

Analyse en bref

- 1 **Crise financière, environnement économique et conseils d'investissement.** La crise des dettes souveraines européennes n'est pas résolue, les débats sur les ratings s'intensifient et les probabilités de récession progressent. Nous ne prévoyons pas de scénario catastrophe (pas d'éclatement de la zone euro), mais il y a bien peu de chances que la situation s'améliore de façon significative rapidement. La prudence s'impose dans les portefeuilles et incite à poursuivre les approches de réduction du risque.
- 2 **Crise financière: quelles conséquences pour la croissance mondiale?** La crise financière va provoquer un net ralentissement de l'activité économique et on ne peut pas exclure une légère contraction de l'activité sur un trimestre. Nous avons revu à la baisse nos prévisions de croissance. La sévérité de la crise bancaire en zone euro y rend la probabilité de récession plus élevée qu'outre Atlantique, mais nous n'anticipons pas de récession mondiale. Les pays émergents continueront de croître à un rythme soutenu.
- 3 **Dettes souveraines : les Etats-Unis quittent le club - très fermé - des AAA**
Ce n'est pas une surprise. Au regard de l'ensemble des critères examinés (quantitatifs et qualitatifs), les agences de notation ont souvent mis en avant l'idée que la zone de démarcation entre un AAA et un AA est étroite, et que les critères qualitatifs jouaient un grand rôle. Des implications importantes pour les pays européens.
- 4 **Fédéralisme, eurobonds, extension de la capacité du FESF ... vers quelle option se dirige-t-on vraiment ?** La création d'eurobonds, l'adoption d'une « règle d'or » budgétaire ou encore l'extension des capacités du FESF (Fonds Européen de Stabilité Financière) sont trois des thèmes récurrents qui animent actuellement les marchés financiers. Les eurobonds ne peuvent être que l'aboutissement de la convergence européenne. A court terme, seul l'élargissement de la taille du FESF pourrait redonner de l'oxygène. Quant à la règle d'or, il faudra veiller à éviter la mise en place de politiques budgétaires pro-cycliques.
- 5 **Que nous enseignent les indicateurs de stress financier pour la zone euro et les Etats-Unis ?** Les indicateurs de stress financier visent à capturer, en une mesure synthétique, l'évolution des variables financières susceptibles d'affecter l'activité. C'est en zone euro, davantage qu'aux Etats-Unis, que le stress est le plus marqué. En cause : les tensions qui pèsent sur les banques et qui menacent de provoquer un assèchement du crédit bancaire.
- 6 **Liquidité et politiques monétaires : quel impact sur la courbe des taux ?** Les banques centrales ont changé leur fusil d'épaule. La Fed s'engage à maintenir ses taux inchangés jusqu'à mi-2013. Il n'y a pas de QE3 en vue mais ses marges de manœuvre ne sont pas pour autant épuisées. Dans la zone euro, la BCE peut, quant à elle, rebaisser ses taux. Nous tablons sur une baisse des taux directeurs de la BCE de 50pb au 1^{er} semestre 2012.
- 7 **Le crédit à nouveau affaibli par les craintes entourant l'économie et les dettes souveraines.** Les valorisations du crédit escomptent déjà un scénario défavorable, entre celui d'une récession classique et celui de la crise Lehman. Des primes de liquidité élevées expliquent en grande partie ce résultat. Si la récession est évitée, le cocktail de taux faibles et de politique monétaire durablement accommodante pourrait favoriser la quête de rendement. Mais il ne faut pas s'attendre à une amélioration notable sans accalmie sur le front des dettes souveraines.
- 8 **Les pays émergents sont vraiment attractifs ... mais sont-ils vraiment émergents ?**
Le terme « émergent » est galvaudé. Des différenciations entre les pays s'imposent. Nous revenons sur les différents types de critères qui permettent de les classer et de présenter notre grille de lecture. Au total, les pays émergents offrent des perspectives plus attrayantes que les pays avancés (dette et actions). Mais notre préférence va vers les pays convergents, à croissance solide, excédents courants...
- 9-11 **Marchés d'actions : de l'inconvénient d'être « né » européen.** La chute des indices a entraîné dans son sillage de nombreuses valeurs sans raison fondamentale. Au sein de la zone euro, de nombreux titres souffrent indûment d'une décote liée à la crise souveraine. Un examen microéconomique minutieux (secteurs, entreprises...) montre que, dans cet environnement, il y a des opportunités à saisir. Mais compte tenu du manque de visibilité, une stratégie sectorielle prudente continue de s'imposer. En dépit de valorisations attractives, la prudence s'impose également en Europe où les résultats ont déçu.
- 12 **Le yen et le franc suisse : un statut de valeur refuge qui pèse...** Les deux devises ont servi de valeur refuge pendant la crise. En termes de taux de change effectif réel, le franc suisse a atteint un record en août, ce qui pèse lourdement sur l'économie suisse. Le yen est « fort » mais pas au plus haut. Les banques centrales de Suisse et du Japon ont monté le ton. C'est logiquement en Suisse que les mesures les plus décisives ont été prises...

Achevé de rédiger le jeudi 1^{er} septembre 2011

En savoir +

- | | | |
|------|---|---------|
| 1 | Crise financière, environnement économique et conseils d'investissement | page 3 |
| 2 | Crise financière : conséquences pour la croissance mondiale
Encadré 1 : l'écart entre WTI et Brent ne durera pas | page 8 |
| 3 | Les Etats-Unis hors du club des AAA | page 12 |
| 4 | Fédéralisme, eurobonds, extension du rôle du FESF: quelle direction ?
Encadré 2 : UEM : quelques rappels
Encadré 3 : qui investit dans les titres du FESF ?
Encadré 4 : BCE et périphériques | page 14 |
| 5 | Que nous enseignent les indicateurs de stress financier ?
Encadré 5 : stress financier, la méthodologie | page 18 |
| 6 | Liquidité et politiques monétaires : impact sur la courbe des taux
Encadré 6 : un soutien en faveur du refinancement des crédits hypothécaires? | page 20 |
| 7 | Crédit : le poids de la croissance et de la crise de la dette | page 23 |
| 8 | Les pays émergents sont attractifs ... mais sont-ils vraiment émergents ? | page 26 |
| 9-11 | Actions
- L'inconvénient d'être « né » européen
- Des résultats trimestriels médiocres
- La peur du vide | page 28 |
| 12 | Le yen et le franc suisse : un statut de valeur refuge qui devient pesant
Encadré 7 : L'impact sectoriel de la surévaluation du franc suisse
Encadré 8 : surévaluation du franc suisse, réponses des autorités suisses | page 33 |

CLASSE d'ACTIFS	THEMES d'INVESTISSEMENT et PERSPECTIVES	STRATEGIES d'INVESTISSEMENT d'Amundi
Allocation d'actifs	<ul style="list-style-type: none"> La crise a franchi un nouveau seuil au cours du mois d'août. Les risques de crise systémique (crise de dettes souveraines, risques bancaires ...) vont désormais de pair avec des risques de récession Nous n'anticipons pas d'éclatement de la zone, ni de disparition de l'euro ... mais nous ne voyons pas non plus d'amélioration sensible à un horizon prévisible. Le déficit de gouvernance et la faiblesse du dispositif anti-crise ne sont pas des éléments rassurants Une politique budgétaire et fiscale pro-cyclique n'étant pas de nature à rassurer dans le contexte actuel, ce sont les marchés d'actions, et notamment les actifs cycliques et financiers qui ont chuté lourdement. Cela modifie l'environnement économique et financier, notamment les perspectives de croissance, de normalisation de politique monétaire, et l'environnement global sur les marchés de taux et d'actions. Nous n'anticipons pas de récession aux Etats-Unis ni en zone euro, mais un fléchissement assez net. Déjà plus pessimistes que le consensus, nous révisons néanmoins à la baisse nos prévisions de croissance et de profits. Les divergences entre les pays de la zone euro perdureront encore quelques années. La croissance reste bien plus solide dans les pays émergents 	<ul style="list-style-type: none"> D'avantage d'actions émergentes : zone de croissance autonome et plus solide, gouvernance plus crédible, dettes publiques sous contrôle, pic d'inflation atteint, devises fortes. Fermer la position short Euro long USD : Se mettre neutre duration. Préserver la liquidité. Poursuivre la réduction du risque dans le portefeuille (ajout de cash). Réduire le budget de risque des actions : révision à la baisse de la croissance et des perspectives de profit, volatilité, crise de la dette ... Pas d'augmentation ni de réduction de la portion crédit et la portion dette émergente (toutes deux légèrement surpondérées actuellement). D'avantage d'actions commodities.
Marchés monétaires	<ul style="list-style-type: none"> Les courbes forward anticipent depuis quelque temps déjà un statu quo monétaire aux Etats-Unis jusqu'en 2013 (en raison de l'engagement de la Fed de maintenir ses taux inchangés jusque là). En revanche, la courbe euribor anticipe désormais des assouplissements monétaires pour la BCE. Nous tablons sur une baisse des taux de 50pb au S1.12. Ce changement d'orientation dans les anticipations de marché est un fait nouveau, apparu au cours du mois d'août (-60pb sur l'échéance juin 2012). 	<ul style="list-style-type: none"> Le taux Eonia va connaître de nouveau un profil heurté et une pression baissière. Aux Etats-Unis le taux des titres d'Etat à 2 ans (0,2%) est tombé en deçà des taux monétaires 1 à 4 mois. La Fed va conserver la taille de son bilan inchangée pendant les deux prochaines années. Les taux monétaires vont rester sous pression.
Marchés obligataires	<ul style="list-style-type: none"> Obligations nominales : l'environnement sur les taux longs reste globalement favorable, au moins pour les Etats-Unis et le noyau dur de la zone euro, et cela pour différents facteurs : une croissance plus faible, des politiques monétaires plus accommodantes, des politiques budgétaire et fiscale plus restrictives ... Pour les périphériques de la zone euro, pas d'amélioration en vue. Obligations indexées sur inflation : nous ne détectons pas de perspectives intéressantes actuellement, même si les risques de récession sont déjà en grande partie dans les cours. Le climat reste plutôt déflationniste ... et cela ne plaide pas en faveur de cette classe d'actifs. 	<ul style="list-style-type: none"> Difficile de considérer que les rendements obligataires courts vont continuer de baisser : le risque est asymétrique. Rendements obligataires : passer neutre duration Courbe des taux : difficile de prendre des positions de courbe car ce sont actuellement des trades trop directionnels et volatils, aussi bien le 2/10 que le 10/30.
Crédit	<ul style="list-style-type: none"> La volatilité s'est accrue, la visibilité reste faible, même à court terme, compte tenu de la crise de la dette, et la liquidité s'étiole. L'environnement global reste pesant pour les banques. Pour le segment high yield, la baisse continue des taux de défaut ne suffit pas. La plus faible croissance économique, la crise de la dette souveraine, la liquidité et les perspectives de phases de fuites vers la qualité incitent à la prudence. Pour ce qui est de l'investissement grade corporate, il faut noter la cherté des valeurs et la prudence des managements d'entreprises lors de la publication de leurs résultats. La qualité du crédit des entreprises reste néanmoins supérieure à celle des souverains. 	<ul style="list-style-type: none"> La liquidité redevient un enjeu majeur. Banques : Il est plus prudent de continuer à rester à l'écart. High yield : privilégier les valeurs défensives. Investment grade corporate : trop cher à ce stade du cycle. Pondération inchangée dans le portefeuille : pas d'incitation à sortir, pas de motivation pour investir davantage.
Actions	<ul style="list-style-type: none"> Pas de perspectives directionnelles satisfaisantes. Il est fort probable que les marchés d'actions continuent de souffrir dans un environnement de plus forte volatilité. Trois thématiques se dégagent néanmoins : Une thématique « émergents ». Détection des entreprises fortement impliquées dans les marchés émergents, à potentiel de valorisation, dont certaines ont été affectées par la dégradation de la qualité de leur propre souverain Une thématique « financières ». La crise n'est pas terminée, et des augmentations de capital seront nécessaires pour les banques (risque de dilution, risque de pertes ...) Une thématique « commodities » : grand écart entre les actions commodities et les commodities cash. Les premières ont été poussées vers le bas par la chute des marchés d'actions, tandis que les secondes bénéficient encore du contexte de croissance dans les pays émergents, Chine en tête. 	<ul style="list-style-type: none"> Prudence sur le plan directionnel Poursuivre la réduction de la part des actifs risqués dans le portefeuille Thématique « émergents ». Sélectionner les entreprises fortement impliquées dans les marchés émergents « convergents » (grands pays d'Asie et d'Amérique Latine) Thématique « financières ». Maintien de la position longue « industrielles vs financières ». Thématique « commodities » : tirer parti de l'écart entre sous-jacent et actions, et en particulier mines d'or.
Marchés émergents	<ul style="list-style-type: none"> La croissance restera plus solide dans les pays émergents que dans les pays avancés, forcés d'adopter des politiques budgétaires et fiscales pro-cycliques, au moment même où les indicateurs économiques sont en repli. Certains ont une croissance autonome, des excédents courants, peu de dette, une politique monétaire désormais moins restrictive, des marges de manœuvre pour soutenir la croissance si besoin est ... 	<ul style="list-style-type: none"> Actions émergentes : privilégier les pays/zones convergentes, à croissance autonome, excédents courants ... (Asie, Amérique Latine). Dette émergente : rester à l'écart pour l'instant
Matières premières	<ul style="list-style-type: none"> Tant que la croissance chinoise reste solide, ainsi que celle des grands pays émergents, et tant que la liquidité reste abondante, les prix des matières premières devraient bien se tenir. C'est notre scénario central. En dépit du ralentissement de l'économie mondiale prévu en 2012, l'Agence internationale pour l'énergie a révisé à la hausse ses anticipations de demande de pétrole pour les pays non-OCDE. 	<ul style="list-style-type: none"> Le prix du pétrole restera élevé, probablement aux alentours de 100\$ le baril en 2012. La poursuite de la crise financière redonne un intérêt supplémentaire pour l'or, déjà fortement surévalué. En termes réels (\$ de 2011), il y a encore un peu de place par rapport au pic de janvier 1980 (1960\$ l'once).
Marché des changes	<ul style="list-style-type: none"> Euro : Compte tenu des révisions de croissance (plus fortes aux Etats-Unis que dans le noyau dur), et des révisions de taux de la BCE, il ne devrait pas y avoir de grande tendance à court terme. L'euro reste néanmoins surévalué contre USD JPY et CHF : ces deux devises sont désormais fortement surévaluées et fragilisées par les commentaires et l'attitude des banquiers centraux concernés (mise en avant de l'impact de la surévaluation sur l'activité économique, appréciation excessive ...). GBP : la livre sterling est sous-évaluée, mais cela perdurera encore quelque temps Devises nordiques : ces devises sont chères, mais elles restent néanmoins intéressantes (croissance plus forte qu'en zone euro et qu'aux Etats-Unis, gouvernance non contestée...), et elles sont protectrices en cas de nouvelle dégradation de la situation en zone euro. Devises émergentes : C'est face aux devises émergentes que les devises des pays développés ont le potentiel de baisse le plus important. Les rendements potentiels des actifs émergents devraient favoriser l'appréciation des devises sous-jacentes, notamment en Asie. 	<ul style="list-style-type: none"> Nous sommes neutres à court terme sur la parité EUR/USD. Le dollar reste globalement sous-évalué et l'euro est surévalué contre dollar US (valeur d'équilibre autour de 1.20\$). Nous sommes donc haussiers dollar vs euro à horizon 2-3 ans Devises nordiques : positions longues NOK et SEK. Devises émergentes : conserver les positions longues vs USD, notamment en Asie, et spécialement dans les pays à excédents courants.

1 Crise financière, environnement économique et conseils d'investissement

La crise a franchi un nouveau seuil au cours du mois d'août. **Les risques de crise systémique (crise de dettes souveraines, risques bancaires ..) vont désormais de pair avec des risques de récession.** Il y a quelques mois, nous avons insisté sur la vulnérabilité des Etats-Unis et sur le fait que la situation de la dette américaine avait de quoi inquiéter, tant la dégradation était impressionnante (d'une ampleur identique à celle du Portugal) et tant les efforts à mener pour la ramener vers des niveaux gérables étaient surdimensionnés (d'une ampleur identique à ceux que devait à ce moment-là mener la Grèce). Les difficultés politiques à gérer le plafond de la dette ont finalement incité S&P's à dégrader la note de crédit des Etats-Unis, et la perte du AAA américain a porté un coup fatal aux perspectives de croissance. Les efforts budgétaires à mener aux Etats-Unis pour réduire les déficits, et ceux nécessaires aux pays du noyau dur de la zone euro pour conserver la maîtrise de la dette et pour conserver leur AAA interviennent au moment où les indicateurs économiques marquent le pas, aussi bien en Europe qu'aux Etats-Unis. **Une politique budgétaire et fiscale pro-cyclique n'étant pas de nature à rassurer dans le contexte actuel, ce sont les marchés d'actions, et notamment les actifs cycliques et financiers qui ont chuté. Cela modifie l'environnement économique et financier, notamment les perspectives de croissance, de normalisation de politique monétaire, et l'environnement global sur les marchés de taux et d'actions.**

Un environnement économique et financier dégradé

Thème 1 : Des perspectives économiques davantage dégradées dans les pays développés que dans les pays émergents

Dans les pays développés, les enquêtes de confiance menées auprès des entreprises et des ménages ont commencé à se dégrader du fait de la résurgence des tensions financières, et cela va probablement continuer. Les entreprises pourraient décaler leurs programmes d'investissement pour limiter leurs besoins de financement et attendre d'avoir davantage de visibilité sur les perspectives économiques. Il est clair que **la probabilité de récession a nettement grimpé de part et d'autre de l'Atlantique au cours des dernières semaines.** Dans ces conditions, on ne peut pas exclure une contraction du PIB au cours du second semestre. Toutefois, les principales économies mondiales, notamment les Etats-Unis, ne présentent pas les mêmes déséquilibres qu'en 2008 pouvant conduire à une contraction durable et marquée de l'activité. **Le scénario le plus probable demeure celui d'une révision en baisse généralisée des perspectives de croissance économique pour 2012** (Section 2), **avec en corollaire une révision à la baisse des perspectives de profits des entreprises** (Section 10).

Les économies émergentes présentent un potentiel de croissance très supérieur à celui des pays développés. En outre, ce sont avant tout ces derniers qui souffrent du poids insoutenable de leurs dettes publiques. **En cas de ralentissement économique très marqué, les pays émergents « convergents »** (pays à croissance stable, à excédents courants ... cf Section 8) **disposent (contrairement aux pays développés) du levier budgétaire pour stabiliser l'activité économique.**

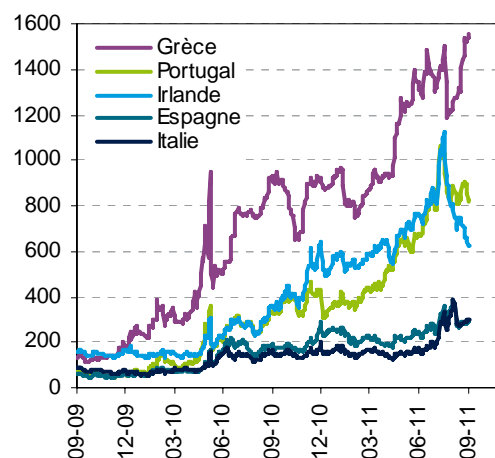
Enfin, le reflux des prix du pétrole diminue à court terme le risque de surchauffe inflationniste dans les pays émergents, ce qui réduit d'autant le risque d'un durcissement monétaire faisant dérailler la croissance locale. En définitive, **les économies émergentes apparaissent en meilleure posture dans la crise actuelle** (Section 1).

“ Les économies émergentes (au moins une partie d'entre elles) conservent un potentiel de croissance intéressant ”

Thème 2 : Intensification de la crise des dettes souveraines

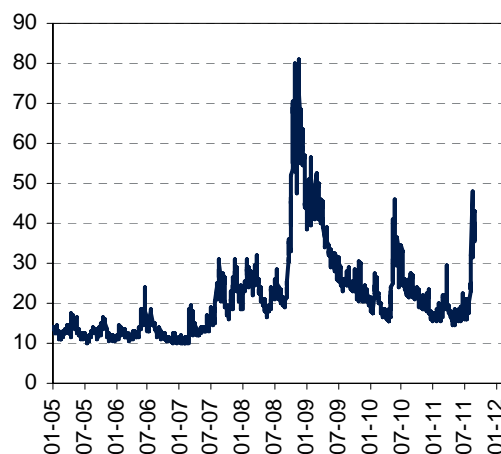
Alors que la défiance des marchés à l'égard des politiques budgétaires de l'UEM ne cessait d'augmenter, le sommet européen du 21 juillet a déçu. Aucune réponse complète n'a été apportée à la problématique de solvabilité de la Grèce. Les prérogatives du Fond Européen de Stabilité Financière (FESF) ont été élargies pour qu'il puisse jouer un rôle de prêteur en dernier ressort, mais cela ne deviendra effectif qu'après ratification de l'ensemble des parlements des pays de la zone euro. De plus, la taille du FESF n'a pas été augmentée, ce qui ne lui permet pas de venir en aide à l'Espagne ou à l'Italie si besoin est (Section 4). Dans ces conditions, les obligations souveraines italiennes et espagnoles ont subi des attaques spéculatives, et le stress financier a encore progressé (Section 5).

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



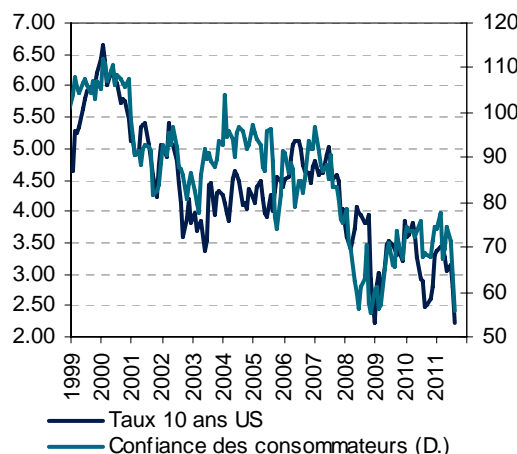
Source : Datastream, Stratégie Amundi

Indice VIX



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Taux 10 ans américain vs confiance des consommateurs (Université du Michigan)



Source : Bloomberg, Stratégie Amundi

La problématique du risque souverain européen a pris un caractère systémique vu la taille de ces pays (rappelons que la dette publique italienne est la troisième dette souveraine au monde). Les oppositions entre pays européens autour de la solution à apporter au cas grec et la difficulté pour les Etats-Unis de parvenir à un accord budgétaire permettant de relever le plafond de la dette ont mis en évidence les difficultés des Etats développés à infléchir la trajectoire de leurs finances publiques. **Nous n'anticipons pas de scénario catastrophe extrême (éclatement de la zone, euro, sortie d'un pays de la zone, fin de l'euro ...), mais nous ne croyons pas non plus en une réalisation rapide de la sortie de crise. Que la BCE cesse de racheter des dettes périphériques, ou que les perspectives de croissance s'étiolent davantage, et les tensions reprendront sur les pays périphériques comme l'Espagne et l'Italie.**

Thème 3 : La bonne gouvernance au centre des débats aux Etats-Unis ... et dans la zone euro

Les divergences d'analyses marquées entre le Congrès et la Maison Blanche ont été un facteur majeur dans la décision de S&P's d'enlever le AAA aux Etats-Unis. Rappelons simplement que la différence entre un AAA et un AA n'est pas forcément basé sur des critères quantitatifs ... elle peut être purement qualitative (Section 3).

La ratification rapide par l'ensemble des Parlements des pays membres de l'UEM de l'accord conclu le 21 juillet, visant à l'extension des capacités d'intervention du FESF, est une condition nécessaire pour restaurer la confiance des marchés, mais ce n'est sans doute pas une condition suffisante. **Si des attaques spéculatives reprennent sur des pays cœurs de la zone euro, une extension de la taille du FESF, et la création d'obligations européennes (Euro bonds) devraient être des thèmes susceptibles de revenir rapidement sur le devant de la scène** (Section 4).

Thème 4 : Les banques centrales œuvrent à la stabilisation de la sphère financière ... et la normalisation des politiques monétaires est remise à plus tard

Face à la dégradation de l'environnement économique et financier, les banques centrales se sont montrées particulièrement réactives. La BCE a renoué avec des opérations de refinancement à 6 mois à montant illimité et a réactivé son programme d'achat d'actifs, veillant notamment à limiter la volatilité sur les obligations italiennes et espagnoles (ce qui a permis une nette détente sur les taux des emprunts d'Etat italiens et espagnols). **La Fed a indiqué que ses taux directeurs resteraient proches de 0% jusqu'à la mi-2013.**

Le contexte économique pourrait par ailleurs inciter la BCE à remettre à plus tard ses resserrements monétaires, voire même à renouer avec des baisses de taux (Section 6). La BCE a davantage de marges de manœuvre que la Fed sur ce plan, ce qui doit être vu comme un point positif.

“ *La BCE ne peut pas poursuivre son cycle de resserrement monétaire* ”

Thème 5 : Une nécessaire mais difficile consolidation fiscale des Etats

Les actions des banques centrales ont permis de calmer la volatilité sur les marchés. Ces derniers restent néanmoins fébriles face aux risques de dégradation de la note des Etats. Cela met en exergue la nécessité d'une clarification rapide de la trajectoire des finances publiques, tandis que **les Etats doivent réussir un numéro d'équilibriste : réduire le déficit public sans briser la croissance.**

Thème 6 : Des marchés encore très volatils

Les craintes sur la trajectoire des finances publiques des pays développés ont entraîné une forte volatilité sur les marchés et une correction marquée des actifs risqués. Les investisseurs sont désormais focalisés sur cette thématique (exécution budgétaire, réunions des banques centrales, réformes mises en œuvre ...). Leurs inquiétudes sont amplifiées par la **dégradation des perspectives économiques** et la **montée du risque de récession.**

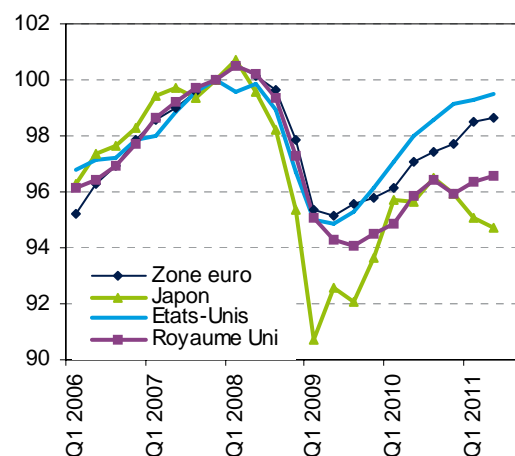
Conseils d'investissement

Compte tenu de l'environnement macro financier actuel, nous identifions plusieurs axes concernant les opportunités d'investissement

Thème 7 : Conserver un biais prudent dans les portefeuilles

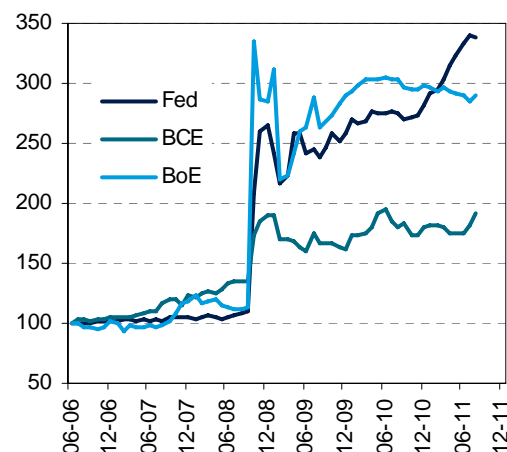
La crise des dettes souveraines n'est certainement pas terminée. Les échanges des obligations grecques, la ratification par les parlements des membres de l'UEM de prérogatives étendues pour le FESF, la présentation des lois de finance 2012 sont autant de rendez-vous qui pourraient entraîner de la volatilité sur les marchés. De plus, **le regain de tensions dans la sphère financière devrait impliquer un ralentissement plus marqué de l'économie mondiale au second semestre 2011.**

PIB en volume (100= T4 2007)



Source : Datastream, Stratégie Amundi

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



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Thème 8 : Privilégier un biais à la liquidité

La liquidité constitue un atout précieux au regard des tensions sur les marchés. Cet intérêt se trouve renforcé par les incertitudes pesant sur les perspectives économiques et par la valorisation dorénavant élevée des classes d'actifs traditionnellement considérées comme refuge.

