragiles et sans volume (Irlande, Portugal, Grèce ...). La dette émergente est encore attractive. Préférer le global à la zone euro.
PORTEFEUILLES DIVERSIFIES	<ul style="list-style-type: none"> Maintenir – mais réduire – la surpondération sur les actions américaines ... revenir graduellement sur les marchés actions européens (hiérarchie : Etats-Unis, zone euro, émergents, Japon). Neutre euro-dollar à court terme avec un biais baissier (fondamentaux) contre un biais haussier (les portefeuilles internationaux sont massivement sous-pondérés zone euro). Rester surpondéré sur Crédit européen, Investment grade européen et High Yield Etats-Unis. Réduire la protection via l'exposition aux Bunds ou la volatilité (coûteux et peu utile). Conservier l'exposition aux dettes seniors des banques européennes (tout en restant sélectif). Garder une faible portion cash dans les portefeuilles. Préférer la dette émergente (sur-pondérer) aux actions émergentes (sous-pondérer). Préférer le global à la zone euro.

1 Zone euro : quel est le niveau d'équilibre des taux obligataires ?

Dans notre édition du mois d'octobre, nous avons présenté une analyse relative à la « bonne » hiérarchie des taux d'intérêt, en fonction d'un classement de pays, lui-même basé sur des fondamentaux économiques comme la croissance économique, les déficits publics, les soldes primaires et les dettes publiques, sur une base statique (dernier point disponible) et prospective (pour les deux prochaines années, en utilisant les prévisions du FMI).

Nous y avons montré que la crise financière a entraîné quatre types de conséquences :

- Les divergences économiques sont aussi importantes que celles qui prévalaient dans les années 1970 ;
- La crise a détérioré l'intégration des économies de la zone euro ;
- Elle a également généré de très fortes distorsions entre les pays (les écarts de taux n'avaient pas connu de telles dislocations depuis les années 80) ;
- Elle a enfin créé des anomalies entre les pays. La hiérarchie des taux d'intérêt n'est pas forcément en ligne avec les fondamentaux. Par exemple, en se fiant aux prévisions du FMI, on pouvait noter que des pays à taux d'intérêt très élevés n'étaient pas ceux dont la dynamique économique était la moins porteuse. Inversement, un pays comme les Pays-Bas, dont la dynamique économique n'est pas la plus favorable, est encore noté AAA par les agences de notation.

1. Des taux « core » trop bas, et des taux périphériques trop hauts ...

Définir un « ranking » de pays ou montrer l'existence d'anomalies est une chose, chiffrer ces anomalies en est une autre. Il s'agit ici de déterminer les taux d'équilibre, les « fair values »... autrement dit de quantifier la prime de risque liée à la crise de la dette. L'enjeu est important. Parvenir à une telle quantification permettrait de déterminer le niveau d'atterrissage des taux d'intérêt une fois la crise disparue. Deux commentaires s'imposent.

- D'une part, il est évident que le niveau d'équilibre des taux obligataires des pays du noyau dur est plus élevé que le niveau actuel, l'exagération de la baisse de ces taux étant liée d'une part au caractère excessivement accommodant de la politique monétaire (en Europe, mais aussi au Royaume-Uni ou encore aux Etats-Unis), et d'autre part à la valeur refuge qu'ont représenté ces marchés tout au long de la crise.

Pour les investisseurs résidents de la zone euro, sous-pondérer l'Espagne, le Portugal, l'Italie dans les portefeuilles revenait à surpondérer l'Allemagne, la France, les Pays Bas, l'Autriche... L'atténuation de la crise financière devrait renverser au moins pour partie ces tendances passées. La remontée des taux longs allemands doit d'ailleurs être perçue comme un bon indicateur de fin de crise.

“ La remontée des taux longs allemands sera un bon indicateur de fin de crise ”

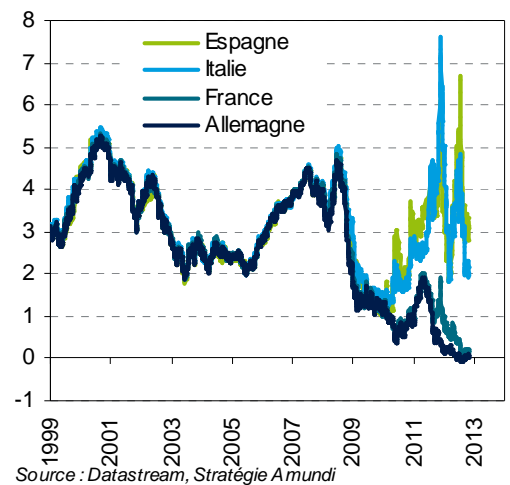
- D'autre part, il est également évident que le niveau d'équilibre des taux obligataires des pays périphériques est plus bas que le niveau actuel, prime de risque d'insolvabilité de la dette et prime de risque de change obligent. La perspective d'un défaut, d'une restructuration ou d'une sortie de la zone euro (qui entraînerait l'adoption d'une nouvelle devise qui, sans doute perdrait immédiatement 40% ou 50% de sa valeur) sont les principaux facteurs de risque intégrés dans les spreads.

2. Comment définir les taux d'équilibre des obligations de la zone euro ?

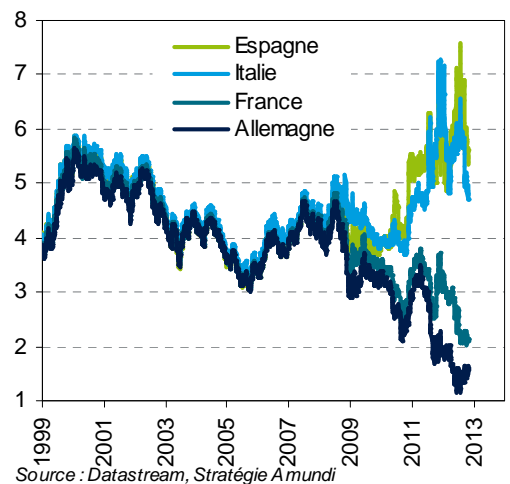
Quand on souhaite déterminer la valeur fondamentale du taux des obligations d'Etat, on utilise « habituellement » la prime de risque obligataire (« bond risk premium » (BRP)), qui est l'écart entre le taux obligataire de maturité t et les anticipations de croissance nominale du PIB à cette même échéance t . En théorie, le taux à long terme doit ainsi converger vers la croissance du PIB à long terme. Il faut rappeler deux points importants :

- Dans le passé, les dislocations de prime de risque obligataire ont toujours donné de bons signaux sur la convergence à venir, le taux de la croissance du PIB agissant comme une force de rappel similaire à celle que l'on obtient dans les processus de retour à la moyenne.

Taux obligataires 2 ans



Taux obligataires 10 ans



• Le processus de convergence peut en revanche être très long : les modèles de cointégration indiquent que cela peut prendre 8 à 10 ans dans certains cas. Certes, dans une sortie de crise, ce processus a des chances d'être plus rapide.

Quels taux d'équilibre pour les pays du noyau dur ?

Il est assez facile de calculer les taux d'équilibre dès que l'on dispose des anticipations de croissance à long terme. Dans certains pays, la banque centrale recueille même des données sur les anticipations de croissance et d'inflation (c'est le cas de la Fed de Philadelphie qui mène une enquête chaque année). Dans d'autres pays, nous disposons d'études sur le potentiel de croissance à long terme.

Selon les prévisions du FMI, la croissance nominale du PIB pour 2017, prévision la plus éloignée dans le temps, sera 3,4% en Allemagne (1,3 % de croissance réelle du PIB et 2,1% d'inflation), 3,8% en France, 4,6 % au Royaume-Uni et 5,4% aux Etats-Unis. Autrement dit, le mouvement de hausse des taux devrait être, toutes choses égales par ailleurs, de 160 pb en Allemagne, 180 pb en France, 270 pb au Royaume-Uni et 360 pb aux Etats-Unis.

Toutefois, le calcul est faussé par le caractère excessivement accommodant de la politique monétaire. En comparant le taux 10 ans et le taux 5 ans dans 5 ans qui sans doute élimine ce biais (la « normalisation » des politiques monétaires devrait avoir été effectuée dans 5 ans), on évalue très approximativement l'impact de la politique monétaire (trop accommodante) à 50 - 75 pb.

“ *La remontée des taux longs allemands devrait être de 160 pb ... toutes choses égales par ailleurs* ”

Autrement dit, les taux du noyau dur sont trop bas du fait de l'aversion au risque et de l'apparition de primes élevées d'une part, et du fait du caractère exceptionnellement accommodant des politiques monétaires.

Quelques hypothèses implicites doivent être rappelées :

- On suppose d'abord qu'il n'y a pas lieu de réviser à la baisse les potentiels de croissance (le cycle de « deleveraging » en cours n'affecterait pas davantage les potentiels actuels). Une telle révision abaisserait le niveau d'équilibre des rendements obligataires ;
- On assiste à une normalisation des politiques monétaires, les banques centrales éliminant l'excès de baisse des taux ;
- La sortie de crise et des politiques de « quantitative easing » ne se traduirait pas par un regain important des taux d'inflation dans les pays industrialisés. Une inflation plus forte se traduirait par un niveau plus élevé des taux d'équilibre ;
- La crise de la dette prend fin.

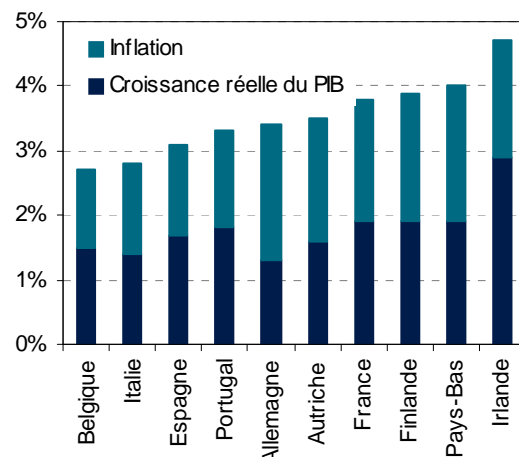
Dans le contexte actuel, il est difficile de miser sur une normalisation rapide et ample des taux vers leurs niveaux d'équilibre.

Quels taux d'équilibre pour les pays périphériques ?

Définir des taux d'équilibre pour les pays périphériques avec les méthodes traditionnelles en utilisant des données passées est totalement vain, pour au moins trois raisons :

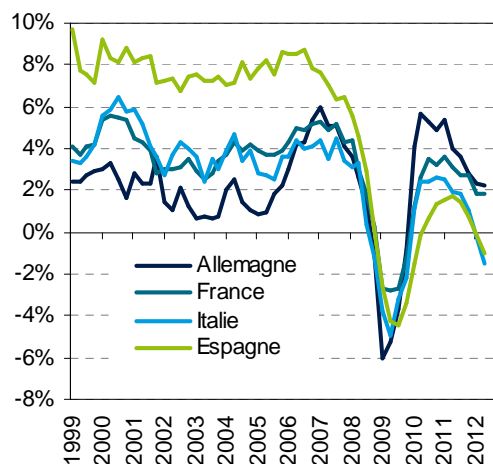
- Les potentiels de croissance doivent être revus à la baisse compte tenu des modèles de croissance qui ont implosé (c'est le cas de l'Espagne, dont le modèle de croissance a été basé dans les années 90 et 2000 sur le consommateur, le crédit et le secteur immobilier), des politiques d'austérité menées depuis 2 ou 3 ans (Italie, Espagne, Portugal, Irlande et Grèce notamment). La révision à la baisse des potentiels de croissance pousse à revoir à la baisse, le niveau des taux d'équilibre, toutes choses égales par ailleurs. Comme nous pouvons le voir sur le graphique ci-contre, au T2 2012, les taux italiens et espagnols étaient un peu plus de 7 points au dessus de la croissance nominale du PIB.
- Le niveau de risque a été considérablement modifié. Il y a 5 ou 10 ans, les taux d'équilibre n'intégraient pas des risques d'insolvabilité, des craintes de restructuration ... La prime de risque de crédit est aujourd'hui le principal contributeur de l'écart de taux entre les pays de la zone euro.
- La Banque d'Espagne fait partie des banques centrales qui ont analysé en profondeur les implications de la situation actuelle sur le potentiel de croissance. Celui-ci est passé, d'après leur étude de 3% à 1% pour les années à venir ... un facteur de réduction du taux d'équilibre. Selon les prévisions du FMI, la croissance nominale du PIB pour 2017 sera de 2,8% en Italie, 3,1 % en Espagne et 3,3 % au Portugal.

Prévisions du FMI pour la croissance nominale du PIB en 2017



Source : FMI, Stratégie Amundi

Croissance nominale du PIB (sur un an glissant)



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Cela reviendrait à dire que le taux d'équilibre espagnol sera plus bas que le taux allemand ! Impossible, bien évidemment, car la prime de risque sur l'Espagne n'est pas la même que celle qui concerne l'Allemagne.

Au total, on retiendra quelques idées maîtresses :

- Les spreads obligataires ne reviendront jamais aux niveaux qui prévalaient avant la crise. La période la plus « anormale » n'est pas la période récente (celle caractérisée par des spreads de crédit souverain), mais la période précédente, qui pendant près de 10 ans, était caractérisée par l'absence de spreads de crédit souverain. Les risques d'insolvabilité, de liquidité ... vont affecter pour quelques temps encore les pays périphériques de la zone euro.
- La croissance potentielle des pays périphériques doit être révisée à la baisse, au moins pour les 5 prochaines années, et cela est d'autant plus vrai que le « deleveraging » va continuer à être important. A plus long terme, on peut espérer que les politiques d'austérité, qui se traduisent par des gains de compétitivité auront des effets bénéfiques.
- Dans le contexte actuel, il est vain de miser sur une normalisation rapide des taux d'intérêt et des spreads. La liquidité, le risque de crédit et le risque d'insolvabilité restent les facteurs déterminants ... et c'est, entre autres, ce qui nous fait préférer l'Italie à l'Espagne (voir notre édition du mois d'octobre).
- A partir de 2008, l'évolution de la dette publique est subitement (re-)devenue l'un des déterminants des taux et des écarts de taux dans la zone euro. Faire une estimation des taux d'équilibre des pays périphériques via les méthodes « classiques » (croissance nominale du PIB) ne permet plus de mettre en avant des résultats crédibles. Comme il est vain de compter sur de telles méthodes, nous avons plutôt pris l'angle des spreads de taux et des primes de risque. Quantifier les « bonnes » primes de risque de crédit pour le marché souverain permet de contourner la difficulté d'estimer directement les taux d'équilibre.

3. Comment évaluer les « bonnes » primes de risque de crédit pour le marché souverain de la zone euro ?

Nous allons analyser les écarts de taux 10 ans avec l'Allemagne pour 9 pays (France, Italie, Espagne, Pays-Bas, Belgique, Autriche, Finlande, Portugal et Irlande) depuis la création de la zone euro. Nous cherchons à estimer les « bons » écarts de taux à partir de variables relatives à l'endettement des Etats dans un modèle en données de panel avec effets fixes. Les données ont été considérées à une fréquence mensuelle. Signalons que la croissance nominale anticipée du PIB ne ressort pas avec le signe attendu par la théorie, ce qui montre bien les limites de l'approche évoquée plus haut.

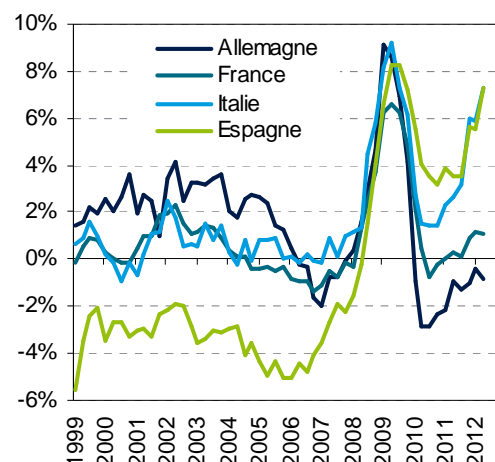
Après avoir testé plusieurs spécifications, nous n'avons retenu que deux variables : 1) le dernier chiffre de ratio dette-sur-PIB publié, et 2) la différence entre la prévision faite par la Commission européenne du ratio dette-sur-PIB l'année suivante et le dernier chiffre de ratio dette-sur-PIB publié.

Le ratio dette-sur-PIB apparaît évidemment comme un déterminant clé des écarts de taux puisque la dette d'un Etat est d'autant plus risquée que son endettement est élevé. L'évolution anticipée du ratio dette-sur-PIB joue également un rôle très important : indépendamment des niveaux de dette initiaux, les investisseurs se délestent des obligations des Etats dont on anticipe que l'endettement augmentera fortement. Les taux italiens sont, par exemple, restés longtemps faibles en dépit d'une dette supérieure à 100% du PIB car l'Etat italien parvenait à stabiliser le ratio dette-sur-PIB. Pour les variables 1) et 2), nous avons également considéré les variables croisées avec un indicateur de volatilité macroéconomique en zone euro (fondé sur l'écart-type des prévisions de croissance sur l'année suivante faites par le consensus). En effet, il paraît logique que ce dernier soit considéré ici puisque :

- Le PIB apparaît au dénominateur du principal ratio dont il est question ;
- Il est difficile de quantifier l'impact des mesures d'austérité budgétaire prises par les Etats en difficulté (cf. « *quand les multiplicateurs budgétaire conditionnent la politique économique* », dans cette édition p. 13) ;
- Les anticipations des investisseurs quant à la soutenabilité de la dette sont brouillées en période de volatilité macroéconomique.

