

Analyse en bref

- 1 **Crise de la dette européenne : le bout du tunnel se rapproche-t-il vraiment ?** Jusqu'à présent, les européens n'ont pas été en mesure de proposer des solutions à la crise de la dette. Le sommet européen du 26 octobre a avancé des propositions encourageantes ... mais les détails restent encore à déterminer.
- 2 **Que nous apprend l'Histoire économique et financière sur les unions monétaires ?** Le 20^{ème} siècle donne de nombreux exemples d'unions monétaires. Ce sont les divergences de politiques monétaires, les résultats d'une guerre, la création de nouveaux Etats, ou encore une décision volontaire de franchir une étape supplémentaire qui ont entraîné dissolutions, abandons, ou intégrations plus fortes. L'UEM européenne est un processus qui reste flexible, contrairement aux unions qui ont échoué. C'est cela qui devrait normalement faire sa force.
- 3 **Zone euro recherche investisseur en dernier ressort désespérément.** La zone euro a besoin d'un investisseur en dernier ressort pour éviter une crise d'insolvabilité des Etats et des banques. Ni les investisseurs privés, ni les fonds souverains ne peuvent à eux seuls remplir ce rôle. Sans modification des Traités, la BCE ne le peut pas non plus.
- 4 **La France est désormais dans le viseur des agences de notation.** La comparaison de la France avec les autres souverains AAA ne lui est pas favorable. L'Allemagne, l'Autriche, le Luxembourg et la Finlande (tous AAA) dégagent des excédents courants parfois importants et ont, en outre, des finances publiques plus saines. Un vrai contraste avec la France.
- 5 **L'Italie est-elle encore solvable?** L'Italie va retomber en récession. Cette rechute économique prématurée pose indubitablement la question de la soutenabilité de sa dette publique. L'Italie reste néanmoins solvable si les taux de refinancement demeurent inférieurs à 6,5% et si les mesures d'austérité annoncées cet été sont effectivement mises en œuvre.
- 6 **Le Japon ne craint pas de se "japoniser".** La menace du syndrome japonais donne des sueurs froides en Europe et aux Etats-Unis. Le Japon, quant à lui, s'est relevé de son malaise financier en 2003 et d'une recapitalisation gigantesque en 2009. Aujourd'hui, la reconstruction dope le pays et éclipse l'impact du ralentissement des autres grandes économies mondiales.
- 7 **Entreprises de la zone euro : attention à l'accès au financement.** La crise souveraine a rendu l'accès au financement plus difficile. Contrairement aux PME, les grandes entreprises peuvent substituer des financements de marché au crédit bancaire. Dans tous les cas, une raréfaction du crédit affectera sérieusement le taux de défaut des entreprises. Ce dernier reste toutefois pour l'instant sur des niveaux relativement faibles, très en deçà de ses niveaux de 2008-2009.
- 8 **Crédit : haut rendement, BBB et financières senior offrent toujours des valorisations attrayantes.** En dépit de leur performance récente, le haut rendement et les industrielles à fort bêta offrent toujours des valorisations attrayantes en termes de défauts implicites et au regard des précédentes récessions. Les primes des CDS anticipent une faible probabilité de défaut (16%) dans les 5 prochaines années pour les grands établissements financiers européens.
- 9 **Comment les ABS sont-ils passés d'une crise à l'autre du statut de pestiféré au statut de valeur refuge ?** La contagion de la crise épargne les ABS, du moins les mieux notés, contrairement à ce qui s'était passé en 2008-09. Les ABS, longtemps magnifiés pour leur capacité supposée à changer le plomb en or, puis condamnés pour exactement le même motif, auraient-ils trouvé une nouvelle alchimie leur permettant de recommencer à briller ?
- 10 **Marchés d'actions : retournement conjoncturel et allocation sectorielle.** Une modeste récession est déjà escomptée dans le cours en zone euro au niveau agrégé. Mais le processus d'ajustement par secteur sera extrêmement différencié et ce grand écart n'est pas bien intégré. Nous proposons une démarche pour voir ce qui est déjà « *priced* » et ce qui ne l'est pas.
- 11 **Banques chinoises : faut-il vraiment s'inquiéter ?** Les banques chinoises ont aujourd'hui une taille systémique et ce au moins pour trois raisons : 1) la Chine est la seconde économie mondiale; 2) nous sommes encore très loin d'avoir apuré le système financier international des conséquences de l'éclatement de la bulle immobilière aux Etats-Unis; 3) les capitalisations boursières des banques chinoises sont parmi les plus importantes du monde. Une crise bancaire dans l'Empire du Milieu n'est évidemment pas souhaitable, mais pourra-t-elle être évitée?

Achévé de rédiger le vendredi 4 novembre
Prochain numéro début décembre

En savoir +

- 1 **Crise de la dette européenne : le bout du tunnel se rapproche-t-il vraiment ?**
Encadré 1 : Maximiser la capacité du FESF
Encadré 2 : Echancier pour la Grèce page 3
- 2 **Que nous apprend l'Histoire économique et financière sur les unions monétaires ?** page 9
- 3 **Zone euro recherche investisseur en dernier ressort désespérément**
Encadré 3 : quels sont les montants des CDS souverains ?
Encadré 4 : qui achète les obligations du FESF ? page 10
- 4 **La France est désormais dans le viseur des agences de notation**
Encadré 5 : comment juger la qualité d'une dette publique ?
Encadré 6 : comment réduit-on une dette publique excessive ? page 14
- 5 **L'Italie est-elle encore solvable?** page 17
- 6 **Le Japon ne craint pas de se "japoniser"** page 19
- 7 **Entreprises de la zone euro : attention à l'accès au financement** page 21
- 8 **Crédit : haut rendement, BBB et financières seniors offrent des valorisations attractives** page 22
- 9 **ABS : comment passer du statut de pestiféré à celui de valeur refuge ?** page 23
- 10 **Actions : retournement conjoncturel et allocation sectorielle** page 26
- 11 **Banques chinoises : faut-il vraiment s'inquiéter ?** page 28