Thème 9 : Surpondérer les actifs émergents

Les actifs émergents (actions et obligations) ont été pénalisés par les craintes d'une surchauffe inflationniste au premier semestre 2011. La baisse des prix des matières premières rend ce risque moins préoccupant à court terme, particulièrement pour l'Asie émergente. Plus encore, la crise des dettes souveraines et les risques de ralentissement économique marqué affectent principalement les pays développés et redonnent relativement plus d'attrait aux actifs des économies émergentes. Cela signifie, entre autres, que l'on doit s'intéresser de près aux pays exportant fortement vers cette zone, mais aussi aux entreprises tirant une partie significative de leurs profits dans les pays émergents.

Thème 10 : Duration des portefeuilles obligataires

La crise de la dette n'étant pas terminée, et les épisodes de fuite vers la qualité possibles, il est difficile de ne pas être neutre duration, a minima. Les taux courts vont rester bas pour quelque temps : la Fed ne resserrera pas avant 2013, et la BCE pourrait même assouplir sa politique monétaire. L'environnement sur les taux longs reste globalement favorable, au moins pour les Etats-Unis et le noyau dur de la zone euro, et cela pour différents facteurs : une croissance plus faible, des politiques monétaires plus accommodantes, des politiques budgétaire et fiscale plus restrictives ... Pour les périphériques de la zone euro, pas d'amélioration en vue

Thème 11 : Courbe des taux

La normalisation des politiques monétaires, la révision à la baisse des perspectives de croissance et de profits, ainsi que la fébrilité des marchés favorisent le maintien de taux longs durablement bas. Les mouvements de courbe devraient de ce fait être très limités au cours des prochains mois.

Des taux courts et longs durablement bas ... et des mouvements de courbe limités

Il nous semble en outre bien difficile de prendre des positions de courbe car ce sont actuellement des trades trop directionnels et volatils. Ceci vaut aussi bien pour le 2/10 que pour le 10/30. Comme il est difficile de considérer que les rendements obligataires courts vont continuer de baisser, le risque est asymétrique.

Thème 12 : Crédit – ni capitulation, ni achats supplémentaires ... patience et prudence

Nous détectons quatre thèmes majeurs : volatilité, visibilité, qualité et liquidité. La volatilité s'est accrue, la visibilité reste faible, même à court terme, compte tenu de la crise de la dette, et la liquidité s'étirole. La liquidité est d'ailleurs désormais un problème majeur général.

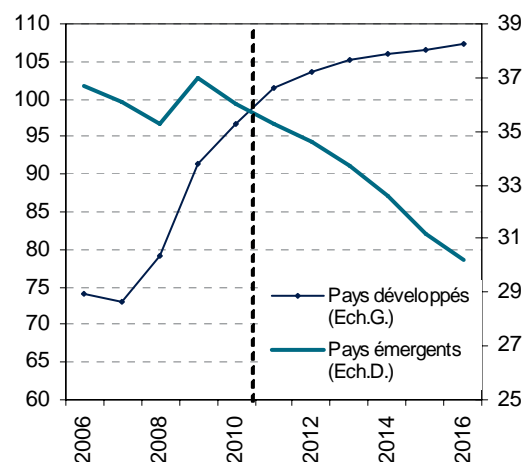
Pour les banques, même si tout ou grande partie des émissions a été réalisé pour 2011, l'environnement global reste pesant. Il est plus prudent de continuer à rester à l'écart.

Pour le segment high yield, force est de reconnaître que la baisse continue des taux de défaut ne suffit pas. La plus faible croissance économique, la crise de la dette souveraine, la liquidité et les perspectives de phases de fuites vers la qualité incitent à la prudence, et nous préférons privilégier les valeurs défensives.

Pour ce qui est de l'investment grade corporate, il faut noter la cherté des valeurs et la prudence des managements d'entreprises lors de la publication de leurs résultats : ceux-ci ont été plutôt stables au cours du premier semestre, et ils seront sans doute en repli au second ... et en 2012. Le deuxième trimestre est d'ailleurs en retrait par rapport au premier.

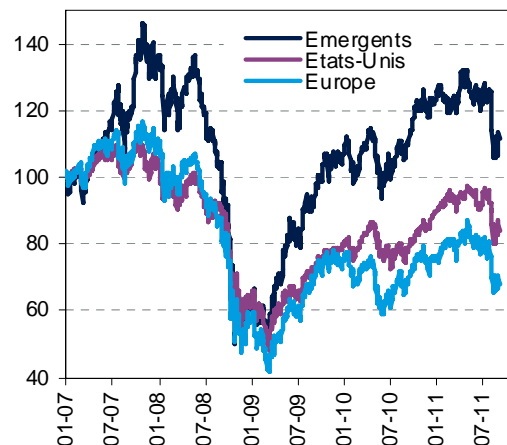
Ajoutons néanmoins que la qualité du crédit des entreprises reste bien supérieure à celle des souverains (Section 7). A noter que la crise de la dette concerne les Etats, tandis que les entreprises affichent une structure d'endettement favorable et des marges élevées. Au sein des obligations souveraines, les meilleures signatures ont servi de valeur refuge. Ce mouvement de fuite vers la qualité a entraîné une forte baisse de leur rendement. Dans ce contexte, le crédit apporte un axe de diversification intéressant et une valorisation intéressante dans une optique de détention des titres jusqu'à maturité (Section 7).

Dettes publiques brutes (% du PIB)



Sources : FMI, Stratégie Amundi

Evolution des bourses mondiales, indices MSCI en dollars (base 100 = 2007)



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Thème 13 : Marchés d'actions des pays développés : privilégier le stock-picking

Les résultats des valeurs européennes ont déçu au deuxième trimestre 2011 par rapport à ceux observés aux Etats-Unis, et les marchés d'actions européens ont sous performé les marchés d'actions américains depuis le début de l'été. Sur un plan macro-économique, le ralentissement sera global, mais l'Europe peut se trouver encore davantage pénalisée par la surévaluation de l'euro et la nécessité de mener une politique d'austérité à marche forcée, notamment dans les pays périphériques, dont l'Italie. **Les perspectives directionnelles ne sont pas satisfaisantes (Section 11). Il est fort probable que les marchés d'actions continuent de souffrir dans un environnement de plus forte volatilité et de croissance plus faible et revue à la baisse.** Trois thématiques se dégagent néanmoins.

Une thématique « émergents ». Il est judicieux de détecter les entreprises fortement impliquées dans les marchés émergents (ventes, profits ...), à potentiel de valorisation, dont certaines ont été affectées par la dégradation de la qualité de leur propre souverain.

*Une thématique forte :
les marchés émergents*

Une thématique « financières ». Nous recommandons de conserver une position longue « industrielles vs financières ». La crise n'est pas terminée, et des augmentations de capital seront nécessaires pour les banques, ce qui implique un risque de dilution, et un risque de pertes.

Une thématique « commodities » : le mois d'août a généré un « grand écart » entre les actions commodities et les commodities cash. Les premières ont été poussées vers le bas par la chute des marchés d'actions en général, tandis que les secondes bénéficient encore du contexte de croissance dans les pays émergents, Chine en tête.

L'appartenance d'une entreprise à une zone géographique donnée nous semble passer au second plan, au profit des axes d'investissement suivants :

- **En Europe, privilégier les valeurs défensives hors utilities...**

Face à la montée des incertitudes sur les perspectives économiques, les valeurs défensives offrent des « business model » plus lisibles. La révision baissière des résultats devrait leur être moins défavorable et elles devraient bénéficier d'un dividend yield plus élevé par rapport au marché domestique.

- **...et maintenir une sous pondération des valeurs liées aux thématiques du risque souverain et du cycle économique des pays développés**

La persistance d'interrogations autour de la solvabilité des Etats devrait continuer de pénaliser davantage les valeurs financières que les valeurs non financières dans les pays développés. La dégradation des perspectives économiques (baisse des indices de confiance, révisions à la baisse des analystes,...) ne devrait pas non plus se révéler favorable à un rebond des valeurs cycliques à court terme. Enfin, la nécessaire consolidation budgétaire des Etats pourrait nuire aux secteurs les plus sensibles à la fiscalité et aux dépenses publiques, tels les utilities.

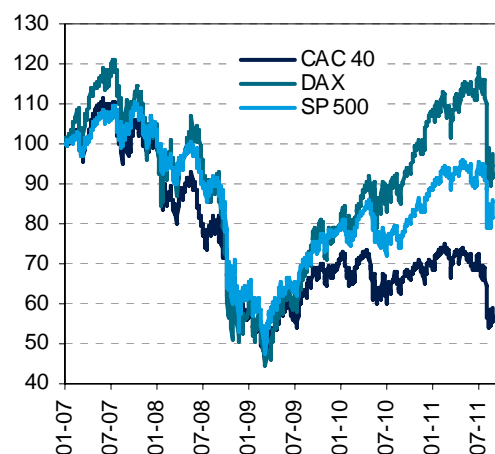
- **Favoriser le stock picking au directionnel**

La crise financière a provoqué des mouvements de panique sur les marchés. Ainsi, **certaines valeurs ont corrigé bien au-delà de leurs fondamentaux.** De telles décotes rendent attractifs ces actifs d'autant que le manque de visibilité sur les perspectives économiques et financières limite la possibilité d'opter pour des stratégies d'investissements directionnelles. A noter que **les entreprises les plus exposées aux pays émergents pourraient mieux tirer leur épingle du jeu quelle que soit leur localisation** (Section 9). Dans un autres registre, signalons que **les actions aurifères (et plus généralement minières) demeurent attractives** dans une perspective où les cours des matières ne rebaissent pas fortement (i.e. en l'absence de récession mondiale). A noter la sous-performance des actions aurifères par rapport au sous-jacent (l'or) du fait de la chute des marchés d'actions. Elles sont dès à présent sous-valorisées.

Thème 14 : les matières premières sont chères, mais il y a encore du potentiel pour l'or notamment

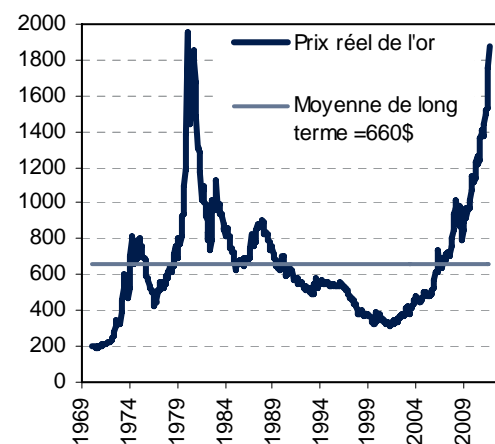
Tant que la croissance chinoise reste solide, ainsi que celle des grands pays émergents, et tant que la liquidité reste abondante, le prix des matières premières devrait bien se tenir. C'est notre scénario central. La poursuite de la crise financière et la révision à la baisse de la croissance redonnent un intérêt supplémentaire pour l'or, même s'il est déjà fortement surévalué. En termes réels, il y a encore de la place par rapport au pic des années 1980 (un prix autour de 1950\$).

Indices actions en monnaie locale
(100= 1^{er} janvier 2007)



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Prix réel de l'or (exprimé en dollars de 2011)



Source : Datastream, Amundi Strategy

Thème 15: Devises - privilégier les devises émergentes aux valeurs refuge

- Neutraliser la position EUR/USD

La dégradation des perspectives économiques pour la zone euro et la crise des dettes souveraines n'ont pas pesé sur l'euro. Il faut dire que dans le même temps, la Fed a indiqué qu'elle conserverait ses taux d'intérêt directeurs proches de 0% jusqu'à mi-2013 et qu'elle se tenait prête à procéder à d'autres mesures d'assouplissement quantitatif, ce qui n'est pas un facteur positif pour le dollar. Malgré la crise financière, la révision à la baisse des perspectives de croissance, le « repricing » de la politique monétaire de la BCE, les dissensions politiques au sein de la zone euro ... l'EUR/USD oscille globalement entre 1.40 et 1.45 depuis le mois de mars.

Le dollar souffre du maintien de la politique de taux d'intérêt à zéro et de la révision en baisse de la croissance (ainsi que de la situation de la dette), mais les courbes forward anticipent depuis quelque temps déjà un statu quo monétaire aux Etats-Unis, tandis que la courbe euribor anticipe désormais des assouplissements monétaires pour la BCE. Ce « repricing » est un fait nouveau : il est apparu au cours du mois d'août (-60pb sur l'échéance juin 2012). Compte tenu des révisions de croissance (plus fortes aux Etats-Unis que dans le noyau dur), et des révisions de taux de la BCE, il ne devrait pas y avoir de grande tendance à court terme (**nous sommes neutres à court terme sur la parité EUR/USD**). Attention toutefois, **l'euro est surévalué contre dollar US (valeur d'équilibre autour de 1.20). Nous sommes donc haussiers dollar vs Euro à horizon 2-3 ans.**

- Prudence sur le yen et sur le franc suisse

Ces deux devises sont désormais fortement surévaluées et fragilisées par les commentaires et l'attitude des banquiers centraux concernés (mise en avant de l'impact de la surévaluation sur l'activité économique, appréciation excessive ...). **Ces devises, qui ont servi de valeur refuge font désormais l'objet d'interventions des banques centrales pour juguler leur appréciation.** La Banque Nationale Suisse semble déterminée à stopper la hausse du franc suisse du fait des conséquences néfastes sur son économie domestique ... et les autorités japonaises devraient également s'atteler à contrer la hausse du yen, désormais très surévalué (Section 12).

- Privilégier les monnaies nordiques à l'euro et au sterling

Ces devises sont également chères, mais elles **restent néanmoins encore intéressantes** (croissance plus forte qu'en zone euro et qu'aux Etats-Unis, gouvernance moins contestée...), et **elles sont protectrices en cas de nouvelle dégradation de la situation en zone euro. Le sterling est quant à lui sous-évalué ... et il va le rester.**

- Privilégier les devises émergentes aux monnaies des pays développés

L'abaissement de la note des Etats-Unis par Standard & Poor's et la politique monétaire de taux zéro prolongée par la Fed jouent en défaveur du dollar. Le billet vert conserve néanmoins son rôle dominant dans les échanges internationaux ce qui l'empêchera de chuter (en termes effectifs réels, il est déjà au plus bas depuis plus de 55 ans). De son côté, **l'euro apparaît plus que jamais surévalué au regard des fondamentaux économiques de l'UEM.** Les devises qui ont servi de valeur refuge (franc suisse et yen) font désormais l'objet d'interventions des banques centrales pour juguler leur appréciation. **C'est donc face aux devises émergentes que les devises des pays développés ont le potentiel de baisse le plus important. Les rendements potentiels des actifs émergents devraient favoriser l'appréciation des devises sous-jacentes, notamment en Asie, et spécialement dans les pays à excédents courants.**

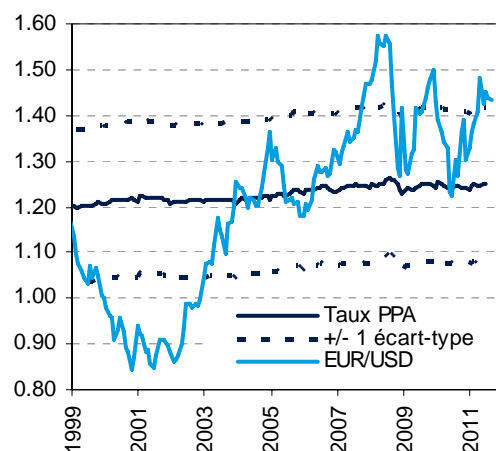
Thème 16 : Surpondérer les actifs réels

Les incertitudes persistantes autour des perspectives économiques et de la crédibilité des politiques fiscales conjuguées à des politiques monétaires qui devraient rester extrêmement accommodantes pourraient continuer de soutenir les actifs réels. **L'immobilier pourrait continuer d'attirer les investisseurs indépendamment de sa valorisation en raison du maintien des taux réels à des niveaux très faibles.** Les matières premières pourraient continuer de leur côté de bénéficier de l'excès de liquidité mondiale qui va perdurer. Enfin l'or - très surévalué au regard des fondamentaux - continuera de jouer son rôle de valeur refuge en cas d'aggravation de la crise financière ou de défiance sur le dollar.

Thème 17 : Favoriser les profils asymétriques

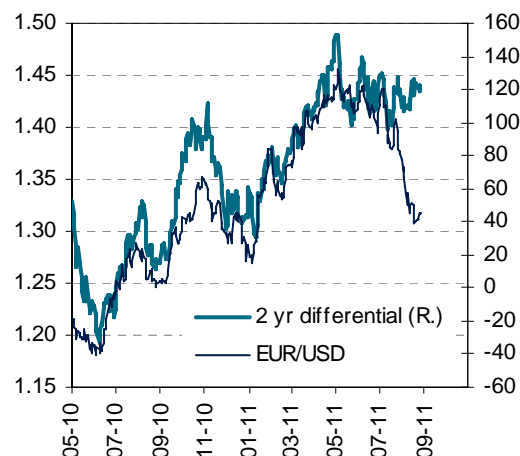
Les obligations convertibles affichent des deltas historiquement faibles. Ce profil est de nature protectrice et ces instruments pourraient ensuite profiter pleinement de leur convexité. Les process construits autour d'une minimisation de la variance devraient également se montrer relativement intéressants dans l'environnement actuel.

EUR/USD vs valeur d'équilibre PPA



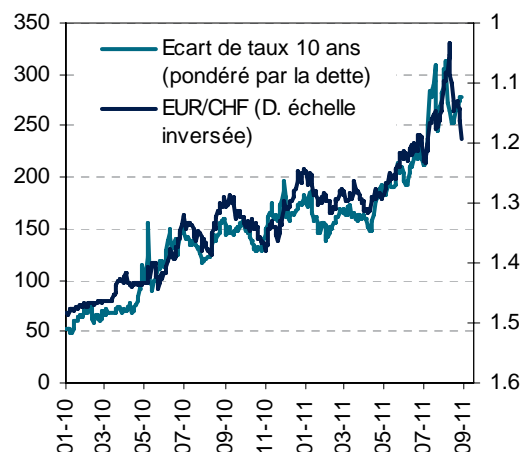
Source : Datastream, Stratégie Amundi

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



Source : Datastream, Stratégie Amundi

EUR/CHF vs écart de taux des pays de la zone euro avec l'Allemagne



Source : Datastream, Stratégie Amundi

2 Crise financière : quelles conséquences pour la croissance mondiale ?

Les principales économies développées sont sorties affaiblies de la crise financière de 2008. Que ce soit aux Etats-Unis ou dans de nombreux pays Européens, le secteur privé continue d'afficher d'importants déséquilibres, tandis que les Etats doivent dorénavant assainir leurs finances publiques. L'été 2011 a été le théâtre d'inquiétantes défaillances de gouvernance des deux côtés de l'Atlantique pour réaliser ce nécessaire ajustement budgétaire. Cela a généré un regain de tensions dans la sphère financière. Cette dégradation du climat des affaires implique un **affaiblissement des perspectives de croissance** et attise les **craintes d'une rechute de l'économie mondiale en récession**. Nous ne privilégions pas cette hypothèse en scénario central, notamment au regard de la situation financière des entreprises dans les pays développés et des débouchés de croissance qu'offrent encore les pays émergents.

Etats-Unis : perte du AAA et situation économique dégradée

Aux Etats-Unis, la révision des comptes publics a révélé que la situation conjoncturelle avait été nettement plus dégradée qu'anticipé lors des cinq dernières années. La récession a provoqué une chute du PIB de -5.1% du pic au creux (contre -4.1% initialement mesuré), tandis que la croissance n'a été que de +2.4% t/t annualisé par trimestre en moyenne en phase de reprise. Au final, **le PIB n'a toujours pas retrouvé son niveau d'avant crise cinq ans après, du jamais vu depuis la fin de la seconde guerre mondiale**. Ce résultat traduit l'anémie de la demande domestique. La consommation pâtit du processus de désendettement des ménages, avec en corollaire des difficultés structurelles persistantes sur le marché immobilier et sur celui du travail. Sur l'ensemble du premier semestre 2011, les dépenses des ménages, en proie à une succession de chocs (dislocations du marché automobile du fait de la crise japonaise, envolée des prix des matières premières ...) n'ont alors progressé en moyenne que de +1.3% t/t annualisé.

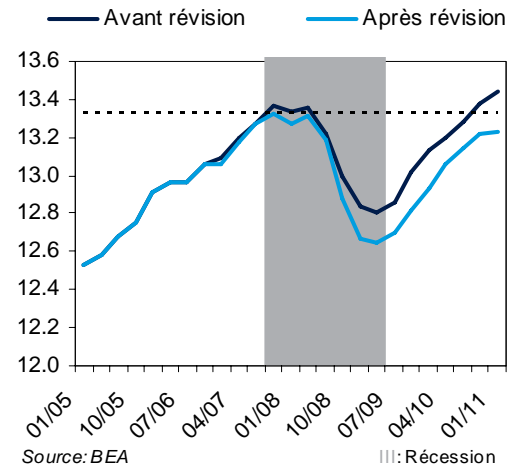
Parallèlement, les administrations locales et fédérales contribuent défavorablement à la croissance, et ce depuis le premier semestre 2010 (-0.2% en moyenne depuis début 2010 et -0.7% en considérant seulement le premier semestre 2011). Le plan budgétaire adopté dans le cadre du relèvement du plafond de la dette fédérale va amplifier ce concours négatif. **La diminution des dépenses publiques va être accrue de 40Mds\$ (0.3% du PIB) l'année prochaine et cela devrait au total amputer la croissance 2012 d'environ 1.5%**, en tenant compte des effets multiplicateurs.

Outre ces conséquences mécaniques sur l'activité, la problématique budgétaire autour du relèvement du plafond de la dette fédérale a surtout ravivé les tensions sur les marchés et fortement dégradé les enquêtes d'activité.

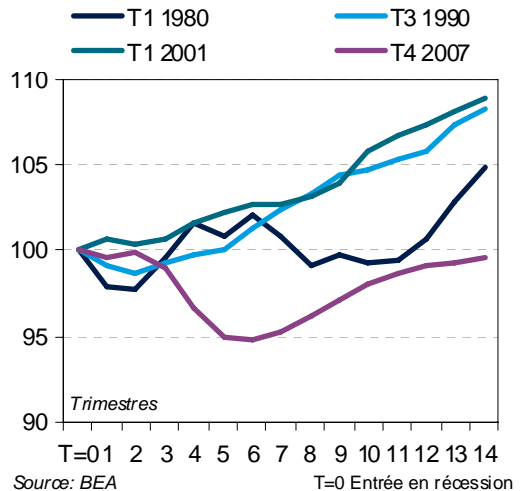
“ En 2012, la baisse des dépenses publiques va amputer la croissance US de 1.5% ”

Les débats acerbes entre démocrates et républicains et les échecs successifs pour parvenir à un accord ont fait planer le spectre d'une cessation de paiement de l'Etat américain en juillet, puis la dégradation de la note des Etats-Unis par Standard and Poor's a produit un véritable coup de tonnerre. La confiance des consommateurs, mesurée par l'indice de l'Université du Michigan, a plongé de plus de 30 points, atteignant un niveau qu'elle n'avait plus connu depuis mai 1980. Parallèlement, les enquêtes de confiance menées auprès des directeurs d'achat du secteur manufacturier ont fortement corrigé, renouant avec les niveaux enregistrés en 2008. Ces résultats suggèrent que la demande finale devrait revoir à la baisse ses dépenses. En particulier, **les entreprises devraient ajuster, au moins temporairement, leurs investissements bruts** (dépenses en capital et stocks) afin de limiter leurs besoins de refinancement et d'obtenir davantage de visibilité sur les perspectives économiques. Cela devrait inciter les analystes à poursuivre leurs révisions baissières sur les prévisions de croissance. Les données de Consensus Economics révèlent en effet que le consensus n'a quasiment intégré aucun effet de la crise sur les dépenses des entreprises. Nous restons plus prudents que ce dernier. **Pour 2011 et 2012, nous prévoyons une croissance du PIB de +1.4% et de +2% (vs +2.6% et +2.5% en juillet), alors que le consensus se situe à +1.8% et +2.5%**. La forte révision à la baisse des prévisions pour 2011 provient majoritairement de la diminution de l'acquis de croissance suite à la révision des comptes publics.

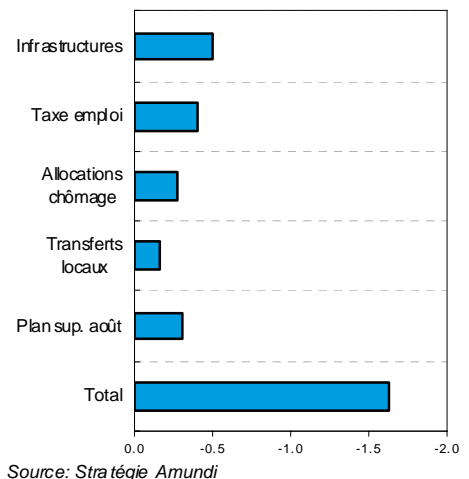
Etats-Unis: PIB avant et après révision (en trillions de dollars 2005)



Etats-Unis: PIB en volume (comparaison récessions-reprises)



Etats-Unis: Impact du durcissement fiscal en 2012 (% du PIB)



Même si la montée du stress financier finira par impacter de nouveau la demande finale, il n'entraînera pas, contrairement à 2008, une contraction marquée et durable de l'activité. Son impact sur les dépenses des entreprises devrait s'avérer bien plus limité, d'autant que le taux d'investissement est tombé largement sous sa moyenne de long terme. Les entreprises affichent en outre une structure d'endettement saine et des marges élevées. La consommation devrait pour sa part rester en territoire positif. Les nouvelles inscriptions au chômage ne suggèrent pas un choc marqué sur les créations d'emplois et le reflux récent des prix du pétrole devrait soutenir la progression du revenu disponible réel. **L'économie américaine ne présente pas les mêmes déséquilibres qu'en 2008, ce qui devrait favoriser sa résilience.** Il pourrait *in fine* y avoir un décalage entre l'évolution des données réelles et l'ampleur de la chute des enquêtes de confiance car cette dernière n'est vraisemblablement pas uniquement le reflet de facteurs conjoncturels (effet symbolique de la perte du AAA pour les Etats-Unis,...).