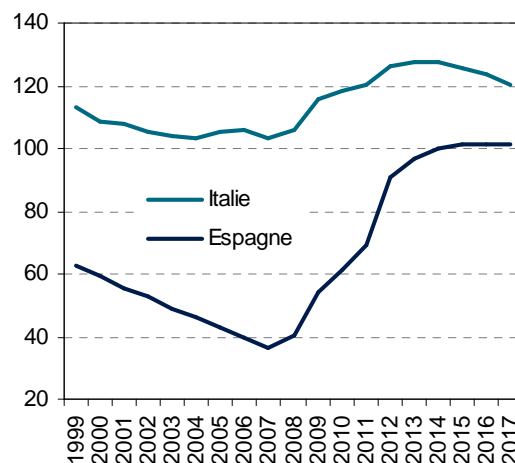
Les variables retenues sont toutes statistiquement significatives et ont toutes le signe attendu : les écarts de taux s'agrandissent d'autant plus que la dette est importante et que l'on prévoit qu'elle s'accroîtra. Les résultats fournis par le modèle sont résumés dans le tableau page suivante.

Différence entre les taux d'intérêt 10 ans et la croissance nominale du PIB



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Ratio dette sur PIB



Source : FMI, Stratégie Amundi

En pb	Spread 10 ans actuel	Modèle
France	79 pb	142 pb
Italie	352 pb	178 pb
Espagne	434 pb	255 pb
Pays-Bas	27 pb	126 pb
Belgique	99 pb	120 pb
Autriche	52 pb	97 pb
Finlande	29 pb	86 pb
Portugal	706 pb	277 pb
Irlande	334 pb	377 pb

La hiérarchie des spreads estimés est cohérente avec les fondamentaux des différentes économies. A part en ce qui concerne l'Irlande, les spreads périphériques sont trop élevés ... et tous les spreads des pays du noyau dur sont trop bas. Selon notre modèle, l'écart de taux 10 ans entre les Pays-Bas et l'Allemagne devrait se situer aux alentours de 125 pb contre environ 25 pb aujourd'hui. Toujours selon ce modèle, il devrait se situer aux alentours de 140 pb pour la France contre environ 80 pb aujourd'hui.

A contrario, le Portugal est le pays pour lequel la prime de risque de crédit serait la plus exagérée (spread d'environ 700 pb actuellement contre une valeur de 277 pb selon notre modèle) mais une grande partie de cet « excès » de prime correspond à une prime de liquidité causée par le très faible volume d'échanges des obligations portugaises.

Enfin, il convient de constater que notre modèle prédit un spread espagnol beaucoup plus élevé que le spread italien (255 contre 178 pb), ce qui va dans le même sens que nos indications du mois dernier.

Ces résultats ne sont bien évidemment pas à prendre au pied de la lettre : il s'agit d'un modèle simple, qui ne prend pas en compte tous les fondamentaux qui constituent un spread, qui ne tient pas compte non plus des conditions de marché (liquidité, offre relative de papier obligataire, demande structurelle sous-jacente d'obligations, capacité d'absorption du financement de la dette ...), mais ils permettent tout de même d'obtenir quelques idées fortes sur la surévaluation et sur la sous-évaluation relative des obligations souveraines de la zone euro. Comme nous l'indiquions dans l'édition du mois dernier (« *Que nous enseignent les fondamentaux sur la « bonne » hiérarchie des taux en zone euro ?* »), il existe des écarts importants dans la « qualité » des pays et dans leur dynamique actuelle. Les divergences et dislocations que l'on peut observer sur les situations économiques, les niveaux de taux et les niveaux de spreads ont bien une rationalité sous-jacente, certes amplifiée par la situation de crise. A l'intérieur du bloc périphérique et du bloc noyau dur, il y a de réels écarts sur le plan économique et financier (la France, les Pays Bas ou la Belgique ne sont pas l'Allemagne; l'Espagne ou le Portugal ne sont pas l'Italie).

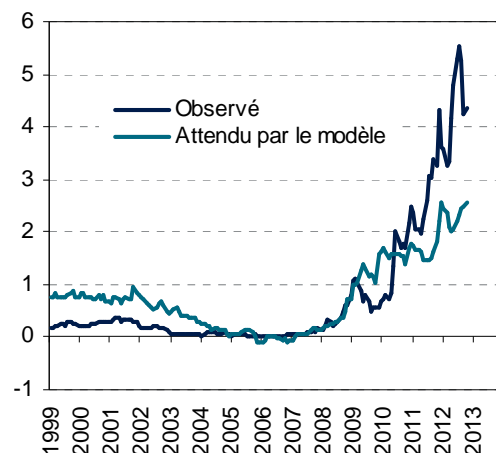
Il est de ce fait légitime de trouver des écarts dans les taux et spreads d'équilibre entre le bloc périphérique et le noyau dur, ainsi qu'à l'intérieur de ces deux blocs. Il est intéressant de noter qu'avant la crise financière, et ce malgré des divergences économiques et financières bien réelles, ces écarts étaient inexistantes : les taux 2 ans étaient très proches avant la crise de la dette (très proches également entre 2000 et 2008), ainsi que les taux 10 ans ou encore les CDS 5 ans qui oscillaient tous autour de 10 pb. Preuve d'une grande intégration et d'une solidité de la zone ?

Les cinq dernières années ont apporté une réponse des plus violentes : tout le monde a désormais bien compris que la Grèce, ce n'était pas exactement l'Allemagne ... et même si la corrélation entre les marchés obligataires espagnols et italiens reste forte, il est de plus en plus évident que l'Italie n'a pas grand-chose à voir avec l'Espagne (cf. notre édition d'octobre : « *Espagne et Italie : deux situations différentes, et deux trajectoires différentes* »).

“ Les spreads de taux longs sont bien loin de leur point d'équilibre ”

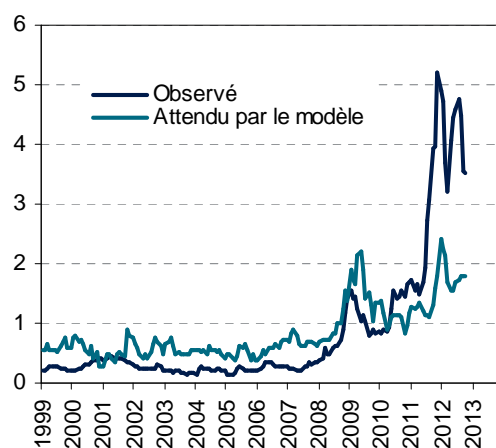
“ Il est légitime de trouver des écarts dans les taux et spreads d'équilibre entre le bloc périphérique et le noyau dur, et à l'intérieur de ces blocs ”

Ecart de taux 10 ans entre l'Espagne et l'Allemagne : réalisé contre attendu



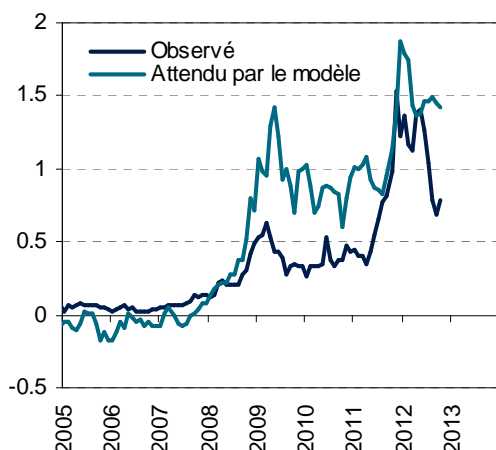
Source : Datastream, Stratégie Amundi

Ecart de taux 10 ans entre l'Italie et l'Allemagne : réalisé contre attendu



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Ecart de taux 10 ans entre la France et l'Allemagne : réalisé contre attendu



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Cette similitude entre les taux, les spreads et les CDS était en fait également liée à une myopie généralisée : analystes, gouvernements, traders, hedge funds, agences de notation... peu nombreux étaient ceux qui s'étonnaient d'une telle convergence. Une situation de complaisance, qui a duré quasiment le temps d'une décennie et qu'Eric Brard, notre responsable mondial des gestions taux - crédit qualifie fort joliment de « période de grand sommeil ».

La question qu'il faut se poser n'est pas de savoir s'il est légitime d'observer des écarts de taux, de spreads ou de CDS, ou encore si la fin de la crise est susceptible de réduire ces écarts tout en pesant sur les taux des pays périphériques. La question qui se pose concerne plutôt l'ampleur des écarts à l'intérieur des deux blocs, et notamment concernant le noyau dur. Sur ce sujet, il faut se méfier des conclusions hâtives. Certes la France et les Pays-Bas ne sont pas l'Allemagne, et les performances économiques – différentes – justifient des écarts de taux. Cela est déjà le cas aujourd'hui, bien plus encore pour la France (déficit courant, budgétaire et primaire) que pour les Pays-Bas (excédent courant, mais bulle immobilière et endettement élevé des ménages, cf. encadré 1 p.12).

Hormis les situations budgétaire et fiscale, la liquidité, l'offre relative de papier et la capacité d'absorption d'une dette sont des facteurs importants de détermination d'un niveau de taux et de spread. En zone euro, il y a quatre dettes publiques importantes : deux dettes du noyau dur (France et Allemagne), et deux dettes de pays périphériques (Italie et Espagne). A elles quatre, ces dettes publiques représentent plus de 75% de l'ensemble de la dette de la zone euro. Pour le noyau dur, la dette allemande est celle qui a la meilleure qualité (en analyse statique et en perspective d'évolution, la France est en retrait), tandis que pour les pays périphériques, c'est l'Italie qui attire les faveurs et non l'Espagne.

Les spreads diminueront si les taux allemands progressent, signe d'un message fort de fin de crise, de reprise économique, de normalisation de politique monétaire et de retour vers les périphériques. Nous n'en sommes pas encore là. Ils peuvent également se creuser en cas d'accident majeur, comme un retour de la crise de la dette affectant l'ensemble des pays de la zone euro, ou encore un accident sur les ratings des Pays-Bas ou de la France...

Dans notre scénario central, qui met notamment en avant la poursuite d'une faible croissance et l'absence de normalisation des politiques monétaires avant 2015, les taux et les spreads de taux resteront faibles à l'intérieur du noyau dur de la zone euro.

« Taux et spreads vont rester faibles dans le noyau dur de la zone euro »

Les investisseurs - notamment internationaux - ne reviendront pas massivement sur l'ensemble des pays périphériques ... au mieux ils réduiront leur forte sous-exposition à certains d'entre eux. Ils garderont une plus forte présence dans les pays du noyau dur. Les besoins de financement, la rareté relative de papier - et l'appétit des investisseurs - vont alors jouer un rôle crucial. Les émissions à venir de l'Allemagne vont être en baisse, année après année. Le trend est déjà en marche : l'Allemagne a émis près de 230 Mds € en 2012, elle émettra le même montant en 2013 mais ce montant sera vraisemblablement de l'ordre de 160 Mds dès 2014. La France voit ses besoins de financement se stabiliser : 377 Mds en 2012, 402 Mds en 2013 et 387 Mds en 2014. Le montant de dette émise pour l'ensemble des pays du noyau dur va diminuer graduellement (grâce à l'Allemagne essentiellement), et tant que la France est perçue comme composante du noyau dur, elle bénéficiera de cette tendance et conservera des taux proches de ceux de l'Allemagne.

Besoins de financement en Mds €

	2012	2013	2014
Italie	471	399	408
France	377	402	387
Espagne	239	225	217
Allemagne	226	226	160
Pays-Bas	86	90	98
Belgique	73	76	74
Grèce	58	34	33
Portugal	46	36	38
Autriche	26	27	35
Irlande	26	24	22
Finlande	17	16	17
Slovaquie	9	10	10
Slovénie	3	3	3
Total zone euro	1656	1568	1501

Source : Fiscal monitor du FMI, Stratégie Amundi

Dette publique en Mds € (2012) et Part dans la dette totale zone euro

	Dette publique en Mds € (2012)	Part dans la dette totale zone euro
Allemagne	2208	24.8%
Italie	1976	22.2%
France	1833	20.6%
Espagne	960	10.8%
Pays-Bas	415	4.7%
Belgique	373	4.2%
Grèce	344	3.9%
Autriche	230	2.6%
Portugal	198	2.2%
Irlande	190	2.1%
Finlande	103	1.2%
Slovaquie	33	0.4%
Slovénie	19	0.2%
Chypre	15	0.2%
Luxembourg	9	0.1%
Malte	5	0.1%
Estonie	1	0.0%
Total	8913	100.0%

Source : Fiscal monitor du FMI, Stratégie Amundi

2 Dynamique conjoncturelle en zone euro : la fin des couples

Au cours du printemps dernier, les états périphériques de la zone euro n'ont pas été les seuls à subir une dégradation de leur situation économique. Le développement du stress financier a également conduit à une détérioration du climat des affaires dans les pays du cœur. L'intervention de la BCE a permis d'endiguer la contagion. Il devrait en ressortir une forte dispersion des dynamiques conjoncturelles des Etats membres de l'UEM, en fonction de leurs fondamentaux propres. Nous proposons d'analyser les moteurs de croissance et les facteurs récessifs pour l'Allemagne, la France, l'Italie et l'Espagne fin 2012 et en 2013, afin de mieux cerner leurs perspectives conjoncturelles.

Allemagne : un rebond escompté en fin d'année grâce aux exportations

En Allemagne, la dynamique économique s'est dégradée au T3 2012 et les enquêtes sur le climat des affaires se sont nettement affaissées. L'IFO est revenu en octobre à son niveau le plus faible depuis février 2010, perdant près de 10 points en 6 mois. Le PMI manufacturier est tombé à 45,7, soit un niveau largement en dessous du seuil de contraction de l'activité (50). Le développement des tensions financières en zone euro et le ralentissement du commerce mondial ont ainsi conduit les entreprises à couper leurs dépenses. L'investissement et les exportations nets devraient contribuer négativement à la croissance au T3 2012, respectivement de -0,1% et de -0,2%. La consommation devrait amortir le choc et permettre à la croissance allemande de quasi-stagner.

Lors des trimestres suivants, la croissance devrait rebondir, s'il n'y a pas de nouvel épisode de stress financier. En effet, les exportations devraient bénéficier de la normalisation du commerce mondial et entraîner un léger rebond de l'investissement. Pour sa part, la consommation devrait continuer de progresser à un rythme autour de +1% en glissement annuel (g.a.) au regard de ses fondamentaux. En effet, le marché du travail s'est considérablement amélioré au cours des dernières années (à 6,9%, le taux de chômage est toujours proche de son point bas depuis la réunification) et les salaires sont en hausse de +3% g.a. en termes nominaux, tandis que l'inflation ne s'élève qu'à +2%. In fine, après une croissance de près de +1% en 2012, l'Allemagne devrait accélérer progressivement pour obtenir un rythme de croissance moyen de +1,2% en 2013, avec une contribution positive de la consommation de +0,5%, de l'investissement de +0,2% et du commerce extérieur de +0,5%. En outre, l'Allemagne dispose de marges de manœuvre budgétaires et fiscales pour stimuler son économie si nécessaire.

France : une récession se profile du fait d'une contraction de l'investissement

La France présente une situation budgétaire bien différente de celle de l'Allemagne (déficit public de 4,5%) et le gouvernement s'est engagé sur une réduction du déficit structurel de 38 milliards d'euros (1,9% du PIB). Un tiers de l'effort sera réalisé via une baisse des dépenses publiques (ce qui va peser à la fois sur la consommation et l'investissement public) et deux tiers via une hausse de la fiscalité. L'objectif est de ramener le déficit public total à 3% du PIB en 2013.

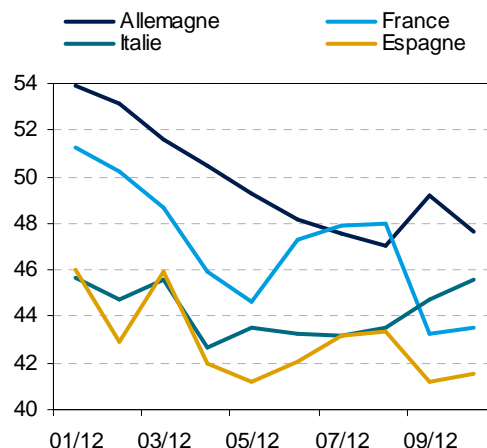
Malgré une hausse du salaire par tête de plus de 2% g.a., le revenu disponible réel devrait rester déprimé du fait du durcissement de la fiscalité et de la dégradation de l'emploi privé.

Ainsi, le pouvoir d'achat, actuellement en baisse de -0,4% g.a., devrait continuer de se contracter en 2013 (-0,2% estimé si le chômage continue de progresser sur sa tendance actuelle). Dans ce contexte, nous prévoyons une consommation étale en 2013 alors qu'elle était de +0,2% g.a. au T2 2012.