CLASSE d'ACTIFS	THEMES d'INVESTISSEMENT et PERSPECTIVES	STRATEGIES d'INVESTISSEMENT d'Amundi
Allocation d'actifs	<ul style="list-style-type: none"> Les risques de crise systémique (crise de dettes souveraines, risques bancaires) vont de pair avec des risques de récession. La probabilité de récession monte avec celle de <i>credit crunch</i>. Nous n'anticipons pas d'éclatement de la zone euro, ni de disparition de la monnaie unique. Le déficit de gouvernance et la faiblesse du dispositif anti-crise ne sont pas des éléments rassurants. Malgré des avancées notables, le sommet européen du 26 octobre n'a pas permis de trouver une solution définitive à la crise des dettes souveraines. La situation politique de la Grèce brouille les messages européens. Le G20 montre davantage de coordination des politiques mais n'offre pas non plus de solution pérenne. Pas de normalisation de politique monétaire, et poursuite d'un environnement de taux bas. Les divergences entre les pays de la zone euro perdureront encore quelques années. La croissance restera bien plus solide dans les pays émergents. 	<ul style="list-style-type: none"> Ne pas capituler sur les actions émergentes : zone de croissance autonome et plus solide, gouvernance plus crédible, dettes publiques sous contrôle, pic d'inflation atteint, devises fortes Rester neutre duration et préserver la liquidité Conservé un portefeuille défensif Ne pas augmenter (trop tôt) le budget de risque des actions et autres actifs risqués : révision à la baisse de la croissance et des perspectives de profit, volatilité, crise de la dette ... rester à l'écart des souverains périphériques Pas d'augmentation ni de réduction de la portion crédit et de la portion dette émergente (toutes deux légèrement surpondérées actuellement)
Marchés monétaires	<ul style="list-style-type: none"> La Fed s'achemine probablement vers un nouveau plan d'achat d'actifs financés par création monétaire (QE3). Mais cette fois-ci ce seraient les MBS qui seraient achetés et non les titres du Trésor. Les courbes forward continuent d'anticiper 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). La BCE a baissé de 25pb son taux directeur le 3 novembre. Nous anticipons une nouvelle baisse en décembre. On ne peut exclure des baisses de taux supplémentaires en 2012. 	<ul style="list-style-type: none"> Le taux Eonia conserve son profil heurté et la pression baissière Les taux monétaires vont rester bas en Europe et aux Etats-Unis tout au long de 2012
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. Beaucoup de volatilité dans la zone euro, y compris pour le noyau dur. Les taux devraient néanmoins rester bas, et cela pour différentes raisons : croissance faible, politique monétaire accommodante, politiques budgétaire et fiscale restrictives. Pour les périphériques de la zone euro, pas d'amélioration en vue, mais poursuite de la volatilité au gré des déclarations et rumeurs. Ne pas négliger le risque politique. Obligations indexées sur inflation : l'inflation va ralentir début 2012 et 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 déflationniste, notamment en zone euro et cela ne plaide pas en faveur de cette classe d'actifs. 	<ul style="list-style-type: none"> Peu de potentiel de baisse des taux courts obligataires, avec un risque asymétrique Rester neutre duration Courbe des taux : trades trop directionnels et volatils, aussi bien sur le segment 2/10 ans que le 10/30 ans
Crédit	<ul style="list-style-type: none"> La volatilité reste élevée, la visibilité reste faible (impact très incertain de la crise de la dette), la liquidité reste une priorité, et les phases de fuite vers la qualité peuvent ressurgir à tout moment. L'environnement demeure pesant pour les banques. La baisse continue des taux de défaut ne suffit pas. La qualité du crédit des entreprises reste supérieure à celle des souverains, mais la situation actuelle milite pour la prudence. La liquidité reste un enjeu majeur. 	<ul style="list-style-type: none"> Banques : il est plus prudent de continuer à rester à l'écart, même si les spreads peuvent paraître attractifs et si les récents rebonds sont parfois impressionnants (surtout sur les marchés boursiers) 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
Actions	<ul style="list-style-type: none"> Beaucoup de volatilité et des rebonds spectaculaires ... mais il est difficile de croire en un potentiel de rebond soutenu et durable dans l'environnement actuel. Nos thématiques préférées demeurent les mêmes : La thématique « émergents ». Préférer les 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; La thématique « financières ». La crise n'est pas terminée, et il est préférable de rester à l'écart; La thématique « matières premières » : maintien – anomal – d'un grand écart entre les actions matières premières et les cours de ces dernières. 	<ul style="list-style-type: none"> Prudence sur le plan directionnel Eviter toute exposition aux marchés d'actions des pays périphériques Rester défensifs en actifs risqués dans le portefeuille.
Marchés émergents	<ul style="list-style-type: none"> Très forte chute des marchés émergents en 2011, à l'image de ce qui s'était passé en 2008. La contagion gagne l'ensemble des marchés. Ceci étant dit, la croissance va sans aucun doute rester 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 pays émergents 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 : ce sont les pays à privilégier. 	<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 des grands pays émergents demeure solide, et tant que la liquidité reste abondante, les prix des matières premières devraient bien se tenir. C'est notre scénario central. Le chemin sera heurté compte tenu du ralentissement de l'économie mondiale prévu en 2012, et des risques de récession dans certains pays ou zones, notamment la zone euro. 	<ul style="list-style-type: none"> Le prix du pétrole restera élevé, probablement supérieur à 100\$ le baril en 2012 L'or conserve de l'intérêt compte tenu de la poursuite de la crise financière
Marché des changes	<ul style="list-style-type: none"> Euro : tant que le risque extrême sur la dette euro est sur le devant de la scène, l'euro restera en danger. Il bénéficie toutefois du statut de valeur refuge des titres souverains des pays du cœur (Bund notamment). JPY : nettement surévalué face au dollar mais proche de sa moyenne en termes de taux de change effectif réel. La BoJ a décidé d'intervenir pour endiguer la hausse vs dollar. Compte tenu de sa détermination, le yen ne devrait plus être considéré comme une valeur refuge. CHF : ce n'est plus une véritable valeur refuge. La capacité de la banque centrale à maintenir l'arrimage à l'euro est jugée parfaitement crédible par les cambistes. 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...). Elles sont protectrices en cas de nouvelle dégradation de la situation en zone euro. Devises émergentes : malgré leur forte chute en septembre, c'est face aux devises émergentes que les devises des pays développés ont le potentiel de baisse le plus important. 	<ul style="list-style-type: none"> Nous restons baissiers sur la parité EUR/USD malgré les vents contraires qui soufflent sur la monnaie unique Le dollar reste globalement sous-évalué et l'euro est surévalué contre dollar (valeur d'équilibre autour de 1.20-1.25\$). 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 surtout dans les pays à excédents courants. La mise en ouvre d'un QE3 pèserait sur le dollar

1 Crise de la dette européenne : le bout du tunnel se rapproche t-il vraiment?

Lors des crises précédentes (crise du Système Monétaire Européen de 1992 et de 1993, difficultés de ratification du Traité de Maastricht et rejet du Danemark, projet de Constitution européenne de 2005, difficile ratification du Traité de Lisbonne en 2009, et bien d'autres encore), les marchés financiers ont toujours sous-estimé la capacité des européens à trouver des solutions de dernière minute, « le dos au mur ». Certes, jusqu'à présent, au cours de la crise actuelle, les européens n'ont guère brillé en termes de réactivité et de gouvernance, et on comprend bien le pessimisme ambiant, le caractère défensif des portefeuilles et la prudence de bon nombre d'investisseurs à l'égard des marchés européens.

Dernier épisode en date : un sommet européen qui se termine sur des propositions encourageantes (mais, détail qui a son importance, dont les détails restent encore à déterminer), mais dont l'impact est remis en cause par la décision – surprise – du premier ministre grec de soumettre l'appartenance de la Grèce à la zone euro à un referendum populaire. Les marchés ont immédiatement sombré dans la torpeur qui les animait depuis de nombreux trimestres, et même si le projet de referendum a par la suite été quasiment abandonné, on retient la fragilité de la situation politique en Grèce et la difficulté des Etats-membres de se mobiliser autour d'un projet commun.

Tout cela est bien dommage, car il y avait tout de même eu six avancées majeures lors du dernier sommet européen :

- Tout d'abord, un accord avait été trouvé concernant la réduction de la dette grecque.
 - Ensuite, un montant avait été arrêté concernant la recapitalisation des banques de la zone euro.
 - Afin d'éviter la contagion, les pays européens avaient approuvé le principe d'une augmentation des capacités du FESF.
 - Même si la BCE ne procédait pas à une politique de « Quantitative Easing » d'une ampleur similaire à celle mise en œuvre par la Banque d'Angleterre et la Fed, le nouveau président Mario Draghi avait annoncé qu'elle poursuivrait - si nécessaire - ses achats de dettes des pays les plus faibles.
 - Une plus grande rigueur budgétaire et fiscale de la part de l'Italie afin d'endiguer la contagion.
 - On notera enfin des engagements de principe pour une amélioration de la gouvernance de la zone euro et l'intégration des équilibres budgétaires dans les constitutions des pays.
- En dépit de ces avancées, et hormis l'incertitude liée au referendum grec, de nombreuses questions demeurent, car si les grands principes ont été adoptés, les détails techniques sont encore insuffisants. Il n'en fallait pas plus pour jeter de nouveau le doute sur la capacité des européens de venir à bout de cette crise majeure.

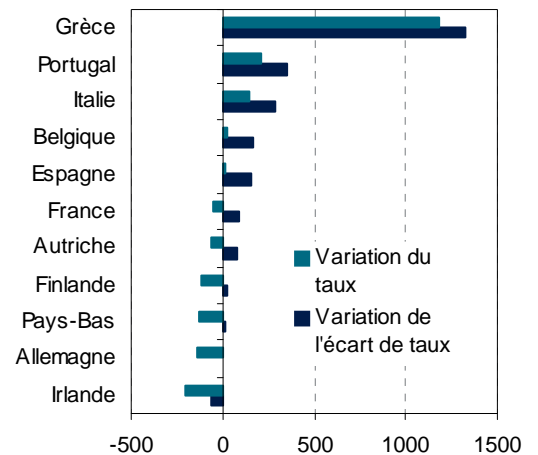
En fait, la perspective d'un référendum en Grèce remettait tout en question : la décote de la Grèce (50%, est-ce vraiment suffisant?), le plan d'aide à la Grèce (sera t-il nécessaire de poursuivre si la Grèce se désolidarise de la zone euro et de l'Union?), le plan de recapitalisation des banques (les besoins ne seront-ils pas plus importants?), l'avenir du FESF (quid du dispositif de rehaussement du crédit, de la taille du fonds, de la participation des fonds souverains et du secteur privé?) ...

“ La perspective d'un référendum en Grèce - projet abandonné - remettait totalement le plan européen en question ”

Question 1 : Quelles pourraient être les conséquences du manque d'adhésion des grecs au plan de soutien européen ?

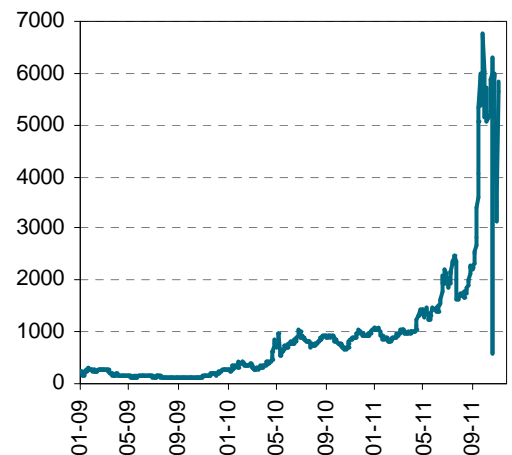
Il faut noter que selon les derniers sondages, même si plus de 70% des grecs restent attachés à l'Europe, plus de 60% d'entre eux sont hostiles au plan de sauvetage décidé récemment. Il faut voir dans ce résultat non seulement la lassitude de voir se succéder des plans d'austérité (qui n'ont pour vertu que de contracter l'activité, l'emploi, les salaires, les retraites... et non la dette publique et les déficits), mais aussi la volonté de changement de gouvernement.