A court terme, il convient néanmoins de retenir un message prudent, car comme indiqué précédemment, les révisions baissières des analystes vont se poursuivre et les tensions vives sur les marchés peuvent générer des phénomènes de panique déstabilisants pour les acteurs financiers et la sphère réelle.

La situation reste préoccupante en zone euro

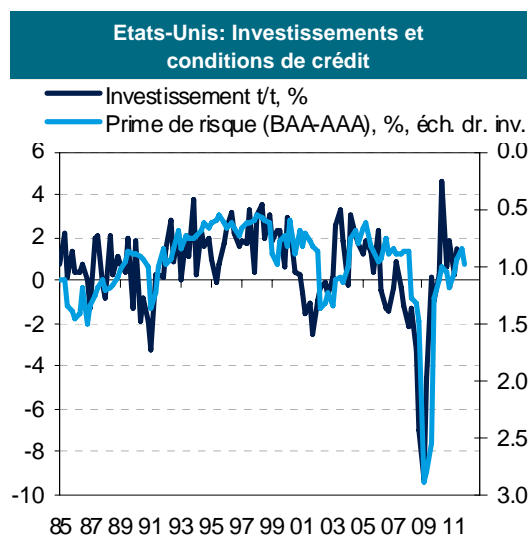
Si le spectre d'un retour en récession des Etats-Unis hante les marchés depuis le début de l'été, la situation paraît plus préoccupante encore en Europe. En effet, le stress financier s'est accru nettement plus de ce côté de l'Atlantique, du fait de la difficulté des dirigeants de la Zone Euro à trouver une réponse commune globale à la problématique des dettes souveraines. La question de la solvabilité de la Grèce n'est pas réglée un an et demi après le début de la crise, le FESF n'a pas la taille suffisante pour traiter des problèmes de contagion à l'Espagne ou à l'Italie, le rôle de prêteur en dernier ressort de la BCE n'est pas accepté par une partie des responsables européens ... et par la BCE elle-même (encadré 4). De ce fait, les tensions sur les marchés financiers ont été particulièrement vives et les banques européennes ont souffert d'une défiance des investisseurs. De plus, face à l'incapacité de l'UEM d'offrir une solution coopérative crédible, les Etats ont dû mettre en place des plans d'austérité à marche forcée pour calmer les tensions sur les marchés. L'ensemble de ces facteurs (sources de cercle vicieux entre la sphère financière et l'activité réelle) dégradent fortement les perspectives conjoncturelles pour la Zone Euro. **Au sein des pays périphériques, l'activité devrait rester déprimée car ces derniers devront conserver une politique fiscale particulièrement restrictive pour limiter le dérapage de leurs finances publiques.** En effet, la Grèce, l'Irlande et dans une moindre mesure le Portugal ont connu une dérive fiscale par rapport aux cibles fixées sur le premier semestre 2011. Seule l'Espagne est parvenue à maintenir une exécution budgétaire conforme à ses objectifs, mais d'importantes inquiétudes demeurent quant à l'état des finances des administrations régionales.

L'Italie a dû adopter, mi-août, des mesures d'austérité supplémentaires de 45.5Mds€ cumulées sur 2011 et 2012 (s'ajoutant au plan de 48mds€ décidé mi juillet) dans le but d'atteindre l'équilibre budgétaire en 2013.

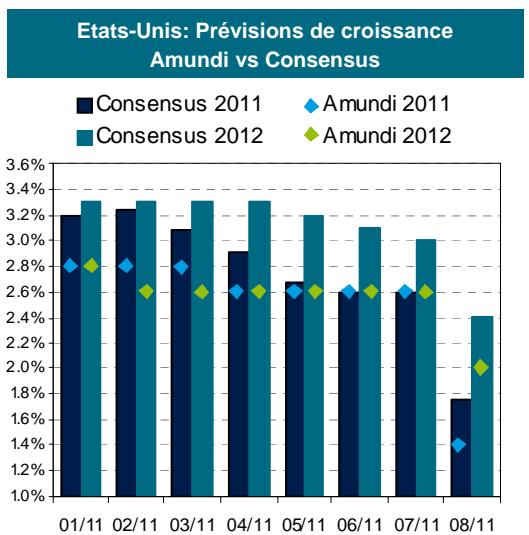
“ **Le risque de récession est plus élevé en Europe qu'aux Etats-Unis** ”

Conjugués à une forte montée du stress dans le secteur bancaire italien suite aux attaques spéculatives contre sa dette souveraine (entraînant un net durcissement des conditions de crédit), ces plans devraient entraîner la croissance italienne en territoire négatif au T3 2011 et ne permettre au PIB de progresser de seulement 0.6% en 2011 et 0.4% en 2012.

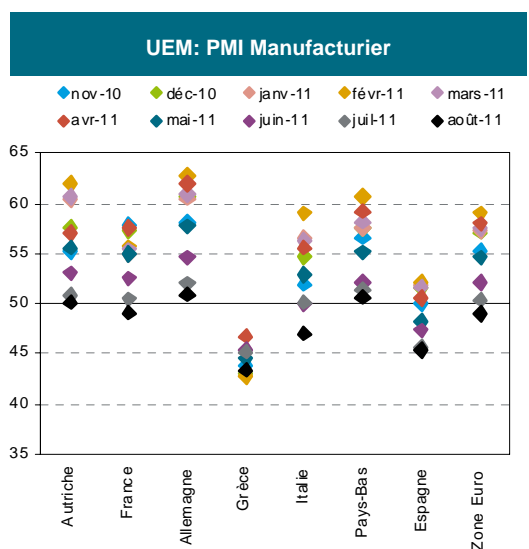
En France, le déficit de l'Etat n'a pas baissé à fin juin 2011 par rapport à son niveau de fin juin 2010 (61.3 milliards € vs 61.7 milliards €). La croissance du PIB a stagné sur le deuxième trimestre, notamment à cause d'une contraction de la consommation des ménages (liée à l'arrêt de la prime à la casse sur les automobiles). Ces résultats ont conduit le gouvernement français à réviser à la baisse ses prévisions de croissance pour les exercices budgétaires 2011 et 2012 et à annoncer un plan d'austérité budgétaire de 12mds€ afin de ramener le déficit public à 4.5% en 2012 et d'éviter une perte du AAA de l'Etat français. **Les mesures annoncées et la dégradation des indicateurs avancés nous conduisent à abaisser nos prévisions de croissance pour la France de 2.1% et 1.5% à 1.7% et 1.4%, respectivement pour 2011 et 2012.**



Source: Datastream, Amundi Strategy



Source: Datastream, Stratégie Amundi



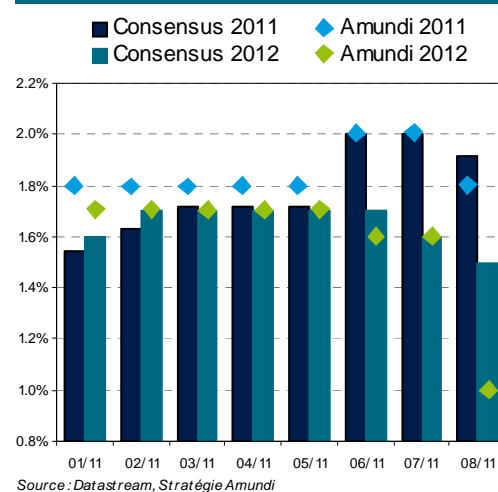
Source: PMI, Stratégie Amundi

L'Allemagne n'est pas soumise aux mêmes contraintes budgétaires que la plupart des pays de la Zone Euro. Elle n'a pas échappé néanmoins à un ralentissement tangible de son activité au T2 2011. A l'instar de la France, ce résultat décevant s'explique majoritairement par des facteurs temporaires (compensation sur la consommation et la construction après les chiffres très forts du T1 2011). Toutefois, le principal moteur de l'Allemagne, tournant autour du couple investissement-exports, devrait être bridé par la montée du stress financier en Europe et par le ralentissement des principaux partenaires commerciaux du pays (l'UEM et EU représentant respectivement 40% et 72% des exports de l'Allemagne). **La croissance allemande ne devrait alors quasiment pas rebondir au T3 2011 et passer d'un rythme en moyenne annuelle de 3% en 2011 à un niveau de 1.8% en 2012.**

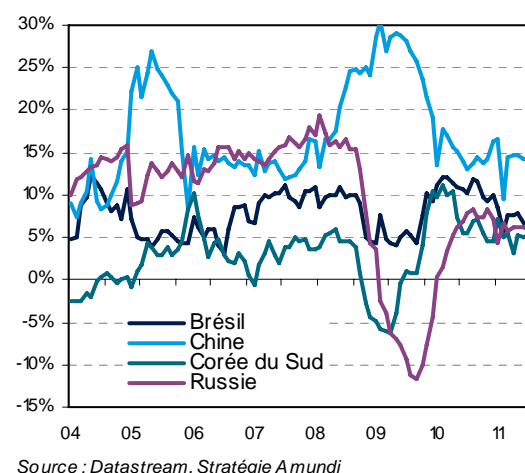
Au total, le PIB de la Zone Euro devrait au mieux être nul au T3 2011 et une contraction d'activité n'est absolument pas à exclure. Contrairement aux Etats-Unis, les enquêtes d'activité n'ont vraisemblablement pas enregistré de sur-réactions et devraient donc continuer de se dégrader. Les développements récents nous conduisent à réviser significativement à la baisse nos prévisions de croissance pour 2011 et 2012 (respectivement de +2% à +1.8% et de +1.6% à 1.0%). En outre, de nombreux facteurs pourraient encore alimenter le stress financier lors des prochains mois : procédures d'échange des obligations grecques, déroulement des adjudications européennes – particulièrement pour l'Italie –, adoption des lois de finance 2012 et éventuellement de règles de consolidation budgétaire au niveau constitutionnel, adoption par les parlements nationaux des membres de l'UEM des nouvelles prérogatives conférées au FESF lors du sommet du 21 juillet... Cela pourrait conduire à un scénario plus défavorable.

Au final, nous révisons nos anticipations de croissance mondiale de 3.9% à 3.5%. Les pays émergents ressortent plus que jamais comme étant le principal moteur de croissance dans le monde. Même si ces derniers devraient pâtir du ralentissement du commerce mondial, ils bénéficient d'une demande domestique encore dynamique. Les ventes au détail réelles affichent en effet une bonne résistance, notamment grâce à la progression des revenus enregistrée depuis un an. Dans un contexte de ralentissement mondial et de reflux des cours des matières premières, le risque de surchauffe inflationniste devient par ailleurs moins préoccupant à court terme. Les indices d'inflation totaux dans ces pays vont connaître de puissants effets de base négatifs sur leurs composantes alimentaires. Cela devrait permettre aux banques centrales d'adopter des politiques monétaires moins restrictives. Enfin, contrairement aux pays développés, les économies émergentes bénéficient de marges de manœuvre budgétaires pour amortir le choc conjoncturel.

Zone Euro: Prévisions de croissance Amundi vs Consensus



Pays émergents : ventes au détail (réelles, glissement annuel)



	PIB (a/a, %)			Inflation (a/a, %)			Solde public (a/a, %)		
	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012
Etats-Unis	2.9	1.4	2.0	1.6	3.3	2.0	-8.9	-9.3	-7.3
UEM	1.6	1.8	1.0	1.6	2.5	1.5	-6.0	-4.1	-3.2
Allemagne	3.5	3.0	1.8	1.2	2.4	1.3	-3.3	-2.2	-1.8
France	1.4	1.7	1.4	1.7	2.1	1.3	-7.1	-5.9	-4.7
Italie	1.2	0.6	0.4	1.6	2.3	1.5	-4.6	-4.2	-3.7
Espagne	-0.1	0.8	0.6	2.0	3.0	1.4	-9.2	-6.9	-5.4
R.U.	1.3	1.2	1.2	3.3	4.3	2.0	-9.7	-8.1	-7.0
Japon	4.0	-0.7	2.5	-1.1	0.4	0.2	-9.5	-8.7	-9.1
Chine	10.3	9.3	8.8	3.3	5.6	3.8	-2.6	-1.7	-1.2
Inde	9.1	7.2	7.5	9.5	8.3	6.0	-9.0	-8.4	-7.4
Brésil	7.5	3.6	3.5	5.9	6.3	5.2	-2.9	-2.7	-2.9
Russie	4.0	3.7	2.0	8.8	7.7	10.0	-3.6	-2.1	-2.7

Encadré 1 : L'écart de prix entre le pétrole WTI et le Brent ne durera pas

L'écart de cotation entre le pétrole Brent coté à Londres et le *West Texas Intermediate* (WTI) coté à New York, se situe en moyenne à 1,20\$, mais il a atteint 26,3\$ au mois d'août, un record. Le Brent a beaucoup moins baissé que le WTI et cela malgré les perspectives de ralentissement de la croissance mondiale. Selon l'Agence Internationale de l'Energie (AIE), la demande de pétrole continuera d'augmenter en 2012 en raison notamment de la croissance dans les pays hors OCDE. L'écart de prix historique entre les deux qualités de pétrole retient naturellement l'attention. Deux questions se posent. D'une part, est-ce que cet écart peut durer longtemps ? Et, d'autre part, cet écart de prix est-il susceptible d'avoir des conséquences macroéconomiques ?

1. Les stocks de WTI à Cushing sont en baisse depuis avril 2011, retrouvant leur niveau de fin 2010. Historiquement, la relation entre l'écart de prix Brent-WTI et les stocks est négative c'est-à-dire que lorsque les stocks de pétrole à Cushing augmentent, le Brent s'apprécie relativement au WTI. Ainsi, toutes choses égales par ailleurs, la baisse des stocks aurait dû augmenter la valeur du WTI relativement au Brent. Or c'est l'inverse que l'on observe depuis le mois d'avril. La baisse moins rapide du Brent vis-à-vis du WTI peut s'expliquer par un choc d'offre lié aux événements en Lybie (1,5 millions de barils/jour en moins). Les stocks de WTI indiquent une abondance de pétrole alors que les stocks de Brent font penser à une insuffisance de l'offre (graphique 1). Ces mouvements opposés entraînent donc une hausse de l'écart de prix en faveur du Brent.

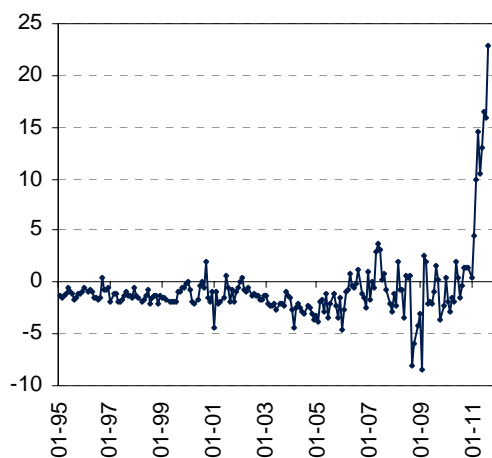
Fondamentalement, l'écart de prix entre les deux pétroles ne devrait pas excéder les coûts de fret d'un baril de pétrole entre Cushing et le Royaume-Uni, plus une prime de risque. Ces coûts sont estimés à 10\$/baril auxquels il faut ajouter les coûts de logistique supplémentaire. Un écart supérieur à 25\$, en donnant des espoirs de gains substantiels, devrait donc favoriser la mise en place d'arbitrages physiques entre WTI et Brent. Cet arbitrage est possiblement déjà à l'œuvre sur les produits pétroliers. En effet, on observe (graphique 2) que les exportations nettes américaines de produits pétroliers sont positives (en Btu), une première depuis 1991 (début de la série). Ceci traduit le fait qu'il est avantageux pour les autres pays d'importer des biens dont le prix est établi à partir du WTI.

L'AIE est attentive à l'évolution du Brent et elle pourrait à nouveau intervenir sur le marché en vendant une partie de ses réserves de pétrole pour limiter la hausse du prix du Brent comme elle l'avait déjà fait en juin dernier (60 millions de barils).

Mettre en place une stratégie financière (long WTI - short Brent) visant à tirer profit du resserrement de cet écart peut se révéler rentable mais le timing sera un élément essentiel de la performance d'une telle stratégie. En effet, le WTI est en situation de report (graphique 3) alors que le Brent ne l'est plus, ce qui signifie que plus la période de détention de *futures* WTI est longue, et plus la stratégie se révélera coûteuse : dans ce cas, rouler une position représente un coût. En définitive, il faut donc davantage compter sur les arbitrages physiques pour rapprocher les prix des deux pétroles.

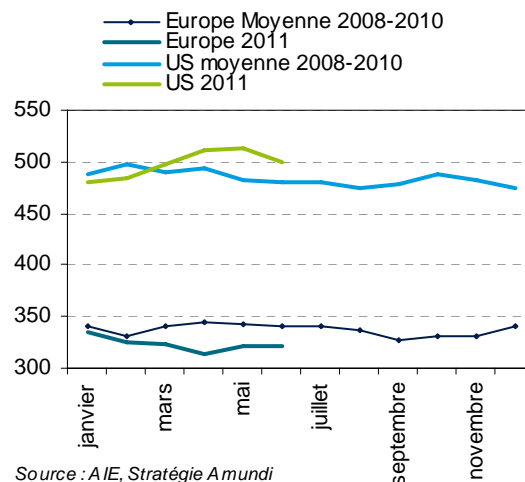
2. En ce qui concerne la macroéconomie, il ne faut pas surestimer les conséquences de cet écart. D'une part, parce que le prix de l'essence à la pompe aux Etats-Unis s'avère bien plus sensible à l'évolution du Brent qu'à celui du WTI (graphique 1) ; or le prix du Brent est plus élevé qu'au début de l'été. La plus grande sensibilité de l'économie américaine au prix du Brent n'est pas surprenante dans la mesure où les Etats-Unis sont importateurs nets de produits pétroliers. D'autre part, si les Etats-Unis tirent profit en termes d'exportations des stratégies d'arbitrage physiques qui semblent se mettre en place, cela ne changera pas la donne pour la facture pétrolière qui, à elle seule, représente 20% du déficit commercial des Etats-Unis pour l'année 2011.

Ecart Brent-WTI



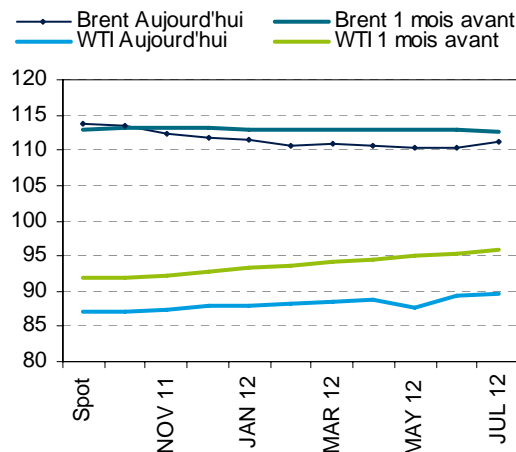
Source : Datastream, Stratégie Amundi

Stocks de pétrole (mb)



Source : AIE, Stratégie Amundi

Courbe des contrats forward sur le Brent et WTI



Source : Bloomberg, Stratégie Amundi

3 Dettes souveraines : les Etats-Unis quittent le club - très fermé - des AAA

Alors que les regards étaient concentrés sur les dettes européennes et les risques de contagion, et que nombre d'observateurs contestaient le rating AAA de certains pays du noyau dur de l'UEM, ce sont finalement les Etats-Unis qui ont quitté le club désormais très fermé des souverains dont la dette à long terme est notée AAA. S&P a en effet décidé de leur retirer ce rating au regard des attermolements et des dissensions entre le Congrès et l'Administration Obama. Le relèvement du plafond de la dette a de fait été tardif et compliqué. Ce plafond a été relevé pour la troisième fois depuis l'élection de B. Obama (2009), la dixième fois en 10 ans, et la soixante-quatrième fois depuis 1962! Il y a eu deux cas de relèvement « dans la douleur » du plafond de la dette : la première fois en 1995 avec un conflit entre Bill Clinton et Newt Gingrich, la seconde fois cet été, avec un conflit entre Barack Obama et John Boehner. Cette fois-ci, compte tenu du niveau de la dette et du déficit budgétaire, l'agence de notation a sanctionné la gouvernance américaine, et elle leur a retiré le AAA (désormais AA+). Rappelons pour mémoire que seuls deux pays ont vu leurs ratios de dette publique/PIB et de déficits publics/PIB augmenter conjointement en 2010 : ce sont le Japon et les Etats-Unis, et tous deux ont vu leur note de crédit dégradée ces dernières semaines.

Il est assez cocasse de noter qu'il y a un peu plus de 10 ans, les Etats-Unis prévoyaient l'extinction de leur dette à horizon 2015, et que le débat s'était tourné vers ce que pourraient être les meilleurs substituts à la dette publique américaine ... les agences Fannie Mae et Freddie Mac apparaissaient pour bon nombre d'observateurs comme étant les meilleurs candidats pour devenir l'actif sans risque ! Rien de tout cela, bien évidemment. Les agences en question ont bien failli disparaître durant la crise financière de 2008, et la dette américaine sera ainsi passée de moins de 6000 milliards de dollars en 2000 à plus de 14.6 en 2011, et les projections du CBO (Congressional Budget Office) mentionnent une dette de près de 19000 milliards pour l'année 2015. Plus que le niveau (déjà préoccupant), c'est la trajectoire de la dette qui inquiète. Autant dire que le sujet n'est pas clos ... Il a changé de nature : au lieu de se demander qui devait devenir la référence internationale et l'actif sans risque pour cause d'élimination de la dette américaine, la même question se pose désormais du fait de la dégradation de la qualité de la dette américaine et de sa trajectoire hors de contrôle ...

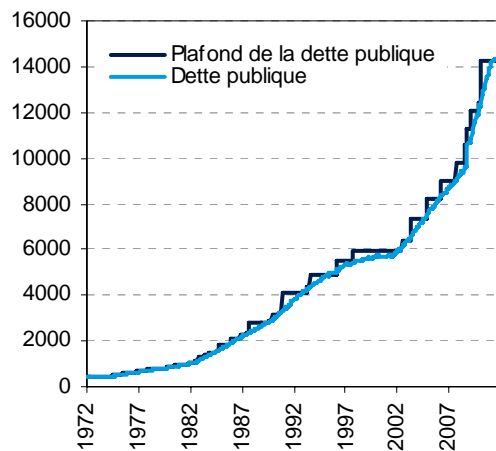
Seuls 15 souverains ont pu jusqu'ici préserver un rating AAA

Seuls quinze pays sont désormais AAA chez S&P's : Singapour (ratio dette publique sur PIB à 112% en 2010), le Canada (84%), l'Allemagne (83%), la France (82%), le Royaume Uni (80%), l'Autriche (72%), les Pays-Bas (63%), la Finlande (48%), la Norvège (45%), le Danemark (44%), la Suisse (40%), la Suède (40%), la Nouvelle Zélande (39%), le Luxembourg (18%) et enfin l'Australie (14%). Comme on le voit, un AAA va de pair avec une réalité bien différente sur la dette publique. Attention cependant : un ralentissement économique a davantage de conséquences pour un pays lourdement endetté que pour un pays à faible dette. C'est ce qu'a rappelé Moody's il y a quelques jours après sa décision (la première depuis 2002) de rabaisser la note de crédit du Japon, qui est passée de AA2 à AA3. Rappelons qu'il est difficile de retrouver un rating AAA ... certains pays ont mis 10 ans, tandis que d'autres n'y parviendront sans doute pas. On voit mal en effet le Japon renouer avec le AAA compte tenu du stock dette et de la faible croissance économique.

Autrement dit, le cycle économique et les déficits de gouvernance sont de nature à jouer un rôle essentiel dans les perspectives de rating. Sur ce plan, ni les Etats-Unis, ni la zone euro ne sont totalement rassurants. Il ne faut cependant pas oublier que l'obtention d'un rating obéit à des critères quantitatifs, mais que la différence entre un AAA et un AA est essentiellement qualitative.

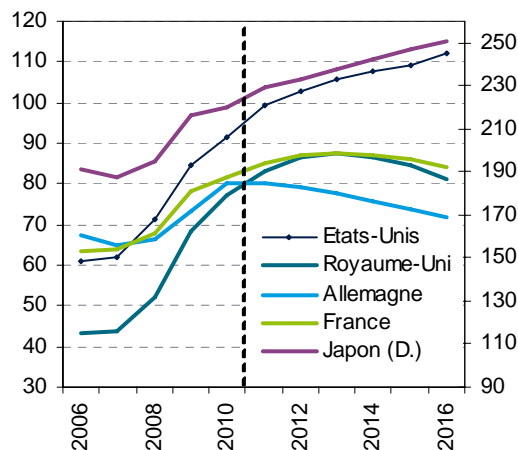
“ *Le ralentissement économique et les déficits de gouvernance pèsent sur la qualité de la dette* ”

Etats-Unis : plafond de la dette publique vs dette publique (en Mds\$)



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Dettes publiques brutes (% du PIB) pour les économies avancées



Source : FMI, Stratégie Amundi

Rating souverains : les critères de qualité de la dette

De nombreux ratios économiques et financiers permettent aux agences de notation de définir les ratings des dettes souveraines, et notamment son caractère « soutenable ». Les agences de notation ont tendance à regarder trois critères globaux :

- Le niveau de dette acceptable sur un plan économique et politique;
- Le niveau de dette pouvant être financé;
- Le niveau de dette réversible.

Pour définir le **niveau de dette acceptable**, les agences scrutent bon nombre d'indicateurs, notamment financiers : taille de la dette, coût de la dette, part de la dette dans les recettes de l'Etat ... en clair, elles essayent de mesurer à quel point la dette publique est de nature à rendre difficiles les choix politiques, économiques et sociaux. Dans le cas des pays européens, il est bien évident que l'on est dans ce cas de figure. Adopter une politique budgétaire et fiscale pro-cyclique en est une claire illustration, et c'est pour cela que le débat sur les ratings n'est pas près de disparaître.

La **capacité à financer la dette** est également un critère crucial. Des pays peuvent faire défaut avec des niveaux de dette bien différents, et la capacité à financer la dette (capacité à émettre, capacité à attirer des investisseurs ...) détermine une grande partie du rating.