“ Dans un contexte de demande atone, l'investissement va se contracter en France ”

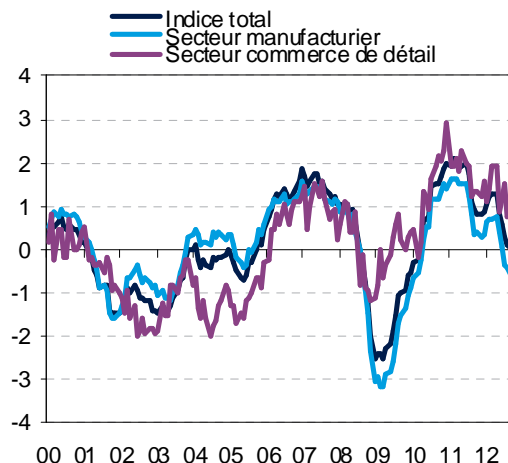
Même si le taux d'épargne est élevé en France (16,4%), il devrait peu diminuer, vu le niveau historiquement déprimé des indices de confiance des ménages. Face à ces contraintes pesant sur l'activité domestique, les entreprises devraient ajuster leurs dépenses. Lors des derniers trimestres, l'investissement des entreprises a augmenté à des niveaux non compatibles avec de telles perspectives de demande.

Zone euro : PMI composite



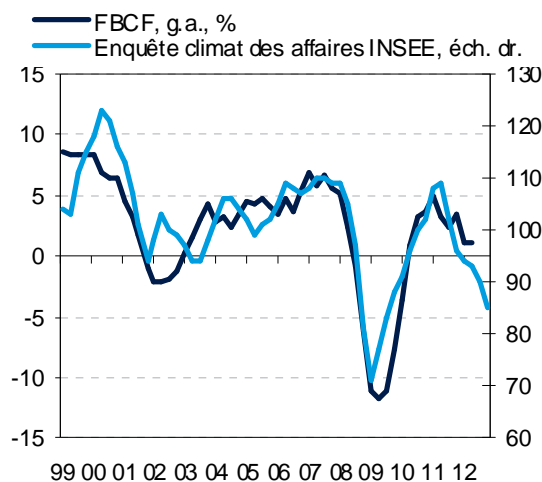
Source : Markit, Stratégie Amundi

Allemagne : indice IFO par secteurs (indices centrés réduits)



Source : Datastream, Stratégie Amundi

France : perspectives d'investissement



Source : INSEE, Stratégie Amundi

La Formation Brute de Capital Fixe (FBCF) ressort en hausse de +1,2% sur un an (contribution moyenne de +0,3% sur les quatre derniers trimestres) à la fin du T2 2012 ; et durant l'été, la production industrielle est restée soutenue (acquis de +1% t/t fin août pour le T3 2012). Or, malgré la diminution des tensions financières en Europe, les enquêtes menées auprès des directeurs d'achats restent particulièrement dégradées. L'enquête INSEE sur le climat des affaires a poursuivi sa chute, passant de 90 à 85 en octobre. Le PMI manufacturier s'est stabilisé à 43,5, soit les niveaux enregistrés mi-2009. Ces indices et les perspectives de demande plaident pour une contraction de l'investissement au tournant de l'année 2012-2013 (de l'ordre de -1% t/t, impliquant une contribution de -0,2% à la croissance trimestrielle au T4 2012 et au T1 2013).

Après un chiffre de croissance encore positif au T3 2012 (+0,1% attendu), la France devrait traverser une récession au tournant de l'année 2012-2013 (-0,2% attendu au T4 2012 et -0,1% attendu au T1 2013), avec une consommation atone, une diminution des dépenses publiques et surtout un ajustement de l'investissement des entreprises. Une fois la correction de l'investissement réalisée, la croissance devrait redémarrer de manière poussive au cours du 1^{er} semestre 2013, du fait des contraintes structurelles de ressources existantes pour la demande domestique. **Au final en 2013, nous anticipons une croissance quasi-nulle, avec une contribution de l'investissement total (public et privé) de -0,3%, de la consommation totale de +0,1 et du commerce extérieur de +0,2%** (du fait de la faiblesse de la demande domestique).

Italie : une amélioration attendue via la normalisation des dépenses des entreprises

Contrairement à la France, l'Italie a enregistré une très forte contraction d'activité au 1^{er} semestre 2012 (-0,8% t/t au T1 2012 et au T2 2012). La consommation a nettement reculé (respectivement -1,2% et -1% au T1 2012 et au T2 2012), déprimée par la montée du chômage et la perte de pouvoir d'achat liée au durcissement de la fiscalité. Le revenu disponible réel a ainsi diminué de -3,9% a/a au premier semestre 2012. Face à cette baisse de la demande et aux tensions financières qui contraignent leur financement, les entreprises italiennes ont drastiquement coupé leurs dépenses. L'investissement brut a ainsi diminué de -3,4% et -2,1% t/t respectivement au T1 et au T2 2012. Au total, la demande domestique s'est affaïssée de -1,9% et de -1% t/t au T1 et au T2 2012. A la fin du S1 2012, l'acquis de croissance ressort à -1,9% ! Seul le commerce international a permis d'amortir le choc, via la baisse des importations (-4,4% t/t et -0,5% t/t).

Même si toutes les enquêtes demeurent sur des niveaux historiquement faibles, les indicateurs avancés suggèrent aujourd'hui une moindre détérioration de la situation conjoncturelle. Le PMI composite a rebondi en octobre (de 44,8 à 45,6) et la confiance des consommateurs affiche une stabilisation.

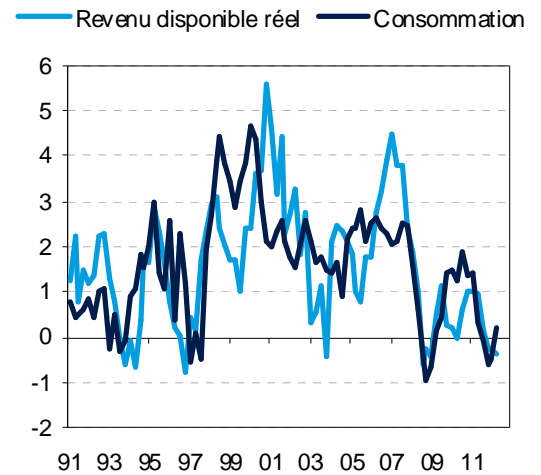
“ La baisse du stress financier devrait profiter aux dépenses des entreprises italiennes ”

Les données réelles publiées cet été tendent à confirmer l'amélioration observée dans les enquêtes. Ainsi, en cumulé sur juillet et août, la production industrielle enregistre une hausse de +0,5% t/t alors qu'elle avait diminué de -1,6% au T2 2012. Selon nous, si la stabilisation de la situation financière se confirme, les fondamentaux économiques de l'économie italienne devraient permettre une poursuite de cette dynamique favorable.

En effet, la hausse rapide du stress financier avait conduit les entreprises à se prémunir contre un risque d'assèchement du crédit. Elles ont de ce fait réduit leurs dépenses beaucoup plus amplement que ne le nécessitait la simple évolution de la demande. L'amélioration de la situation financière devrait permettre une normalisation de cette situation (cf. graphique). **Alors que la contribution négative de l'investissement à la croissance du PIB devrait s'élever à environ -1,5% en 2012, elle devrait devenir légèrement positive en 2013, du fait de cet effet de rattrapage (+0,3% anticipé).**

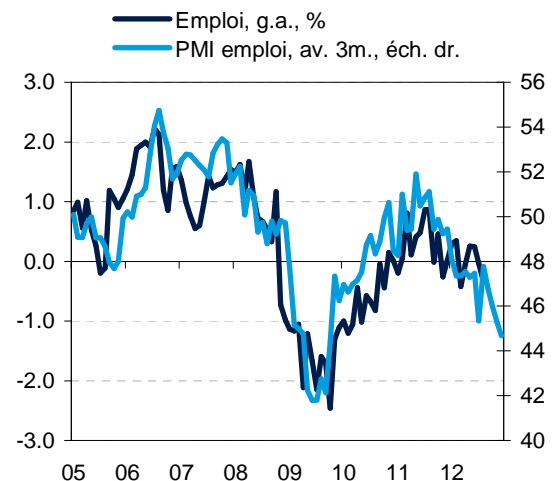
L'emploi ne montre, pour sa part, pas d'amélioration dans les indicateurs avancés. Cependant, la perte de pouvoir d'achat devrait progressivement diminuer du fait de l'absorption du fort choc de TVA subi en 2011 (+2% pour le régime général). Le durcissement fiscal prévu en 2013 devrait en effet s'avérer moindre (+1% pour le régime général, partiellement compensé par une baisse du taux d'imposition sur le revenu).

France : revenu et consommation, g.a., %



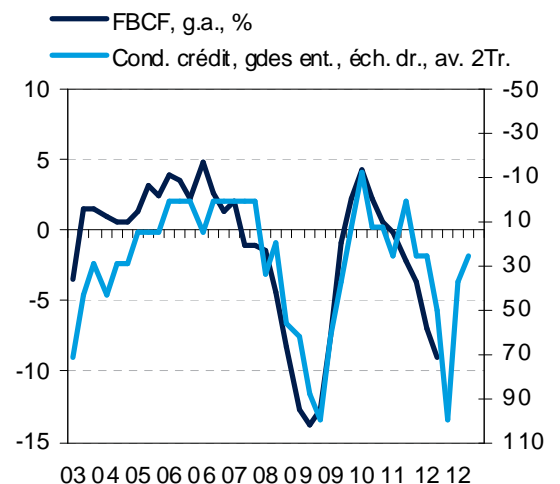
Source : Datastream, Stratégie Amundi

Italie : marché du travail



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Italie : investissement et conditions de crédit



Source : Datastream, Stratégie Amundi

La baisse du revenu disponible réel devrait alors être « seulement » de -2,5% environ en 2013, en prenant comme hypothèses que l'emploi poursuive la même tendance et qu'il n'y ait pas de nouveau choc sur les prix des matières premières. **En termes de contribution, la consommation devrait ôter près de 2% à la croissance en 2012 et nous estimons qu'elle retirera encore un peu plus de 1% en 2013.** En contrepartie, le commerce international devrait apporter une contribution moindre, même si celle-ci devrait rester positive (+0,8% anticipé en 2013, après une contribution de plus de 2% en 2012).

Au final, nous anticipons que le PIB reculera de -0,5% en 2013 après -2,3% en 2012 et que la croissance trimestrielle reviendra en territoire positif mi 2013. L'Italie vient d'amorcer une inflexion conjoncturelle. Selon nous, ce mouvement va perdurer grâce à un rebond de l'investissement et à une moindre contraction de la consommation des ménages. En outre, les autorités italiennes ne semblent pas décidées à amplifier l'austérité (des mesures expansionnistes sont même envisagées), sachant que ce pays devrait présenter un excédent primaire supérieur à +2% fin 2012.

Espagne : une correction plus marquée de la demande devrait amplifier la récession

En Espagne, la dynamique de la demande domestique ne s'annonce pas aussi favorable. L'apaisement des tensions financières n'offre pas le même potentiel de rebond pour l'investissement des entreprises. Hors investissement de structure et immobilier commercial, sa correction a été bien moindre qu'en Italie et le système bancaire apparaît structurellement beaucoup plus dégradé. Le PMI composite, reflétant la confiance des directeurs d'achat, continue d'ailleurs de reculer. A ce niveau, il plaide pour une poursuite de la contraction de l'investissement privé (-1,5% t/t au tournant de l'année 2012/2013) et la baisse devrait se prolonger en 2013.

La dynamique de demande domestique apparaît bien fragile aujourd'hui. **Les dépenses des ménages ont corrigé moins que ne le suggèrent les fondamentaux du marché du travail et l'évolution du pouvoir d'achat.** Ainsi, elles ne baissaient que de -2,2% g.a. alors que le revenu disponible réel reculait de -5,1% g.a. à la fin du T2 2012. Comme les indicateurs avancés signalent une dégradation supplémentaire du marché du travail (avec un taux de chômage qui vient déjà de dépasser 25%), la consommation devrait difficilement pouvoir continuer à résister ainsi. Si l'emploi demeure sur la même tendance, nous tablons sur une baisse de la consommation privée de -3% en 2013. Cela impliquerait une contribution négative de -1,7% après environ -1,2% en 2012.

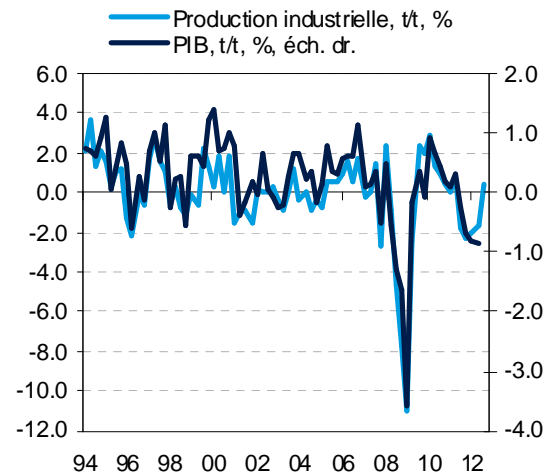
Parallèlement, le déficit public devrait largement dépasser l'objectif fixé pour 2012. Il devrait s'établir à -7,3% selon les dernières déclarations des autorités espagnoles. En 2013, la cible officielle est de -4,5%. L'effort à fournir est donc de -2,8%. Un tel ajustement paraît bien improbable, vu ce qui a pu être réalisé lors des années passées.

“ *La consommation des ménages s'est déconnectée de ses fondamentaux en Espagne !* ”

La réduction du déficit public n'a été que de 0,8% en 2011 et de 1,2% en 2012. Si le gouvernement décide de ne pas corriger le dérapage budgétaire enregistré en 2012 sur 2013, la cible de déficit public serait revue à -5,5%. En considérant un effet multiplicateur moyen de 0,5 (ce qui est un minimum vu les dernières études du FMI), l'impact récessif de la consolidation budgétaire serait de -0,9%... Nous n'escomptons pas une consolidation budgétaire aussi agressive, mais plutôt l'octroi de délais supplémentaires d'ajustement. **Si l'Espagne se contente de réaliser en 2013 un effort similaire à celui de 2012, la consolidation budgétaire retirerait environ ½ point de croissance et le déficit public ressortirait alors proche de -6%.**

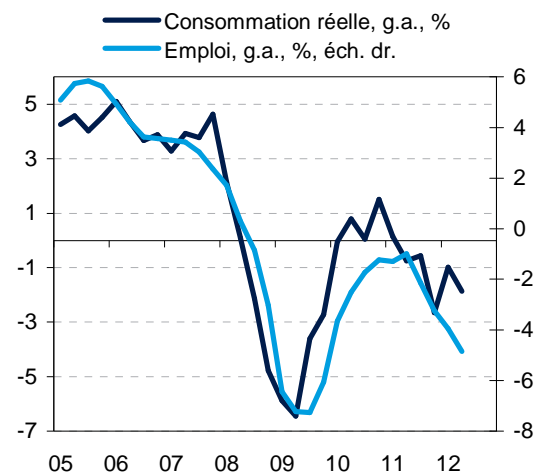
En contrepartie de la faiblesse de la demande domestique, le commerce extérieur devrait continuer de contribuer positivement à la croissance (à raison de +1,3%). **Au final, la croissance espagnole devrait se contracter de 1,8% en 2013, avec une contribution de la consommation de -1,7%, de l'investissement de -1%, de la demande publique de -0,4% et du commerce extérieur de +1,3%. Après un chiffre de croissance de -0,4% encore au T3 2012 (impliquant un acquis 2012 de -1,2%), nous prévoyons une aggravation de la récession en Espagne.** Notre estimation, inférieure au consensus, est même susceptible d'être revue à la baisse, vu l'hypothèse conservatrice retenue en termes de consolidation budgétaire.

Italie : production industrielle et PIB



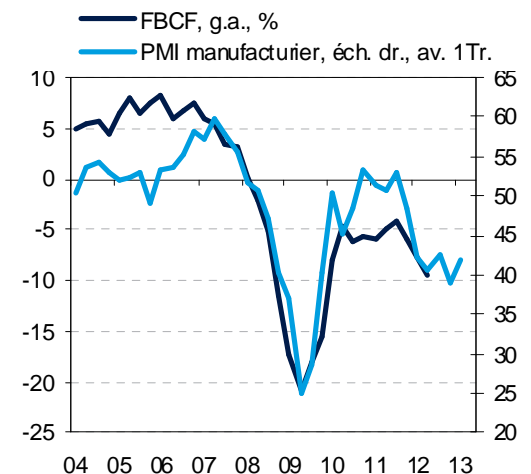
Source : Markit, Stratégie Amundi

Espagne : emploi et consommation



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Espagne : investissement et PMI manufacturier



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Vers un rapprochement de la dynamique conjoncturelle en France et en Italie

En conclusion, nous prévoyons en fin d'année un rebond de l'Allemagne grâce aux exports et à une résistance de la consommation, une contraction de la croissance en France du fait d'une correction de l'investissement, une meilleure situation conjoncturelle en Italie via des effets de rattrapages sur les dépenses des entreprises et une aggravation de la récession en Espagne du fait d'un ajustement plus prononcé de la demande finale (durcissement fiscal et normalisation de la consommation sur les fondamentaux du revenu). Nous anticipons donc des divergences des couples franco-allemand et italo-espagnol en termes de dynamiques conjoncturelles. Ces dernières devraient impliquer un rapprochement de la France et de l'Italie.