Variation de l'écart de taux 10 ans avec l'Allemagne sur les six derniers mois



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Prime de CDS de la Grèce (en pbs, pour le CDS 5 ans)



Source : Bloomberg, Stratégie Amundi

Le Traité de Lisbonne ne prévoit aucune exclusion (il précise en fait qu'il est impossible d'exclure un pays de l'Union ou de l'UEM), mais un Etat membre a la possibilité de demander à sortir de l'Union (voir section 2 sur les unions monétaires dans l'histoire du 20^{ème} siècle). S'ensuivent alors de longues négociations (sur les affaires de défense, de diplomatie, les affaires économiques et financières ...) ... qui conduisent à la sortie effective de l'Union Européenne et de l'Union Monétaire. A ce stade, le pays doit rebâtir des structures de fonctionnement (banque centrale, politique monétaire, monnaie nationale ...).

Si l'on en croit le Traité, le long processus de négociations se traduit automatiquement (si les négociations ne sont pas terminées) par la sortie effective du pays de l'Union au bout de deux ans, sauf si prorogation.

Question 2 : La réduction de la dette grecque de 50 % prévue par le sommet européen est-elle suffisante pour résoudre le problème de la dette de ce pays ?

La décote (« haircut ») de 50% touche la dette détenue par les prêteurs privés, et elle devrait permettre de faire chuter le niveau de la dette publique grecque de 160% à 120% du PIB du pays à l'horizon 2020. Le progrès est considérable et il éloigne (hormis une nouvelle dégradation de la situation politique en Grèce) le risque de défaut désordonné, catastrophique pour toutes les parties concernées.

Néanmoins, la dette grecque resterait très élevée et elle ne serait soutenable que si les réformes en cours dans l'économie du pays, et l'aide des partenaires européens, permettent de rétablir la croissance et des excédents primaires (déficits publics diminués du service de la dette)... ce qui à l'évidence prendra beaucoup de temps. Sans cela, la Grèce restera insolvable et n'accèdera pas aux marchés des capitaux.

Le « rapport sur la soutenabilité de la dette en Grèce » publié par les économistes de la Commission Européenne (21 octobre 2011) rappelle que « l'analyse montre que la dette restera élevée pour l'intégralité de l'horizon de prévision. Même si elle est réduite à un rythme lent grâce au soutien important et à des taux bas (via le FESF), cette trajectoire n'est pas suffisamment robuste pour pouvoir faire face à des chocs. Rendre la dette soutenable requiert une combinaison ambitieuse d'aide extérieure officielle et de la part du secteur privé. Et même dans le cas où le secteur privé accepte des efforts plus importants, une aide extérieure officielle de grande ampleur restera nécessaire pour une longue période de temps. Autrement dit, la « soutenabilité » de la dette grecque dépend de la solidité de l'engagement des autres pays et organisations internationales à la Grèce ».

Autrement dit, considérer une décote de 50% dans un scénario d'adoption du plan européen est facilement justifiable, mais il convient de rappeler qu'un taux de défaut de 50% ne rend pas la Grèce solvable. La question est néanmoins de savoir si la situation de la Grèce peut faire basculer le taux de défaut vers des niveaux plus élevés.

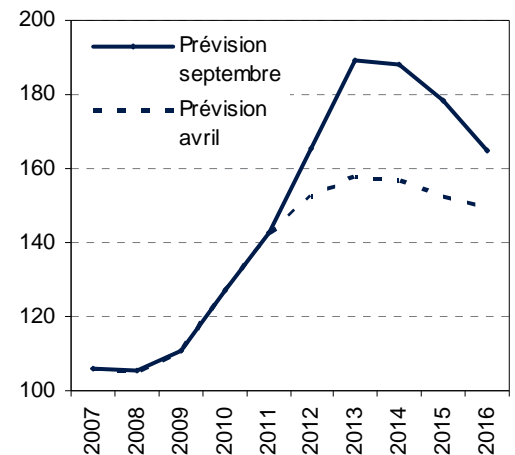
“ Une décote de 50% ne suffit pas à rendre la Grèce solvable ”

Que peut-il se passer si la Grèce fait « sécession » ? Dans le pire des cas, impossibilité de mettre en application le plan européen du 26 octobre, contagion ...), le taux de défaut de la Grèce irait bien au-delà de 50%.

Entre 1998 et 2007, le taux de recouvrement moyen fut de 65% lors des défauts des souverains : 35% pour la Russie en 1998, un peu moins de 40% pour l'Argentine en 2001, 40% pour l'Equateur en 2000, 45% pour Grenade en 2004, 60% pour l'Ukraine en 2000, 70% pour le Pakistan et l'Ukraine en 1998, 70% pour la Dominique et l'Uruguay en 2003, 95% pour la République Dominicaine en 2005 et la Moldavie en 2002, 100% pour l'Equateur en 2000 ... En moyenne depuis le début des années 80, le taux de recouvrement des souverains est de 54%, mais l'histoire ne concerne que des pays émergents, le taux de recouvrement oscillait entre 0% et 100% ... et tout cela ne tient pas compte de l'ajustement – souvent sévère – des cours de change.

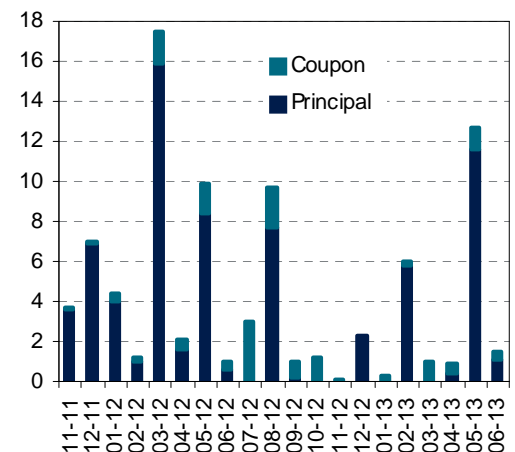
Nous avons déjà évoqué dans nos publications qu'un défaut de l'ordre de 70% à 75% - à l'intérieur de la zone euro - serait nécessaire pour rendre la Grèce de nouveau solvable. Il y a fort à parier que si la Grèce se retrouve seule, sans soutien, son intérêt sera d'effacer une large partie de sa dette, voire même de la répudier.

Grèce : prévisions de dette publique (en % du PIB)



Source : FMI, Stratégie Amundi

Grèce : remboursements à venir (Mds €)



Source : Bloomberg, Stratégie Amundi

Question 3 : Quelle sera la réelle force de frappe du FESF ?

Compte tenu du contexte, et de l'absence de détails précis, il est encore trop tôt pour répondre à cette question. Ce que l'on sait d'ores et déjà, c'est qu'il y aurait y avoir un double mécanisme :

- Un mécanisme « assurances » permettant de garantir les premières pertes (on parle de 20%) en cas de défaillance d'un émetteur souverain.

- Un mécanisme (fonds commun de créances, ou SPV en anglais pour Special Purpose Vehicle) auquel l'Europe espère faire participer prêteurs privés et fonds souverains des pays émergents.

Le taux de participation (voire même la participation) des prêteurs privés et des fonds souverains n'est pas encore acquis, et la taille actuelle du FESF est clairement insuffisante pour enrayer une quelconque contagion aux pays périphériques comme l'Italie ou l'Espagne. Cela est d'autant plus critique que ce fonds est finalement le seul rempart à la contagion (voir section 3 pour une discussion sur le prêteur en dernier ressort en zone euro). La force de frappe du FESF, actuellement de 440 milliards d'euros, devrait être relevée à 1000 milliards grâce à l'effet « assurances » : comment est-ce calculé : en tenant compte d'une garantie de 25% sur la base des capitaux « libres » de 250 Mds ? Ou alors en prenant en compte le financement des Etats actuellement vulnérables sur les 3 ans à venir ? ...).

Par ailleurs, la participation des fonds souverains et investisseurs privés est de nature à accroître encore la taille du dispositif anti-contagion.

Le mécanisme d'assurance (rehaussement du crédit) attire l'attention car il est susceptible d'entraîner des distorsions entre les dettes publiques. Si le FESF garantit les nouvelles émissions des seuls pays vulnérables, on se retrouvera avec des dettes « garanties » et des dettes « non garanties » : les nouvelles émissions des Etats « vulnérables » seraient garanties, mais pas les anciennes ... certains Etats émettraient des dettes avec garanties, mais pas les autres L'encadré ci-dessous, qui reflète la communication « officielle » du FESF, montre bien que les détails restent encore à définir ... On en saura davantage fin novembre, lors de la réunion Eurogroupe/ECOFIN (à noter également que la mise en place du « nouveau » FESF prendra quelques semaines supplémentaires).

Au-delà des mesures envisagées, on peut « s'étonner » que les pays européens recourent au levier, au SPV, et à des constructions qui ressemblent fort aux CDO, des produits d'ingénierie financière qu'ils ont eux-mêmes montré du doigt depuis la crise de 2008, jusqu'à en proposer l'interdiction.

Encadré 1 : Maximiser la capacité du FESF (source : EFSF.com)

Pourquoi un besoin de levier ?

Au cours des derniers mois, la dette souveraine de certains Etats-membres est sous pression. Le FESF est doté d'instruments qui permettent de fournir une aide dans de telles circonstances. Ces ressources sont cependant limitées par rapport à la taille du marché de la dette souveraine. Nous utiliserons de manière plus efficace la capacité du FESF en ajoutant du levier sur ces ressources actuelles.

Comment le FESF sera-t-il « leveragé » ?