« *Le débat sur les ratings des souverains européens ne va pas disparaître de sitôt* »

Dans les années 80, nombre de pays émergents avaient fait défaut. Certains pays avaient dû faire face à une brutale hausse du service de leur dette, celle-ci étant émise en dollar, durant une période de très forte appréciation de ce dernier (problème de solvabilité). D'autres ne parvenaient pas à accéder aux marchés des capitaux (problème de liquidité). Plus un pays dépend de l'épargne internationale, et plus il est vulnérable. Plus un marché est une référence (un benchmark) et moins ces problèmes ont tendance à handicaper un pays. Les agences de notation ont souvent reconnu que leur confort vis-à-vis de la dette américaine résidait d'une part dans la résilience de l'économie américaine (mais la baisse du marché immobilier affecte désormais la mobilité de l'emploi ...), et d'autre part parce que le dollar est la monnaie de réserve incontestée (ce n'est plus aussi évident compte tenu du déficit de gouvernance affiché récemment).

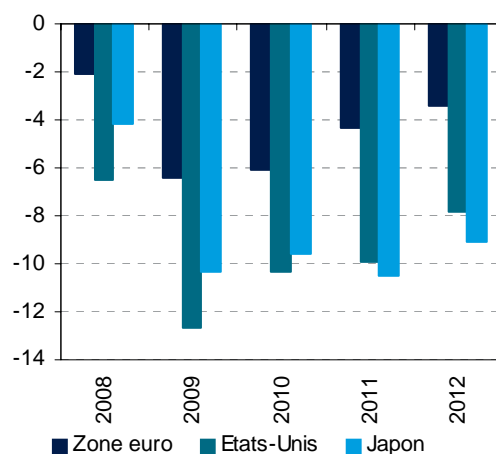
Le critère de « **réversibilité** » de la dette est important car il détermine si un pays est en mesure de contrôler l'évolution de la dette, mais aussi de le ramener vers des niveaux gérables. Ce qui inquiète aujourd'hui dans le cas de la Grèce, du Japon, des Etats-Unis, et de bien d'autres pays avancés, c'est la forte expansion du stock de dette, des ratios de dette/PIB, du service de la dette, des ratios service de la dette/recettes fiscales ... La vitalité de l'économie est un critère nécessaire mais pas suffisant. La volonté politique (réduction des dépenses publiques, capacité à relever les impôts et taxes ...), ou la gouvernance sont devenus des facteurs qualitatifs essentiels.

Au regard de l'ensemble de ces critères (quantitatifs et qualitatifs), les agences de notation ont souvent mis en avant l'idée que la zone de démarcation entre un AAA et un AA est étroite, et que les critères qualitatifs jouent un grand rôle.

Autant dire que les derniers AAA, au premier rang desquels on trouve les pays du noyau dur européen, mais aussi le Royaume Uni vont devoir améliorer la qualité de leur dette, et notamment prouver une meilleure aptitude à réduire le niveau de la dette, améliorer leurs capacités à renverser les tendances qu'ont prises les dettes depuis deux décennies, et enfin accroître la qualité de la gouvernance économique et politique.

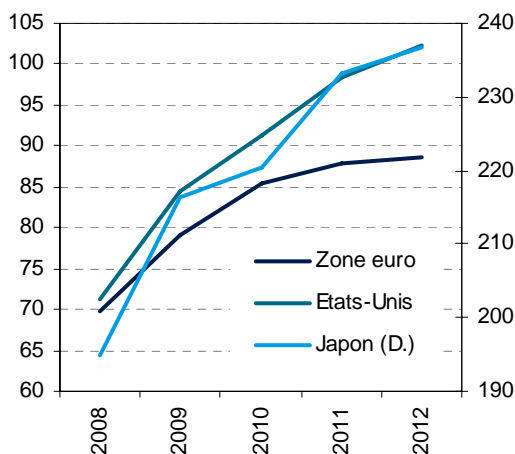
Sur tous ces points, l'Australie, la Nouvelle Zélande, la Suisse et les pays nordiques sont assurément en situation bien plus confortable... mais le manque de liquidité de leur marché de dette publique négociable ne leur permettra jamais de devenir les marchés de référence.

Prévisions de déficit public



Source : FMI, Stratégie Amundi

Prévisions de dette publique



Source : FMI, Stratégie Amundi

4 Fédéralisme, eurobonds, extension de la capacité du FESF ... vers quelle option se dirige t-on vraiment ?

La création d'eurobonds, l'adoption d'une « règle d'or » budgétaire ou encore l'extension des capacités du FESF (Fonds Européen de Stabilité Financière) sont trois des thèmes récurrents qui animent actuellement les marchés financiers. Comment en est-on arrivé là ? Il faut admettre que l'UEM paraît à bien des égards incomplète, compte tenu des choix politiques menés au cours de ces deux ou trois dernières décennies. L'absence d'un budget fédéral est par exemple l'une des critiques les plus tenaces.

La création de l'UEM est à bien des égards originale, et sa création, à l'instar d'autres unions monétaires a été un processus long et complexe ... elle est par ailleurs d'une conception inédite sous bien des aspects. L'originalité du processus (pas de fédéralisme, un processus préalable de convergence ...) et l'introduction de l'euro ne doivent cependant pas cacher que le succès de cette construction reposait implicitement sur quelques points importants :

- Une convergence économique « en continu » et la conduite de politiques économiques de plus en plus convergentes (politiques fiscales notamment);
- L'absence de choc asymétriques, qu'ils soient de nature exogène ou endogène;
- L'impossibilité pour un Etat de dévier des critères de convergence exigés sous peine de sanctions économiques (mise en place du Pacte de stabilité, devenu ensuite Pacte de stabilité et de croissance);
- L'existence d'un budget fédéral ne devait pas s'avérer nécessaire.

Encadré 2 : Coordination, convergence et monnaie unique ... quelques rappels sur l'UEM

Sans revenir sur la genèse complète de l'Union Européenne, créée sur des bases économiques pour pallier ou contourner les difficultés et dissensions politiques (déjà !), rappelons les principales étapes de l'union monétaire européenne.

Phase 1 : la coordination. Dans une première étape, les pays européens ont mis l'accent sur la coordination des politiques économiques. Une coordination des politiques budgétaires et fiscales afin de favoriser des cycles économiques synchrones, et une coordination des politiques monétaires afin de ne pas provoquer de troubles additionnels sur les marchés des changes. La stabilisation des cours de change (un facteur permettant d'éviter les distorsions entre des pays intégrés sur le plan économique et surtout sur le plan commercial) était devenue incontournable : l'idée était de ne plus permettre des dévaluations (souvent compétitives) comme celles qui avaient émaillé la première partie des années 1980. Cela s'est traduit par une stabilisation des différentiels de taux d'intérêt, ceux-ci reflétant finalement les différentiels d'inflation qu'il convenait ensuite de réduire graduellement.

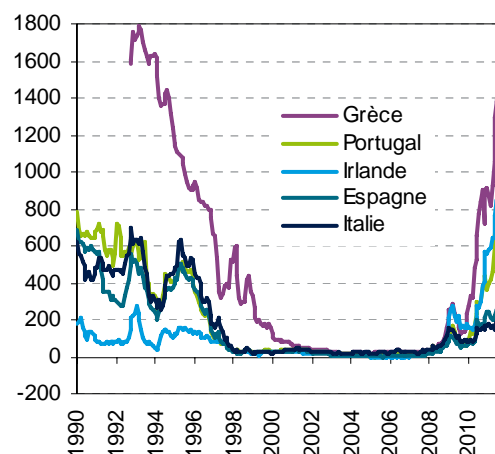
Phase 2 : la convergence. Une fois la première phase consolidée, les Etats européens ont mis en œuvre des politiques de convergence qui se sont traduites par des cycles économiques similaires, des politiques monétaires similaires, des niveaux de taux de plus en plus proches, et donc par la disparition des différentiels de taux d'intérêt. Les leviers de politiques économiques restaient ainsi les politiques budgétaires et fiscales, avec des divergences notoires dans l'exécution de ces politiques et dans les performances en la matière. Les efforts de convergence – sur le plan monétaire et sur le plan budgétaire - n'ont pas évité les crises sur le marché des changes (début des années 1990), celui-ci étant finalement l'espace de respiration des marchés financiers européens.

Phase 3 : la monnaie unique. Au fur et à mesure de la coordination et de la convergence, phases préalables de l'adoption d'une monnaie unique, l'Union Européenne a intégré de plus en plus de pays, dont les performances économiques ne permettaient évidemment pas de participer immédiatement à l'union monétaire. Des critères de convergence conditionnant l'adoption de l'euro ont ainsi été les grands facteurs discriminants entre les pays.

Ne revenons pas sur la rationalité des critères de convergence, et rappelons simplement que le Pacte de stabilité initial, synonyme de sanction pour les pays « déviants » n'a jamais été respecté. Ironie de l'histoire, l'Allemagne fut le premier « déviant », suivi par la France. Plus encore, la décennie passée a montré la puissance de chocs asymétriques, et l'absence de possibilité de transfert via un budget fédéral a amplifié les divergences.

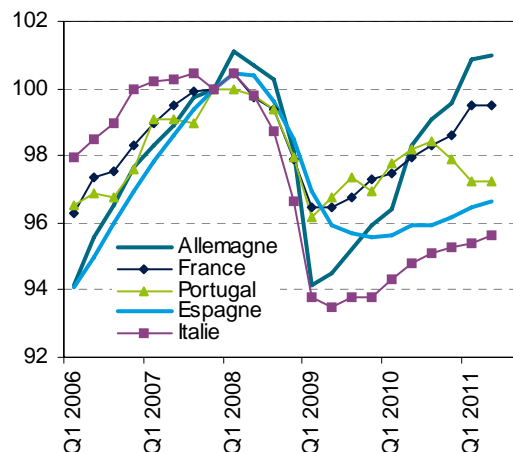
“ UEM : une rationalité prise ne défaut par les chocs asymétriques et le non respect des règles et des critères ”

Ecart de taux d'intérêt à long-terme avec l'Allemagne (en bps)



Source : Datastream, Stratégie Amundi

PIB en volume (100= T4 2007)



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Il est également bon de rappeler l'incapacité des instances politiques de faire avancer le dossier du fédéralisme, mais aussi la myopie des marchés financiers qui ont refusé de prendre en compte les divergences économiques ou, à tout le moins, les différences existant entre les pays de la zone euro : une monnaie unique, une politique monétaire unique, des performances économiques fort différentes (la Grèce ou le Portugal n'ont jamais livré des performances proches de celles de l'Allemagne ...), mais des écarts de taux longs extrêmement bas pendant près d'une décennie. **Plus que l'apparition des spreads actuels, c'est l'absence de spreads entre le milieu des années 1990 et le milieu des années 2000 qui doit surprendre.**

Les fluctuations de spreads de crédit entre souverains remplacent désormais les fluctuations de change ... et les crises de dette remplacent les crises de change ... telle est la réalité actuelle.

“ Des crises de change aux crises de dette ”

Mutualisation des coûts de des richesses : une option politiquement impossible

Dans une union monétaire fédérale, comme les Etats-Unis ou le Canada, par exemple, le budget fédéral est conséquent (30, 35% du PIB), et il permet un transfert de richesse entre les zones (Etats, Provinces ...), ce qui nivelle les chocs asymétriques ou les différences de cycles ou de richesse. Tel n'est pas le cas en zone euro compte tenu de la faiblesse du budget fédéral (quelques points de PIB). Les transferts de richesse y sont décidés en situation de crise, après âpres négociations. Les Etats n'ayant pas totalement perdu leur souveraineté budgétaire et fiscale, on retrouve tous types de pays : des pays structurellement rigoureux, des pays laxistes, des politiques budgétaires pro-cycliques, des politiques contra-cycliques ... bref, des divergences fortes qui se traduisent par des écarts importants entre les pays. Ces divergences se creusent depuis quelques années, car les moteurs de ces divergences sont puissants et elles sont sans aucun doute difficilement réversibles :

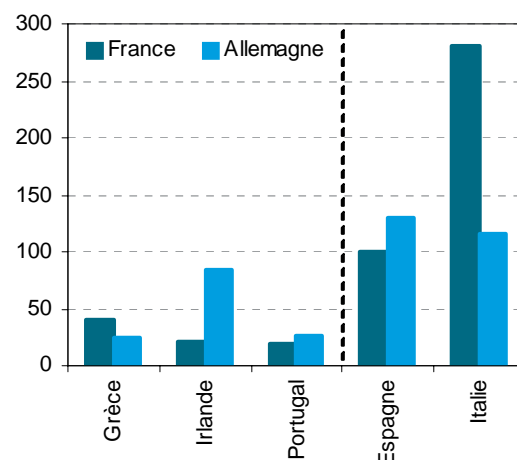
- Des écarts de compétitivité flagrants, se traduisant par des soldes courants structurellement déficitaires dans certains pays (qui poussent au surdettement), et excédentaires dans d'autres;
- Des niveaux de croissance fort différents, et des marchés de l'emploi fortement déprimés dans certains pays;
- Des situations budgétaires contrastées : une partie de l'Europe (essentiellement au Sud) est désormais forcée de mener rigueurs budgétaire et fiscale, mais aussi de poursuivre le cycle de désendettement;
- Un positionnement différent vis-à-vis des marchés émergents et de la mondialisation des échanges. Certaines en bénéficient pleinement, comme l'Allemagne (25% de ses exportations vont vers le monde émergent), d'autres ne sont guère concernés;
- Des niveaux de taux élevés compte tenu de la crise de la dette;
- Une devise, l'euro, trop forte au regard de leur compétitivité et de leurs performances (alors qu'il est relativement faible ou peu gênant pour les pays du noyau dur);
- Une politique monétaire accommodante pour le noyau dur de l'Europe, et restrictive pour les pays périphériques.

Autrement dit, en période de divergences et en l'absence de budget fédéral et de transferts « organisés », la zone euro semble condamnée à mener des transferts négociés en situation de crise (conflits, concessions, tensions politiques ...), et donc à de la mutualisation ex post : la mutualisation des risques, et la mutualisation de la richesse ... et c'est là que le bât blesse. Comment imposer aux pays rigoureux une mutualisation de la richesse en faveur des pays qui « cultivent » l'évasion fiscale, le recours aux dépenses publiques, l'endettement et les déficits, l'incapacité à mener des réformes structurelles ... Comment éviter les comportements de « passager clandestin », c'est-à-dire éviter que des pays puissent être laxistes car protégés par l'appartenance à la zone euro ?

L'adoption de la « Règle d'or » budgétaire ... atout ou handicap ?

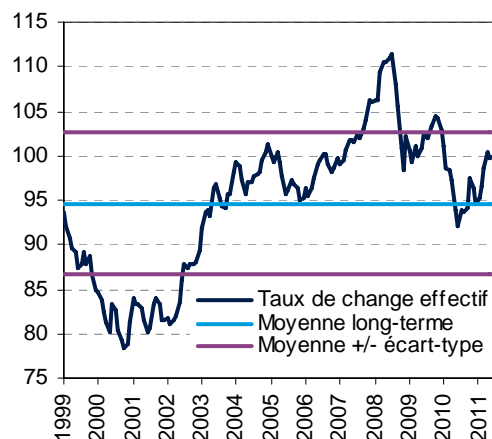
Une des solutions pour limiter le laxisme et la mutualisation serait de faire adopter à tous les pays de la zone euro une règle d'or budgétaire, telle que l'élimination du déficit public structurel. Cette proposition a été avancée conjointement mi-août par A. Merkel et N. Sarkozy. Deux objectifs majeurs : inscrire la rigueur budgétaire dans les gènes des économies européennes (la Constitution), tout en gardant de la marge pour des déficits conjoncturels. Les réformes structurelles deviennent alors inévitables.

Expositions française et allemande aux pays périphériques (en Mds € au T4-2010)



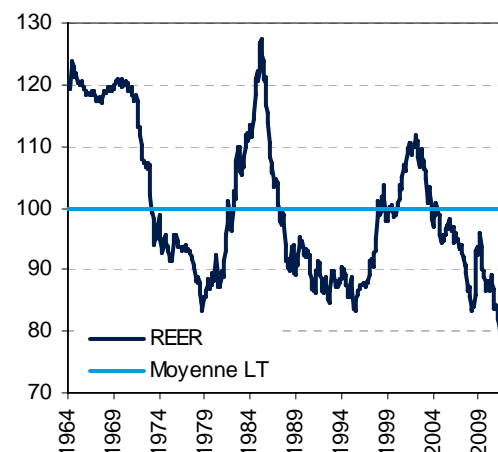
Source: BRI, Stratégie Amundi

Taux de change réel effectif de l'euro depuis sa création



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Taux de change réel effectif du dollar (100 = moyenne de long terme)



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Il faut rappeler que l'Allemagne a inscrit dans sa Constitution une telle règle, qui pousse à la réalisation de l'équilibre budgétaire ainsi défini en 2016. L'Espagne s'apprête à faire de même avant les élections de novembre. L'effort est conséquent car, hormis les Pays-Bas, la Finlande et le Luxembourg, tous les pays de la zone euro ont un déficit public structurel. La difficulté est bien évidemment d'adopter des mesures restrictives au moment où la croissance fléchit.

Faire de la politique budgétaire un instrument pro-cyclique (qui amplifie le ralentissement) est une des grandes craintes des marchés. Dit autrement, une telle mesure est sans le moindre doute bénéfique à moyen long terme, mais elle amplifierait le ralentissement économique actuel : un problème pour les recettes fiscales, l'emploi ... les déficits et dettes.

Émissions d'eurobonds : une fausse bonne idée ... dans la situation actuelle

La multiplicité d'émetteurs européens permet de faire des arbitrages entre les différents souverains, ce qui s'avère dangereux en période de crise. Par construction, l'unicité d'émission (une agence pour la zone euro) éliminerait ce risque. Par ailleurs, une fois le principe adopté, il est indispensable qu'il ne puisse plus y avoir de comportement laxiste. C'est précisément pour cela que **la rigueur et la convergence sont des préalables à l'adoption d'émission d'eurobonds, et celle-ci n'en en aucun cas une solution aux divergences et au laxisme.** Le débat doit être posé correctement.

L'émission d'eurobonds est une option possible, mais uniquement à la fin du processus d'intégration européenne. L'existence d'une agence européenne émettant pour le compte des différents souverains permet également de résoudre le problème de liquidité de certaines émetteurs souverains. Ce n'est pas un sujet nouveau : durant le processus menant à la monnaie unique, avait été évoquée la possibilité que les « petits pays » se regroupent pour leurs émissions. Ne sous-estimons pas les avantages des eurobonds, mais n'ignorons pas les inconvénients et les points de blocage – assez incontournables.

Le premier blocage est purement politique : les allemands, notamment, ne souhaitent pas une telle solution au moment où les divergences et les laxismes sont les plus apparents. Hors de question de mutualiser les risques et les richesses ... Au moment même où les divergences n'ont jamais été aussi fortes.

Le deuxième blocage concerne le rating de cette éventuelle agence : compte tenu des ratings actuels et de la crise de la dette, il semble impossible qu'un rating AAA lui soit accordé. Autrement dit, l'Allemagne, et la France, troqueraient leur AAA pour un rating inférieur et des taux plus élevés. Cela est tout simplement inconcevable, pour des raisons économiques et financières, mais également politiques. On voit mal l'Allemagne et Angela Merkel faire marche arrière sur un tel projet ... Avec des élections qui approchent.

Nul doute que le dossier des eurobonds ne va pas disparaître des débats, mais la probabilité de voir ce dossier aboutir au cours des quelques années à venir nous semble particulièrement limité. La solution à la crise ne passe pas par les eurobonds.

“ *L'intégration européenne, préalable aux eurobonds ... et pas l'inverse !* ”

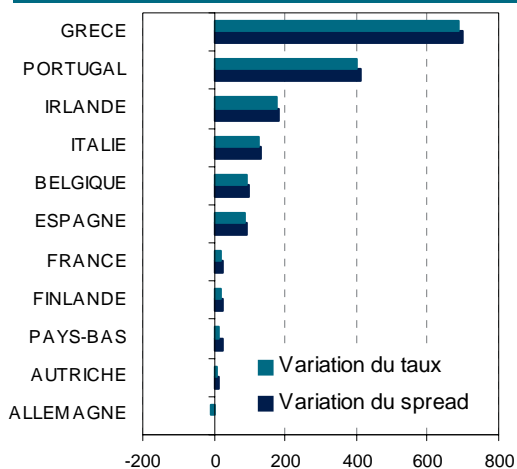
FESF: un rôle essentiel, mais une capacité insuffisante

La création du Fonds Européen de Stabilité Financière (FESF), à l'été 2010, avait redonné quelques espoirs dans une résolution rapide et concertée de la crise de la dette. Avec le SMP de la BCE (le programme d'achats de dettes souveraines), il constituait en effet l'essentiel du dispositif anti-crise mis en place par les Etats européens. Ces espoirs ont été déçus, essentiellement pour deux raisons :

- La taille du fonds : **armé pour subvenir aux besoins des petits pays périphériques, il ne pouvait en aucune mesure contrer toute forme de contagion** vers des pays de taille plus conséquente. Le programme d'achat de la BCE a également vite trouvé ses limites.

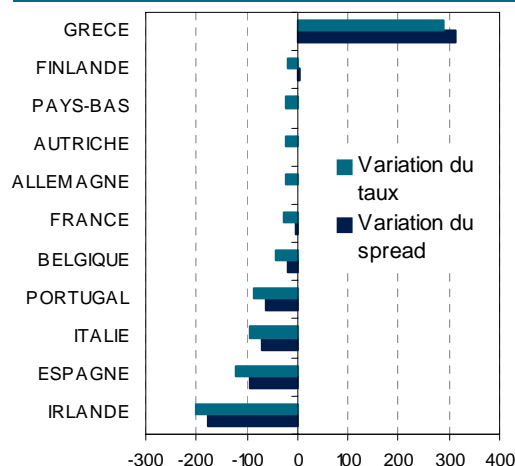
- La nature du fonds : **créé pour venir en aide aux Etats ayant des problèmes de liquidité, il ne pouvait pas être perçu comme un acteur majeur en cas de problème de solvabilité.** Pire encore, du fait de son système de garanties, il dégrade la situation des pays garants.

Evolution de l'écart de taux 10 ans avec l'Allemagne depuis un an



Source: Datastream, Stratégie Amundi

Evolution de l'écart de taux 10 ans avec l'Allemagne sur le mois



Source: Datastream, Stratégie Amundi

Encadré 3 : Qui investit dans les titres émis par le FESF ?

Banques centrales et fonds souverains représentent près de 45% des investissements, tandis que les asset managers et les banques représentent, respectivement, 25% et 20%. Le Japon assure 22% des investissements, et l'Asie hors Japon un peu moins de 20%. La zone euro représente 38%, le Royaume Uni 10% et les Etats-Unis 2%. A noter que la BCE n'achète pas des titres du FESF : celui-ci est une société de droit privé détenu par les Etats membres de l'Union Européenne, et le Traité interdit à la BCE tout crédit aux Etats membres.

En juillet 2013, le FESF disparaît, et il sera remplacé par le MES (Mécanisme Européen de Stabilité). Nouveau fonds, et surtout nouveau statut : comme FMI, le MES aura un statut juridique d'organisation internationale (c'est pour cela que l'on évoque souvent le terme de Fonds Monétaire Européen), un statut qui permettra à la BCE de lui prêter. Sans doute un atout important en période de crise, mais comme l'autorisation d'intervenir sur le marché secondaire, cette possibilité intervient un peu tardivement.

La crise de la dette souveraine aurait sans nul doute été différente avec un fonds intervenant sur le marché secondaire et une BCE autorisée à prêter au fonds européen...

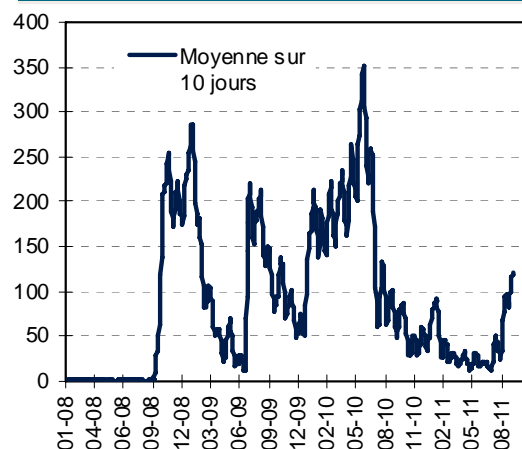
Force est de reconnaître que le FESF, pourtant opérationnel dès le mois d'août 2010, n'a pas pu éviter les crises portugaises et irlandaises, ainsi que la contagion. C'est sans aucun doute pour cela que son rôle a été modifié : le 24 juin, les européens lui permettaient de procéder à des achats de titres sur le marché primaire, et le 21 juillet, ils lui donnaient la possibilité d'acheter des titres sur le marché secondaire, sous réserve d'une étude de la BCE. Le FESF a désormais deux missions : émettre pour le compte des Etats ayant des difficultés à accéder au marché des capitaux, et intervenir directement sur le marché secondaire. Autrement dit, il doit subvenir à des problèmes de liquidités et des problèmes de solvabilité. Une mission supplémentaire, mais une capacité d'intervention inchangée.

Encadré 4 : Pourquoi la BCE n'achète-t-elle pas davantage de titres souverains périphériques ?

La BCE essuie bon nombre de critiques de la part des observateurs des marchés, qui lui reprochent souvent sa timidité dans ses achats de dettes souveraines périphériques. Il est vrai que ses achats semblent bien timides au regard des achats similaires effectués par ses homologues : alors que la BCE a acheté 74 milliards d'euros de titres européens, la Banque d'Angleterre avait acheté près de 200 milliards de titres britanniques, et la Fed près de 900 milliards de dollars de titres du Trésor (300 Mds dans le cadre du QE1 et 600 Mds dans le cadre du QE2), auxquels il faut ajouter, lors du QE1, 175 Mds de titres d'agences et 1250 Mds de Mortgage Back Securities. La position de la BCE est différente, pour quatre raisons au moins :

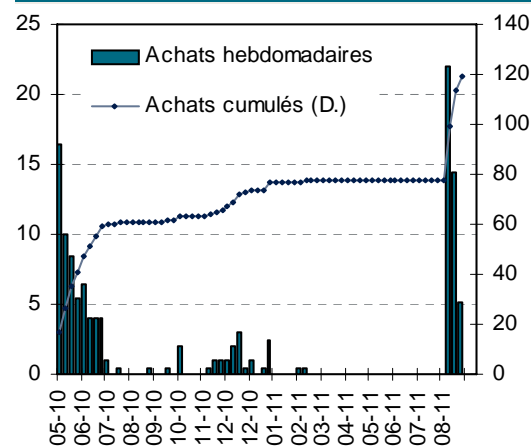
- La volonté de ne pas dégrader la qualité du bilan de la banque centrale;
- L'impossibilité ex ante de lutter avec succès contre une contagion plus forte visant Espagne et Italie, tant la taille de ses dettes est importante;
- Le désir de ne pas apparaître comme l'acheteur en dernier ressort des dettes souveraines;
- La volonté de ne pas générer d' « aléa moral » : si la BCE est l'acheteur en dernier ressort, alors les pays peuvent ne pas être incités à mettre en place une véritable rigueur budgétaire.

Recours des banques de la zone euro à la facilité de dépôts de la BCE (Mds d'euros)



Source : Bloomberg, Stratégie Amundi

Achats d'obligations souveraines par la BCE dans le cadre du SMP (en Mds €)



Source : BCE, Stratégie Amundi

5 Que nous enseignent les indicateurs de stress financier pour la zone euro et les Etats-Unis ?

Qu'est-ce que le stress financier ?