Encadré 1 : en Belgique et aux Pays-Bas, les fondamentaux restent solides mais la croissance est au ralenti

Les Pays-Bas et la Belgique, qui représentent respectivement 6,4% et 3,9% du PIB de la zone euro, constituent des économies diversifiées, fortement tournées vers l'extérieur, généralement considérées comme compétitives et bénéficiant de taux de chômage relativement faibles.

Toutes deux très exposées à la conjoncture générale de la zone euro et, notamment, à celle de l'Allemagne, elles présentent également chacune des points de vulnérabilité spécifiques bien connus. Aux Pays-Bas, l'endettement immobilier très élevé des ménages (111% du PIB, soit l'un des taux les plus élevés du monde) est un facteur de risque conséquent dans un pays par ailleurs réputé pour l'efficacité de sa gouvernance économique. En Belgique, les divergences entre Wallons et Flamands sont toujours susceptibles de se traduire par une paralysie politique et, éventuellement, à terme, par une partition du pays.

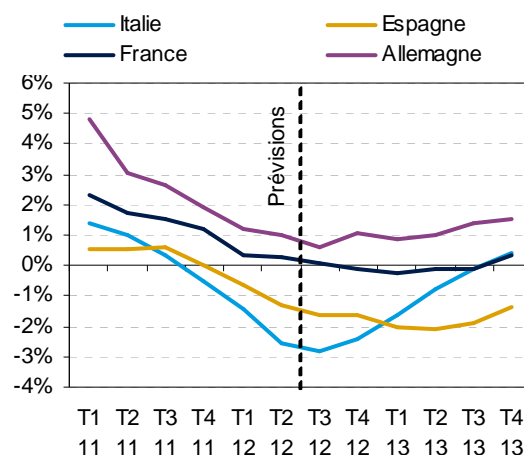
Signalons également une forte différence de situation en termes d'endettement public, les Pays-Bas étant, à cet égard, dans une position nettement plus confortable que la Belgique (avec, respectivement, des ratios dette/PIB estimés à 68% et 99% fin 2012). Néanmoins, l'endettement belge est le fruit d'une histoire bien antérieure à la création de l'euro (il était de 135% du PIB en 1993) et le pays a montré, au cours de l'histoire récente, qu'il était capable, au moyen de surplus primaires récurrents, de réduire son endettement (retombé à 84% du PIB fin 2007 avant de repartir à la hausse avec la crise). En 2012, le déficit public belge sera sans doute assez proche de l'objectif européen de 3% du PIB (la cible du gouvernement est à 2,8%) tandis que le déficit néerlandais sera plus élevé, sans doute aux alentours de 3,7% (les récentes élections néerlandaises viennent cependant de donner la majorité aux partis pro-euro, attachés malgré leurs divergences, à la maîtrise des comptes publics).

En termes de croissance, signalons que la Belgique a fait preuve, depuis le début de la crise, d'une meilleure résistance que les Pays-Bas : en volume, le PIB néerlandais se trouvait, au T2 2012, toujours 1,4% en-dessous de son niveau du T4 2007, tandis que le PIB belge était 1,3% au-dessus (un chiffre similaire à celui de l'Allemagne).

La décomposition des chiffres trimestriels de croissance les plus récents aux Pays-Bas (légère récession fin 2011, très faible croissance début 2012) montre une contribution négative récurrente de l'investissement et de la consommation (cette dernière étant pénalisée par le recul des prix de l'immobilier). Seul le commerce extérieur, force traditionnelle du pays, a vraiment joué positivement, la dépense publique ayant également été bénéfique à la croissance, de façon ponctuelle, au 1er trimestre 2012. Compte-tenu du ralentissement prévisible de l'économie allemande au 3ème trimestre, et des contraintes budgétaires qui pèsent sur la dépense publique, l'économie néerlandaise a sans doute été faible également au cours de cette période. Elle ne devrait reprendre le chemin de la hausse que très graduellement, si tant est que le scénario d'apaisement des tensions financières et d'amélioration de la conjoncture économique en zone euro se confirme.

En Belgique, où la mauvaise performance du 2ème trimestre (-0,5%, soit l'une des plus faibles de la zone euro, en partie attribuable à des effets de stocks) a constitué une surprise, un effet de « rattrapage » devrait limiter le recul au 3ème trimestre (pour lequel une première estimation fait état d'une croissance nulle). Néanmoins, là aussi, l'absence de ressort des moteurs économiques domestiques ne devrait permettre qu'une amélioration progressive au cours des trimestres suivants, au gré de l'évolution de l'ensemble de la zone euro.

Zone euro : PIB réel (prévisions g.a., %)



Source : Stratégie Amundi

PAYS-BAS			
	Solde budgétaire	Solde primaire	Dette publique
2006	0,5	2,1	47,4
2007	0,2	1,8	45,3
2008	0,5	2,1	58,5
2009	-5,4	-3,8	60,8
2010	-5,1	-3,7	62,9
2011	-4,7	-3,1	65,2
2012 (prév)	-3,7	-2,4	68,2
	Croissance	Balance courante	Dette privée
2006	3,4	9,3	210,8
2007	3,9	6,7	209,2
2008	1,8	4,3	209,4
2009	-3,7	4,1	223,6
2010	1,6	7,0	224,1
2011	1,1	8,5	223,7
2012 (prév)	-0,5	8,2	

BELGIQUE			
	Solde budgétaire	Solde primaire	Dette publique
2006	0,3	4,1	88,0
2007	-0,1	3,6	84,0
2008	-1,1	2,5	89,3
2009	-5,6	-2,2	95,7
2010	-3,9	-0,6	95,6
2011	-3,9	-0,6	97,8
2012 (prév)	-3	0,1	99,0
	Croissance du PIB	Balance courante	Dette privée
2006	2,7	1,9	106,2
2007	2,9	1,6	113,9
2008	1	-1,6	130,6
2009	-2,8	-1,6	132,5
2010	2,4	1,4	130,4
2011	1,8	-1,0	142,9
2012 (prév)	0	-0,1	

En % de PIB, source : FMI, Datastream, Stratégie Amundi

3 Quand les multiplicateurs budgétaires conditionnent la politique économique

Il est peu fréquent qu'un débat de nature technique puisse avoir des répercussions majeures en termes de politique économique. Le débat sur la mesure des multiplicateurs budgétaires est pourtant de ceux-là. Pour éclairer les enjeux et les conséquences possibles en termes de politique économique, nous revenons brièvement sur ses déterminants. Nous montrons que la réévaluation à la hausse des multiplicateurs ouvre la voie à un changement de « tactique budgétaire » pour les Etats de la zone euro, sans pour autant remettre en cause leur stratégie budgétaire de consolidation à moyen terme.

Le défi du calcul des multiplicateurs

Le multiplicateur budgétaire mesure l'effet sur l'activité économique de la variation du déficit public. Le concept est simple mais, dans la pratique, sa mesure est sujette à caution. Ex ante (i.e. avant les effets induits), la mesure est quasi-comptable. C'est ex post que l'incertitude est grande, tant la réaction des agents privés est mal connue. Or la plupart des exercices de politique budgétaire – surtout lors de programmes d'expansion ou de contraction de grande ampleur – reposent sur des hypothèses de multiplicateurs. Pour calibrer ces derniers, des arguments de nature théorique l'emportent souvent sur les travaux empiriques.

De très nombreux paramètres entrent en jeu dans le calcul d'un multiplicateur : propensions marginales à consommer, rationalité des agents, contraintes de liquidité, niveau de dette initial, ampleur et modalités de la contraction budgétaire (baisse des dépenses vs hausse des impôts). Les multiplicateurs peuvent aussi dépendre de l'état de l'économie. Une économie en récession se caractérise probablement par des multiplicateurs plus élevés, ne serait-ce qu'en raison des contraintes de liquidité que subissent les agents et de la montée du chômage.

Les modèles macro-économétriques standard évaluent souvent des multiplicateurs supérieurs à un, même à long terme. Mais ces derniers font l'objet de critiques dans la mesure où ils n'incorporent pas la réaction possible des agents privés. Tous les déterminants potentiels ne peuvent pas être estimés via des modèles économétriques.

« La plupart des modèles évaluent des multiplicateurs supérieurs à 1 »

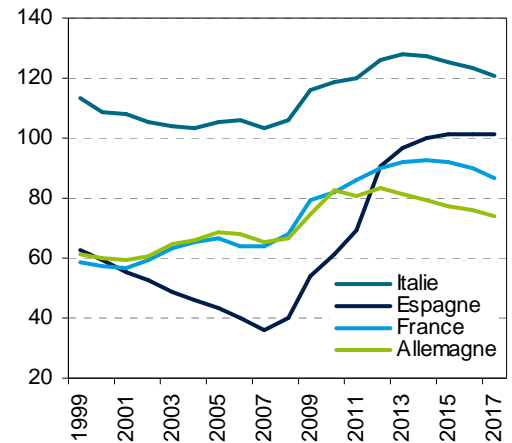
La plupart des exercices budgétaires reposent désormais sur des estimations issues de modèles dits « néo-keynésiens » qui, à la différence des premiers, intègrent en particulier l'hypothèse « d'agents rationnels ». Dans ces derniers modèles, les multiplicateurs sont parfois compris entre 1 et 1,5 à (très) court terme mais s'avèrent très rapidement proches de 0,5 (dès la première année) voire plus faibles au fil du temps.

Le caractère pro-cyclique, à court terme, des politiques budgétaires d'austérité est rarement remis en question. Dans la plupart des cas, une hausse des impôts ou une baisse de la dépense publique déprime l'activité économique à court terme. Mais au fil du temps, les agents privés lissent de façon inter-temporelle leurs dépenses (neutralité ricardienne, cf. ci-dessous) de sorte qu'au final, le multiplicateur s'affaiblit et tombe très en deçà de 1. Les multiplicateurs budgétaires sont souvent considérés comme nuls à long terme.

Neutralité ricardienne ? Pas lors d'une crise bancaire !

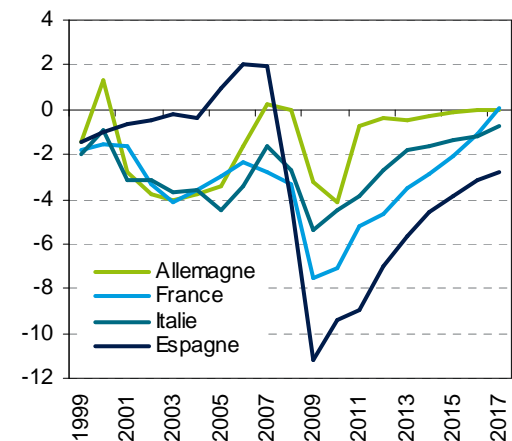
Pour bien comprendre l'hypothèse dite de neutralité ricardienne, on retient souvent l'exemple d'une expansion budgétaire. Si les agents privés anticipent les hausses d'impôts futures induites par une politique budgétaire expansionniste, ils épargnent immédiatement l'argent injecté par l'Etat de sorte que l'impact sur l'activité économique d'une relance est nul. Evidemment, il s'agit là d'un cas extrême qui suppose des agents parfaitement rationnels, altruistes envers leurs descendants (épargnant davantage maintenant pour maintenir la valeur des legs en tenant compte de l'augmentation future des impôts). A l'inverse, l'hypothèse de neutralité ricardienne stipule que les agents privés (notamment les ménages) accroissent leurs dépenses comme suite à une politique d'austérité (si celle-ci est jugée crédible). Néanmoins, tabler, lors d'un plan d'austérité budgétaire, sur un surcroît de consommation immédiat, résultant du fait que les ménages anticipent que leurs impôts baisseront à l'avenir, est assez peu réaliste dans une économie en récession (ou en passe de l'être).

Dettes publiques (en % du PIB)



Source : FMI, Stratégie Amundi

Déficits publics (en % du PIB)



Source : FMI, Stratégie Amundi

Evolutions du crédit bancaire au secteur privé

% sur un an	Entreprises non financières		Ménages	
	Sep. 11	Sep. 12	Sep. 11	Sep. 12
Allemagne	1.5%	1.5%	0.9%	1.0%
France	5.8%	-0.5%	7.2%	2.4%
Italie	5.2%	-4.2%	5.5%	-0.9%
Espagne	-5.4%	-6.7%	-1.7%	-3.4%
Portugal	-1.8%	-8.8%	-0.4%	-3.6%

Source : BCE, Datastream, Stratégie Amundi

De plus, les agents privés font face à des contraintes de liquidité qui les empêchent de consommer ou d'investir. Avec la récession, le chômage monte et génère une épargne de précaution. Les débouchés anticipés par les entreprises diminuent et la demande de crédit chute. Le « credit crunch » est d'autant plus sévère que la crise bancaire est sérieuse. Les exemples de l'Espagne, de la Grèce ou du Portugal témoignent d'un cercle vicieux entre crise bancaire, crise souveraine et récession (cf. tableau). Le coût du crédit se renchérit pour les entreprises et les ménages. Il est donc fort probable que le deleveraging des banques renforce le caractère pro-cyclique des politiques d'austérité budgétaire mises en œuvre (i.e. augmentant la valeur des multiplicateurs).

Les multiplicateurs de commerce amplifient l'effet récessif

Le fait que des pays très intégrés commercialement mènent simultanément des politiques d'austérité renforce ex post l'impact restrictif des mesures. En effet, à la contraction de la demande intérieure – qui résulte directement des mesures d'austérité – vient s'ajouter le repli des exportations, lui-même lié à la contraction de la demande domestique chez les principaux partenaires commerciaux (qui elle-même se replie avec les mesures d'austérité mises en place). Dans ces conditions, les multiplicateurs de commerce renforcent les mesures ex post des multiplicateurs budgétaires.

Des multiplicateurs deux fois plus élevés ?

Des travaux récents montrent que les multiplicateurs sont deux fois plus élevés qu'attendu. En soi, ce n'est pas une surprise. La plupart des travaux empiriques ne valident pas des multiplicateurs faibles, même à moyen terme. Dans son dernier rapport, le FMI estime que les multiplicateurs sont supérieurs à 1, alors qu'au printemps il estimait ces derniers au voisinage de 0,5.

Il convient de noter que ce résultat ne provient pas des effets d'amplification par le canal du commerce. Ces résultats changent la donne en termes de recommandations de politiques d'ajustement. Jusqu'à maintenant, il s'agissait de mettre en place des politiques d'austérité visant à ramener les dettes publiques sur des trajectoires soutenables.

“ La taille des multiplicateurs conditionne les recommandations de politique budgétaire ”

C'est très clairement ce cadre d'analyse qui l'emportait au printemps dernier au sein de la Commission européenne (cf. tableau page 16). Les plans d'austérité étaient jugés parfaitement crédibles ex ante. Les effets ricardiens étaient donc supposés jouer très rapidement (dès 2012) et la crédibilité était censée se renforcer au cours du temps.

Une erreur de multiplicateur peut conduire à une erreur de politique économique

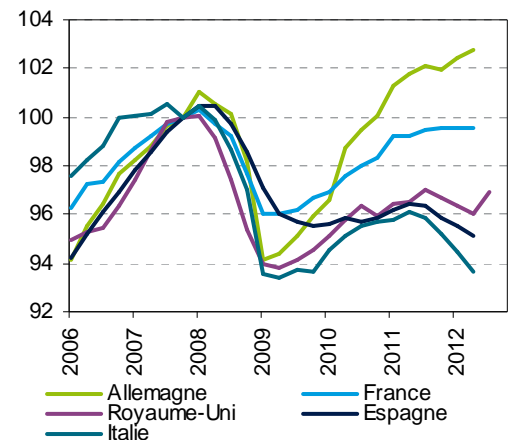
Le débat n'est pas simplement de nature technique. La taille des multiplicateurs conditionne les recommandations de politique budgétaire. L'estimation d'un multiplicateur inférieur à 1 est au cœur de la mise en place des mesures de consolidation budgétaire dans les pays entrés en crise, notamment au sein de la zone euro. Si l'on en croit ces estimations, les coûts de l'ajustement budgétaire sont temporaires et il ne faut pas renoncer à poursuivre les efforts d'assainissement même si la conjoncture est faible.

Sous-estimer la valeur d'un multiplicateur peut conduire un pays à ne pas pouvoir respecter ses engagements budgétaires, ce qui peut être perçu comme une faiblesse (par les pays partenaires ou les investisseurs privés). En effet, les gouvernements des pays concernés mettent en place de nouvelles mesures budgétaires restrictives qui s'avèrent in fine contre-productives. La récession s'aggrave et la dette publique peut devenir insoutenable. L'assainissement des finances publiques peut ainsi au final nourrir la défiance des investisseurs. L'augmentation de la prime de risque de crédit dans les taux obligataires augmente les charges de la dette et le coût du capital pour les entreprises. Avec le ralentissement de la croissance, les rentrées fiscales ne sont pas à la hauteur.