Plusieurs approches sont possibles, et elles combinent fonds privés et fonds publics. Deux approches nous semblent efficaces. Ces deux approches respectent le Traité de l'UE et sont compatibles avec le « EFSF Framework Agreement » et ses directives.

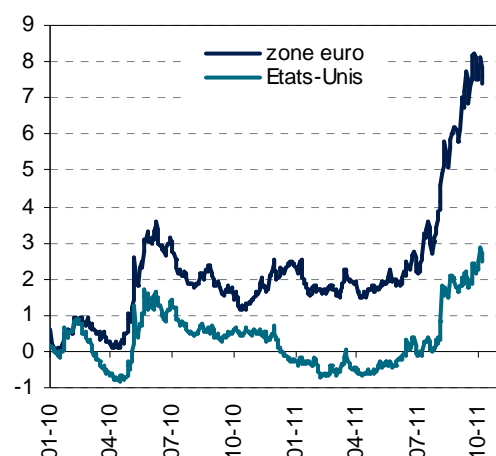
La première approche consiste en un rehaussement du crédit des émetteurs souverains membres du FESF. Le FESF fournirait une assurance partielle pour les nouvelles émissions des Etats-membres en proie aux pressions des marchés. L'achat d'assurance contre le risque sera proposé aux investisseurs privés comme une option lors de l'achat des obligations sur le marché primaire. Ce mécanisme devrait réduire le coût d'emprunt de l'Etat-membre en question.

Via la seconde approche, un ou plusieurs Fonds commun de créances (SPV) seraient créés et permettraient de financer les opérations du FESF. Son capital proviendrait du FESF ainsi que des investisseurs publics et privés. Le capital du FESEF serait subordonné et fournirait de ce fait la réassurance aux investisseurs joignant ce mécanisme. En combinant ces ressources, le SPV pourrait également lever des fonds sur les marchés des capitaux pour aider les Etats-membres.

Quel niveau de levier adopter ?

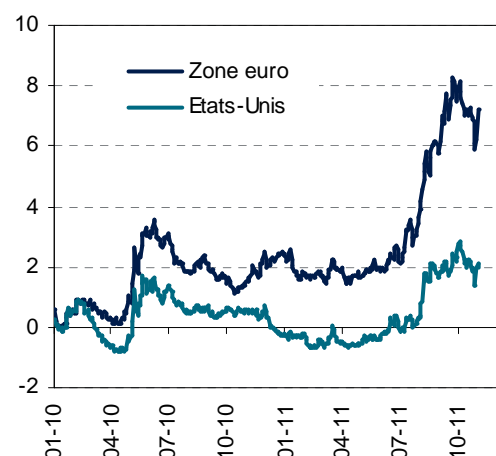
Le degré de levier dépendra de la structure exacte du nouvel instrument, des conditions de marché, de la réponse des investisseurs aux nouvelles mesures et de la solidité des pays bénéficiant de l'aide du FESF. L'amélioration de la crédibilité réduira le montant nécessaire du FESF, parce que les investisseurs demanderont moins de protection du risque et seront incités à ajouter du capital au FESF.

Indicateur de stress financier : zone euro vs Etats-Unis



Source : calculs Amundi

Indicateur de stress financier : zone euro vs Etats-Unis



Source : Stratégie Amundi

Encadré 1 (suite) : Maximiser la capacité du FESF (source : EFSF.com)

Il est de ce fait difficile de donner des chiffres précis à ce stade sur le niveau du levier. Il ne peut être déterminé qu'après discussions avec les investisseurs et les agences de notation. Les deux approches seront développées de telle sorte qu'elles soient attractives pour les investisseurs internationaux. Elles doivent couvrir les différents besoins des investisseurs afin d'avoir un impact maximal. Nous pensons que les deux approches sélectionnées fourniront une stratégie robuste qui attirera ces investisseurs.

Cependant, le levier pourrait être de l'ordre de 1 trillion d'euros sous certaines hypothèses de conditions de marché, de la structure de l'instrument et du degré de réponse des investisseurs. Le FESF aura la flexibilité d'utiliser les deux options de façon simultanée afin d'accroître la solidité de sa stratégie de financement.

Quand le levier sera-t-il opérationnel ?

Il a été demandé à l'Eurogroup de finaliser les termes et conditions du levier d'ici à la fin du mois de novembre sur la base du travail de l'EWG, du FESF et de la Commission européenne. La mise en place des décisions de l'Eurogroup prendra ensuite quelques semaines.

Question 4 : Les décisions prises lors de ce sommet permettront-elles de « sauver » le « AAA » français ?

Le plan européen n'accroît pas le montant des garanties fournies par la France aux pays européens en difficulté, ce qui est indubitablement une bonne chose. De même, il n'est pas prévu que la recapitalisation des banques se fasse avec des deniers publics (la recapitalisation devrait s'effectuer en priorité avec des capitaux privés). En ce sens, toutes choses égales par ailleurs, la perspective d'une perte du « AAA » français s'éloigne. Tout danger n'est cependant pas écarté car les finances publiques de la France restent fragiles, et elles sont par ailleurs susceptibles de se dégrader rapidement en cas de nouveau choc sur la croissance. Autre point négatif : la comparaison de la France et de ses pairs encore « AAA » n'est pas en sa faveur (poids de la dette, trajectoire de dette, service de la dette, comptes courants ...), et cela fragilise la situation de la France. Par ailleurs, la complexité du plan européen et la participation des investisseurs font peser le risque qu'il ne soit finalement pas mis en place. Dans un tel cas de figure, et compte tenu du manque de visibilité sur la zone et de la perspective d'une récession, la France ne sera pas en mesure de conserver son « AAA » (voir section 4 pour une analyse du rating de la France et de la qualité de sa dette par rapport à ses pairs « AAA »).

Question 5 : Les mesures annoncées par S. Berlusconi seront-elles suffisantes pour ôter tout risque de contagion envers l'Italie ?

Les annonces faites en Italie, portant notamment sur l'augmentation de l'âge de la retraite (67 ans au lieu de 65), des cessions d'actifs par l'Etat (au moins 5 Mds par an pendant 3 ans), des mesures d'austérité (60 Mds) et visant à accroître la flexibilité du marché de l'emploi ... vont toutes dans le sens attendu par les partenaires européens et les marchés financiers. Mais comme pour les autres pays de la zone, la grande difficulté sera de renouer avec la croissance tout en adoptant une politique budgétaire et fiscale restrictive. La confiance ne pourra vraiment se confirmer qu'au vu de la mise en œuvre effective de ces réformes. Il y va de la solvabilité de l'Italie (voir section 5). Mais tout cela est en suspens actuellement. La nouvelle crise politique grecque ravive la contagion.

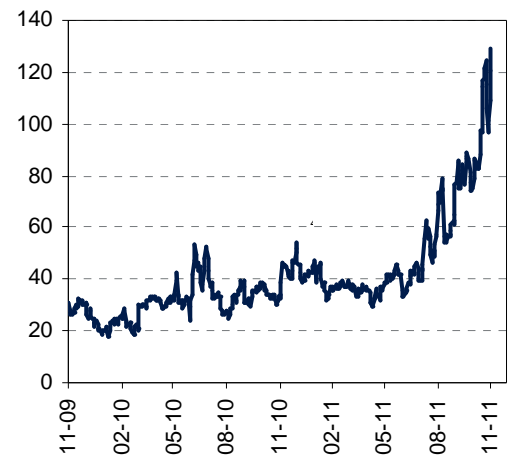
Question 6 : Qu'en est-il de l'Espagne, de l'Irlande et du Portugal ? Ces pays sont-ils sur la bonne voie suite à leur plan de rigueur ?

Ces trois pays ont été durement affectés par la crise. Leur situation est désormais bien meilleure. L'Irlande a obtenu des résultats probants, ce qui l'a fait sortir de la zone rouge. L'Espagne a pour sa part donné de vrais signes vigoureux de lutte contre la dette (elle a notamment inscrit la rigueur dans sa constitution, tout comme l'avait fait auparavant l'Allemagne). Pour le Portugal, c'est sans doute un peu plus compliqué compte tenu de la perte de compétitivité de ce pays depuis plusieurs années. Mais au total, les mesures d'austérité prises dans ces pays ont calmé la nervosité des marchés à leur égard. Comme pour les autres pays, cependant, les finances publiques ne pourront se rétablir durablement que si la croissance reprend, ce qui n'est pas acquis.

Question 7 : La tension sur le marché des taux français va-t-elle perdurer ?

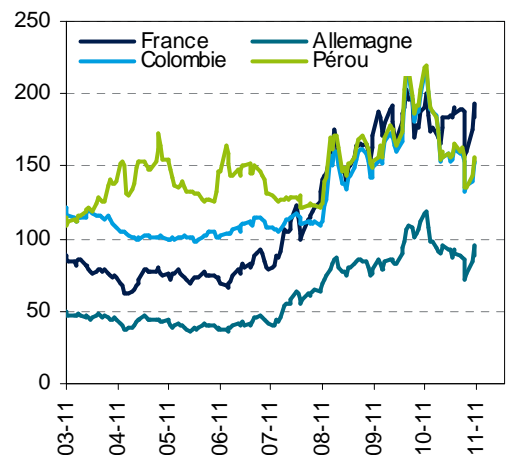
L'écart de taux entre les obligations gouvernementales françaises et allemandes, qui avait récemment atteint un record depuis la création de l'euro, s'est réduit à l'issue du sommet du 26 octobre. La France n'en reste pas moins, parmi les pays notés AAA, l'un de ceux dont les finances publiques sont les plus précaires, ce qui expliquait la remontée des taux et des spreads suite à l'annonce d'un referendum en Grèce.