Les indices de stress financier ont connu un regain d'intérêt depuis la crise des subprimes. Ces indices sont désormais largement utilisés par le FMI et les banques fédérales régionales américaines pour jauger l'ampleur des crises financières. Ils sont traditionnellement construits à partir des seules variables financières américaines en raison d'un historique long et du rôle dominant des marchés américains. Par le passé, ces indicateurs ont bien capturé les périodes de crise qui ont frappé l'ensemble des pays développés et ont annoncé, avec un peu d'avance, les phases de ralentissement de l'activité économique voire même les récessions.

Depuis 2010, on observe une déconnexion entre certains segments de marchés de part et d'autre de l'Atlantique. Nous avons donc bâti un indicateur de stress financier construit à partir de variables financières propres à la zone euro. La dimension souveraine de la crise européenne est prise en compte à double titre :

- D'une part, directement via les spreads souverains;
- D'autre part indirectement via les tensions induites sur le secteur bancaire de la zone (actions, crédit, tensions sur la liquidité interbancaire).

En outre, notre indicateur présente l'avantage d'être calculé sur une base quotidienne, contrairement à la plupart des indicateurs de ce type qui sont à fréquence mensuelle. Il offre ainsi une mesure synthétique qui permet de suivre, au jour le jour, l'intensité des tensions financières au sein de la zone euro. Nous détaillons dans l'encadré 5 les variables et la méthodologie retenues pour la zone euro. Dans la même veine, nous avons construit un indicateur pour les Etats-Unis.

Pourquoi des tels indices sont-ils importants pour la croissance ?

Notre indice est calculé à partir de 10 variables qui prennent en compte diverses mesures relatives au marché du crédit, aux marchés d'actions et aux tensions sur la liquidité. En période de crise, les réallocations de portefeuille s'accompagnent d'une réappréciation du risque de crédit, qui se manifeste sur les signatures des émetteurs financiers et des émetteurs non financiers des pays développés.

Lorsque la réappréciation du risque est rapide, les tensions financières ainsi mesurées annoncent le cycle économique. La raison en est simple : de nombreuses entreprises font face à des contraintes de financement. L'augmentation des spreads de crédit reflète un durcissement des conditions financières qui pèse sur les dépenses d'investissement et donc sur la croissance.

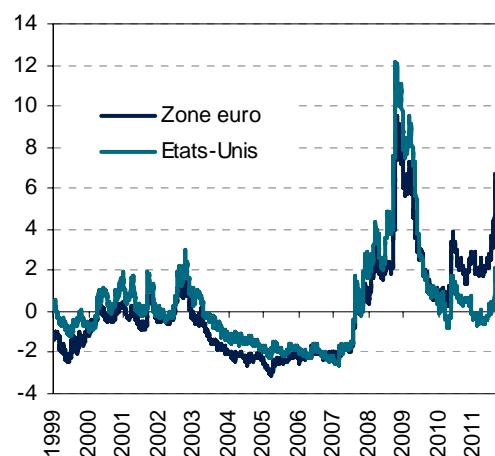
Par ailleurs, les tensions sur la liquidité bancaire - et plus généralement toutes les variables qui traduisent une montée de la pression sur les banques - font peser la menace d'un tarissement de l'offre de crédit bancaire (« credit crunch »). Les PME sont naturellement les plus exposées. Même si elles disposent d'une trésorerie abondante, les grandes entreprises ne sont pas insensibles aux conditions de financement effectives sur les marchés lorsqu'il s'agit de mettre en place leur plan d'investissement.

Il est frappant d'observer :

- D'une part, que l'on est proche dans la zone euro en termes de « pur stress bancaire » du pic de tensions observé suite après la faillite de Lehman Brothers (cf. graphique ci-contre). Ce n'est pas le cas aux Etats-Unis.
- et, d'autre part, que les tensions financières mesurée par notre indicateur ne se limitent pas au stress bancaire : toutes les autres variables retenues ont également une contribution très significative (cf. graphique page suivante).

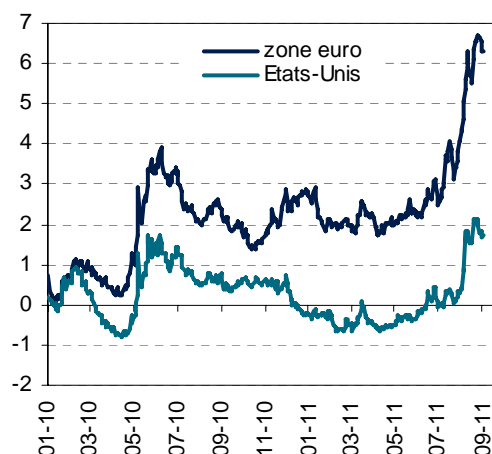
Au regard de ces indices, la conjoncture européenne apparaît beaucoup plus exposée que la conjoncture américaine.

Indicateur de stress financier: zone euro vs Etats-Unis



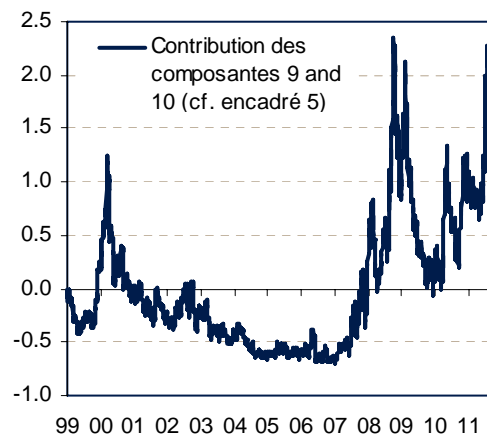
Source: Stratégie Amundi

Indicateur de stress financier: zone euro vs Etats-Unis



Source : calculs Amundi

Contribution du "stress bancaire" au stress financier en zone euro



Source : Calculs de la Stratégie d'Amundi

Encadré 5 : Variables retenues et méthodologie de calcul pour le stress financier européen

Les dix variables prise en considération sont :

1. La corrélation entre les rendements des titres d'Etat et ceux des actions

En période normale, les rendements des actions et des obligations n'ont pas de raison d'être liés par une relation univoque. En revanche, en période de crise, les investisseurs se détournent rapidement des actions et se replient sur des emprunts d'Etat jugés sûrs. Dans ces conditions, les rendements des actions et des obligations évoluent en sens opposés (ou dit autrement, les cours des actions et les taux obligataires évoluent dans le même sens). De très nombreuses études montrent que la corrélation entre les rendements tend à devenir négative dans les crises financières.

2. La volatilité implicite sur les marchés d'actions

Il s'agit de mesurer la volatilité attendue par les opérateurs de marché, sa hausse témoignant d'une incertitude croissante de leurs anticipations. On a donc retenu la volatilité implicite tirée du prix des options. La plupart des études retiennent le VIX (volatilité implicite sur le S&P500). Nous avons retenu une mesure spécifique à la zone euro : la volatilité implicite sur le DAX.

3. Les spreads souverains au sein de la zone euro (spreads vs Allemagne)

Il s'agit d'une mesure spécifique à l'indice construit pour la zone euro qui vise à prendre en compte, depuis 2010, la dimension souveraine de la crise européenne. Les spreads des obligations d'Etat à 10 ans avec l'Allemagne sont agrégés, pondérés par la part des dettes des Etats dans la dette totale de la zone euro. A noter, retenir une mesure alternative de la crise (pondération des CDS souverains) ne change pas la donne.

4. Les spreads des entreprises : Baa vs Aaa

Les entreprises notées Baa sont les dernières dans la classe *investment grade* (classification Moody's). Cette variable capture la fuite vers la qualité liée à la réappréciation du risque de crédit.

5. Les spreads des entreprises high yield vs Aaa

Avant 2006, nous retenons les spreads cash. Depuis cette date, nous préférons retenir les indices CDS qui sont les plus traités et qui traduisent le mieux les tensions sur ce segment. La remontée des spreads sur le high yield peut capter une remontée anticipée des taux de défaut des entreprises les plus exposées à un ralentissement arqué de l'activité.

6. Les spreads des entreprises Aaa vs titres d'Etat

En temps normal, cet écart est faible, les entreprises notées AAA ayant un risque de défaut quasi-nul. Toutefois, dans les périodes de tensions financières, des primes de liquidité apparaissent, y compris pour les entreprises les mieux notées.

7. Les swap spreads

L'écart de rendement entre les swaps de taux et les titres d'Etat reflète la hiérarchie des signatures entre l'Etat et le système bancaire. L'augmentation du swap spread peut également capter des craintes de tensions à venir sur les taux interbancaires. En pratique, nous avons retenu le swap spread allemand de maturité 2 ans.

8. Les tensions sur la liquidité interbancaires

Mesurées à partir des écarts entre les taux interbancaires (Libor) et le taux OIS.

9. La volatilité idiosyncratique des actions des banques

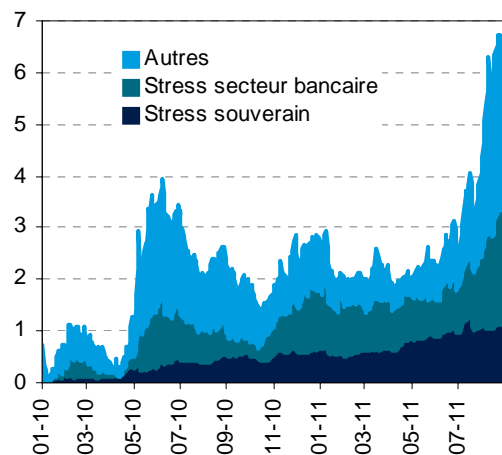
Il s'agit de mesurer la volatilité spécifique aux actions des banques (i.e. la volatilité qui est indépendante des actions globales). En pratique, nous avons régressé un indice actions bancaires de la zone euro sur un indice boursier global de la zone, puis nous avons calculé la volatilité des résidus afin d'isoler la composante de la volatilité des titres bancaires qui ne s'explique pas par la volatilité de l'ensemble du marché boursier.

10. Les spreads de crédit bancaires

Pour mieux prendre en compte la défiance sur le secteur bancaire nous avons en pratique retenu les CDS bancaires (indice Itraxx financier). En l'absence des CDS avant 2004, nous avons rétroposé cette série avec des spreads de crédit bancaires, pour disposer de notre indice de stress depuis la naissance de la zone euro.

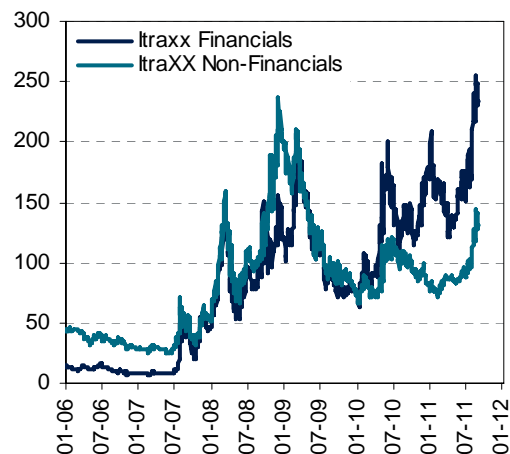
NB : nous avons fait abstraction du risque émergent, l'épicentre de la crise se situant dans les pays développés. Dans la mesure où les variables retenues varient de façon concomitante dans les phases de crise, une analyse en composantes principales permet d'isoler le « facteur commun ». **C'est ce facteur commun qui constitue la mesure synthétique du stress financier.** La composante spécifique à la zone euro peut ensuite être appréhendée via l'écart entre l'indice de la zone euro et l'indice construit pour les Etats-Unis dans le même esprit. Une fois l'indice synthétique calculé, il est utile de regarder les composantes qui contribuent le plus. En particulier, les contributions des variables 8, 9 et 10 mesurent l'intensité de la crise bancaire (cf. graphique).

Contributions à l'indicateur de stress financier de la zone euro



Source : Stratégie Amundi

Primes de CDS des entreprises financières vs non-financières



Source : Bloomberg, Stratégie Amundi

6 Liquidité et politiques monétaires : quel impact sur la courbe des taux ?

La crise financière et le ralentissement des économies de la plupart des pays développés changent la donne pour les banquiers centraux. Jusqu'à cet été, le thème central était celui de la normalisation - en cours ou à venir - des politiques monétaires. Les banques centrales avaient opté pour des politiques ultra-accommodantes pour endiguer la crise financière suite à la faillite de Lehman Brothers. Avec la reprise économique, la BCE a été l'une des toutes premières banques centrales des pays développés à se préoccuper de l'émergence de pressions inflationnistes persistantes (cf. édition du Cross Asset n°5 – mai 2011). Aux Etats-Unis, la reprise économique très progressive observée incitait également à tabler sur un début de normalisation de la politique monétaire, mais plus tardivement. La plus grande prudence des autorités américaines pouvait s'expliquer par la situation dégradée du marché du travail - avec un chômage de longue durée au plus haut de l'après-guerre - et une situation très détériorée sur le marché immobilier (cf. édition du Cross Asset n°7 – juillet 2011).

Compte tenu de l'aggravation de la crise financière depuis le début de l'été et du ralentissement économique observé, les banques centrales ont d'ores et déjà changé leur fusil d'épaule de part et d'autre de l'Atlantique. Lors du dernier FOMC, la Fed s'est engagée, contre toute attente, à conserver ses taux directeurs inchangés jusqu'à mi-2013. Cette décision qui consiste de facto à se lier les mains pour une période de deux ans est sans précédent dans l'histoire de la politique monétaire américaine. Mécaniquement, le taux des titres du Trésor à 2 ans est tombé à son plus bas niveau historique en août (en deçà de 0,2%), un taux si faible qu'il est inférieur au taux interbancaires à 3 mois ! La BCE a, quant à elle, repris ses opérations de liquidité exceptionnelles et repris son programme d'achats d'obligations souveraines (SMP) mis en place au printemps 2010. Dans ce contexte, les anticipations de politique monétaire se sont retournées.

Comment expliquer ce revirement ?

D'abord, avec la crise des dettes souveraines en Europe et l'abaissement de la note des Etats-Unis, les gouvernements ont pris conscience de la nécessité d'apurer les finances publiques. Aux Etats-Unis, la politique budgétaire va davantage peser sur la croissance, tout comme dans la zone euro où les gouvernements multiplient les plans d'austérité (Italie, France) pour éviter la dégradation de leur note par les agences. Or il convient de souligner qu'en termes de policy-mix, le durcissement fiscal autorise, toutes choses égales par ailleurs, une politique monétaire plus accommodante.

En outre, la crise financière de l'été va peser sur la demande privée, au moins de façon temporaire (cf. section sur le stress financier). Avec le ralentissement conjoncturel, les pressions inflationnistes vont s'éroder dans les pays développés, permettant aux banques centrales de baisser la garde.

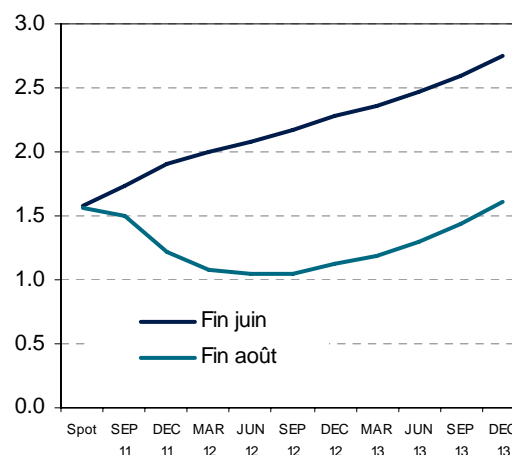
“ Les changements d'orientation budgétaires changent la donne pour les banques centrales ”

Les conséquences pour les marchés obligataires, et par ricochet pour les autres classes d'actifs, sont importantes. Les excès de liquidités dans les grands pays développés ne vont en effet pas disparaître de sitôt.

Pas de QE3 aux Etats-Unis ... à moins d'un effondrement de l'activité économique

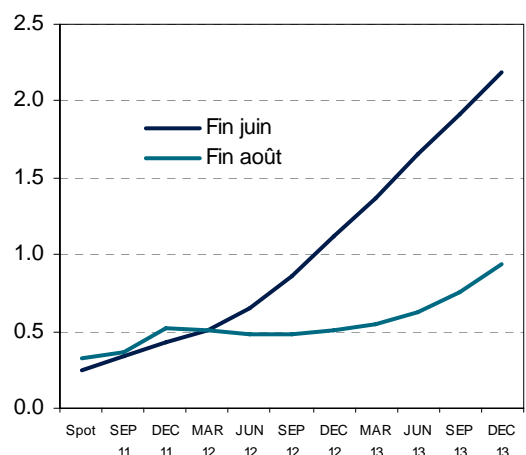
En dépit des attentes de certains observateurs, le symposium qui s'est tenu le 26 août à Jackson Hole n'a pas donné lieu à l'annonce d'un QE3 par Ben Bernanke. Cela n'est guère surprenant. D'une part, la situation économique est très différente de celle qui prévalait à l'été 2010 lorsque le QE2 avait été pré-annoncé, notamment sur le front de l'inflation sous-jacente qui est nettement supérieure à ce qu'elle était alors. Ensuite, les effets du QE2 ont été ambigus. En absorbant une grande partie de l'offre de titres du Trésor, la Fed a incité les investisseurs à se reporter vers d'autres classes d'actifs. La bourse américaine en a d'autant plus profité que le cycle des profits était alors particulièrement porteur : dans la phase de reprise, les bénéfices réalisés par les entreprises ont en effet beaucoup plus rebondi que l'activité économique outre-Atlantique. Aujourd'hui, le contexte économique a radicalement changé : la croissance ralentit et les analystes sont en train de revoir à la baisse leurs anticipations de profits pour 2012.

Taux futures Euribor 3 mois



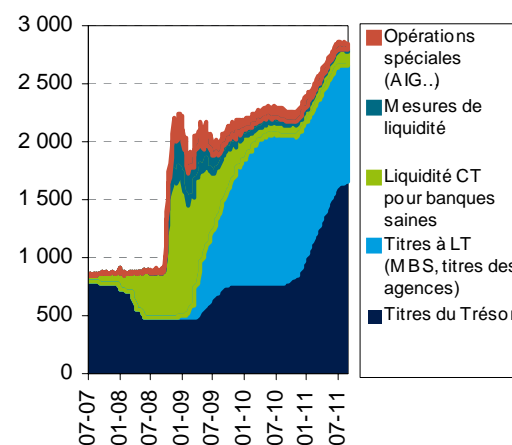
Source : Bloomberg, Stratégie Amundi

Taux futures Eurodollar 3 mois



Source : Bloomberg, Stratégie Amundi

Actifs de la Réserve fédérale (en Mds \$)



Source : Fed, Stratégie Amundi

Par ailleurs, plusieurs membres de la Fed ont pris conscience du caractère potentiellement dangereux du QE. D'une part, il est possible que les excès de liquidité aient contribué à doper les prix des matières premières et donc à grever la croissance. D'autre part, il est illusoire de laisser à penser que l'on peut traiter dans la durée un problème d'essence budgétaire (l'absence de discipline fiscale) avec un remède monétaire. Et ce d'autant plus que la politique de QE3 n'a pas stimulé l'activité économique. Celle-ci a très nettement ralenti au 1er semestre 2011. Les liquidités injectées se sont en définitive retrouvées thésaurisées par les banques, dont les réserves excédentaires auprès de la Fed ont augmenté dans les mêmes proportions que ses achats de titres du Trésor (cf. graphique). Cela signifie que le multiplicateur de crédit reste grippé outre-Atlantique. Même si les achats de titres ont été financés par création monétaire, les liquidités créées ne circulent pas. Dans ces conditions, les pressions inflationnistes sur les biens et services n'ont pas de raison de se manifester.

Cela signifie-t-il que la Fed est devenue impuissante pour relancer l'activité ? Non, car il existe de nombreuses autres mesures non orthodoxes qui ne reposent pas sur la création monétaire. Associées à des mesures ciblées sur l'immobilier, ces dernières pourraient stimuler l'activité (cf. encadré 6). Parmi les mesures possibles, on retiendra surtout :

1. Baisser le taux de rémunération des réserves excédentaires des banques. Ces dernières sont actuellement rémunérées à 0,25%. Opter pour un taux d'intérêt nul voire négatif reviendrait à augmenter le coût d'opportunité de détention de ces liquidités dans ses coffres, et par conséquent à inciter les banques à octroyer de nouveaux crédits.

2. De la même façon que la Fed s'est engagée à garder des taux proches de zéro jusqu'à mi-2013, elle pourrait s'engager à conserver la taille de son bilan inchangée pendant une période prolongée. Elle s'engagerait ainsi non seulement à ne pas vendre les actifs déjà achetés mais aussi à reconduire ceux qui viennent à maturité. La Fed pourrait alors en profiter pour allonger la durée de son portefeuille. Cette option retient de plus en plus l'attention.

3. Le choix d'une cible d'inflation explicite. Ceci pourrait aider à ancrer les anticipations d'inflation à long terme et ainsi à répondre aux critiques sur les risques liés au maintien de liquidités excédentaires. Si la Fed veut détendre très durablement les conditions financières, elle pourrait aller encore plus loin en choisissant de cibler non pas le taux d'inflation mais le niveau des prix. Comme durant la crise, le taux d'inflation a été inférieur au taux cible (d'environ 2%), les prix sont en niveau inférieurs à ce qu'ils auraient été si la cible de la Fed avait été atteinte en permanence. Dans ces conditions, opter pour une cible de niveau des prix permettrait que les agents anticipent un taux d'inflation supérieur dans la phase de reprise économique, ce qui ferait baisser le taux d'intérêt réel anticipé et soutiendrait la demande intérieure. Mais il n'y aurait pas de dérapage incontrôlé des prix. En effet, aussitôt le « bon niveau » des prix retrouvé, la Fed reviendrait de facto à un ciblage du taux d'inflation. « L'excès d'inflation » toléré à court terme permettrait simplement de rattraper « l'inflation perdue » pendant la crise. La crédibilité de la Fed serait alors intacte.

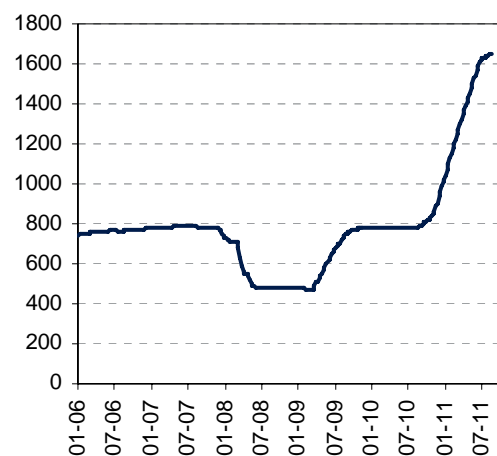
Encadré 6 : Vers des mesures de soutien ciblées sur le refinancement des crédits hypothécaires ?

Un article du New York Times a récemment retenu l'attention. Une mesure de soutien au marché immobilier serait actuellement à l'étude au Trésor américain. Actuellement, près de 20% des ménages qui ont un crédit immobilier ont contracté une dette qui, compte tenu de la chute des prix de l'immobilier, est devenue supérieure au fil du temps à la valeur de leur bien. La différence entre l'encours de leurs crédits et la valeur actuelle de leurs biens immobiliers est estimée à 700 Mds \$ (soit près de 5% du PIB!). Plus de la moitié des prêts ont été octroyés à des taux d'intérêt supérieurs à 5%. Les autorités pourraient mettre en place un système permettant de tirer parti de la baisse récente des taux d'intérêt pour offrir à ces ménages de se refinancer à des taux inférieurs. Parallèlement, les agences de refinancements Freddie Mac et Fannie Mae lanceraient un programme de location des logements saisis, ce qui éviterait de voir ces derniers mis en vente et exercer une pression baissière durable sur les prix de vente.

Selon les estimations, les ménages pourraient ainsi dégager jusqu'à 85 Mds \$ par an de pouvoir d'achat. Les vagues de refinancements hypothécaires ont historiquement toujours eu un impact assez marqué sur les dépenses des ménages outre-Atlantique. Une telle mesure présenterait l'avantage de contenir les défauts des ménages (en allégeant le fardeau de leurs dettes) et cela sans coût budgétaire. Cela pourrait par ailleurs restaurer la confiance des ménages et les inciter à revenir sur l'immobilier.

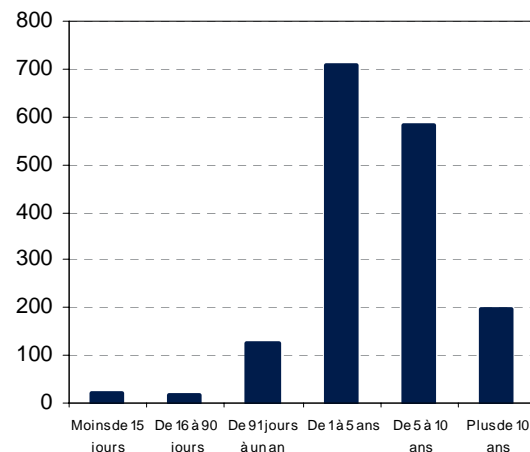
Quel pourrait être le rôle de la Fed dans ce cadre ? En permettant de mieux recycler les excès de liquidités existants, toutes les options de politique monétaire évoquées ci-dessus augmenteraient les chances de réussite du plan en contribuant au soutien de l'immobilier en attirant potentiellement de nouveaux acheteurs...

Titres du Trésor américain détenus par la Fed (en Mds \$)



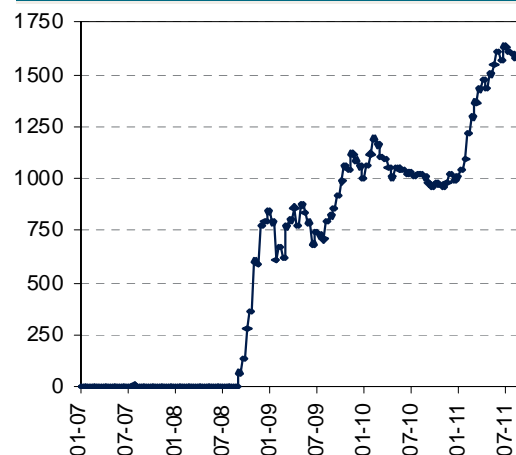
Source : Datastream, Stratégie Amundi

Répartition par maturité des titres du Trésor américain détenus par la Fed (en Mds \$)



Source : Fed, Stratégie Amundi

Etats-Unis : réserves excédentaires des banques auprès de la Fed (en Mds \$)



Source : Bloomberg, Stratégie Amundi

Que faut-il attendre de la BCE ?

Contrairement à la Fed, la BCE a encore quelques marges de manœuvre classiques : avec un taux directeur à 1,50%, la BCE peut décider de les réduire. Un assouplissement avant la fin de l'année nous semble possible, mais peu probable.