L'exemple du Royaume-Uni va inciter les Etats-Unis à la prudence

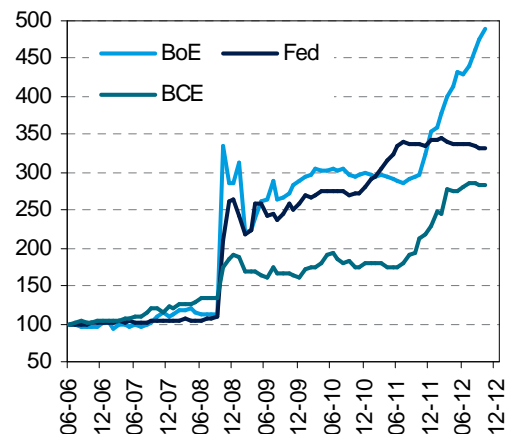
Le niveau des multiplicateurs ne concerne pas que la zone euro, loin s'en faut. Au Royaume-Uni, le gouvernement a mis en place une politique budgétaire très restrictive. Le pari implicite était probablement que l'expansion du bilan de la Banque d'Angleterre (BoE) serait suffisante pour compenser les effets négatifs de l'austérité budgétaire. Or au final, il n'en est rien : la BoE a été la banque centrale la plus proactive en termes d'achats d'actifs mais cela n'a pas empêché l'économie britannique de retomber en récession. Le rebond observé au T2 est avant tout lié à des facteurs techniques (Jeux Olympiques, Jubilé de la reine).

PIB en volume (100 au T4 2007)



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Bilans de la BoE, de la BCE et de la Fed (100 = juin 2006)



Source : Datastream, Stratégie Amundi

La plupart des économistes s'accordent sur le fait que le Royaume-Uni reste en grande difficulté. Comme le montre un rapport récent de la BoE, la politique monétaire d'assouplissement quantitatif - contrairement aux politiques traditionnelles de baisse des taux directeurs - a surtout eu un impact sur les ménages les « plus riches » dont la propension marginale à consommer est faible. Au Royaume-Uni aussi le multiplicateur budgétaire a probablement été sous-estimé.

Aux Etats-Unis, au moment où le débat sur le « fiscal cliff » revient sur le devant de la scène, l'expérience britannique plaide pour un durcissement modéré de la politique budgétaire en 2013. L'incertitude est encore très grande sur les compromis possibles entre républicains et démocrates. Au vu de l'échec (pour l'heure) du policy-mix britannique, les autorités américaines vont sans doute être prudentes et s'entendre pour reconduire certaines des mesures qui arrivent à échéance. A noter toutefois, du fait de banques en meilleure santé, les multiplicateurs sont peut-être plus faibles outre-Atlantique qu'en Europe. La remontée de la distribution de crédit observée aux Etats-Unis atteste que l'offre de crédit est au rendez-vous quand la demande redémarre (cf. graphique page suivante).

Quelle politique budgétaire en Europe ?

La fragmentation économique et financière de la zone euro plaide pour une approche de politique économique plus pragmatique à court terme. Maintenant que l'union bancaire est en route et que l'intégration budgétaire est en discussion (à l'agenda du sommet des 13-14 décembre), il est désormais urgent d'assurer la viabilité de la zone euro sur le plan économique. Pour résorber la fragmentation financière, les interventions de la BCE et du MES sont nécessaires. Mais il faut en plus des politiques budgétaires adéquates pour ne pas accentuer la fragmentation économique. Pour ce faire, les gouvernements doivent tirer les conséquences de multiplicateurs plus élevés.

Les nouvelles règles budgétaires donnent paradoxalement de l'oxygène

Le nouveau cadre de politique économique en Europe tel qu'il se dessine (Traité sur la Stabilité, la Coordination et la Gouvernance (TSCG) et « six pack », cf. encadré) donne des marges de manœuvre non négligeables aux gouvernements dans des circonstances jugées exceptionnelles.

Le respect des objectifs de moyen terme (OMT) prime clairement sur le respect des cibles à court terme. Le « compact fiscal » (une partie du TSCG) est un élément important de la nouvelle architecture. Il entrera en fonction quand au moins douze pays de la zone euro l'auront ratifié, ce qui pourrait arriver dès début 2013. Les règles budgétaires sont consignées dans le « six-pack », un ensemble de mesures entré en fonction en décembre 2011.

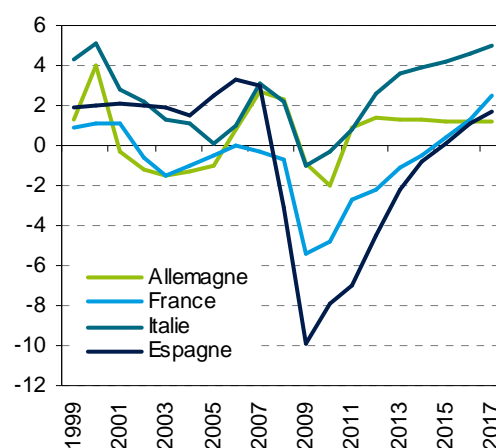
“ *Le respect des objectifs de moyen terme prime sur le respect des cibles de court terme* ”

Le « six-pack » et le compact fiscal visent tous deux à renforcer la surveillance budgétaire en donnant à la Commission européenne un pouvoir de sanction. L'objectif du « six-pack » est, quant à lui, d'introduire des règles préventives et correctives dans le pacte de stabilité et de croissance (PSC). Sur le plan préventif, le PSC invite avant tout les Etats à avoir des budgets équilibrés à moyen terme. Cette « philosophie » a toujours été présente dans le PSC mais jusqu'à maintenant, les Etats n'ont jamais été sanctionnés. Avec le « six-pack », la donne change et les procédures sont crédibles. Il s'agit désormais de raisonner avec un objectif de moyen terme qui est le déficit budgétaire structurel (ajusté des mesures affectant sa portée de façon temporaire).

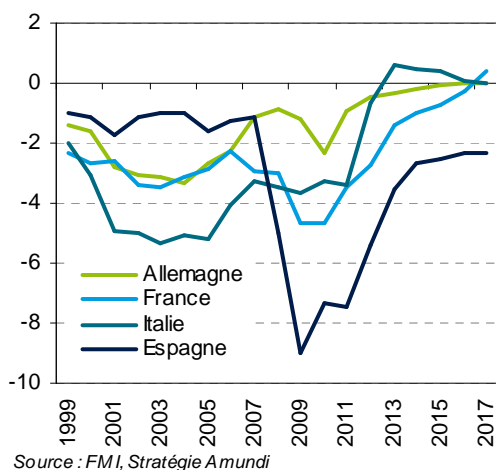
Dans le cadre des règles budgétaires que les pays se sont assignées, cela pourrait conduire les Etats à utiliser les marges de manœuvre dont ils disposent pour assouplir, à court terme, leur politique budgétaire, sans pour autant renoncer à l'assainissement de leurs finances publiques. Dans ce cadre, un report des cibles de déficit pourrait être bien accueilli.

Ce sont bien deux visions sur les multiplicateurs qui s'opposent aujourd'hui. D'un côté, celle de la Commission européenne (exposée au printemps 2012) qui table sur des multiplicateurs faibles. De l'autre, celle du FMI, qui a changé son fusil d'épaule sur ce dossier.

Solde primaire (en % du PIB)



Solde primaire corrigé du cycle (en % du PIB)



En Grèce, compte tenu des convergences de vues entre la troïka et le gouvernement grec, il est très probable que le gouvernement bénéficiera de deux années supplémentaires pour remplir ses objectifs.

Avec l'aggravation de la récession en Espagne au T2 2012 (cf. article 2), le premier ministre Rajoy réclame davantage de temps pour respecter les cibles. Ce n'est pas (encore) l'approche de la Banque d'Espagne qui, tablant sur une aggravation de la récession dans les mois qui viennent, demande au gouvernement espagnol de prendre des mesures supplémentaires...

Le report du respect des cibles, s'il est concerté et présenté autour d'une stratégie visant à revitaliser l'activité dans l'ensemble de la zone euro, serait probablement bien accueilli par les investisseurs et pourrait bénéficier aux actifs risqués européens (crédit et actions) encore très décotés sur certains segments. Accroître les chances d'un retour de la croissance l'an prochain sans pour autant compromettre l'assainissement des finances publiques à moyen terme écarterait le risque (extrême) de déflation généralisée en Europe. Le prochain rapport de la Commission européenne (attendu le 7 novembre) nous dira si la Commission revoit sa copie sur ce dossier, à l'instar du FMI...

Encadré 2 : le "Fiscal Compact" et le "Six Pack", deux points clés de la gouvernance budgétaire

Le 2 mars 2012, 25 membres de l'UE ont signé un traité intergouvernemental (Fiscal Compact (FC), inclus dans le TSCG) qui représente un outil important pour assurer la soutenabilité budgétaire. Le FC introduit des mesures pour les règles budgétaires au niveau national et renforce la gouvernance du pacte de stabilité et de croissance (PSC). Ce dernier avait déjà été renforcé par le "six-pack" entré en vigueur en décembre 2011. Les pays doivent adopter les dispositions suivantes d'ici 2014 :

Retour à l'équilibre des soldes structurels : c'est la principale innovation du FC. Adopter une législation nationale qui limite le déficit structurel à un maximum de 0,5% du PIB (1% du PIB pour les pays qui ont des dettes inférieures à 60% du PIB et de faibles risques de soutenabilité).

Renforcement des règles nationales : pour s'assurer de leur respect, les pays doivent établir des mécanismes de correction automatique à un niveau national. Le rôle de la Cour de justice de l'Union Européenne (CJUE) est uniquement de vérifier la transposition des règles de soldes structurels équilibrés dans les législations nationales, pas le respect des règles.

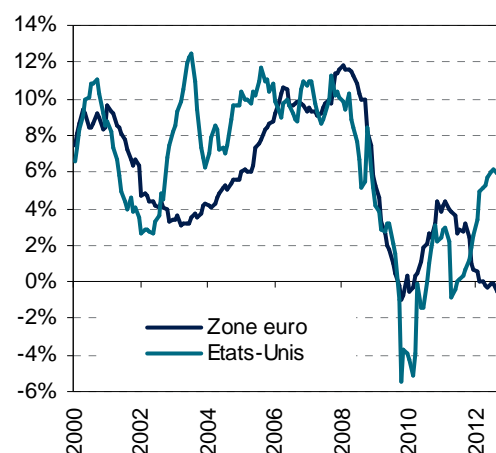
Nouvelles règles sur les dettes : le FC et le "six-pack" comportent un engagement à ramener graduellement le ratio dette/PIB à 60%. Le rythme annuel de réduction ne doit pas être inférieur à 1/20^{ème} de l'écart entre le niveau observé et la cible, à commencer trois années après que le pays a quitté la position actuelle de procédure pour déficit excessif. Cette règle permet de converger progressivement vers le seuil de 60% du PIB.

Nouvelle règle sur les dépenses : la croissance annuelle des dépenses (hors charges de la dette, prestations chômage) et auxquelles on soustrait les revenus exceptionnels ne doit pas excéder la croissance du PIB nominal à long terme. Cette règle ne s'applique que lorsque le pays n'est pas dans une procédure de déficit excessif (i.e., son déficit total est inférieure à 3% du PIB). A noter : les contraintes pour s'assurer du respect de cette règle sont limitées.

Des critères plus larges et un processus plus automatique pour entamer une procédure pour déficit excessif : en plus de la règle de déficit, les pays peuvent être placés en procédure pour déficit excessif, par une majorité qualifiée du conseil ECOFIN, s'ils ne remplissent pas la règle sur la dette. En cas de non respect de la règle de déficit, le FC devrait en principe permettre un déclenchement plus automatique des règles. Ce dernier peut se faire sur proposition de la Commission sous réserve toutefois qu'une majorité qualifiée du Conseil ne bloque pas la décision (cette majorité de blocage est appelée « *reverse qualified majority* » dans les textes officiels).

Procédures budgétaires : pour garantir la mise en place des règles budgétaires, le "six-pack" donne un certain nombre de recommandations qui visent à rendre les objectifs de moyen terme plus contraignants.

Crédit bancaire : Etats-Unis vs zone euro



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Impact des mesures fiscales, 2012-2016 (*)

Zone euro	2012	2013	2014	2015	2016
PIB (%)	-0.3	-0.5	-0.5	-0.6	-0.6
Emploi (%)	-0.2	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4
Consommation (%)	-0.2	-0.5	-0.6	-0.7	-0.8
Dettes publiques (pp)	-0.5	-1.8	-3.5	-5.2	-7.0
Déficit public (pp)	1.1	1.8	1.9	2.0	2.1

Source : Commission européenne (avril 2012)
(*) hypothèse de plans "parfaitement crédibles"

4 Banques espagnoles : à quoi tient la performance du crédit ?

Depuis trois mois, la performance du crédit s'est fortement améliorée. L'indice synthétique iTraxx Europe 5 ans s'est resserré de 32%, de 180 à 123 pb depuis la fin juillet (pic du stress espagnol). La composante bancaire de l'indice a largement contribué à cette performance, l'iTraxx Europe Senior Financial se resserrant de 46%, de 300 à 163 sur la même période.

Ce rally tient à la **diminution des incertitudes sur le risque souverain européen et plus particulièrement sur l'Espagne**. Le résultat du stress test « top-down » publié fin juillet a permis aux marchés de calibrer l'effort de recapitalisation des banques. Au-delà de la crédibilité ou non du montant lui-même, les marchés du crédit ont vu positivement le fait qu'il restait largement dans la fourchette des 100 milliards de l'accord de principe accordé par l'Union Européenne. Un deuxième élément a été l'annonce de l'OMT par la BCE, qui a soulagé la tension sur les spreads souverains espagnols. Enfin, les actions récentes des agences de notation ont levé la menace de chute en « high yield ». La combinaison d'un début de nettoyage des bilans bancaires, d'un soutien du niveau du coût de refinancement du pays et du maintien de l'accès des banques aux marchés a redonné confiance aux investisseurs et permis le rally des trois derniers mois.

Sans surprise, **les meilleures performances ont été réalisées par les banques des pays périphériques** (cf. graphique 1). Les banques italiennes se sont resserrées légèrement plus que l'indice (à l'exception de Banca Monte dei Paschi di Siena qui est confrontée à des problèmes idiosyncratiques), ainsi que les banques portugaises privées. Les banques espagnoles en revanche ont connu un resserrement plus restreint : environ 40% pour les deux grandes banques internationales, tandis que les banques domestiques ont vu leurs spreads rester assez tendus dans un marché en amélioration. La meilleure des banques locales, Caixabank, a vu son CDS se resserrer de seulement 29% sur la période considérée.

Ces mouvements sont symptomatiques de la situation espagnole. Alors que la crise souveraine connaît un répit certain, les fondamentaux reprennent leurs droits aux yeux du marché du crédit. La situation économique négative pèse plus fortement dans l'évaluation du risque, ce qui contraint l'appréciation des banques espagnoles en particulier vis-à-vis des banques italiennes.

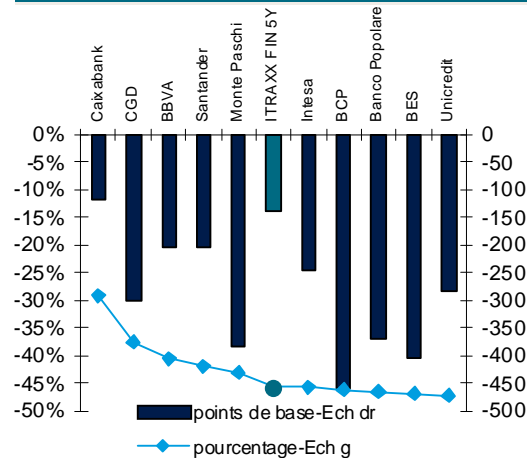
Avec le risque d'une récession plus sévère, les fondamentaux des banques ne peuvent pas s'améliorer. L'impact de la contraction économique sur les volumes d'affaires et donc de revenus, la dégradation continue de la qualité des crédits (le niveau des crédits douteux dans le système ayant franchi au mois d'août la barre symbolique de 10% des encours totaux, graphique 2) et les ponctions à venir sur les fonds propres (notamment du fait de la création d'une structure de défaillance, voir à ce sujet l'article n°4 « *La bad bank espagnole : une étape clé dans la restructuration du système financier espagnol* ») sont autant de facteurs négatifs.

“ Les niveaux de spreads des banques espagnoles restent très élevés ”

Cependant les niveaux de spreads des banques espagnoles restent très élevés. Leur profil est certes très différent de celui des banques italiennes ; mais leur diversification géographique (parmi une des plus élevées au monde) donne un potentiel d'amélioration pour les meilleurs établissements hispaniques (cf. graphique ci-contre). Toutefois la plus grande prudence s'impose.