Ecart de taux 10 ans entre la France et l'Allemagne (en pbs)



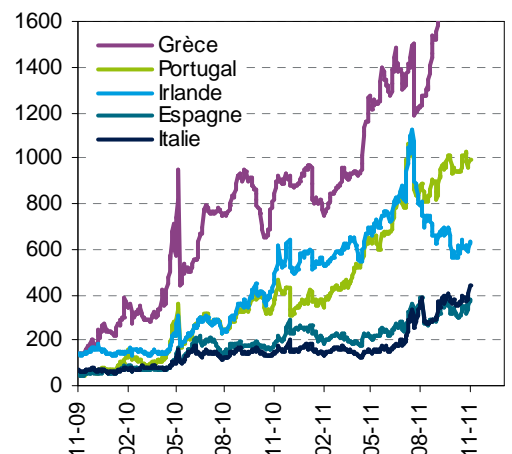
Source : Datastream, Stratégie Amundi

Prime de CDS 5 ans : France et Allemagne vs Pérou et Colombie



Source : Bloomberg, Stratégie Amundi

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



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Les obligations françaises ont trois niveaux de faiblesse : la perception que l'effort de réduction du déficit est insuffisant, la poursuite de la dégradation de la croissance, un nouvel accès de fièvre sur l'ensemble des dettes publiques des pays les plus faibles de la zone euro. Rappelons que les efforts – et les résultats – doivent être menés maintenant : l'agence de notation Moody's a donné trois mois à la France pour convaincre ... la perspective de l'élection présidentielle n'est sans doute pas un facteur facilitant la rigueur budgétaire et fiscale ... mais celle-ci est devenue inévitable.

Question 8 : Le secteur bancaire est-il hors de danger ?

Les banques sont au centre des préoccupations, en Europe bien sûr, mais aussi aux Etats-Unis (les CDS des banques américaines n'ont rien à envier à bon nombre de banques de la zone euro, et en Chine (voir section 11). Le sommet du 26 octobre avait clairement permis d'éloigner la perspective d'un choc systémique sur la dette européenne, ce qui enlevait une grande partie du stress à propos du secteur bancaire. Les recapitalisations annoncées devaient être de l'ordre de 106 Mds pour 70 banques, dont 30 Mds pour les grecques, 26 Mds pour les espagnoles, 15 Mds pour les italiennes et 8.8 Mds pour les françaises (selon la dernière étude officielle, les besoins étaient de 2.1 Mds pour BNPP, 3.4Mds pour BPCE, 3.3 Mds pour Société Générale. Seul le Groupe Crédit Agricole n'avait aucun besoin de recapitalisation). A noter que les banques risquent de subir l'effet du ralentissement économique ou même d'une récession en zone euro.

La décision de procéder à un referendum en Grèce remettait en cause les décisions du 26 octobre et les besoins de capitalisation. Il était alors question d'un défaut désordonné de la Grèce, et de forte contagion aux autres pays périphériques. La situation politique dans le pays n'est pas réglée, et le « scénario du pire » est de nouveau sur le devant de la scène.

“ *Le referendum en grec pouvait remettre en question les besoins de recapitalisation* ”

Question 9 : Une récession en zone euro est elle réellement envisageable ? Quels seraient les impacts d'un tel scénario ?

Les marchés n'anticipent pas du tout une récession dure et longue, mais ils se sont faits à l'idée d'un ralentissement net de l'activité économique. Si une récession plus profonde devait arriver (ce n'est pas notre scénario central), la situation serait alors très difficile, notamment parce que les Etats périphériques et la France n'ont pratiquement pas de marges budgétaires pour mener des politiques de relance. L'arbitrage entre austérité budgétaire et relance économique serait sans aucun doute plus compliqué sur un plan purement politique, d'autant que se profilent des élections majeures en France en 2012, et plus tard en Allemagne. Les détonateurs d'une récession plus sévère sont d'une part l'enlisement de la crise de la dette en zone euro (pas de solution, pas de mise en place du plan du 26 octobre d'ici décembre), et un « credit crunch » d'autre part (les banques étant, dans un scénario d'enlisement, forcées de « deleverager » plus rapidement et plus fort).

Question 10 : Le risque d'un « Crédit Crunch » est-il envisageable ?

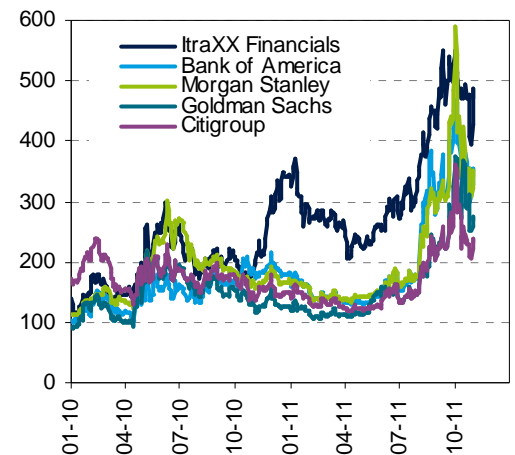
Il y a déjà des signes de contraction du crédit et les opérations de réduction du risque et du levier des banques ne sont pas de nature à rassurer sur ce point. Ceci dit, l'Europe s'efforce de faire en sorte que l'amélioration des ratios de solvabilité des banques se fasse en suivant des schémas qui évitent une réduction du volume des prêts. Néanmoins, dans un contexte économique difficile, la probabilité reste élevée que, dans le cadre de leur propre politique de maîtrise du risque, les banques restreignent leur production de crédit.

Question 11 : Quelles sont les conséquences pour les marchés de taux ?

Une solution durable à la crise de la dette euro permettrait une normalisation partielle des spreads de crédit souverains, et ce d'autant plus que dans l'univers du crédit, ces spreads sont bien plus élevés que les spreads du crédit corporatif. L'élimination du risque systémique permettrait une réduction sensible des spreads. La question qui se pose avec la plus grande acuité concerne en réalité les obligations souveraines de premier rang, Allemagne en tête. La surpondération des portefeuilles en bunds, le repli de l'aversion au risque, le repli du risque systémique sont autant de facteurs qui devraient pousser à la hausse, et de façon conséquente, le niveau des taux des valeurs refuge. Deux facteurs devraient néanmoins atténuer ce mouvement : d'une part les perspectives de baisses des taux directs en zone euro et le maintien de taux bas au niveau international ; et surtout, les perspectives de ralentissement marqué de la croissance économique de la zone. La remontée des taux longs et le repli des spreads souverains se trouveront de ce fait limités.

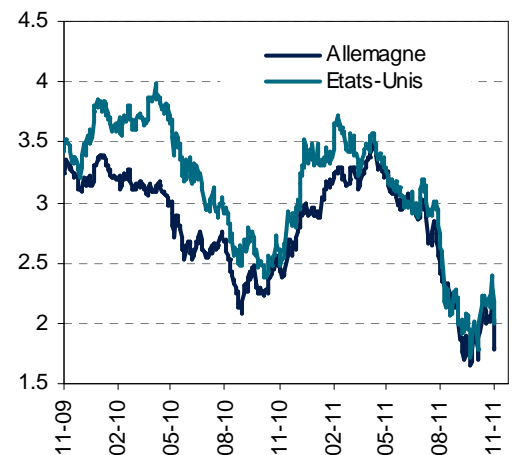
En revanche, compte tenu des incertitudes liées à l'avenir de la Grèce, il est difficile de miser une résolution rapide de la crise. Les périphériques restent fragiles.

Primes de CDS 5 ans : ItraXX Financials vs banques US



Source : Bloomberg, Stratégie Amundi

Taux 10 ans : Allemagne vs Etats-Unis



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Question 12 : Quelles sont les conséquences pour les marchés d'actions ?

Le plan européen du 26 octobre avait redonné un coup de fouet aux marchés d'actions, financières en tête. Il faut dire que l'impact majeur avait été un repli généralisé du risque systémique. Les nouveaux développements en Grèce ont de nouveau activé ce risque, et c'est sans grande surprise que les actifs risqués ont repris le chemin de la baisse. La perspective d'un retrait de la Grèce de l'Union européenne est fortement négative pour l'économie grecque, mais elle enlève quand même un des facteurs importants de la crise. Le problème crucial – et l'enjeu des européens – reste la maîtrise de la contagion. Tant que les détails du plan européen ne sont pas plus clairs (notamment sur le dispositif anti-contagion), et que la situation politique de la Grèce reste aussi fragile, il nous semble bien difficile de renouer avec un véritable optimisme (voir section 10 pour une approche en termes d'allocation sectorielle).

Question 13 : Quelles sont les conséquences pour les marchés des obligations « corporates » ?