“ *La BCE fera marche arrière sur les taux* ”

Dans un premier temps, la BCE continuera de privilégier les mesures permettant d'approvisionner en liquidités les banques qui en ont besoin. Dans un deuxième temps, la mise en place de politiques budgétaires pro-cycliques dans la plupart des pays de la zone ouvrira la voie à des baisses de taux. Mais la BCE n'agira sans doute pas avant d'observer un net fléchissement de l'inflation. En définitive, nous tablons sur un retour en arrière avec un taux directeur qui retomberait à son niveau de début d'année (1,0%) mais pas avant le printemps 2012.

Au sein de la zone euro, il ne faut toutefois pas s'attendre à un financement monétaire des déficits budgétaires. Les statuts de la BCE ne le permettent pas. Dit autrement, un assouplissement monétaire à l'américaine (i.e. « un QE ») est exclu. Rappelons que le programme d'achats d'actifs poursuivi par la BCE n'est pas financé par création monétaire dans la mesure où les achats de titres sont stérilisés : chaque semaine la BCE draine la liquidité injectée par ses achats d'obligations d'Etat en proposant aux banques des dépôts à une semaine rémunérés à un taux proche du taux de refinancement ; ces dépôts sont d'autant plus attractifs pour les banques qu'ils sont par ailleurs éligibles à titre de collatéral pour les opérations de refinancement de la BCE.

Quel impact sur la courbe des taux ?

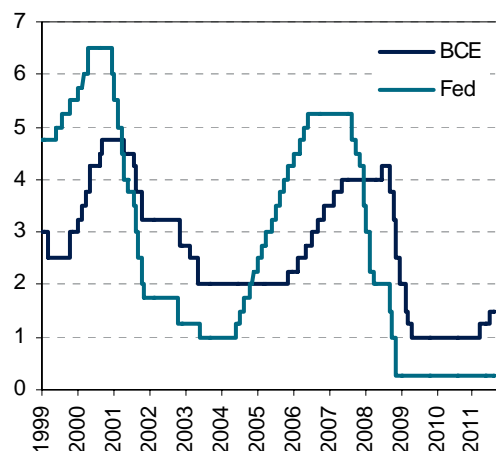
Durant l'été, en dépit de l'abaissement de la note des Etats-Unis et alors même que la crise des dettes souveraines battait son plein en zone euro, les craintes de récession l'ont emporté, générant un mouvement très marqué de fuite vers la qualité. Les taux à 10 ans sur les titres d'Etat sont tombés à leurs plus bas niveaux historiques aux Etats-Unis et en Allemagne.

“ *Les taux à 10 ans sur les titres d'Etat sont tombés à leurs plus bas niveaux historiques en Allemagne.* ”

Cela a généré un puissant aplatissement de la courbe des taux de part et d'autre de l'Atlantique. Il est peu probable que le mouvement s'inverse rapidement. Les craintes de récession ne vont pas s'évanouir rapidement et, avec le chômage, les prix ne menacent pas d'accélérer à court terme. Il est toutefois intéressant de noter que contrairement à ce qui s'était produit en 2008-2009, ce sont les taux réels qui sont tombés en territoire négatif et non les points morts d'inflation. Dit autrement, **les marchés s'inquiètent davantage d'une récession que d'une déflation**. Il est probable que les opérateurs de marché comprennent que les armes dont dispose encore la Fed sont susceptibles d'éviter un tel scénario.

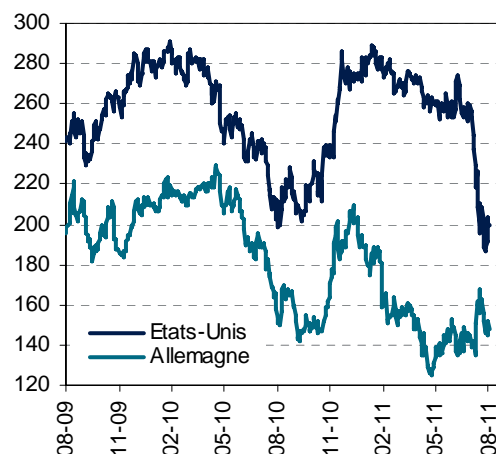
Dans la mesure où les rendements sur les segments courts de la courbe des taux resteront contenus par le maintien de politiques monétaires durablement accommodantes, les mouvements de courbe des taux seront surtout déterminés par l'évolution des taux à long terme. Aux Etats-Unis, à moyen terme, les taux longs pourraient remonter plus rapidement que dans la zone euro, notamment si les options de politique monétaire discutées ci-dessus sont mises en œuvre. Ceci dit, à court terme, la menace de récession reste un facteur de soutien pour le marché obligataire. On notera toutefois que dans la phase de fuite vers la qualité récente, les segments longs de la courbe des taux (écarts entre le taux à 30 ans et le taux à 10 ans) se sont pentifiés de part et d'autre de l'Atlantique : le cocktail de dégradation des finances publiques et de dérapage possible de l'inflation à moyen et long terme explique peut-être ce mouvement.

Taux directeurs : BCE vs Fed



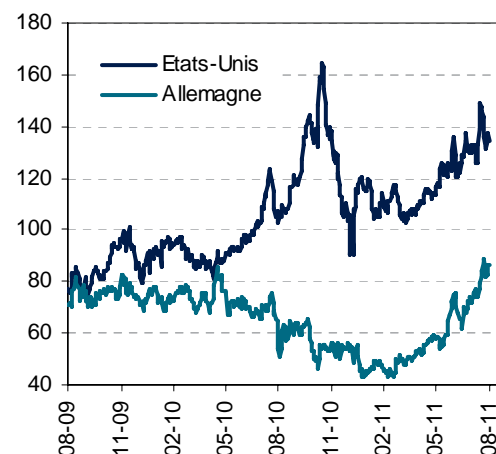
Source : Datastream, Stratégie Amundi

Pente de la courbe des taux sur le segment 2 ans – 10 ans



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Pente de la courbe des taux sur le segment 10 ans – 30 ans



Source : Datastream, Stratégie Amundi

7 Le crédit à nouveau affaibli par les craintes entourant l'économie et les dettes souveraines

En août, les obligations d'entreprises ont subi l'un de leurs plus forts revers depuis la création des marchés du crédit en euro. Les obligations ont pâti d'un pic de volatilité et d'une grande aversion pour le risque, les investisseurs craignant une rechute en récession (*double dip*) provoquée par le durcissement budgétaire nécessaire pour résoudre le problème des dettes souveraines.

Le crédit avait relativement bien résisté aux chocs extérieurs jusqu'en juillet, mais cette fois la classe d'actifs n'a pas pu échapper à cette nouvelle crise financière internationale. La volatilité implicite des actions, qui mesure l'incertitude des marchés quant aux tendances futures des bénéfices des entreprises, a doublé en à peine trois séances pour atteindre plus de 40 %, zone qu'elle fréquente lors des récessions « ordinaires » comme celles du début des années 90 et de 2001.

Le pic de la dernière récession (précisément juste après la faillite de Lehman Brothers, il y a trois ans) avait battu tous les records en multipliant par deux les niveaux habituels des récessions classiques, à 80 %.

Le premier graphique montre qu'en période de crise, la volatilité implicite des actions entraîne des chocs sur les spreads de crédit : notre modèle de valeur d'équilibre sur les spreads du haut rendement (« *high yield* ») compte la volatilité implicite des actions (indice VIX) parmi les facteurs les plus déterminants, avec un coefficient de 10. En d'autres termes, chaque fois que cet indicateur gagne 1 %, les spreads du haut rendement augmentent de 10 pb (toutes choses étant égales par ailleurs).

Certes, ce facteur justifie bien une hausse importante des spreads, mais selon le deuxième graphique, les marchés ont certainement exagéré. Nous pensons que cet écart revient à une autre composante qui progresse traditionnellement en période de crise, à savoir la prime de liquidité.

En juin et en juillet, l'activité a été faible sur le marché primaire alors que ces mois donnent d'habitude lieu à de nombreuses opérations, et le mois d'août n'a certainement pas contribué à rendre l'offre nette positive. Ainsi, l'assèchement de l'offre de nouvelle dette sur le marché primaire et la baisse des volumes sur le marché secondaire, deux conséquences de la crise, ont entraîné une hausse de la prime de liquidité qui est probablement intégrée dans les spreads des obligations corporate à bêta fort.

Quel scénario macroéconomique impliquent les spreads actuels ?

On peut donc se demander quel scénario est actuellement anticipé sur les marchés du crédit. La prime de risque actuelle couvre différents types de récession en fonction des secteurs/notations, et surtout des indicateurs de prime de risque étudiés.

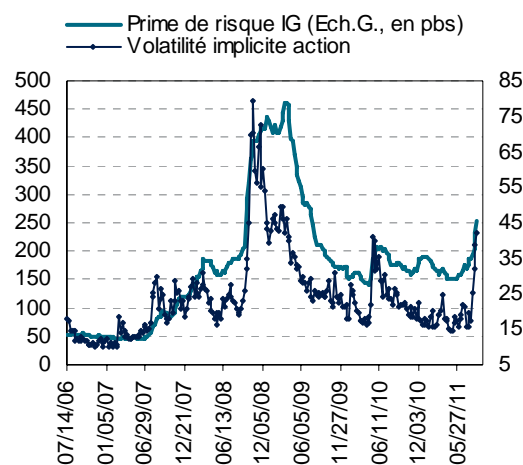
Le troisième graphique montre que sur une base relative, suite à la chute des rendements des titres de dette valeur refuge (les Bunds et les bons du Trésor), les spreads du haut rendement européen ont renoué avec les pics de la crise Lehman : l'écart par rapport aux Bunds représente ainsi plus de 80 % du rendement total offert.

Dit autrement, le rendement moyen du crédit High Yield est de nouveau six fois supérieur à celui de la dette souveraine allemande, considérée comme l'obligation la moins risquée. Même chose dans la sphère Investment Grade en euro.

Toutefois, l'étude des spreads absolus est légèrement plus encourageante : le 1^{er} graphique (page suivante) suggère que les non financières notées BBB et A sont désormais au niveau des pics atteints durant la récession de 2001. Compte tenu de la hausse de la prime de risque souverain, les spreads des financières sont nettement plus élevés qu'en 2001, mais ils sont bien inférieurs à leurs niveaux de 2008.

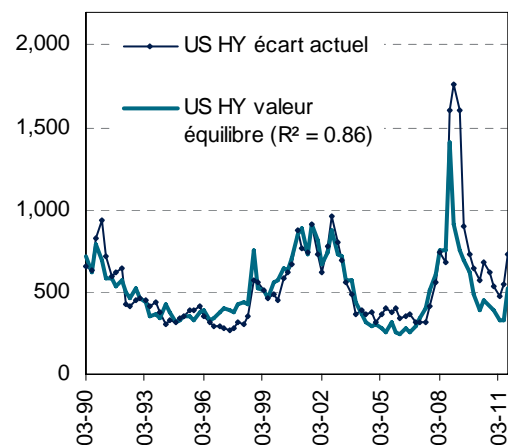
« Les spreads des financières sont bien plus élevés qu'en 2001, mais bien inférieurs aux niveaux de 2008 »

La volatilité implicite des actions renforce les spreads de crédit en période de crise



Source : Bloomberg, BoA ML, Stratégie Amundi

Spreads du haut rendement comparés aux fair values



Source : Fed, BoA ML, Stratégie Amundi

Quel taux de défaut pour les obligations de rang spéculatif ?

Nous allons maintenant aborder la question des taux de défaut des obligations à haut rendement. Selon la relation historique présentée dans le deuxième graphique de la page suivante, les spreads actuels du haut rendement en dollar sont comparables à leurs niveaux d'il y a trois ans, avant la crise Lehman.

Surtout, ils correspondent à une hausse des taux de défaut jusqu'à 10/11 %. Deux observations doivent être faites :

1. Comme le montre le graphique, les taux de défaut internationaux ont rapidement chuté pendant les 20 derniers mois, passant de 14 % à 2,6 %, ce chiffre atteignant même 1,5 % en Europe ;
2. Dans un environnement de rendements faibles, les spreads absolus ne sont pas une mesure parlante du taux de défaut potentiel car en cas de défaut, les investisseurs perdent finalement plus, compte tenu des prix globalement plus élevés des obligations.

Quoi qu'il en soit, même en tenant compte du point 2), une hausse brutale des taux de défaut vers des niveaux à deux chiffres semble plutôt difficile à imaginer, y compris en cas de « double dip ». En effet, les fondamentaux des entreprises sont bien plus solides qu'il y a trois ans et le risque de refinancement dans les trois prochaines années est réduit considérablement grâce aux émissions record de 2009 et 2010.

“ Une hausse des taux de défaut vers des niveaux à deux chiffres est difficile à imaginer, même en cas de « double dip » ”

À cet égard, pour ne citer que quelques chiffres, la dette à haut rendement des entreprises américaines arrivant à échéance dans les trente prochains mois est passée du montant record de 500 milliards USD à fin 2008 à 150 milliards USD aujourd'hui, dont seulement 65 milliards USD d'ici fin 2012. Ces volumes paraissent relativement gérables, même dans un scénario économique défavorable. Enfin, l'impact potentiellement négatif d'un revirement dans les octrois de prêts bancaires industriels et commerciaux mettrait du temps à se faire sentir. De manière intéressante, le 15 août, la Fed a publié les résultats de son enquête trimestrielle sur les conditions des prêts bancaires senior. L'enquête ne couvrait pas le mois d'août, mais elle indique un assouplissement des conditions de crédit chez 20 % des banques, contre 16 % le trimestre précédent. Comme le souligne le dernier graphique, les conditions de crédit bancaire constituent un facteur explicatif déterminant des défauts futurs avec une avance de quatre trimestres.

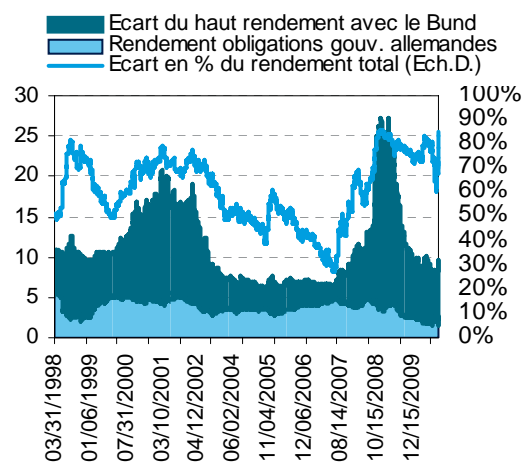
Les valorisations actuelles sont-elles justifiées au vu des fondamentaux ?

Il est devenu banal, voire ennuyeux, d'évoquer les bilans solides des entreprises, car les preuves empiriques témoignent depuis trois ans de l'amélioration des indicateurs de crédit. Selon les statistiques de la Fed, les liquidités accumulées par les entreprises américaines ont atteint plus de la moitié de la valeur de leur dette à court terme, contre 35% en 2008. Ce chiffre et l'extension de la maturité de leurs dettes réduit le risque de refinancement à court terme pour les sociétés. La croissance de l'endettement net est toujours négative, même si elle s'éloigne de niveaux historiquement faibles. En parallèle, la croissance des bénéfices se normalise mais reste positive, après avoir atteint des records. Il ne fait aucun doute que les risques baissiers sur la croissance des bénéfices futurs se sont accrus ces dernières semaines, comme en témoigne la hausse de la volatilité implicite des actions. Cependant, les entreprises ont réduit leur effet de levier, sont très liquides et gèrent prudemment leur passif, si bien qu'elles sont a priori bien mieux armées qu'il y a trois ans pour résister à un environnement économique néfaste.

Le marché primaire aidera le marché secondaire à compresser la prime de liquidité

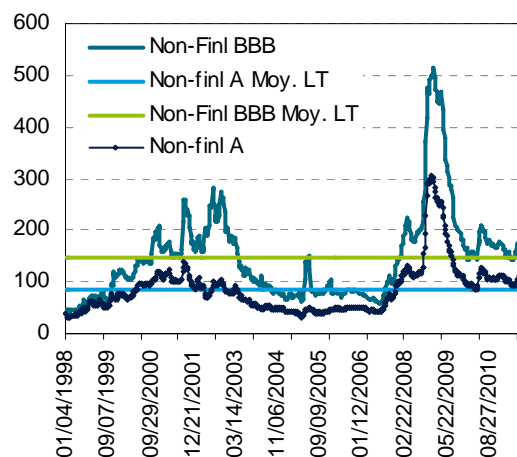
L'histoire montre qu'une reprise des émissions obligataires est nécessaire pour épauler le rebond des marchés du crédit. Le mécanisme habituel est un cercle vertueux déclenché par des primes assez intéressantes sur les nouvelles émissions pour attirer de nouveau les investisseurs et par un véritable processus de formation des prix qui relance le marché secondaire.

Valorisations relatives et absolues du haut rendement en euro



Source : Fed, BoA ML, Stratégie Amundi

Spreads des obligations industrielles en euro par rapport aux Bunds, par notation



Source : BoA ML, Amundi Strategy

Compte tenu du faible niveau des rendements des Bunds, le coût global d'émission reste relativement bas pour beaucoup d'émetteurs, même en cas de concessions importantes sur les rendements demandés. Selon les enquêtes menées auprès des investisseurs institutionnels, le positionnement du marché est devenu très défensif ces trois derniers mois : le bêta des portefeuilles a été nettement réduit avec un pic des positions vendeuses sur la dette financière et périphérique. Par conséquent, si la volatilité diminue, le marché pourrait opérer un léger mouvement de couverture des positions vendeuses.

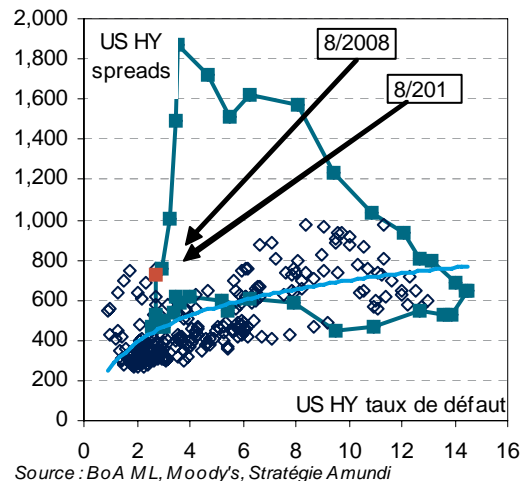
Conclusions et perspectives à court terme

Les valorisations du crédit annoncent déjà un scénario fondamental défavorable, entre celui d'une récession classique (induite par les spreads absolus) et celui de la crise Lehman (si l'on tient compte des ratios de rendement). Les spreads des obligations spéculatives semblent plus élevés que ne le suggèrent les valeurs théoriques, notamment en raison de la hausse de la prime de liquidité, et impliquent une progression brutale des taux de défaut actuellement très faibles (presque proches de plus bas historiques) jusqu'à des niveaux à deux chiffres.

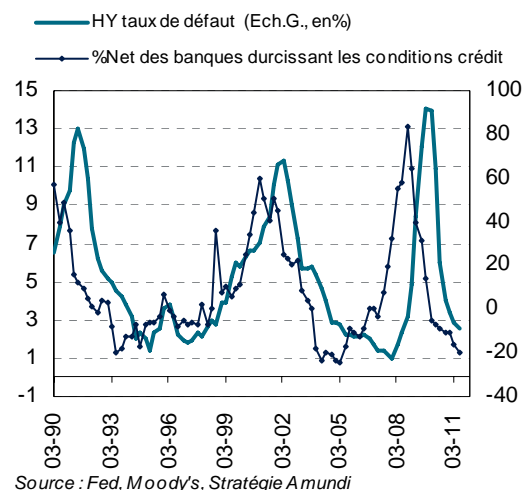
Il est clair que les risques de récession se sont accrus en raison de l'impact potentiel des performances des marchés sur l'économie réelle dans les prochains mois et trimestres. Cependant, alors que les valorisations intègrent déjà ces risques dans une certaine mesure, les fondamentaux des entreprises sont bien meilleurs qu'il y a trois ans. Ainsi, grâce à un risque de refinancement bien plus faible et à une meilleure position en liquidités, les sociétés semblent bien mieux armées pour résister à ces temps difficiles.

De plus, si le « double dip » est évité, un environnement de rendements et de croissance faibles couplé à une politique monétaire durablement accommodante pourrait favoriser la quête de rendement, tendance que les marchés ont déjà expérimentée l'année passée. Parallèlement, malgré la possibilité de couverture des positions vendeuses à court terme sous l'effet du regain d'activité sur le marché primaire, le rebond du crédit dépendra principalement de l'issue de la crise des dettes souveraines.

Spreads du haut rendement en dollar et taux de défaut au cours des vingt-cinq dernières années



Un an après, les taux de défaut reproduisent la tendance des conditions de crédit bancaire



8 Les pays émergents sont vraiment attractifs ... mais sont-ils vraiment émergents ?

Les perspectives de croissance sont revues à la baisse dans la grande majorité des pays avancés, ce qui contraste assez singulièrement avec certains pays émergents. Que faut-il en conclure ? Avant toute chose, il faut mentionner que le vocable « marchés émergents » n'est pas satisfaisant, d'une part parce qu'il est trompeur : il tend à regrouper des pays qui ont des réalités totalement différentes ; d'autre part, parce qu'il ne permet pas de reconnaître les avancées spectaculaires de certains d'entre eux ; enfin, parce que certains de ces pays sont désormais bien mieux positionnés que des pays dits « avancés ». En fait, aussi bien le vocable « pays émergent » que celui « de « pays avancé » prêtent à confusion. Cela est d'autant plus regrettable dans la situation actuelle qui nécessite une analyse en valeur relative, tant les divergences se creusent, y compris entre pays avancés. La zone euro en est une claire illustration.

Un premier angle de différenciation se trouve dans le couple croissance stable – niveau de pauvreté. Selon cet angle, qui reprend une présentation de John Wolfensohn (2007), ex président de la banque mondiale il y a trois groupes de pays « émergents » bien distincts :

- **Les pays capables de dégager un niveau de croissance non seulement élevé, mais surtout stable (« pays convergents »).** Ils réduisent à grand rythme leur pauvreté, génèrent une classe moyenne, des excédents courants. Ils sont également en mesure de stabiliser leur croissance et d'éviter les à-coups pouvant provenir du contexte international ou d'un pays comme les Etats-Unis. Nous avons tous encore en mémoire la bonne santé de la Chine ou du Brésil (entre autres) alors que les Etats-Unis ou la zone euro entraient en récession suite à la crise financière de 2008. Ces pays convergent vers les pays riches qui dominent l'économie mondiale depuis plus d'un demi-siècle. Leur leadership dans l'économie mondiale et les organisations internationales ne cesse de progresser.

- **Les pays connaissant une croissance heurtée (« pays à la traîne »),** soit parce que contrairement au groupe de pays précédents, ils ne sont pas capables de préserver leur niveau de croissance par l'inexistence de marge de manœuvre en politique économique, soit tout simplement parce qu'ils ne parviennent pas à dégager une croissance autonome suffisante. Leur dépendance à une zone économique ne leur permet pas de s'affranchir du contexte spécifique de la zone dominante. C'est le cas, par exemple, de certains pays d'Europe, fortement dépendant de la zone euro.

- **Les pays, enfin, qui luttent pour dégager de la croissance et pour réduire la pauvreté (« pays pauvres »),** une lutte rendue d'autant plus compliquée que ces pays ne participent pas suffisamment à la mondialisation. On retrouve dans ce cas certains pays d'Afrique, notamment sub-Saharienne.

Le second angle de différenciation que nous utilisons fait référence à des caractéristiques économiques plus spécifiques, comme les matières premières, le cours de change, les politiques monétaires ... (cf le tableau en fin de page suivante);

- **La consommation ou la production de matières premières :** la Chine, plus gros consommateur au monde, contre, par exemple le Brésil (matières premières agricoles notamment), la Russie (gaz et pétrole), l'Afrique du Sud (or), le Venezuela (pétrole) ...;

- **L'existence – ou non – d'une croissance économique autonome** (voir ci-dessus);

- **L'indépendance – ou non – la politique monétaire :** alors que le Brésil conserve une politique monétaire indépendante du niveau international des taux, la Chine a toujours su conserver un lien entre le niveau global des taux et sa propre politique monétaire. En conséquence, alors que le Brésil relevait ses taux d'intérêt, la Chine préférait agir via le taux de réserves des banques plutôt que via le niveau de ses taux d'intérêt;

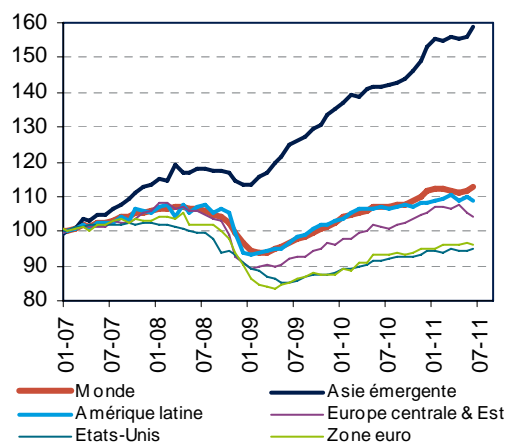
- **La gestion du cours de change :** la politique monétaire (indépendante ou non) va avoir un impact sur les cours de change, et il est ainsi aisé de distinguer les pays à devises surévaluées (Brésil) et ceux dont la devise est notoirement sous-évaluée (Chine).

- **Le niveau d'inflation** et les pressions inflationnistes;

Cette distinction n'est évidemment pas anodine. Elle permet de sélectionner les investissements en fonction de thématiques précises : niveau international des taux, sur ou sous-évaluation des devises, croissance autonome ou pas, matières premières ...

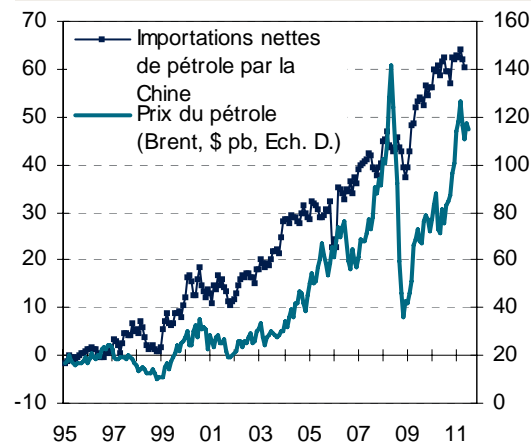
“ Différents groupes de pays ... et donc différents thèmes d'investissement ”

Production industrielle des pays émergents (volumes, janvier 2007 = 100)



Source : World trade database, Stratégie Amundi

Importations nettes de pétrole de la Chine en volume vs prix du pétrole



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Comme pour la zone euro, qui affiche désormais des divergences extrêmement fortes, il est peu judicieux d'appréhender les pays émergents comme un bloc, et surtout comme un bloc homogène. Que faut-il penser des ces pays dans le contexte actuel ?