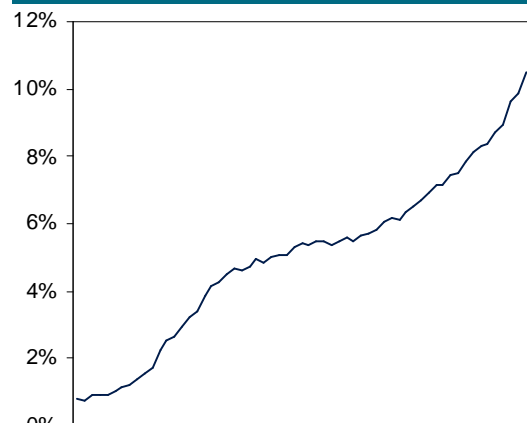
En effet, une grande sélection demeure nécessaire, le système bancaire étant très dichotomique. Les banques ayant des relais externes significatifs sont peu nombreuses et le secteur purement domestique doit encore subir une vague de recapitalisation/restructuration dont le principe est acquis suite au stress test « bottom-up » publié en septembre mais dont les détails ne seront connus qu'au cours des mois à venir. Tout cela s'inscrit par ailleurs dans un contexte encore fragile en ce qui concerne la

Evolution des CDS senior 5Y (du 24/07/12 au 22/10/12)



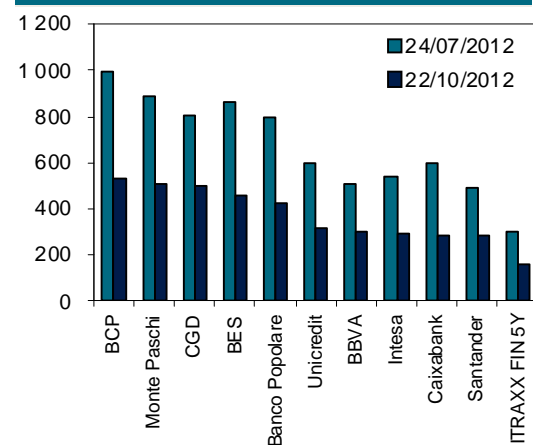
Source : Bloomberg, Recherche Crédit Amundi

Crédits douteux du système bancaire espagnol (2006 à août 2012)



Source : Banque d'Espagne, Recherche Crédit Amundi

Comparaison des CDS senior 5Y aux 24/07/12 et 22/10/12



Source : Bloomberg, Recherche Crédit Amundi

crise souveraine. Bien que les avantages d'un plan de bail-out puissent être nets (ou contestés, selon les points de vue), une aide externe serait perçue par les marchés comme un facteur de stabilisation. Les discussions sur la simple mise à disposition d'une ligne de crédit en sont l'illustration. Jusqu'à présent le gouvernement Rajoy joue la prudence et certains partenaires européens commencent à en rediscuter le principe. Or ce plan de soutien conditionne l'intervention de la BCE en cas de tensions renouvelées sur les spreads de l'Espagne. Il est donc un élément essentiel de la confiance retrouvée du marché du crédit. Une remise en cause pourrait détruire l'optimisme - modéré - qui règne aujourd'hui. Un autre élément important concerne la mise en œuvre de la recapitalisation des banques espagnoles. Au-delà de la détermination du montant réellement nécessaire, le calendrier et la source des injections de fonds publics à venir sont des facteurs potentiels de déséquilibre si les détails ne sont pas rapidement fixés.

“ *Le contexte reste fragile en ce qui concerne la crise souveraine* ”

La dernière donnée de l'équation est constituée par les notations des agences. Si la dégradation de l'Espagne par Standard & Poor's aux portes du « high yield » a été quasiment ignorée par les marchés, le suspense créé par Moody's a été beaucoup plus fort. L'issue en a pour le moment été heureuse, l'Espagne étant restée Baa3 (bien qu'avec perspective négative). Les banques (du moins celles qui comptent pour le marché du crédit) sont donc restées « investment grade ». Néanmoins la sensibilité des agences étant exacerbée après leurs déboires dans la crise des « subprimes », il n'en faudrait sans doute pas beaucoup pour qu'elles renouent avec un comportement plus frileux et dégradent l'Espagne et ses banques. Les facteurs mentionnés plus haut sont donc autant scrutés par les marchés que par les agences de notation.

Notations des banques espagnoles au 25/10/12

Notations	Moody's	S&P	Fitch
Royaume d'Espagne	Baa3 Neg	BBB- Neg	BBB Neg
Santander	Baa2 WN	BBB Neg	BBB+ Neg
BBVA	Baa3 WN	BBB- Neg	BBB+ Neg
Caixabank	Baa3 WN	BBB- WN	BBB Neg

Neg: perspective négative

WN: surveillance négative

Source : agences de notation, Recherche Crédit Amundi

5 La « bad bank » espagnole : une étape clé dans la restructuration du système financier espagnol

Le troisième volet de la réforme financière espagnole du 31 août dernier a validé entre autres la création d'une structure de défaillance en Espagne que le marché a communément nommé « bad bank ». A la suite du stress test « bottom up » d'Oliver Wyman publié en septembre (voir article précédent sur les banques espagnoles), le gouvernement espagnol a annoncé un besoin de recapitalisation de 54 Mds € pour le système bancaire. Le montant de l'aide publique injectée via le FROB dans les banques ne sera pas nécessairement équivalent au déficit en capital estimé par le consultant Oliver Wyman. Ainsi le gouvernement ne prévoit pas de recapitaliser ses banques pour un montant supérieur à 40 Mds € ou 4% du PIB Espagnol.

Le projet de loi publié récemment a dévoilé quelques détails sur la « bad bank » espagnole ou SAREB (Société de Gestion des Actifs provenant de la restructuration bancaire) qui pourrait détenir jusqu'à 90 Mds € d'actifs principalement liés à l'immobilier espagnol pendant une durée maximale de 15 ans. Cette structure de défaillance pourra racheter des actifs immobiliers dont la valeur est supérieure à 100 000 €, des crédits au secteur de la promotion et de la construction supérieurs à 250 000 € et des participations dans des holdings immobilières. Ce projet suggère également la possibilité de transférer à l'avenir des prêts hypothécaires, des crédits à la consommation et aux PME (avec un actif immobilier en collatéral).

L'élargissement du spectre des actifs éligibles à la SAREB va clairement dans le sens de la volonté du gouvernement de « nettoyer » les bilans des actifs problématiques, y compris en dehors du secteur de l'immobilier espagnol. Toutefois il est peu probable que la SAREB rachète dans un premier temps des actifs non immobiliers et nous estimons que la taille de son bilan ne devrait pas dépasser 65 Mds € (sur la base des actifs immobiliers éligibles des banques qui bénéficieront du support du FROB pour leur recapitalisation).

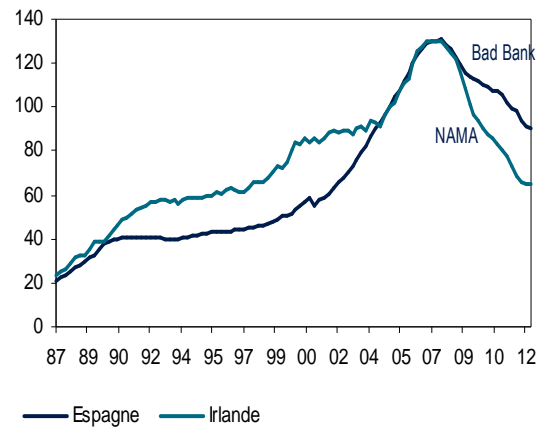
La raison en est simple. Il faut boucler la structure de financement de la SAREB sachant que la part des fonds propres ne devrait pas dépasser 10% de la taille du bilan et que le gouvernement espagnol (via le FROB) ne détiendra pas plus de 45% du capital (afin de pouvoir déconsolider de la dette publique espagnole le besoin de financement de la « bad bank »). Par ailleurs, les agences de notation verraient d'un mauvais œil une structure de défaillance avec une taille de bilan supérieure à 90 Mds € et une dette représentant 90% du total de bilan.

« Trouver des investisseurs privés est un facteur clé »

En clair, le gouvernement a peu de temps (jusqu'à fin novembre) pour trouver des investisseurs privés et, si possible, des investisseurs non issus du secteur bancaire espagnol qui détiendront 55% du capital de la SAREB. En conséquence, plus la taille du bilan de la SAREB sera élevée, plus la part des investisseurs privés au capital de la « bad bank » devrait être importante et à ce stade les banques espagnoles (Santander, BBVA, Caixa Bank, Bankinter principalement), susceptibles de devenir actionnaires de la structure de défaillance, se sont montrées plutôt réservées sur cette éventualité.

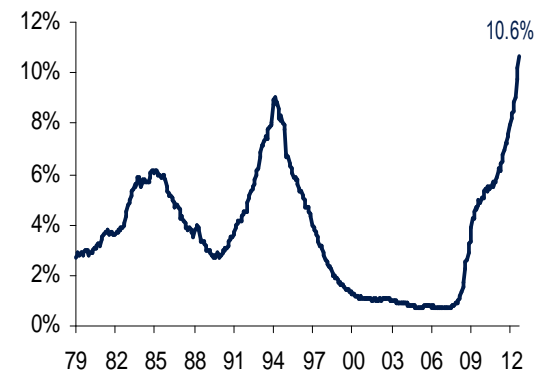
La loi distingue d'une part l'évaluation des actifs et d'autre part le prix de transfert. Les prix des actifs sont calculés sur la base du stress test d'Oliver Wyman mais les prix de transfert fixés par la Banque d'Espagne sont ajustés pour couvrir le risque d'une baisse future de la valeur des actifs, des coûts administratifs et de portage des actifs jusqu'à leur vente.

Evolution des prix immobiliers en Irlande et en Espagne



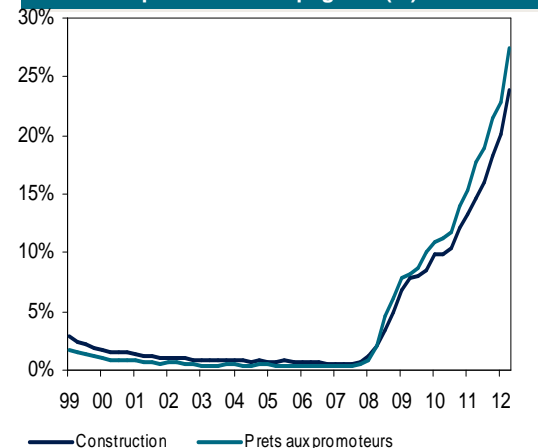
Source : Banque d'Espagne, Ireland Housing Office, Stratégie Amundi

Evolution des encours non performants espagnols (%)



Source : Banque d'Espagne, Analyse Financière Amundi

Evolution des encours immobiliers non performants espagnols (%)



Source : Banque d'Espagne, Analyse Financière Amundi

Les décotes appliquées aux actifs cédés sont en ligne avec nos attentes et nous semblent crédibles. Ces dernières varient dans une large fourchette : entre 32% et 80% selon le type d'actifs (cf. tableau)

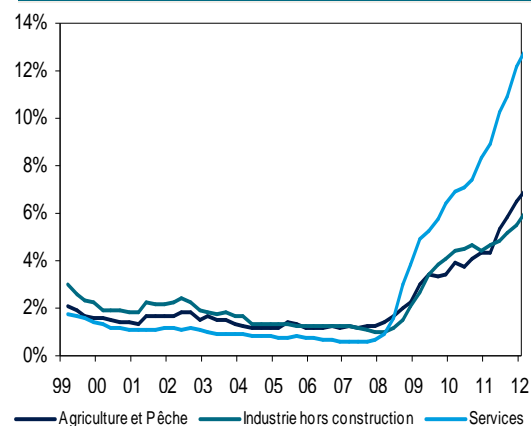
“ *La décote sur les actifs immobiliers nous semble crédible* ”

Au-delà de la valeur économique de ces actifs qui doit refléter un prix de marché, la décote doit être suffisamment élevée pour attirer des investisseurs privés au capital de la SAREB (en leur offrant une espérance de gain sur la valeur de ces actifs). Cette dernière ne doit néanmoins pas être trop importante pour ne pas pénaliser les banques espagnoles susceptibles de devenir actionnaires de la « bad bank » (en les incitant à passer des provisions supplémentaires massives sur leurs expositions immobilières dans leurs bilans en se basant sur les prix de transfert à la SAREB).

D'ici mi-décembre, les banques ayant recours au support du gouvernement devraient transférer leurs actifs à la SAREB qui, pour financer ces acquisitions, émettrait de nouvelles obligations (garanties par l'Etat espagnol). Ces dernières pourraient être déposées en collatéral auprès de la BCE et permettre à ces banques (n'ayant pas accès au financement de marché) de trouver de la liquidité.

Les prix de transfert pour les prêts au secteur de la promotion et de la construction nous paraissent crédibles. Les décotes sont de toute façon limitées par la nécessité de ne pas affaiblir les bilans des banques espagnoles les plus solides qui seront vivement incitées à devenir actionnaires de la structure de défaillance. Le défi est aujourd'hui d'attirer les investisseurs étrangers. C'est un facteur clé de la réussite de la « bad bank » et, dans une plus large mesure, de la réussite de la restructuration du système bancaire espagnol. D'après la presse locale, le gouvernement examine la possibilité d'améliorer la rentabilité des investissements via un régime fiscal favorable.

Evolution des crédits entreprises non performants espagnols (%)



Source : Banque d'Espagne, Analyse Financière Amundi

Type d'actifs	Décote moyenne (*)	Type d'actifs	Décote moyenne (*)
1. Prêts	45,6%	2. Actifs saisis	63,1%
Logements construits	32,4%	Logements neufs	54,2%
Projets inachevés	40,3%	Logements en construction	63,2%
Terrains urbains	53,6%	Terrains non construits	79,5%
Autres terrains	56,6%		
Autres avec collatéral	33,8%		
Autres sans collatéral	67,6%		

Source : FROB, Banque d'Espagne (29 octobre)
(*) en % de la valeur comptable actuelle

6 La feuille de route des banques centrales est favorable aux actions

Toutes les grandes banques centrales sont actuellement à la manœuvre, ce qui se traduit par un excès de liquidités qui traditionnellement ravive l'intérêt pour les actions. Les décisions de la BCE ont permis de réduire le risque systémique. La Fed a quant à elle donné une feuille de route assez claire. **Au total, les banques centrales ont une nouvelle fois acheté du temps dans ce cycle, ce qui devrait soutenir les actions.**

Les actions profiteront d'une amélioration du chômage aux Etats-Unis. En effet, La Fed gardera une politique accommodante tant que le chômage ne se sera pas réduit suffisamment, c'est-à-dire tant qu'il n'aura pas passé la barre des 6% (contre 7,9% actuellement). Elle nous donne aussi le timing, puisqu'elle gardera ses taux bas au moins jusqu'au milieu de 2015. Le premier graphique illustre la relation historique entre le taux de chômage (échelle inversée) et le ratio des actions sur les obligations aux Etats-Unis. La corrélation est assez saisissante. Si l'on en croit le schéma de la Fed, qui cible d'ailleurs implicitement le prix des actifs pour renforcer la confiance, les actions devraient continuer de profiter de ce soutien pour battre les obligations d'Etat dans les mois qui viennent.

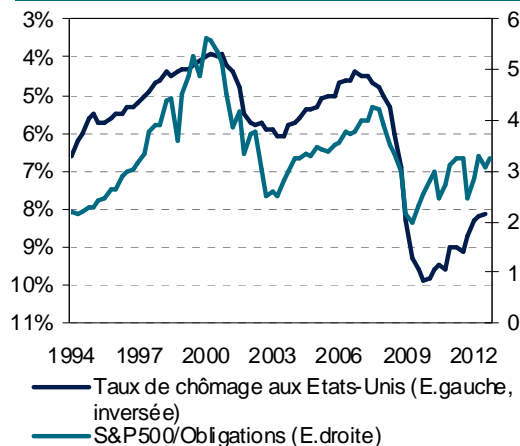
Les marges des sociétés pourraient aussi arrêter de se dégrader temporairement. Le cycle des profits mondiaux est mûr. Depuis le printemps arabe de 2011, les profits des sociétés ont souffert du ralentissement de la croissance mondiale. Les marges ont aussi reculé, d'ailleurs davantage en Europe et dans les pays émergents qu'aux Etats-Unis. Si l'on prend néanmoins l'exemple américain, le second graphique met en évidence que les marges nettes avaient rejoint les niveaux de 2007 et commencent effectivement à plafonner. Or l'évolution des spreads de crédit haut rendement, qui sont un des meilleurs indicateurs avancés des marges, indique que ces dernières pourraient se stabiliser. Il était temps car le plafonnement des marges est pour sa part un signe annonciateur de récession comme on a encore pu le voir en 2007. La temporisation sur les marges des sociétés est par ailleurs cohérente avec la lente amélioration de la situation de l'emploi aux Etats-Unis. En Europe, la stabilisation de la profitabilité des sociétés passe par un arrêt de la dégradation économique des pays émergents vers la fin de l'année, 40% des profits y étant exposés.