Quatre facteurs ont jusqu'ici affecté le marché du crédit : le manque de visibilité dans la situation de la crise de la dette, la recherche de liquidité dans un environnement marqué par le risque systémique, la fuite vers la qualité (favorisant les Bunds et les US Treasuries en priorité), et la remontée de la volatilité (le plus généralement défavorable aux classes d'actifs dites « risquées » comme le crédit ou les actions). Le sommet européen avait permis de faire refluer le risque systémique, ce qui avait donné une bouffée d'oxygène aux marchés du crédit. Cela a été de courte durée. Trois raisons à cela :

- Les solutions à la crise ne sont pas encore finalisées (on en connaîtra les détails essentiels au fil des jours et semaines à venir)
- Les entreprises vont désormais devoir affronter le risque de récession dans un environnement de hausse des taux de défaut et de contraction du crédit (voir section 7 pour une analyse sur l'accès au financement des entreprises)
- L'incertitude relative à la Grèce « pollue » encore davantage une situation déjà compliquée : perspective de possibles élections anticipées, avec, en point d'orgue le risque d'un défaut important voire d'anticipations de retrait de la Grèce de l'Union.

Le crédit à haut rendement, les ratings BBB et les dettes seniors des financières restent néanmoins attractives en termes de valorisation (section 8), tandis que les ABS (ceux qui sont bien notés) tirent très bien leur épingle du jeu dans le climat actuel, une performance sous bien des aspects assez remarquable ((section 9).

Question 14 : Quelles sont les conséquences pour les marchés de change ?

L'assombrissement de la situation politique en zone euro n'est évidemment pas une bonne nouvelle pour l'euro, notamment contre dollar US. On se souvient que la devise européenne avait bien tenu le choc jusqu'à l'été, de façon un peu surprenante. La perspective de baisses des taux de la part de la BCE avait finalement entraîné un repli, somme toute assez limité compte tenu de la bouffée d'oxygène donnée par le sommet européen du 26 octobre. Le climat ambiant, le retour des incertitudes et des craintes de risque systémique nous incitent plutôt à prévoir un fléchissement d'ici à la fin de l'année.

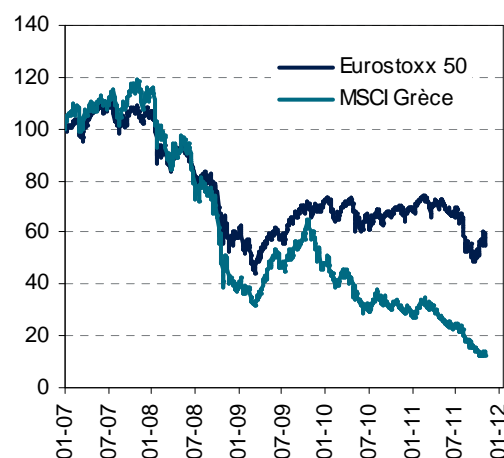
Question 15 : Quelles sont les prochaines étapes à suivre ?

Le G20 des 3 et 4 novembre devait confirmer la participation des pays émergents au dispositif de renforcement du FESF. Durant les semaines à venir seront également développés et présentés tous les aspects techniques permettant au FESF d'augmenter sa « force de frappe ». Bien évidemment, on suivra également avec beaucoup d'attention les développements de la situation politique en Grèce : survie politique de G. Papandreou, formation d'un gouvernement de coalition, risque d'élections anticipées, maintien de la Grèce dans l'Union Européenne ...

Encadré 2 : échéancier pour la Grèce

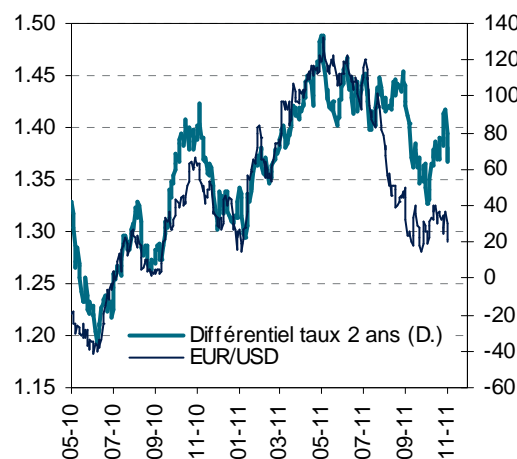
- 7-8 novembre : meeting Eurogroup/ECOFIN
- D'ici au 11 novembre : versement de la tranche de la Troïka (€8 Mds)
- D'ici à fin novembre : travaux de finalisation des détails sur le levier du FESF
- 29-30 novembre : meetings Eurogroup/ECOFIN (ministres des finances) ... et notamment présentation du FESF, nouvelle version
- Décembre : versement tranche Troïka (€5 Mds)
- 9 décembre : Sommet Zone Euro
- D'ici à la fin de l'année : détails sur les 50% de décote et sur le plan de sauvetage de la Grèce

Marché actions : EurostoXX vs MSCI Grèce (100 en janvier 2007)



Source : Datastream, Stratégie Amundi

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



Source : Datastream, Stratégie Amundi

2 Que nous apprend l'Histoire économique et financière sur les unions Monétaires ?

Le 20^{ème} siècle donne de nombreux exemples d'unions monétaires, qu'elles soient nationales ou multi-nationales. C'est ce qu'indique le tableau ci-dessous. Rappelons que l'union monétaire aux Etats-Unis (créée entre 1789 et 1792), l'union monétaire italienne (mise en place en 1861 lors de l'unification de l'Italie) sont deux unions monétaires qui ont perduré sans dommages particuliers tandis que l'union monétaire allemande a connu quelques soubresauts : créée en 1875, interrompue après la seconde guerre mondiale, elle a été « réactivée » en 1991. Que nous apprend réellement l'Histoire ? Pour simplifier, on retiendra quatre choses fondamentales.

1. **L'Histoire nous éclaire tout d'abord sur les causes des dissolutions.** Ce sont les divergences de politiques monétaires, les résultats d'une guerre, la création de nouveaux Etats, ou encore une décision volontaire pour franchir une étape supplémentaire qui ont entraîné dissolutions, abandon, ou intégration plus forte.

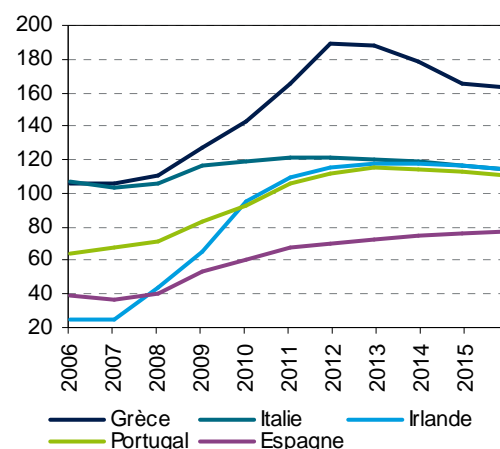
2. **Ensuite, les unions monétaires ont toutes été précédées d'une volonté politique forte et d'un processus fort d'unification politique** (à l'exception des petits pays comme Monaco, Andorre ou encore le Luxembourg). Ce sont précisément des changements politiques irréversibles qui ont précipité l'abandon de bon nombre d'unions monétaires.

Des changements politiques ont précipité la fin de bon nombre d'unions monétaires

3. **L'Union Economique et Monétaire européenne ne ressemble à aucune union monétaire ayant existé dans le passé.** Est-ce une union monétaire nationale ou multi-nationale ? Comme le notent Bordo et Jonung, répondre à cette question n'est pas aussi simple qu'il y paraît. Certes, il y a encore une certaine autonomie politique, budgétaire et fiscale, et l'intégration monétaire a précédé nettement l'intégration budgétaire, ce qui rapproche l'union monétaire européenne des unions multi-nationales. Pourtant, il semble toutefois que l'on puisse conclure sur le fait qu'il s'agissait bien au début d'une union nationale : une seule devise, une seule politique monétaire, des banques centrales nationales qui devaient graduellement perdre leur pouvoir décisionnel, une centralisation des décisions de plus en plus forte, l'absence de règles de sécession (contrairement par exemple à l'Union scandinave dans laquelle les règles de sécession étaient partie intégrante du traité signé). Le Traité de Lisbonne est cependant le premier traité européen qui fixe les règles de sortie d'un pays.

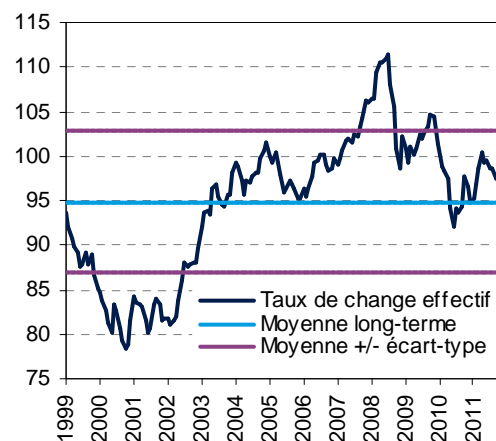
4. **L'Union Economique et Monétaire européenne est un processus qui reste flexible, contrairement aux unions qui ont échoué.** C'est précisément cela qui devrait normalement faire sa force. Cela n'évite pas pour autant des chocs sévères (et asymétriques), et cela ne garantit pas a priori la survie de l'Union. Cela veut dire simplement que les instruments politiques et économiques pour faire face aux chocs doivent pouvoir être mis en place rapidement lorsque les crises surviennent. C'est sur ce point que les Etats européens marquent le pas ... jusqu'ici, il leur a été difficile de montrer leur solidarité, et leur rapidité de décision et d'exécution.