On rappellera tout d'abord qu'en début d'année, nous avons recommandé la prudence sur les indices émergents, notamment du fait de craintes inflationnistes qui se manifestaient très sérieusement dans bon nombre de ces pays, des pressions qui poussaient certaines banques centrales à resserrer leur politique monétaire de façon significative et soutenue. L'idée sous-jacente était d'attendre le pic d'inflation avant de redevenir positif. Nous avons également décidé de surpondérer les pays producteurs de matières premières au détriment des pays consommateurs. Deux choix d'allocation qui se sont avéré payants. En définitive, tout en réduisant le poids des actions émergentes, nous allouions ce poids davantage sur l'Amérique latine et sur l'indice EMEA, fortement biaisé par la Russie et l'Afrique du Sud. Dans le même temps, la croissance refaisait surface aux Etats-Unis et en zone euro, d'où leur attrait relatif.

Pays « émergents » vs pays « avancés »

Les *pays avancés* souffrent de plusieurs maux :

- Des indicateurs économiques qui se replient, avec des révisions à la baisse es perspectives de croissance et des profits;
- La mise en place « forcée » de politiques budgétaires et fiscales pro-cycliques;
- Un sentier de croissance de la dette préoccupant;
- Une gouvernance en matière de gestion de la dette qui laisse à désirer, tant en zone euro qu'aux Etats-Unis;

De leur côté, certains *pays émergents* « convergents » présentent de nombreux atouts :

- Une croissance autonome, qui résiste bien au contexte mondial actuel;
- Des marges de manœuvre pour consolider la croissance si besoin est;
- Des niveaux de dette publique satisfaisants;
- Un pic d'inflation atteint il y a deux mois;
- Une gouvernance économique et politique de meilleure qualité que celle qui caractérise les pays avancés;
- Des devises solides et dans certains cas encore sous-évaluées.

Au total, les pays émergents offrent des perspectives plus attrayantes que les pays avancés (dette et actions). Notre préférence va vers les pays convergents, à croissance solide, excédents courants ...

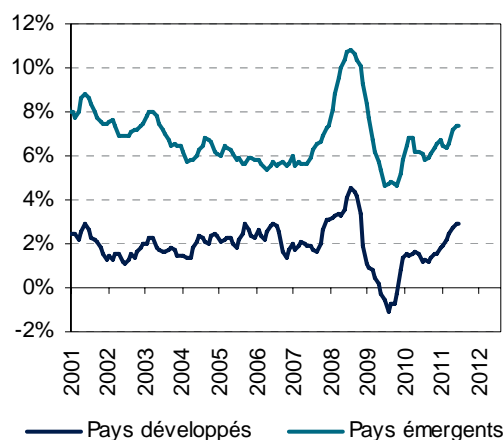
« Préférence marquée pour les émergents convergents »

Le schéma ci-dessous présente une vue stylisée et notre grille d'analyse et de sélection des pays émergents, en fonction des critères de différenciation spécifiques évoqués plus haut. Il est évident que tous les pays de la zone EMEA ne sont pas exactement dans la même situation. En fait, pour la production de matières premières, ce sont essentiellement l'Afrique du Sud et la Russie (plus de 75% de l'indice). De même tous les pays d'Asie ne sont pas dans la case située en bas à droite. Malgré tout, cela permet de détecter des grilles de lecture, d'analyse et de sélection pour ces économies.

Divergence des conditions économiques entre pays avancés et pays émergents ?

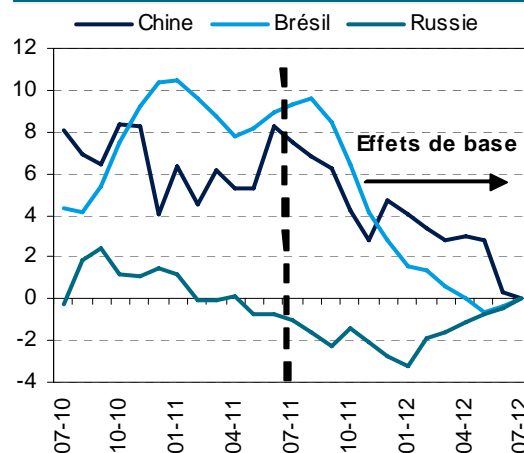
		Similaire	Divergent	
Indépendance des politiques monétaires ?	Indépendantes	EMEA	Amérique Latine	Producteurs de matières premières ?
	Dépendantes		Chine Autres Asie	
		Inflation plus basse	Inflation plus forte	
		Pays à inflation ?		

Inflation : pays développés vs émergents



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Effets de base, composante alimentation des prix à la consommation



Source : Datastream, Amundi Strategy

9 Valeur des entreprises : de l'inconvénient d'être « né » européen?

Compte tenu des divergences existant entre pays avancés et pays dits « émergents » (croissance autonome pour certains pays et solides pour bon nombre d'entre eux, qualité de dette, gouvernance ...), il s'avère intéressant de regarder à quel point des entreprises européennes dépendent de ces régions, et ce d'autant plus que certaines d'entre elles ont particulièrement souffert de la dégradation de leur propre souverain. La connexion avec les émergents et la sous valorisation en font des investissements attractifs. L'objet de cette section est d'identifier les entreprises ayant cette forte connexion.

De nombreuses sociétés européennes à très forte connotation « Amérique latine » ont été « victimes » de leur affiliation avec le souverain. Les tensions sur les CDS souverains européens ont eu des répercussions négatives sur un certain nombre de sociétés très bien implantées en Amérique latine, qui appartiennent notamment aux secteurs de la consommation, de l'automobile, des télécoms, de la chimie, des matériaux de construction, des utilities et des banques. Contrairement aux idées reçues, l'Amérique latine n'est pas la chasse gardée des seules sociétés espagnoles (présence également des sociétés belges, italiennes, suisses, allemandes et françaises).

Les champions sectoriels les plus exposés à l'Amérique latine sont facilement identifiables (cf graphiques). **Fiat** : Le Brésil représente presque 100% de ses profits (pertes en Europe). Une fois fusionnée avec Chrysler, l'Amérique du Sud ne représentera plus qu'environ 20% des revenus du Groupe. L'environnement concurrentiel se détériore au Brésil (montée en puissance simultanée des français, des Japonais et des Coréens). **BBVA**: Un résultat Q2 11 au Mexique supérieur aux attentes malgré une absence de croissance des volumes de crédits. **AB-Inbev** : Les ventes de bière au Brésil marquent le pas, notamment pénalisées par une moindre progression du salaire minimum.

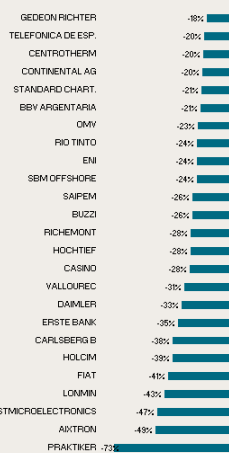
International Power réalise depuis sa fusion avec GDF Suez Int. plus de 40% de son EBITDA en Amérique Latine et notamment au Brésil (52% en 2013e). **SBM Offshore**: un des leaders mondiaux du secteur des FPSO, l'une des niches les plus porteuses du parapétrolier, soutenue par les besoins de développement des gisements du Brésil et du Golfe du Mexique.

« L'Amérique latine n'est pas la chasse gardée des seules sociétés espagnoles »

Casino générera, en 2011, 50% de son Ebit dans les pays émergents (Brésil, Argentine, Colombie, Thaïlande, Vietnam...). **Holcim**, 16% des ventes au LATAM, bénéficie de la bonne tenue du marché de la construction. **Vallourec** est co-leader avec Tenaris sur le marché très porteur de l'Oil&Gas au Brésil (25% du CA). **Syngenta** réalise 22% des ses ventes en Amérique dans un secteur agricole qui reste très dynamique (forte saison 2011-12 en perspective)

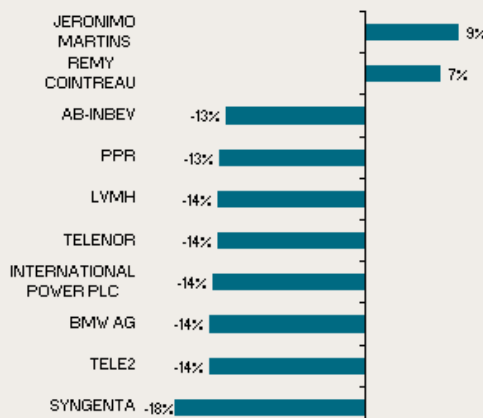
Les perspectives macro-économiques devraient demeurer positives en **Europe de l'Est**. Les principaux secteurs représentés dans cette zone sont les télécoms, les matériaux de construction, l'automobile, la consommation, la chimie, l'énergie et les banques. Les sociétés les plus exposées à l'Europe de l'Est (cf graphique) sont par exemple **Gedeon Richter**, qui continue de bénéficier d'une forte croissance en Russie (30% du CA) ... mais ses perspectives s'assombrissent sur son marché domestique: la Hongrie (13% du CA) pénalisée par les nouvelles contraintes budgétaires et la Roumanie (12% du CA). **Jeronimo Martins**: La Pologne, 60% des ventes H1 du groupe, est le vecteur de croissance pour JM (+20% de LFL au Q2 et +16% au H1). **Erste Bank**: Malgré sa solide franchise en Europe Centrale, les encours de crédits du groupe n'ont cru que de 1% en YTD: la croissance en Rép.Tchèque, en Roumanie et en Slovaquie a été inférieure à celle du marché malgré ses positions de leader sur ces marchés. **OMV**: Une stratégie de développement basée sur sa position géographique à la charnière des pays de l'Europe de l'Est et Occidentale (consortium de gazoduc Nabucco, développement en Turquie). **Carlsberg** : Les perspectives de croissance de la bière en Russie se noircissent: environnement réglementaire défavorable et pouvoir d'achat stagnant pour le Russe moyen. **Praktiker** a extrêmement souffert des conditions de marché difficiles du bricolage / équipement de la maison dans certains pays Europe de l'Est (Hongrie, Roumanie, Bulgarie, Ukraine) et de la Grèce. **Buzzi** réalise 19% des ses ventes en Europe de l'Est dans un marché du ciment dynamique (Russie, Ukraine, Pologne,..). **Continental**: Suit ses clients constructeurs et voit son centre de gravité basculer à l'Est vers l'Europe de l'Est et l'Asie. Les perspectives moyen terme sont bonnes. Au global, il faut noter que peu de sociétés françaises sont actives dans cette zone.

Liste des valeurs Européennes "émergentes" ayant sous performé le MSCI Europe (ytd)



Source: Amundi Financial Analysts - Datastream

Liste des valeurs Européennes "émergentes" ayant sur performé le MSCI Europe (ytd)



Source: Amundi Financial Analysts - Datastream

Exposition du résultat net des entreprises Européennes à l'Europe de l'Est

Name	Sector	% Net Profit Eastern Europe	Net Profit Eastern Europe
NATL BANK OF GREECE	Banks	88	1,441
GEDEON RICHTER	Pharmaceuticals & Biotechnology	80	184
JERONIMO MARTINS	Food & Staples Retailing	64	180
OMV	Energy	50	695
TELE2	Telecommunication Services	48	254
CARLSBERG B	Food Beverage & Tobacco	46	294
PRAKTIKER	Retailing	29	-4
BUZZI	Construction Materials	25	-16
CONTINENTAL AG	Automobiles & Components	20	197
ADIDAS	Consumer Durables & Apparel	17	97
RWE	Utilities	14	474
ARCELOR MITTAL	Metals & Mining	10	218
LEGRAND	Capital Goods	9	39
LINDE	Chemicals	9	105
ING GROEP	Diversified Financials	8	194

Source: Amundi Financial Analysts

Quelle sino-dépendance pour les sociétés européennes ? La **Chine** est déjà le premier contributeur aux résultats pour un certain nombre d'entre elles : Swatch, BMW, Richemont, Daimler, HSBC, Adidas, Volkswagen, PPR, BHP Billiton, LVMH ...

La publication des derniers indices de confiance ont et vont amener les investisseurs à revoir à la baisse leurs perspectives de croissance macro-économique partout dans le monde. Il est probable que la Chine ne restera pas à l'écart de cette tendance de fond (ralentissement du PIB mondial) mais les révisions devraient être « raisonnables » comparativement aux ajustements effectués dans les pays développés. Les pays émergents, environ 50 % du PIB mondial, devraient générer ainsi 80 % de la croissance mondiale à court et moyen terme. La Chine devrait demeurer le principal contributeur à cette tendance de fond.

Ce pays présente deux attraits pour les sociétés européennes :

- d'une part les chinois ont une très forte appétence pour des produits de consommation vecteurs d'un statut social, sur lesquels les européens sont structurellement bien positionnés (secteurs du luxe, de l'automobile, des cosmétiques, du textile, de la consommation et de la distribution);

- d'autre part les sociétés européennes y dégagent une profitabilité généralement supérieure à celle des autres zones géographiques (marge d'exploitation au dessus des standards européens ou américains).

Les secteurs européens « sur-représentés » en Chine sont la consommation discrétionnaire, les semi-conducteurs, l'automobile, les mines / métaux et les biens d'équipement. Les secteurs européens « sous-représentés » en Chine sont: les télécoms, les infrastructures, les financières (à l'exception évidemment de HSBC), les matériaux de construction, les media et la distribution alimentaire. Les principales entreprises qui réalisent une part significative de leurs résultats nets en Chine (cf graphique), sont:

BMW : Les perspectives moyen terme demeurent excellentes en Chine avec 18% des volumes vendus mais une partie beaucoup plus importante des profits.

Le thème de la Chine peut être joué à travers des équipementiers occidentaux comme **Aixtron** dans les LEDs. A moyen terme, un pari sur le développement de l'énergie photovoltaïque met en avant **Centrotherm** dans les équipements.

Richemont : Les clients (dont les touristes) des pays émergents représentent près de 60% des ventes et la Grande Chine près de 45%.

“ *La Chine est le premier contributeur aux résultats d'un certain nombre de sociétés Européennes* ”

Rémy Cointreau : Les ventes de Cognac continuent d'afficher des croissances très fortes, particulièrement dans le très haut de gamme. **Rio Tinto**: prix minierai de fer (Chine 49% des débouchés, Asie ex Chine 19%) à un plus haut historique (186\$/t) porté par la hausse de production d'acier (Chine +15% y/y juillet). **PPR**: Les pays émergents représentent 21% des ventes du groupe mais 37% de celui du pôle luxe (Gucci).

L'**Asie hors Chine** offre des perspectives de croissance bien au dessus de la moyenne mondiale. Les principaux secteurs représentés sont le luxe, les photovoltaïques, la chimie, les mines/métaux, les banques, les matériaux de construction, l'énergie, les semi-conducteurs.

“ *Les pays émergents devraient générer 80% de la croissance mondiale* ”

Les sociétés les plus exposées à l'Asie hors Chine (cf graphique) sont: **Hochtief** est très exposé à l'Asie où il réalise plus de 70% de ses résultats consolidés à travers les 55% qu'il détient dans Leighton, principal groupe Australien de construction et gestion des infrastructures minières. Pour **LVMH**, les pays émergents contribuent pour 36% aux ventes du groupe (l'Asie est en progression de 26% au H1 en monnaies locales). **Saipem** est l'un des leaders mondiaux du secteur parapétrolier, très bien positionné pour bénéficier des perspectives favorables des marchés onshore et offshore dans les pays émergents en général, et en Asie et au Moyen Orient en particulier. **Lonmin**: résistance du platine et demande automobile encourageante (Japon, Chine +10/15%, Inde & Russie) comme en bijouterie (Chine, Inde), même si la production est décevante. Avec 75% de ses profits générés en Asie, **Standard Chartered** est l'une des rares banques « européennes » à offrir une croissance des volumes à deux chiffres avec une rentabilité deux fois supérieure à celle du secteur en 2011 (14% vs 7%). **Holcim** est présent dans de nombreux pays d'Asie-Pacifique (40% des ventes) où les activités de construction restent globalement soutenues.

Exposition du résultat net des entreprises Européennes au LATAM

Name	Sector	% Net Profit LATAM	Net Profit LATAM
FIAT	Automobiles & Components	99	295
BBVA ARGENTARIA	Banks	62	3,394
TELEFONICA DE ESP.	Telecommunication Services	50	3,967
AB-INBEV	Food Beverage & Tobacco	45	1,713
INTERNATIONAL POWER PLC	Utilities	41	521
SBM OFFSHORE	Energy	36	65
CASINO	Food & Staples Retailing	35	195
HOLCIM	Construction Materials	26	222
VALLOUREC	Capital Goods	22	93
ACTIV DE CONS Y SERV	Infrastructures	20	254
SYNGENTA	Chemicals	19	220
ADIDAS	Consumer Durables & Apparel	15	85
CREDIT SUISSE GRP	Diversified Financials	15	849
BAYER AG	Pharmaceuticals & Biotechnology	13	461
ANTOFAGASTA PLC	Metals & Mining	12	104
SOFTWARE AG	Software & Services	10	18
PUBLICIS GROUPE	Media	7	39

Source: Amundi Financial Analysts

Exposition du résultat net des entreprises Européennes à la Chine

Name	Sector	% Net Profit China	Net Profit China
CENTROTHERM	Photovoltaics	60	31
BMW AG	Automobiles & Components	60	1,931
AIXTRON	Semiconductors	50	96
HSBC	Banks	40	7,398
RICHEMONT	Consumer Durables & Apparel	35	339
REMY COINTREAU	Food Beverage & Tobacco	30	31
RIO TINTO	Metals & Mining	28	3,148
PPR	Retailing	25	191
BASF AG	Chemicals	14	737
ABB LTD	Capital Goods	12	241
CGG VERITAS	Energy	10	7
CARREFOUR	Food & Staples Retailing	8	110
BAYER AG	Pharmaceuticals & Biotechnology	6	213
WPP GROUP	Media	5	47
SAP	Software & Services	5	135

Source: Amundi Financial Analysts

Exposition du résultat net des entreprises Européennes à l'Asie (hors Chine)

Name	Sector	% Net Profit Emerging Asia (exc.China)	Net Profit Emerging Asia (exc.China)
STANDARD CHART.	Banks	69	1,637
HOCHTIEF	Infrastructures	65	192
LVMH	Consumer Durables & Apparel	30	909
HOLCIM	Construction Materials	29	248
TELENOR	Telecommunication Services	29	377
SAIPEM	Energy	25	184
AIXTRON	Semiconductors	25	48
LONMEN	Metals & Mining	24	25
CENTROTHERM	Photovoltaics	24	12
UNILEVER	Food Beverage & Tobacco	19	843
AKZO NOBEL	Chemicals	18	185
TESCO PLC	Food & Staples Retailing	16	496
ROLLS ROYCE GROUP	Capital Goods	15	111
BAYER AG	Pharmaceuticals & Biotechnology	13	461
ING GROEP	Diversified Financials	11	283
INTERNATIONAL POWER PLC	Utilities	11	140
TEMENOR GROUP	Software & Services	10	5
SCANIA	Automobiles & Components	9	86
WPP GROUP	Media	7	62

Source: Amundi Financial Analysts

10 Actions européennes: des résultats trimestriels médiocres

En Europe, la saison des publications du 2ème trimestre 2011 s'est révélée médiocre avec un **pourcentage de bonnes surprises au plus bas depuis deux ans**, aussi bien en terme de chiffres d'affaires que de résultats. A un moment où les inquiétudes sur la croissance macro-économiques et les dettes souveraines se ravivent, ce manque de ressort des résultats des entreprises est d'autant plus malvenu qu'il affaiblit sérieusement l'argument sur l'attractivité de la valorisation du marché.

Dans le détail, on relèvera que les pourcentages de bonnes surprises sur les revenus (52%) et les résultats (47%), ont décroché respectivement de 9 et 16% en un seul trimestre, repassant ainsi nettement en dessous de la moyenne (respectivement 59% et 57%), pour retrouver leurs points bas du début de la crise (graphiques 1 et 2). De prime abord, cette baisse est surprenante par rapport à la relative inertie du PIB d'un trimestre sur l'autre; l'infléchissement de la croissance au T2 2011 (+1,7% sur 12 mois contre +2,5% au T1 2011) étant sans commune mesure avec celui du T1 2009 (-5,1%), où une chute semblable des « bonnes surprises » avait été observée (graphique 2).

La décomposition des « bonnes surprises » par pays et par secteur nous éclaire quant à l'origine de ce décrochage. Ainsi, les mauvais scores de la Suisse et de la Suède en matière de résultats et, à l'opposé, les très belles performances de la Grande-Bretagne, confirment l'importance des effets de change (graphique 3).

« Effets change et hausse des matières premières ont lourdement pesé ... »

En guise d'illustration sur l'amplitude de ces fluctuations, au T2 2011 le **franc suisse** s'est apprécié en moyenne de +27% par rapport au \$ sur 1 an (1,15\$ contre 0,90\$) et de +13% contre € (0,80€ contre 0,71€). De même, la **couronne suédoise** s'est appréciée de 21% contre \$ et de 7% contre €. A court terme, de tels écarts sont bien évidemment ravageurs pour les entreprises. En sens inverse, la Livre a limité son appréciation par rapport au \$ à seulement 9% (1,63 \$ contre 1,49\$) et a baissé de 3% contre Euro (1,13€ contre 1,17€).

La hausse des matières premières a également pesé sur les résultats, comme l'atteste les déceptions enregistrées sur le secteur des Biens à la Consommation, avec un score de bonnes surprises sur les résultats extrêmement faible (38%). A l'intérieur de ce secteur, qui regroupe l'Automobile, les Produits à la personne, et l'Alimentation-Boisson, le sous secteur le plus touché est l'Alimentation Boisson, avec un score de « bonnes surprises » nul et un recul des résultats marqué. A l'inverse, le secteur automobile est parvenu à tirer son épingle du jeu (83% de surprises positives et une hausse des résultats de 34%) du fait de sa politique de couverture, qui lisse les effets de matières premières et de change, et de l'amélioration de son mix géographique, avec la montée en puissance des pays émergents.

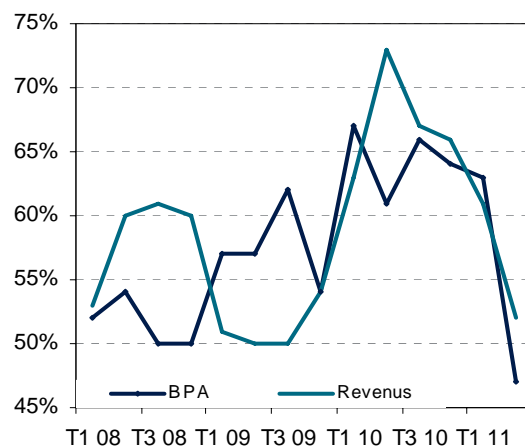
Mais, à peine publiés, les résultats du 2ème trimestre ne sont déjà plus que le reflet du passé.... Le bouleversement conjoncturel survenu au cours de l'été pourrait changer la donne dans les mois à venir (cf article précédent). Ainsi, les cycliques qui n'avaient pas démerités lors de ce trimestre pourraient se retrouver sous pression dans les mois à venir.

Europe: Synthèse des résultats trimestriels par secteur

Europe	Ventes		BPA	
	% variation	Perf	% variation	Perf
Biens de Consommation	7%	68%	13%	38%
Services aux Consommateurs	5%	71%	-35%	44%
Financières	12%	59%	-14%	49%
Santé	9%	78%	1%	61%
Industrie	3%	70%	22%	44%
Inf. Technologique	3%	75%	17%	38%
Matériaux	10%	83%	19%	45%
Pétrole & Gaz	25%	94%	23%	53%
Télécom	-2%	23%	-60%	54%
Services collectifs	5%	85%	-3%	64%
Stoxx 600	11%	52%	-2%	47%

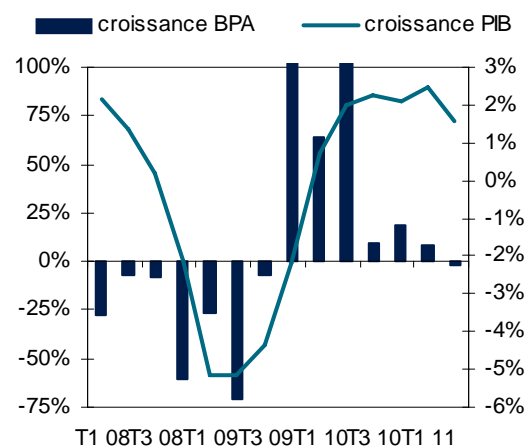
Source : Bloomberg – Stratégie Amundi

Trimestriels Europe Stoxx 600 % de bonnes surprises



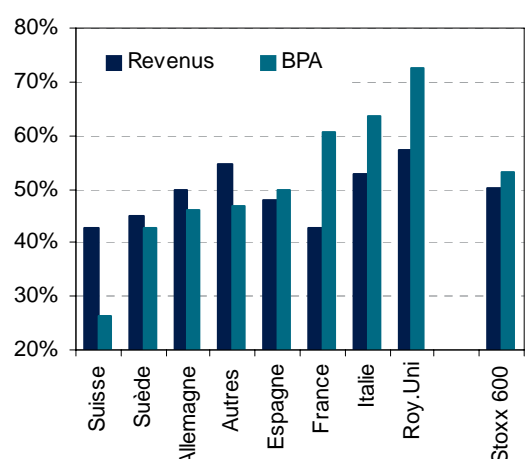
Source : Datastream, Stratégie Amundi

Trimestriels Europe Croissance annuelle BPA et PIB



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Trimestriels Europe Stoxx 600 % de bonnes surprises par pays



Source : Datastream, Stratégie Amundi

11 Marchés d'actions: la peur du vide

Depuis le 7 juillet dernier, la planète boursière est ébranlée par un krach avec un MSCI Monde en chute de 17% au plus fort de la crise (10 août). Depuis lors, les marchés se sont légèrement repris, mais au 24 août, l'indice affichait encore un recul de 14%. Cette correction a été globale avec, du pic au creux, -11% au Japon, -13% pour les émergents, -17% aux USA et -21% en Europe (graphique 1). Celle-ci a démarré mezza voce, pour s'accélérer à partir du 29 juillet (graphique 4). Autre fait notable, la rotation en faveur des secteurs défensifs a été extrêmement spectaculaire (graphique 2). Ainsi, en Europe, ces derniers n'ont baissé « que » de 15%, contre 24% pour les cycliques et 26% pour les financières. Par ailleurs, cette surperformance des secteurs défensifs a été généralisée (7 secteurs sur 7) avec une prédilection particulière pour les Télécom, protégés par leur rendement et l'Alimentation Boisson, généralement considéré comme l'archétype du secteur défensif. De même, la sous-performance des cycliques s'est opérée sur un large front avec 7 secteurs sur 12 qui sous-performaient en relatif et un recul absolu jusqu'à -28% dans l'Auto et la Tech.