Les marchés d'actions jouent les prolongations

Notre scénario macro-économique prévoit un point bas de la croissance mondiale au troisième trimestre de cette année. Il en va de même pour les prévisions des analystes financiers au niveau des sociétés. On constate d'ailleurs sur le troisième graphique qu'en glissement annuel les profits sont déjà en train de marquer une inflexion, ce qui appelle plusieurs remarques. Tout d'abord les entreprises américaines sont les plus robustes. Elles sont plus sensibles à la croissance domestique alors même que l'économie américaine a repris le leadership mondial dans ce cycle, place qu'elle avait perdu au profit des émergents en 2007. Ensuite, partant de la base la plus déprimée, les profits européens ont plus d'espace pour s'améliorer. Mais attention, ce graphique illustre simplement qu'ils ralentissent moins vite, et non qu'ils accélèrent à la hausse... Avec une croissance mondiale de seulement 3,5%, il est difficile d'envisager une croissance à deux chiffres pour les profits comme le fait le consensus en 2013. Nous prévoyons de notre côté une croissance à un chiffre au mieux. Enfin, les marchés émergents sont dans une situation intermédiaire et pourraient peut-être enfin créer la surprise. L'inflexion qui se dessine pourrait se transformer en croissance bénéficiaire à deux chiffres et laisser derrière elle, à la fois l'Europe et les Etats-Unis.

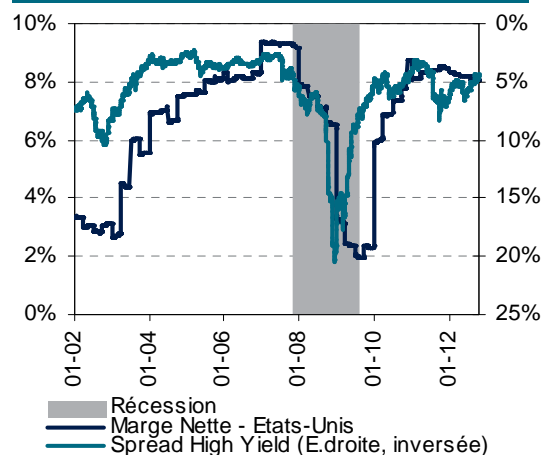
En conclusion, les banques centrales ont créé un climat plus favorable pour les actions, mais il ne faudra quand même pas être trop gourmand. En effet, la croissance mondiale restera tout juste suffisante pour autoriser une hausse des profits. Dans le même temps, les marchés mondiaux ont établi un point bas significatif en octobre 2011 et ont donc déjà en partie anticipé cette amélioration. Un passage réussi des prochaines étapes (Espagne, union bancaire européenne, élections et budget américains, changement de leadership en Chine notamment) pourrait permettre de servir de catalyseur. Le risque de récession mondiale n'en est pas moins latent en cas d'erreur de *policy mix*. On ne parle ici que de jouer les prolongations et il ne faut donc pas s'emballer pour autant.

Un lien étroit entre marché de l'emploi et performance des actions vs. obligations



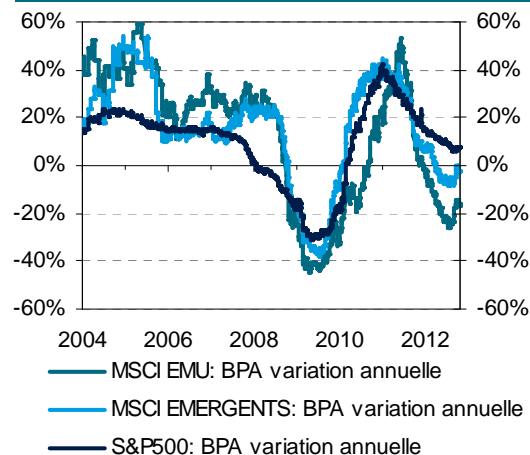
Source : Datastream, Stratégie Amundi

Le rétrécissement des spreads de crédit plaide pour une stabilisation des marges



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Profits robustes aux Etats-Unis, plus cycliques en Europe et dans les émergents



Source : Datastream, Stratégie Amundi

7 Actions : des opportunités à saisir dans le secteur des matières premières

Le secteur des métaux et mines a sous-performé le marché et le LME (indice des métaux Londres) depuis le début de l'année : -5,1% pour le MSCI Métaux/Mines Monde contre +9,7% pour le MSCI Monde et +4,9% pour l'indice LME. Cela a fait suite aux incertitudes sur la crise de la dette en Europe et aux craintes d'atterrissage brutal de l'économie chinoise (objectif de croissance du PIB de +7,5% en 2012 contre +9,2% en 2011, PMI manufacturier inférieur à 50 depuis mai 2012).

Le secteur a toutefois rebondi sur 3 mois de 7% contre +5% pour le marché porté par :

1/ les annonces de stimuli combinées de la BCE, de la FED et de la Chine. En 2009 déjà, le secteur avait plus que doublé (x2,2) suite à l'annonce du QE1 et aux mesures de relance des infrastructures prises par la Chine, qui se sont traduites par une hausse de la production d'acier de 24% en Chine. En 2010, porté par le QE2, le secteur avait progressé de 30%.

2/ la nouvelle discipline financière des minières et des aciéristes, qui avait suivi la correction du prix du minerai de fer (-34% sur 1 an), du nickel (-5%), de l'aluminium (-8%) et du charbon métallurgique (contrat T4 -40%), a également été un facteur de soutien. Les prix de ces métaux ont retrouvé leur coût marginal rendant non rentables un certain nombre de projets. Ainsi dans le minerai de fer, des investissements portant sur 500 Mt (1/3 des échanges mondiaux) ont été suspendus. Ce fut le cas du projet Outer Harbour de BHP, de l'expansion du port Herb Elliott de Fortescue ou encore du projet guinéen Simandou de Rio Tinto. Dans le charbon, la production a été réduite de 165 Mt/an (15% du marché). Dans l'acier, les statistiques d'août ont marqué une baisse de 3% de la production en Europe, de 6% en Amérique Latine et de 0,1% en Chine. Ces ajustements se traduiront par des investissements en baisse de 5% en 2013 (contre une hausse de 35% sur 2012). Au-delà de la discipline, les grèves à répétition, en Indonésie (dans la mine de cuivre Grasberg) et en Afrique du Sud (dans les mines de platine, d'or, de minerai de fer et de charbon) ont également contribué à tendre le marché.

Des matières premières soutenues par les mesures de relance des gouvernements et la discipline financière des producteurs

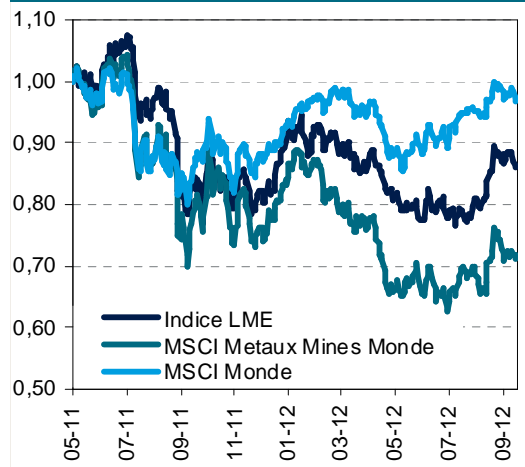
Les annonces de reports de projets reflètent l'attentisme des groupes miniers face au contexte de transition politique en Chine (nomination des membres du Politburo le 2 novembre et publication du budget en mars 2013. Elles reflètent également une **position prudente** des miniers face à la décélération de la croissance de la production d'acier en Chine (+4% sur 2010-2020 contre +18% sur 2000-2010). Ces décisions demeurent toutefois moins brutales que lors de la crise de 2009 où Anglo et Rio avaient coupé de 50% leurs investissements, tandis que Rio Tinto et Xstrata faisaient appel au marché à hauteur de 15Md\$ et 6Md\$ respectivement, compte tenu de leur situation bilancielle fragile. Pour 2013, la croissance bénéficiaire du secteur des ressources de base est attendue en hausse de 35% sur 2013 (contre -29% sur 2012) sous l'effet combiné de la hausse des prix des matières premières (effet stimulus, discipline de production, restockage dans le cuivre et minerai de fer), des restructurations, et du ralentissement de l'inflation des coûts (+2-5% déjà au S1 2012 vs +8-10% en 2011). Dans ce contexte, le secteur offre encore **des opportunités d'achat** notamment dans le cuivre qui est le seul métal positionné largement au dessus de son coût marginal de production (7200\$/t pour le 99^e percentile contre un prix spot à 8200\$/t). Ceci s'explique par la demande chinoise en hausse (importation +33% en juillet 2012 en 12 mois glissants), des stocks au LME qui se situent 30% en dessous de 2011 et par une pénurie d'offre escomptée à moyen terme (impact combiné du déclin de la qualité du minerai et des fermetures de mines estimé par Rio à -3,4mt d'ici 2016, soit 25% de la production 2012).

Retour à la croissance bénéficiaire prévu en 2013

A long terme, nous validons l'optimisme des sociétés minières qui repose sur la poursuite de l'urbanisation dans les pays émergents (2Mds de personnes additionnelles d'ici 2030) et la croissance de la demande de métaux dans les pays émergents. Selon Rio Tinto, la Chine atteindra son plafond de production d'acier en 2030. Le réajustement à la hausse de la parité d'échange de titres dans le cadre du rapprochement entre Glencore et Xstrata de 2,8x à 3,05x renforce cette vue sectorielle.

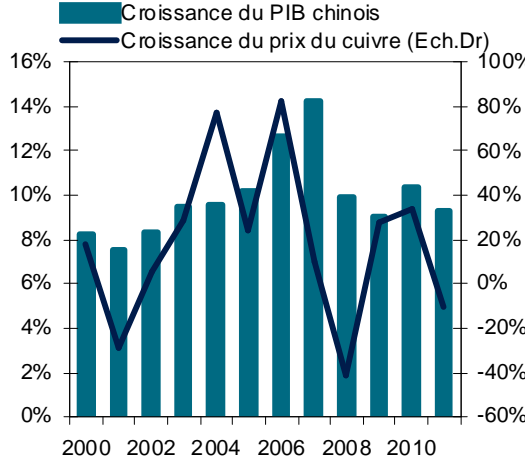
A long terme, nous validons l'optimisme des sociétés minières qui repose sur la poursuite de l'urbanisation dans les pays émergents (2Mds de personnes additionnelles d'ici 2030) et la croissance de la demande de métaux dans les pays émergents. Selon Rio Tinto, la Chine atteindra son plafond de production d'acier en 2030. Le réajustement à la hausse de la parité d'échange de titres dans le cadre du rapprochement entre Glencore et Xstrata de 2,8x à 3,05x renforce cette vue sectorielle.

Performance Indice LME, MSCI Métaux Mines Monde, MSCI Monde



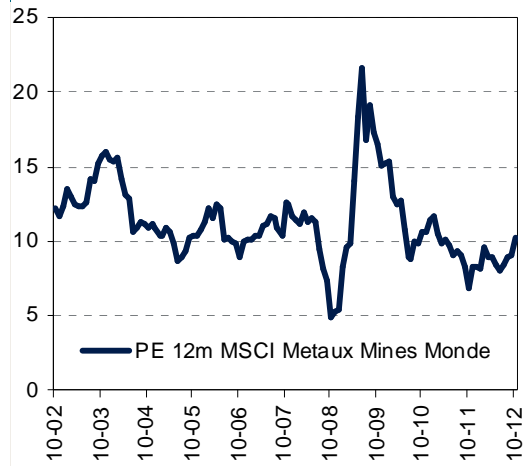
Source : Datastream, Stratégie Amundi

Sensibilité du cuivre à la croissance chinoise



Source : Datastream, Stratégie Amundi

PE 12m MSCI Métaux Mines Monde à 8,08x (contre une moyenne 10 ans de 12,4x)



Source : Datastream, Stratégie Amundi

8 Evolution du profil de crédit des entreprises aux Etats-Unis et en Europe

Le profil de crédit des entreprises américaines sur le point de se détériorer

La Fed a publié le 20 septembre dernier son rapport trimestriel sur les *flow of funds* (répertoriant l'ensemble des données microéconomiques). Les chiffres les plus récents correspondent au 2^{ème} trimestre 2012. Ces données compilées sont très utiles pour surveiller l'évolution des profils de crédit des entreprises non financières américaines. Voici les principaux résultats de notre analyse. Les dernières données sont particulièrement intéressantes car elles montrent que les entreprises américaines semblent entrer dans une nouvelle phase du cycle, qui n'en est qu'à ses prémices. Commençons par les stratégies de couverture de la dette et de financement.

Stratégies de couverture de la dette et de financement des entreprises américaines

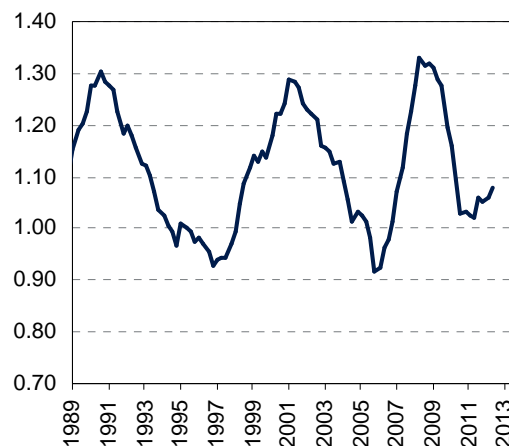
Regardons tout d'abord le principal indicateur du risque de crédit (ou encore ratio de couverture du service de la dette), qui compare le niveau d'endettement net des entreprises américaines et leurs cash-flows. Nous utilisons la dette nette et non brute afin de tenir compte des montants considérables de trésorerie et d'actifs liquides accumulés par les entreprises américaines au cours des dernières années. Le premier graphique montre qu'un plus bas a probablement été atteint en milieu d'année 2011 et que le ratio a recommencé à augmenter au cours du 1^{er} semestre 2012. Toutefois, il faut reconnaître qu'à 1,07 fois, ce ratio reste assez bas sur une base historique et proche de ses récents plus bas. La croissance de la dette nette s'est accélérée, progressant plus vite que les cash-flows, et ce pour deux raisons principales : la révision à la baisse par la Fed de ses dernières données sur les actifs liquides des entreprises non financières américaines, et l'accélération de la croissance de la dette brute. Parallèlement, la croissance des cash-flows est restée soutenue en raison de l'accélération des bénéfices et de la gestion prudente et efficace des fonds de roulement. Les stratégies de financement ont continué à privilégier les actifs obligataires. En effet, les marchés primaires ont accueilli favorablement les émissions des entreprises « investment grade » (IG) et « high yield » (HY), les investisseurs cherchant à capter du rendement dans un contexte de croissance et de rendement faibles. Outre les obligations privées, les prêts bancaires jouent aussi un rôle croissant dans le financement des entreprises, comme le confirme la croissance annuelle à deux chiffres des prêts bancaires commerciaux et industriels. Autre signe de normalisation des stratégies de financement en matière de passif, les entreprises ont recommencé à utiliser des instruments de court terme pour se financer au cours des derniers trimestres.

Liquidité et génération de cash-flows. Conformément aux anticipations, le principal changement dans les données de la Fed concerne la baisse des positions en liquidités. Selon les derniers *flow of funds*, les entreprises ont utilisé environ 300 Mds \$ d'actifs liquides accumulés ces dernières années. Les niveaux de cash restent très élevés par rapport aux engagements à court terme (cf. graphique 2), ce qui confirme que les entreprises ont hésité à avoir recours de nouveau à la dette dans le cadre de leurs stratégies de financement et de gestion de leur passif. Cela confirme également la solidité des bilans et un risque de refinancement relativement faible au cours des prochains trimestres. Le fait que les entreprises aient finalement arrêté d'accumuler du cash et commencé à le dépenser constitue selon nous une tendance encourageante non seulement pour le retour de la confiance dans les perspectives économiques, mais aussi pour le soutien que cette tendance pourrait offrir à la conjoncture macroéconomique. Les flux de trésorerie demeurent vigoureux, dopés par les bénéfices. La gestion du fonds de roulement et les cessions jouent encore un rôle important, mais l'accélération de la croissance des résultats ces deux derniers trimestres a permis aux cash-flows de renouer avec des niveaux comparables aux derniers pics cycliques.

“ Les entreprises commencent à dépenser le cash accumulé ”

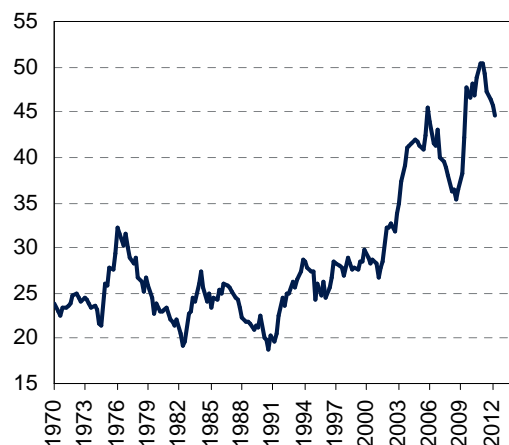
Dépenses. Soutenues par la croissance des bénéfices, les dépenses des entreprises se sont fortement redressées après avoir atteint des niveaux très bas, mais cette nouvelle phase du cycle n'en est qu'à ses prémices. Les rendements des bons du Trésor et les spreads de crédit étant très bas, le faible niveau des coûts de financement a fini par contribuer à la croissance de la dette brute après la phase d'apurement.