Dettes publiques des pays périphériques de la zone euro (en % du PIB)



Source : FMI, Stratégie Amundi

Taux de change réel effectif de l'euro (100 en janvier 2005)



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Unions Monétaires	Date de dissolution	Causes de la dissolution
Nationales		
Autriche	1919 - 1927	Défaite de guerre et création de plusieurs nouveaux Etats
Russie	1918 - 1920	Création de plusieurs nouveaux Etats
Union soviétique	1992 - 1994	Problèmes politiques majeurs et création de plusieurs nouveaux Etats
Yougoslavie	1991 - 1994	Problèmes politiques majeurs et création de plusieurs nouveaux Etats
Tchécoslovaquie	1993	Divergences politiques, émergence de nouveaux Etats
Multi - Nationales		
Union Latine	1914 - 1927	Guerre mondiale et Politiques monétaires divergentes
Union scandinave	1914 - 1924	Politiques monétaires divergentes
Royaume-Uni / Irlande	Années 1970	Abandon du currency board
Luxembourg / Belgique	1998	Création d'une banque centrale en vue de l'UEM et rupture de l'union monétaire datant des années 20

Sources : Bordo -Jonung (1997), Garber - Spencer (1994), Goodhart (1995), Ithurbide (2000)

3 Zone euro recherche investisseur en dernier ressort désespérément

La zone euro dispose d'un prêteur en dernier ressort (PDR) mais pas d'un investisseur en dernier ressort (IDR). Dès l'origine, on connaissait le caractère très incomplet des institutions de la zone euro. Mettre en place une union monétaire sans budget fédéral, c'était s'exposer à ne pas pouvoir traiter de façon appropriée un choc asymétrique. Lors du sommet du 26 octobre dernier, en cherchant à doter le FESF d'une fonction d'assureur, les autorités européennes ont implicitement confié le rôle d'IDR au secteur privé et/ou à des investisseurs publics étrangers (les fonds souverains). Mais c'est oublier que seule une banque centrale peut jouer ce rôle.

Le caractère incomplet de la construction européenne ne résulte pas uniquement de l'absence d'une dose de fédéralisme budgétaire. Il résulte aussi des statuts même de la BCE. Son rôle de prêteur en dernier ressort est limité aux opérations d'approvisionnement en liquidité du marché. La BCE ne peut pas, même dans des conditions extrêmes, devenir l'IDR de la zone euro et acquérir des titres souverains de façon durable en créant de la monnaie (la constitution allemande interdit la monétisation des dettes publiques). C'est là une différence fondamentale avec les statuts de toutes les autres grandes banques centrales.

Au moment où J-C. Trichet se retire et laisse la place à M. Draghi, il convient cependant de dédouaner la BCE sur au moins un point. La banque centrale n'a pas failli à sa mission quant à l'approvisionnement en liquidité du marché (rôle de PDR stricto sensu). Elle s'est même montrée particulièrement généreuse en la matière, ce qui lui a permis de juguler la défiance interbancaire après la faillite de Lehman Brothers. Toutefois, le problème a pris une toute autre dimension avec la crise des dettes souveraines. Il ne s'agit plus de donner accès à la liquidité à des banques dont les bilans sont remplis d'actifs toxiques, mais de maintenir la solvabilité d'Etats qui ne parviennent plus à se financer dans des conditions normales, ou encore à des banques exposées aux emprunts de ces mêmes Etats.

Dans la crise actuelle, ce ne sont plus l'opacité des expositions et la complexité des titres détenus qui sont source de défiance. Les titres sont très bien identifiés - il s'agit d'emprunts d'Etat - et les expositions des établissements financiers parfaitement connues.

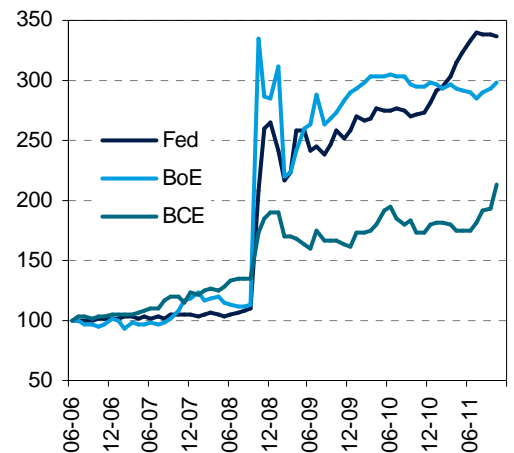
“ *La BCE prêteur en dernier ressort ?* ”

Le problème vient de ce que les actifs qui ont été accumulés au bilan des banques au titre d'actifs « sans risque » ne le sont plus. Aucun établissement financier n'avait supposé qu'un Etat de la zone euro pourrait devenir un jour insolvable. La dévalorisation subite et incontrôlée de ces actifs "sans risque" exerce une pression très forte, notamment sur les banques qui se retrouvent alors très vite sous capitalisées.

Le risque incorporé dans les emprunts d'Etat est particulièrement difficile à mesurer objectivement, notamment dans les périodes de crise. Distinguer parmi les dettes souveraines, celles qui sont illiquides de celles qui sont insolubles est une tâche difficile, voire impossible. Ce n'est qu'avec le recul de l'histoire que l'on peut se rendre compte si des dettes sont devenues insolubles. En plein milieu d'une crise, le diagnostic est toujours sujet à caution. Les CDS souverains mesurent davantage l'anxiété des opérateurs que le risque intrinsèque à chaque dette souveraine (cf. encadré sur les CDS pour les montants qui sont en jeu).

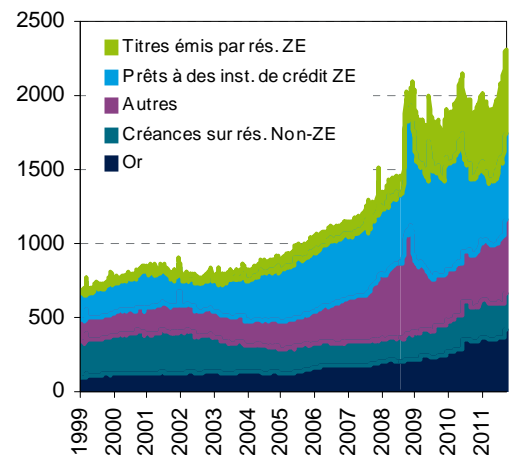
Dans ces conditions, garantir l'accès à la liquidité ou inciter les banques à se recapitaliser peut rassurer les investisseurs mais ce n'est pas suffisant. Il faut les convaincre que les Etats sont des débiteurs solvables. Pour ce faire, il n'y a qu'une solution : mettre en œuvre des politiques budgétaires assurant le retour progressif du budget à l'équilibre (ce qui nécessite de dégager des excédents primaires) et opter pour des règles garantissant le respect de la discipline budgétaire dans la durée. Cette tâche n'est évidemment pas du ressort de la banque centrale mais de celui des gouvernements

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



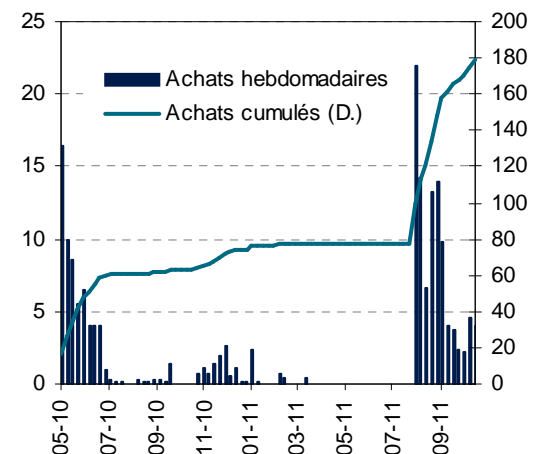
Source : Datastream, Stratégie Amundi

Actifs de la BCE (en Mds€)



Source : Datastream, Stratégie Amundi

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



Source : Bloomberg, Stratégie Amundi

Encadré 3 : quels sont les montants des CDS portant sur les Etats?

Les CDS sont des instruments de gré à gré permettant de se couvrir contre un « événement de crédit » d'une entreprise ou d'un Etat (défaut de paiement, restructuration de la dette, moratoire, répudiation). L'inconvénient de ce type de produit est que, contrairement aux produits échangés sur les marchés organisés, il est difficile de disposer de statistiques précises sur les volumes en jeu et sur les parties prenantes. Ce n'est qu'à la fin 2008 que la Depository Trust & Clearing Corporation (DTCC) a commencé à publier des statistiques détaillées sur les CDS. Que nous disent-elles ? A la fin octobre 2011, les CDS portant sur les Etats et entités gouvernementales représentent en agrégé une part bien moins importante des montants notionnels bruts des CDS « single name » (18,5 % contre 80,4% pour les entreprises). Toutefois, individuellement, les CDS aux montants les plus importants sont ceux des Etats, que ce soit en notionnel brut ou non. Les Etats représentent 9 des 10 CDS les plus importants en termes de notionnel net et 8 en termes de notionnel brut. Contrairement aux idées reçues, les Etats connaissant les difficultés budgétaires les plus graves ne sont pas ceux pour lesquelles les notionnels sont les plus élevés : les notionnels bruts des CDS sur la Grèce s'élèvent à 74,8 milliards de dollars contre 116,1 pour l'Allemagne et 132,3 pour la France. Ces montants sont toutefois importants lorsqu'on les rapporte à la taille de l'économie nationale : de 20 à 30 % pour l'Irlande, le Portugal et la Grèce contre 0,2% pour les Etats-Unis, 3% pour l'Allemagne et 5% pour la France.