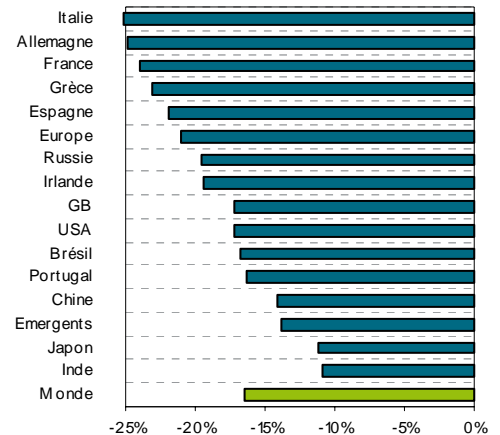
Cette sous-performance des secteurs cycliques survient alors que ceux-ci n'avaient pas démérités lors des trimestriels (cf. article 9.2). Si le passé n'est pas en cause, ce recul est lié aux révisions en chaîne des perspectives de croissance économique et, partant, des résultats. Le débat parlementaire et l'abaissement de la note de la dette américaine, le 5 août dernier ont certes fait couler beaucoup d'encre, mais la révision des perspectives de croissance a véritablement pris corps quelques jours auparavant, le 29 juillet dernier (cf graphique 3), quand la croissance du PIB américain pour le T2 2011 a été publiée. Celui-ci est ressorti à +1,3% en glissement trimestriel, soit 0,5% en dessous des attentes du consensus.

« Une révision en baisse généralisée des perspectives de croissance et de profits ... »

Au-delà de cet écart, c'est surtout la faiblesse de la consommation (+0,1%) et la révision en baisse du T1 (+0,4% contre +1,9%) et de l'ensemble de la période 2008-2010, qui ont jeté un froid. Compte tenu des effets de base, l'acquis de croissance du 1er semestre conduit à réviser la croissance du PIB américain 2011 de l'ordre de 80 pb. Le consensus 2011 qui était de +2,5% avant le 29 juillet devrait donc mécaniquement être revu autour de +1,7% (graphique 3). A supposer que ce taux de croissance de +1,7% pour 2011 demeure inchangé, le problème est que celui-ci n'est pas suffisamment vigoureux et jette une ombre sur la dynamique de l'investissement, de l'emploi et des profits. En Europe, les circonstances sont différentes mais les mécanismes assez similaires. Ainsi, la crédibilité budgétaire, devenue impérative, comportera un coût en matière de croissance. Par ailleurs, un ralentissement de l'économie américaine aura des effets induits. Enfin, la faiblesse du \$ bridera les profits, en particulier ceux des pays à monnaie forte, comme la Suisse et la Suède, qui représentent ensemble 20% du MSCI Europe. Jusque là, les cycliques tenaient sur l'espoir d'une croissance mondiale tirée par les émergents. La révision de la croissance américaine a brusquement douché ces espoirs. Dans une économie globalisée, le graphique 4 confirme la synchronisation des différents indices. Une déception sur la croissance, essentiellement américaine à l'origine, étant encore plus nettement ressentie au Brésil et en Allemagne, dont la croissance est très liée aux échanges mondiaux. Au total, un sérieux coup de froid favorable aux secteurs défensifs et peu propice aux cycliques.

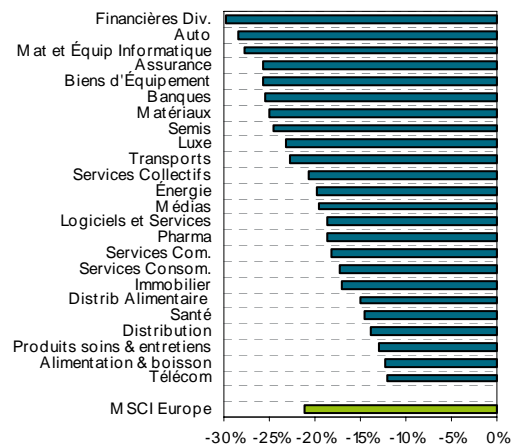
Au-delà de l'affaiblissement de la conjoncture, les cycliques étaient devenus d'autant plus vulnérables que leur prime historique s'était tendue. Pour la mesurer, nous utilisons une moyenne de ratios (PER, Price to book, Dividend yield et Price Cash Flow). Cet indice étalonné de 0 à 100%, compare la prime d'un secteur par rapport au marché et détermine le pourcentage de fois où celle-ci était inférieure à son niveau actuel depuis 35 ans. 0% signifie que la prime du secteur n'a jamais été aussi faible depuis 1976 et inversement, 100% qu'elle n'a jamais été aussi élevée. Ces précieuses données, à la veille de leur chute, fin juin, les cycliques, dans leur ensemble, s'affichaient à 79% contre 43% pour les défensives et 27% pour les financières. Autrement dit, leur prime était sensiblement plus élevée que le reste de l'échantillon. Par ailleurs, au sein des cycliques, certains secteurs comme les Biens d'Équipement (98%), les Matériaux de base (94%), la Consommation durable (85%) ou l'Automobile (80%) étaient particulièrement bien valorisés.

Indices MSCI par pays du pic au creux 7 juillet - 10 août 2011



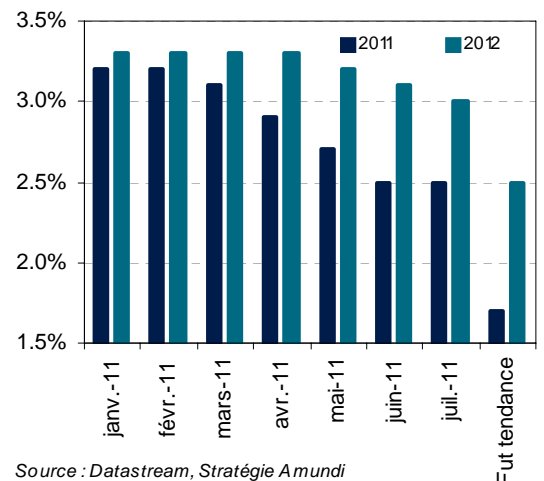
Source : Datastream, Stratégie Amundi

MSCI Europe par secteur du pic au creux 7 juillet - 10 août 2011



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Croissance du PIB US 2011 et 2012



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Nonobstant leurs qualités, ces quatre secteurs ont donc lourdement sous-performé (-6% en moyenne contre -4% pour l'ensemble des cycliques), alors que les huit autres secteurs cycliques, moins valorisés, n'ont baissé que de 1% en relatif, (voire ont surperformé (+2%), si on élimine les Semis et la Tech, au Beta élevé et très exposés à la conjoncture.

Par ailleurs, jusqu'à fin juin, les révisions bénéficiaires (net up) des analystes concernant les cycliques étaient demeurés relativement faibles. En juin, mois précédant la chute des indices, le net up des cycliques n'avait baissé que de 5% par rapport à la moyenne des trois mois précédents, contre 8% pour les défensives et jusqu'à 20% pour les financières. Il en avait été de même en mai. Ce n'est donc que tout récemment en juillet que le net up des cycliques a commencé à se dégrader franchement avec -16% contre -11% pour les défensives, alors que de leur côté, les financières poursuivaient leur chute (-16%).

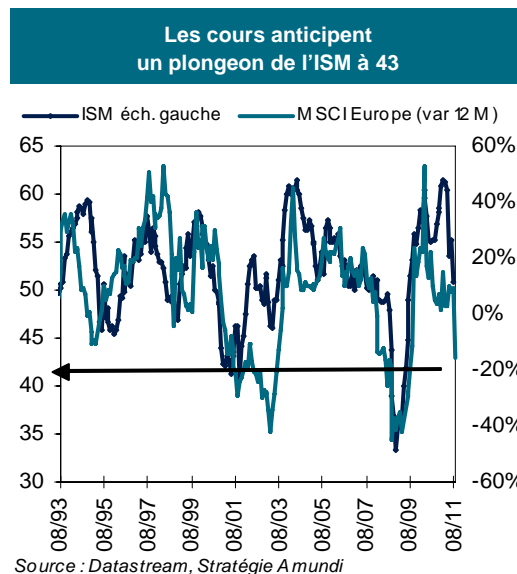
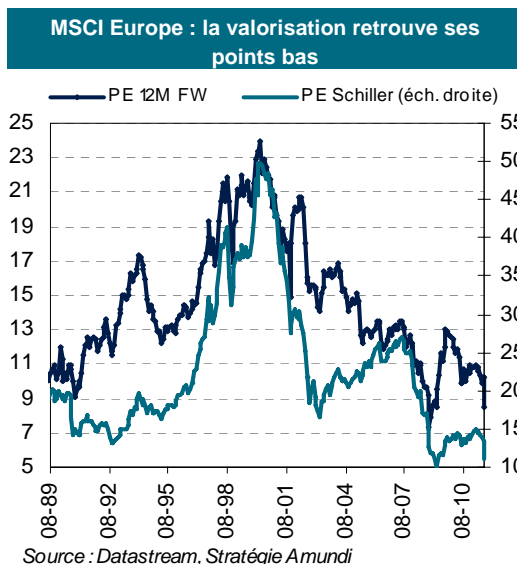
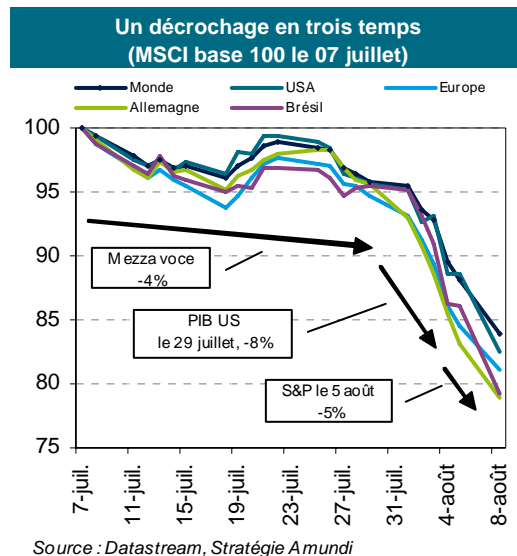
Le marché intègre déjà une rechute sensible de l'activité. Le MSCI Europe a chuté de 21% depuis le début de l'année. Sa valorisation a fortement baissé comme le montre l'envolée de la prime de risque ou le plongeon du PE Schiller.

“ Des cycliques particulièrement vulnérables ... ”

Elle se rapproche désormais des extrêmes de l'automne 2008 – printemps 2009 et, en dehors de cette période s'inscrit au plus bas depuis plus de vingt ans. Ainsi, à 8,4x contre 7.3x au plus fort de la crise Lehman, le *PE forward* se traite 40% en dessous de sa moyenne de longue période (14,2x) et plus bas qu'au T4 92 - T1 93 ; épisode marqué par une croissance exsangue et l'éclatement du système monétaire européen. De même, le *Vix* est monté jusqu'à 65 ; niveau que l'on n'avait plus revu depuis décembre 2008. Quant au *Dividend yield*, il se situe désormais à plus de 4% contre 0% pour les taux longs réels, ce qui constitue également un niveau tout à fait exceptionnel

La valorisation a donc fortement baissé, mais est-ce pour autant un signal d'achat, compte tenu des risques qui pèsent sur la conjoncture ? Un rapprochement entre l'ISM manufacturier et le MSCI Europe fournit un début de réponse. Il montre en effet qu'après la chute des cours, le marché intègre déjà une rechute de l'ISM aux environs de 43 contre 51 en juillet, soit une stagnation de l'économie américaine pendant au moins un semestre (T4 2011 / T1 2012 ?), au lieu des 2% et plus couramment estimés par le consensus. En matière de profits, ceci signifie que la croissance initiale des BPA sur les 12 prochains mois glissants (S2 2011-S1 2012), initialement attendue autour 12% en Europe et 15% dans le Monde, sera, en première approche et hors effet change, quasiment ramenée à zéro. A moins d'un Armageddon financier, le marché est donc d'ores et déjà raisonnablement prudent dans ses attentes. En effet, on peut considérer que le MSCI Monde intègre une baisse de 10 à 15% des profits, à comparer à un consensus à +15% sur les douze prochains mois. Toutefois, au-delà des rebonds techniques, le véritable redémarrage des actions pourrait encore être différé, car le plus bas boursier n'est généralement atteint que lorsque la croissance touche son point bas.

Dans ce contexte, une stratégie sectorielle prudente continue de s'imposer. Compte tenu, des risques sur la croissance économique, de leur prime encore élevée, et d'un processus de révision peu avancé, il convient pour l'instant d'être prudent à l'égard des cycliques et de privilégier des secteurs défensifs. Parmi les secteurs cycliques, les Biens d'Équipement et les Matériaux de base, naguère à la mode, nous semble temporairement devoir être tenus à l'écart du fait de leur prime par rapport au marché qui demeure particulièrement élevée (cf CVI à 98 et 94). Le signal d'achat sur les secteurs cycliques sera donné lorsque les indicateurs avancés et la production industrielle donneront des signes de redémarrage. D'ici là, on demeurera très sélectifs en limitant ses initiatives aux titres de qualité présentant une visibilité supérieure à la moyenne du fait de leur exposition à la croissance des pays émergents, de leur compétitivité industrielle, leur supériorité technologique ou l'innovation produit...A l'inverse, le secteur de l'Alimentation Boisson, traditionnellement défensif, devrait redevenir en vogue, d'autant que la hausse des matières premières, qui avait handicapé ce secteur sur la première partie de l'année (cf. article 9.2 sur les résultats trimestriels) devrait se dissiper. Quant au secteur financier, sa purge a été particulièrement violente. Pour autant, ses risques demeurent difficiles à quantifier et son étroite corrélation avec les CDS pays montre que son retour en grâce est désormais largement tributaire du tempo et de la crédibilité des choix des autorités monétaires et gouvernementales.



12 Le yen et le franc suisse : un statut de valeur refuge qui pèse...

Le yen et le franc suisse se sont fortement appréciés dernièrement. Sur les mois de juillet et août, ils ont gagné respectivement 7% et 9% face à l'euro. A tort ou à raison, ce mouvement est associé par les commentateurs au phénomène de recherche de valeurs refuge. En particulier, l'évolution du Franc suisse par rapport à l'euro est très corrélée à l'évolution de la crise des dettes souveraines en zone euro: toute forte hausse des primes de risque de crédit des Etats périphériques entraînant une appréciation du Franc suisse (voir graphique). La situation de ces deux devises est cependant très différente. Bien que le taux de taux réel effectif du Japon et de la Suisse ait augmenté respectivement de 25% et 30 % depuis la chute de Lehman Brothers, leurs situations sont différentes : le taux de change réel effectif du Japon est proche de sa moyenne de long-terme alors que celui de la Suisse est à son plus haut historique (voir graphique).

Si l'on se réfère aux modèles de valorisation usuels, le yen et le franc suisse sont fortement surévalués. Les modèles du type parité de pouvoir d'achat et BEER fournissent des valeurs d'équilibre situées entre 1.30 et 1.40 pour la parité EUR/CHF et entre 90 et 100 pour la parité USD/JPY.

“ *Yen et franc suisse : deux devises sensiblement surévaluées* ”

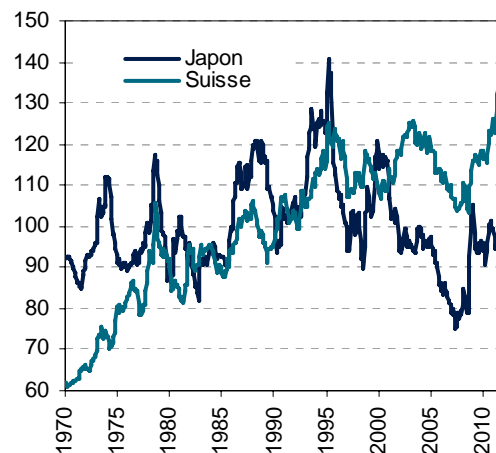
La Banque Nationale de Suisse (BNS) a notamment qualifié à plusieurs reprises la devise helvétique d'« extrêmement surévaluée ». Cependant, il existe des arguments fondamentaux pour justifier un franc suisse et un yen forts. Le Japon et la Suisse accumulent d'importants excédents courants depuis de nombreuses années (respectivement 3.4 et 11% du PIB en moyenne sur la dernière décennie). Ces deux pays disposent ainsi d'une masse considérable d'actifs nets à l'étranger (cf graphique), ce qui constitue, toutes choses égales par ailleurs, un facteur d'appréciation du taux de change réel. On peut d'ailleurs considérer les actifs nets détenus à l'étranger comme une indication de la capacité d'un pays à faire face à une très forte détérioration de la conjoncture (en vendant ces actifs), ce qui peut en quelque sorte justifier leur statut de valeur-refuge. Enfin, le Japon et la Suisse sont deux pays flirtant avec la déflation depuis de nombreuses années : l'inflation y est très faible comparativement aux autres pays développés (cf graphique), même si à la différence du Japon, la Suisse n'a pas expérimenté de longues périodes de baisse des prix. L'équilibre des parités de pouvoir d'achat avec les autres pays justifierait une appréciation nominale. Si l'on peut comprendre dans une certaine mesure l'appréciation du yen et du franc suisse, celle-ci pèse sans doute trop lourd sur les économies considérées.

La très forte appréciation de ces devises constitue une menace pour la compétitivité des secteurs exportateurs. Au Japon, avant même le tremblement de terre meurtrier de la mi-mars, la balance commerciale était déjà très en deçà de ses niveaux d'avant crise et une nouvelle détérioration pourrait pénaliser une économie déjà fragilisée. Alors que le volume de commerce mondial a recouvré ses niveaux d'avant crise (c'est-à-dire du troisième trimestre 2008), les exportations japonaises sont toujours 10% en deçà. En Suisse, le sujet des exportations est très important puisqu'elles représentent près de 50 % du PIB. La surévaluation de la devise ne pénalise pas les différents secteurs de la même façon (voir encadré).

Encadré 7 : l'impact sectoriel de la surévaluation du change en Suisse

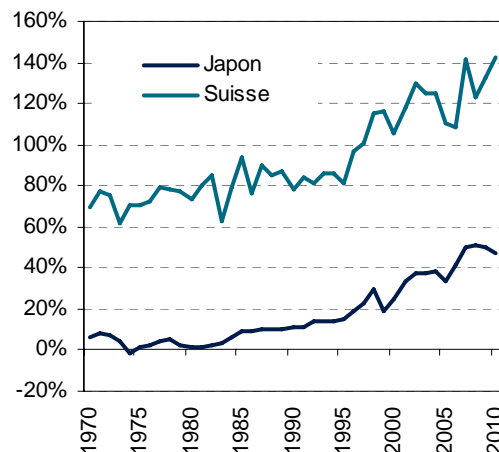
La très forte appréciation du franc suisse affecte l'économie mais tous les secteurs ne sont pas touchés de la même façon. Depuis plusieurs trimestres déjà, la BNS réalise une enquête auprès des entreprises pour évaluer finement l'impact de la revalorisation de la devise domestique. Sans grande surprise, le secteur industriel, plus soumis à la concurrence internationale, est bien plus touché que le secteur des services (cf graphique). Plus intéressant, l'enquête montre que les industries les plus touchées sont l'industrie chimique, les fabricants de matériel électronique et des biens d'équipement et le secteur de la métallurgie. En revanche, le secteur de la construction est lui épargné par l'effet change car cette activité ne peut être délocalisée. Enfin, le tourisme commence à pâtir de la devise selon les déclarations des hôtels interrogés par la BNS.

Taux de change réel effectif : Japon vs Suisse (100 = moyenne de long-terme)



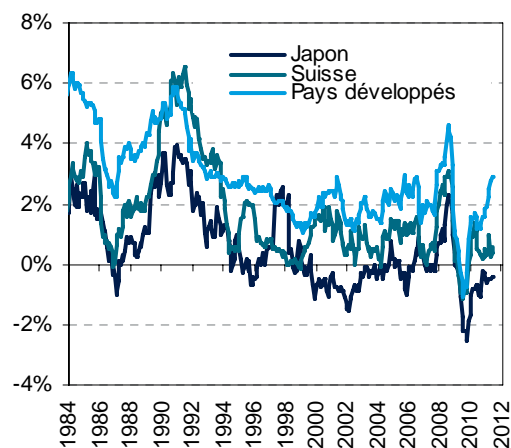
Source : Datastream, Stratégie Amundi

Actifs nets à l'étranger (en % du PIB)



Source : Lane and Milesi-Ferretti (2007), Stratégie Amundi

Inflation : Japon et Suisse vs pays développés



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Les entreprises qui ne changent pas leurs prix en devises locales perdent en compétitivité sur les marchés internationaux et celles qui utilisent les cotations internationales voient fondre leurs revenus d'exportation. La conséquence directe est une réduction des marges qui peut potentiellement aboutir sur des réductions de coûts ou d'effectifs. Par ailleurs, dans le cas de la Suisse, la vigueur du franc pénalise également les commerçants de détail, délaissés par les consommateurs qui franchissent la frontière pour y trouver des produits moins chers.

Pour cette raison, les autorités japonaises et suisses sont déterminées à agir contre une devise locale trop forte. Cependant, leur tâche est rendue particulièrement ardue par le fait que les taux directeurs sont déjà à zéro. Voyant la parité USD/JPY s'approcher trop près de la barre des 75, le ministère des finances japonais et la Banque du Japon (BoJ) ont repris leurs interventions de change au début du mois d'août et n'hésiteront pas à recourir à cette arme à nouveau.

Le gouvernement a également indiqué qu'il intensifierait sa surveillance des positions de change des institutions financières à partir de septembre, dans le but de décourager la spéculation. Malgré ces efforts, il faut bien constater que le yen ne s'est pas sensiblement déprécié. C'est tout l'inverse en Suisse où les mesures drastiques prises par la BNS (cf encadré) ont un affaiblissement du franc suisse de plus de 10%.

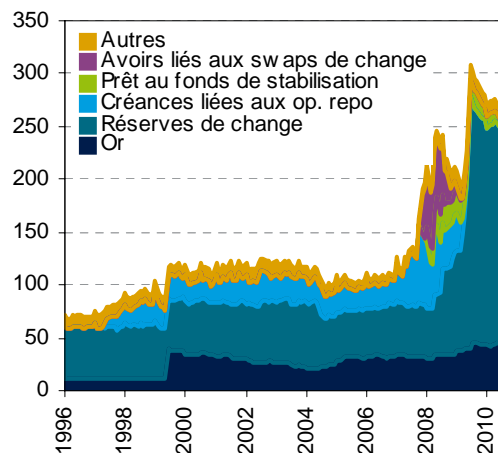
Encadré 8 : surévaluation du franc suisse : les mesures prises par les autorités suisses

Les taux d'intérêt étant déjà proches de zéro en Suisse, la BNS se trouve, comme la BoJ, dans une situation dans laquelle elle ne peut plus recourir à l'arme des taux d'intérêt pour juguler l'appréciation du franc suisse. La réduction de la marge de fluctuation du Libor pour les dépôts à 3 mois de 0-0.75% à 0-0.25% le 3 août dernier n'a d'ailleurs eu qu'un impact limité (quasi-stagnation de la parité EUR/CHF).

Tout comme les autorités japonaises, la BNS a déjà procédé à des interventions de change massives en 2010. Ses réserves de change, détenues à 55% en euro et 25% en dollar, ont très fortement augmenté mais cela n'a pas empêché le franc suisse de s'apprécier fortement (gain de plus de 18% face à l'euro sur l'année 2010) et a surtout causé une perte pour la BNS de plus de 19 milliards de francs suisses en 2010 (10.8 milliards de pertes au premier semestre 2011), soit 3.5% du PIB. En réalité, les interventions directes sur le marché des changes ont été largement inefficaces mais très coûteuses.

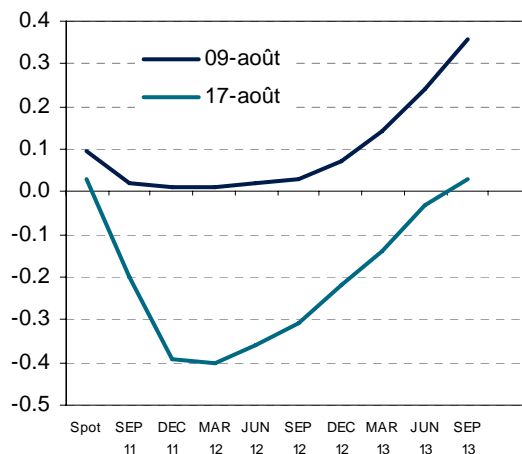
La voie désormais privilégiée par la BNS est celle de la création de liquidités abondantes sur le marché monétaire suisse. L'idée sous-jacente est de faire baisser suffisamment les taux d'intérêt sur le marché monétaire pour décourager les flux entrants de capitaux étrangers. Au cours du mois d'août, elle a fait passer l'objectif d'avoirs détenus par les banques à la BNS de 30 milliards de francs suisses actuellement à successivement 80 (3 août) puis 120 (10 août) et enfin 200 (17 août). Pour atteindre l'objectif de 200 milliards d'avoirs de banques auprès de la BNS, cette dernière leur rachètera les bons qu'elle a émis (106 milliards de francs suisses en juin 2011), ce qui est l'équivalent de l'annulation des opérations de « reverse repo ». Elle aura, de plus, massivement recours aux swaps de changes. Pour le moment, cette stratégie est couronnée de succès puisque les marchés de taux « priment » désormais des taux futurs négatifs et que l'EUR/CHF est passé de 1.03 le 10 août à 1.1850 le 30 août, soit une dépréciation de plus de 18%.

Actifs de la BNS (en Mds de francs suisses)



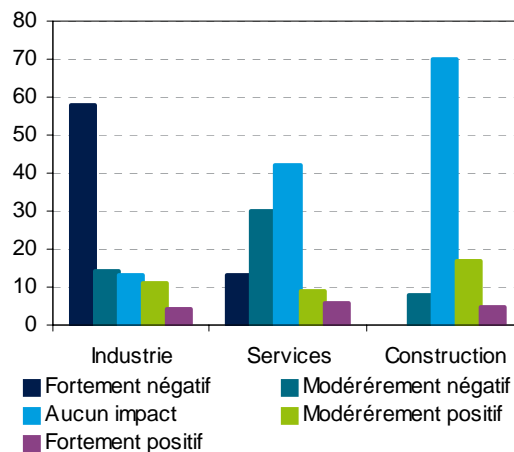
Source : BNS, Stratégie Amundi

Suisse: courbe des taux 3 mois futures



Source : Bloomberg, Stratégie Amundi

Opinions des entreprises suisses à propos de l'impact du franc suisse (% réponses)



Source : BNS, Stratégie Amundi

Cross asset investment strategy

Stratégie et recherche économique

Correspondants

Rédacteur en chef

Philippe Ithurbide - Directeur Recherche, Stratégie et Analyse - Paris

+33 1 76 33 46 57

Rédacteur en chef adjoint

Didier Borowski - Responsable Stratégie & Recherche Economique - Paris

Contributeurs

Sergio Bertoncini - Stratégie Crédit - Milan

Didier Borowski

Bastien Drut - Stratégie Changes & Taux - Paris

Philippe Ithurbide

Eric Mijot - Responsable Stratégie Actions - Paris

Florian Roger - Responsable Macroéconomie - Paris

Stéphane Taillepié - Responsable Analyse Actions - Paris

Ibra Wane - Stratégie Actions - Paris

Support - Stratégie & Recherche Economique

Rémy Lambinet

Marc Joseph-Lokel

AVERTISSEMENT

Directeur de la publication : Pascal Blanqué

Rédacteur en chef : Philippe Ithurbide

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

Édité par Amundi - Société anonyme au capital de 578 002 350 euros - Siège social : 90, boulevard Pasteur, 75015 Paris - Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 04000036 - 437 574 452 RCS Paris.

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

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