Etats-Unis : couverture de la dette nette par les cash-flows



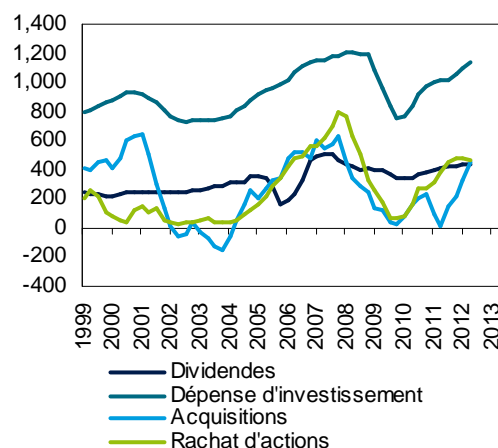
Source : Bloomberg, Stratégie Amundi

Etats-Unis : couverture de la dette court terme par les actifs liquides (en %)



Source : Bloomberg, Stratégie Amundi

Etats-Unis : principales dépenses (en Mds \$)



Source : Bloomberg, Stratégie Amundi

Les entreprises devraient résister à la tentation d'un ré-endettement trop rapide en raison de l'atonie de la croissance économique. Le 3^{ème} graphique montre qu'après un « faux départ » l'année dernière, l'activité de fusion-acquisition est de nouveau prise en compte par les entreprises, tout comme les dépenses d'investissement qui se sont légèrement redressées. Ces tendances microéconomiques confirment la tendance actuelle des chiffres de l'emploi privé (hors agriculture) sur le plan macro : les entreprises continuent à recruter en moyenne 150 000 personnes par mois. Parallèlement aux opérations de rapprochement (qui seront probablement menées à des fins d'efficacité et non de développement), les rachats d'actions restent à la mode et soutiennent les marchés actions. Les dépenses d'investissement, elles aussi, sont reparties sur une tendance haussière.

Les fondamentaux des entreprises européennes commencent à montrer des signes de faiblesse.

Des divergences se dessinent aujourd'hui entre la zone cœur et la zone périphérique. Les vrais sujets d'inquiétude portent sur le ralentissement de la consommation et le durcissement des conditions de crédit en Europe du Sud.

Les marges opérationnelles pâtissent du ralentissement de la consommation en Europe du Sud qui se propage dans la zone cœur. Depuis le choc de la faillite de Lehman Brothers (fin 2008), les marges se sont considérablement redressées et ont atteint un pic fin 2011. Pour y parvenir, les entreprises ont développé de nouvelles stratégies pour réduire les coûts et abaisser leur point mort, mais leur capacité à diminuer davantage leurs charges fixes est maintenant faible. Par conséquent, la baisse de l'activité aura un impact plus direct sur les marges opérationnelles des entreprises.

Les ratios d'endettement se détériorent légèrement surtout dans la périphérie de la zone euro. Ils se maintiennent cependant à des niveaux satisfaisants : ils souffrent plus d'une baisse de la rentabilité que d'un accroissement de la dette brute.

Les ratios ont atteint un plus bas en 2011. Après la crise de Lehmann, les entreprises avaient en effet cherché à réduire leur endettement et à préserver leur cash flow en abaissant notamment les besoins en fonds de roulement et les dépenses d'investissement. Etant donnée la conjoncture, les entreprises vont probablement, à nouveau, comprimer leurs investissements afin de limiter leur endettement.

“ Les entreprises restent sur un mode de préservation des cash flows ”

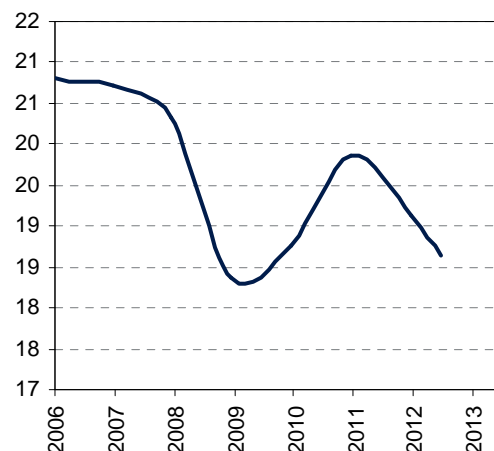
L'accès au financement et son coût sont inégaux dans la zone euro. La plus grande fragilité des banques périphériques affecte les entreprises non financières : un durcissement des conditions de crédit a un impact négatif sur la croissance. Ainsi, Moody's anticipe que la qualité moyenne de la signature des entreprises non financières européennes va se détériorer dans les mois à venir surtout dans la périphérie :

- Sur un an, le volume de prêts aux sociétés non financières a baissé en Espagne de 6,7% et en Italie de 4,2% contre une augmentation de 1,5 % en Allemagne.
- Le taux moyen pour les nouveaux crédits accordés aux entreprises non financières en juillet a été de 6,5% en Espagne et de 6,2% en Italie. Parallèlement, il a été de 4% en Allemagne, en France et aux Pays-Bas.
- L'accès au marché obligataire pour les entreprises des pays périphériques est dépendant de l'appétit variable des investisseurs. De plus, ces derniers doivent payer une prime par rapport aux émetteurs de la zone cœur.

Ainsi, le financement est plus difficile et plus coûteux pour les sociétés périphériques. Par ailleurs, la possibilité pour ces entreprises de s'autofinancer est également plus limitée du fait de leur plus faible niveau de free cash flow.

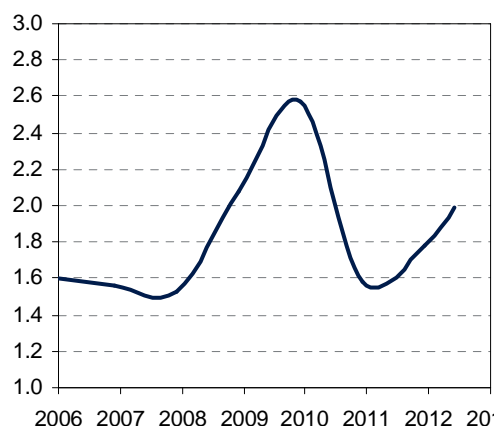
En conclusion, les profils de crédit des entreprises ont commencé à se détériorer légèrement après avoir atteint des niveaux records des deux côtés de l'Atlantique. Cette tendance va se poursuivre en 2013 mais les profils resteront globalement plus solides que les fondamentaux des émetteurs souverains, car les ratios dette nette/ flux de trésorerie sont toujours proches de leurs plus bas cycliques et les bilans sont solides et très liquides. En Europe, la forte croissance des prêts non-performants est une conséquence directe de la fragilisation des fondamentaux des entreprises.

Europe : marge EBITDA en %



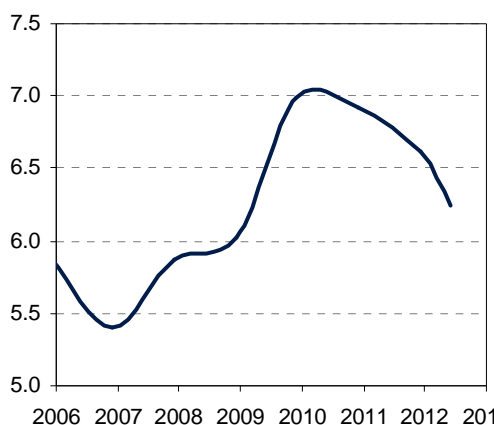
Source : Itraxx Europe, Stratégie Amundi

Europe : ratio de la dette nette sur l'EBITDA



Source : Itraxx Europe, Stratégie Amundi

Europe : ratio du cash sur le total des actifs



Source : Itraxx Europe, Stratégie Amundi

Encadré 3 : le QE3 et son influence marquée sur les obligations d'entreprises américaines

En privilégiant les crédits hypothécaires (MBS) des agences, le 3^{ème} programme d'achat d'actifs (QE3) de la Réserve fédérale sera également un puissant facteur technique susceptible de soutenir de manière indirecte le marché américain du crédit au cours des prochains trimestres. Contrairement aux deux premières opérations de ce type, l'intervention de la Fed a, cette fois-ci, été décrite comme « illimitée », sans détail sur le montant maximal des achats de titres.

L'équilibre entre l'offre et la demande d'obligations d'entreprise est toujours l'un des principaux facteurs de soutien de la surperformance du crédit. Cet encadré, consacré au crédit américain et au rôle de la politique monétaire actuelle, entend montrer à quel point les interventions extraordinaires (passées et actuelles) de la Fed, conjuguées à la mutation des marchés depuis la faillite de Lehman, ont soutenu et continuent à soutenir la demande en obligations d'entreprise américaines.

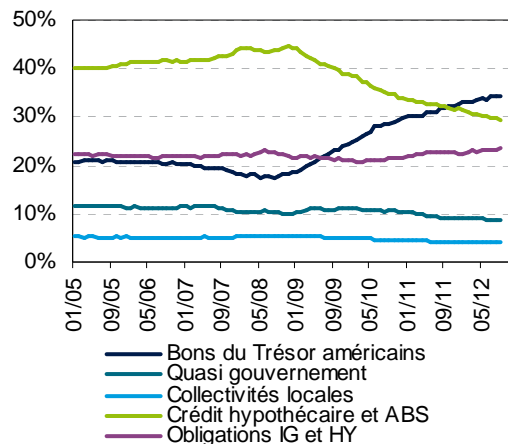
Commençons avec le 1^{er} graphique sur la droite, qui présente l'évolution récente des principaux segments du marché américain des instruments de taux (en fonction de leur proportion sur le marché). Les obligations « Investment Grade » (IG) et « High Yield » (HY) représentent seulement un peu moins d'un quart (24%) de l'encours actuel de 20 000 Mds \$. En chiffres réels, les obligations privées de bonne qualité représentent environ 3 800 Mds \$ et la dette spéculative un peu plus de 1000 Mds \$. Après les années de crise, en raison de l'assouplissement des politiques budgétaires et d'autres facteurs macro déclenchés par la crise de Lehman, la dette obligataire fédérale a explosé, passant de 17% avant la crise à 35% actuellement de l'ensemble du marché obligataire américain ; cette tendance a correspondu à la baisse concomitante des émissions d'agences gouvernementales adossées à des crédits hypothécaires (MBS) et des titres adossés à des actifs (ABS), qui sont passées de 45% à 30%. Toujours en chiffres réels, l'encours du marché des titres du Trésor a augmenté, passant en quatre ans de 2 500 Mds \$ à 7 100 Mds \$. En revanche, l'encours du marché des titres adossés à des crédits hypothécaires n'a guère évolué sur la même période. Concrètement, ce graphique montre que par rapport aux niveaux d'avant crise, le poids des produits de spreads a diminué et que celui des titres considérés comme des « valeurs refuges » a considérablement augmenté. Les obligations d'entreprise, les titres adossés à des crédits hypothécaires et les produits structurés représentent désormais 54% de l'encours total de dette, contre 68% en 2008.

Les graphiques 2 et 3 de cette page abordent une dimension encore plus parlante et intéressante que le poids des différents segments. En cherchant à déterminer les sources de rendement des diverses sous-classes d'actifs, nous avons décomposé le rendement global offert par chacune des grandes composantes du marché obligataire américain. Le 2^{ème} graphique concerne uniquement l'univers des titres IG, alors que dans le 3^{ème}, nous tenons compte aussi du segment des titres spéculatifs afin de couvrir un plus large éventail d'investisseurs. Pour résumer, le 2^{ème} graphique montre que les obligations d'entreprise IG génèrent près de 38% du rendement global à l'échéance des marchés obligataires américains, soit bien plus que les 20% de 2008. Sur la même période, malgré leur croissance soutenue en proportion de l'encours total, les titres du Trésor ont procuré un rendement quasiment inchangé (près de 20%) aux gestionnaires de portefeuilles et aux investisseurs. On constate donc assez manifestement que l'augmentation du poids de la dette a été largement compensée par des rendements de plus en plus faibles. L'évolution la plus impressionnante est celle du principal segment « concurrent » des obligations d'entreprise au sein de l'univers américain des produits de spread : les titres adossés à des crédits hypothécaires, les titres émis par les agences, les ABS et autres produits structurés génèrent à eux tous un peu plus de 20% du rendement global, soit une baisse importante par rapport à leur pic de 55%. Si l'on ajoute les émetteurs HY aux émetteurs IG (3^{ème} graphique), les obligations d'entreprise représentent la moitié du rendement global offert par les marchés obligataires américains, ce qui constitue un record historique.

Dans ses précédents programmes d'achat de titres, la Fed avait privilégié les obligations adossées à des crédits hypothécaires et les bons du Trésor, entraînant une contraction marquée des rendements. L'annonce du QE3 s'est traduite par un resserrement brutal des spreads des obligations adossées à des crédits hypothécaires, comme l'illustre la chute récente de leur contribution au rendement total représentée dans les deux graphiques. La Fed va acheter un montant mensuel considérable de dette hypothécaire alors que l'encours de dette de ce segment ne montre pas encore de signe de rebond marqué. Par conséquent, bien que la Fed n'achète pas directement d'obligations d'entreprise, l'incidence indirecte de sa politique monétaire sur les produits de spread est manifeste et prononcée.

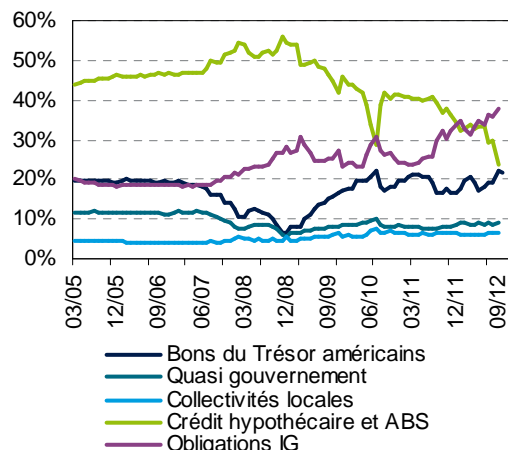
En conclusion, ces graphiques montrent à quel point le contexte global a accéléré (et accélère encore) la propension des investisseurs à rechercher des rendements élevés en achetant des obligations d'entreprise, dans un contexte marqué par la faiblesse persistante des taux et les interventions exceptionnelles de la Fed. Malgré la baisse de leurs spreads au cours des deniers trimestres, les obligations d'entreprise ne représentent qu'un quart de la dette existante. En revanche, en contribuant à hauteur de 50 % du rendement global elles ont, dans une certaine mesure, « évincé » les autres sources de rendement. Selon nous, ces graphiques expliquent clairement la vigueur de la croissance des volumes de la dette d'entreprise.

Evolution des principaux segments du marché américain (en fonction de leur proportion sur le marché)



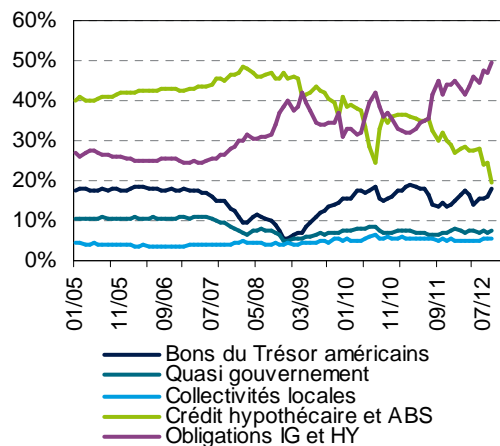
Source : Bloomberg, Stratégie Amundi

Décomposition du rendement global du marché obligataire américain



Source : Bloomberg, Stratégie Amundi

Décomposition du rendement global du marché obligataire américain (HY inclus)



Source : Bloomberg, Stratégie Amundi

Cross asset investment strategy

Stratégie et recherche économique



Correspondants

Rédacteur en chef

Philippe Ithurbide – Directeur Recherche, Stratégie et Analyse – Paris

+33 1 76 33 46 57

Rédacteurs en chef adjoints

Didier Borowski – Responsable Stratégie & Recherche Economique – Paris

Richard Butler – Responsable Analyse Crédit – Paris

Stéphane Taillepie – Responsable Analyse financière – Paris

Contributeurs

Pauline Abadie-Toffier – Analyse financière – Paris

Valentine Ainouz – Stratégie & Recherche Economique – Paris

Sergio Bertoncini – Stratégie & Recherche Economique – Milan

Didier Borowski – Responsable Stratégie & Recherche Economique – Paris

Bastien Drut – Stratégie & Recherche Economique – Paris

Xavier Got – Analyse Crédit – Paris

Philippe Ithurbide – Directeur Recherche, Stratégie et Analyse – Paris

Thomas Lapeyre – Analyse financière – Paris

Eric Mijot – Responsable-adjoint Stratégie & Recherche Economique – Paris

Tristan Perrier – Stratégie & Recherche Economique – Paris

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

Les informations contenues dans le présent document sont réputées exactes à la date de fin de rédaction indiquée en 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.

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