Une distinction est faite entre notionnel brut et notionnel net. Les montants notionnels bruts représentent la somme des montants notionnels de toutes les transactions n'étant pas arrivées à maturité et sans prise en compte des transactions qui s'annulent (par exemple, achat d'une protection sur une entité puis vente de protection sur cette entité pour un même montant notionnel). L'inconvénient de cette mesure est qu'elle surestime la taille du marché car de nombreux acteurs de marché ajustent leurs expositions CDS existantes en contractant de nouveaux CDS dans le sens inverse. Les montants notionnels nets prennent, eux, en compte la superposition de positions contradictoires : ils représentent le montant net maximal des fonds transférés, en cas d'événement de crédit, des vendeurs de protection aux acheteurs de protection en faisant l'hypothèse d'un taux de recouvrement de 0%. En ce qui concerne la Grèce et le Portugal, les deux pays de la zone euro les plus touchés par la crise, les montants notionnels nets représentent fin octobre 2011 respectivement 3,7 et 5,6 milliards de dollars. Ces chiffres ont fortement chuté lors de l'année écoulée : une réduction des expositions directes à ces pays s'explique probablement par la hausse de la probabilité d'un événement de crédit. Cependant, les montants notionnels nets sont, eux, insuffisants pour mesurer les risques en termes de stabilité financière car la défaillance d'un des acteurs de la chaîne peut entraîner des défaillances en cascade (comme lors de la crise de 2008). Il convient donc de garder un œil sur les deux mesures!

C'est la raison pour laquelle la BCE a plaidé, à juste titre, pour donner un rôle accru au FESF. En cas de crise, il revient à ce dernier de mutualiser les risques en garantissant aux Etats jugés en risque un accès à un financement à un moindre coût.

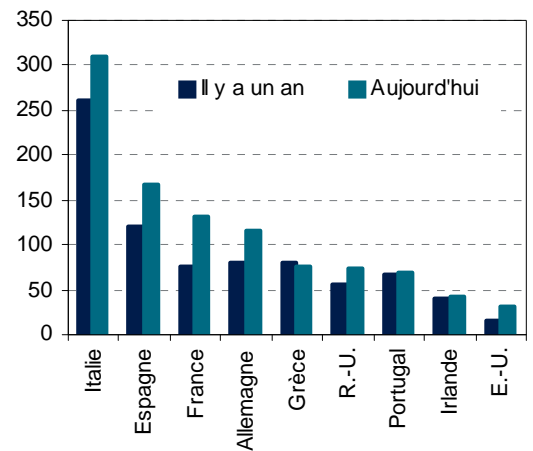
A mesure que le temps passe, le « capital de confiance » des investisseurs s'érode et la crise de liquidité se transforme en une crise de solvabilité généralisée. Les prophéties sont auto-réalisatrices en la matière et le comportement moutonnier des opérateurs de marché est caractéristique des moments de panique. Les ventes simultanées de titres de dettes souveraines font naturellement monter les primes de risque exigées par les investisseurs lors de nouvelles émissions. Les charges de la dette deviennent insoutenables, les agences dégradent leurs notes, ce qui vient justifier a posteriori la défiance des investisseurs. L'exemple de l'Italie est frappant. L'Etat qui était solvable quand les taux d'intérêt étaient faibles, devient insolvable si les taux d'intérêt demeurent au niveau actuel en raison du poids des charges de la dette.

Pour rompre ce cercle vicieux, il faut une intervention rapide. Mais plus la contagion gagne du terrain, plus la capacité de stabilisation des Etats via le FESF s'amenuise. Et la proposition d'accroître la capacité de prêt du FESF à plus de 1000 Mds en augmentant les garanties devient caduque. En effet cela reviendrait à exposer les pays du cœur de la zone euro (et donc le fonds lui-même) à des abaissements de notes par les agences. Une solution qui est inacceptable pour l'Allemagne.

La détérioration des conditions d'emprunts du FESF démontre par ailleurs les limites de sa capacité d'intervention (cf. encadré sur les acheteurs et les conditions d'émission du FESF). Sans « aide externe », le FESF ne peut pas jouer pleinement le rôle d'IDR qui lui est dévolu.

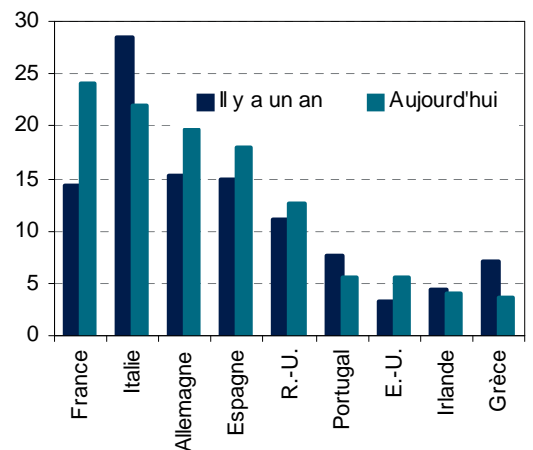
“ Des Etats impuissants ... et un FESF à capacité limitée ”

Notionnels bruts de CDS (en Mds\$)



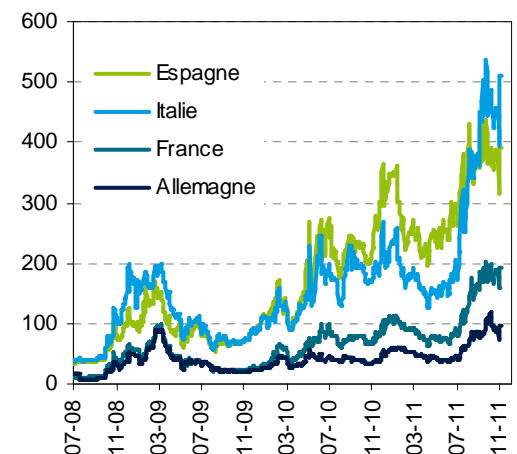
Source : DTCC, Stratégie Amundi

Notionnels nets de CDS (en Mds\$)



Source : DTCC, Stratégie Amundi

Prime de CDS 5 ans (en pbs)



Source : Bloomberg, Stratégie Amundi

L'intervention en dernier ressort de la banque centrale concerne a priori le marché de la liquidité. En théorie, elle ne doit avoir aucun impact durable sur son bilan. Il ne lui appartient pas de résoudre des crises de solvabilité. Ces dernières sont du ressort des Etats. C'est sur cette position que campent les autorités allemandes, qui ont rejeté le plan français visant à démultiplier la force de frappe du FESF en lui donnant un statut de banque. Un tel statut lui aurait conféré l'autorisation de s'endetter de façon potentiellement illimitée auprès de la BCE, en gageant les titres souverains achetés. La raison du refus de l'Allemagne est claire. Si la BCE ouvre la boîte de Pandore de son financement - que ce soit en prêtant au FESF ou en faisant tourner la planche à billets (quantitative easing) - elle s'engage à porter durablement un risque à son bilan. Et les gouvernements n'auraient dans ce cas de figure plus aucune incitation à mettre en œuvre une politique budgétaire responsable (aléa moral).

Ceci étant dit, la crise générée par la faillite de Lehman Brothers rappelle qu'il vaut mieux s'exposer à un aléa moral qu'à une crise systémique. Les autorités européennes ont cru résoudre la problématique de l'IDR en démultipliant la force de frappe de le FESF via un dispositif assurantiel (solution retenue lors du sommet du 26 octobre). Mais c'était oublier que pour être crédible, l'IDR doit disposer de ressources potentiellement illimitées et mobilisables sans délai. Or dans le dispositif assurantiel, tout repose par construction sur la confiance des investisseurs. Ces derniers sont censés être incités, par l'assurance proposée, à acheter des emprunts d'Etat.

Or on sait qu'en cas de crise systémique, les mécanismes de marché sont défaillants, la confiance s'envole et les incitations s'évanouissent. Pour enclencher un cercle vertueux, il faut rétablir la confiance des investisseurs. Pour ce faire, il leur faut un IDR. Ils ne peuvent évidemment pas exercer ce rôle.

“ *La nécessité d'un investisseur en dernier ressort* ”

Par ailleurs, s'ils acceptent d'investir pendant un temps, ce ne peut être à des conditions trop sévères, sans se soucier des conséquences économiques (ajustements budgétaires pro-cycliques). Enfin, il convient de rappeler que les investisseurs privés, valorisant leurs actifs aux prix de marché (marked-to-market), s'avèrent très sensibles aux primes de liquidité qui peuvent surgir. Les fonds souverains ne sont pas, non plus, insensibles aux conditions de marché même s'ils sont plus enclins à détenir des titres jusqu'à maturité. Dit autrement, en cas de nouveau choc ou d'aggravation de la crise - tensions politiques, récession plus marquée, ou encore crise dans les pays émergents - le dispositif assurantiel devient caduc.

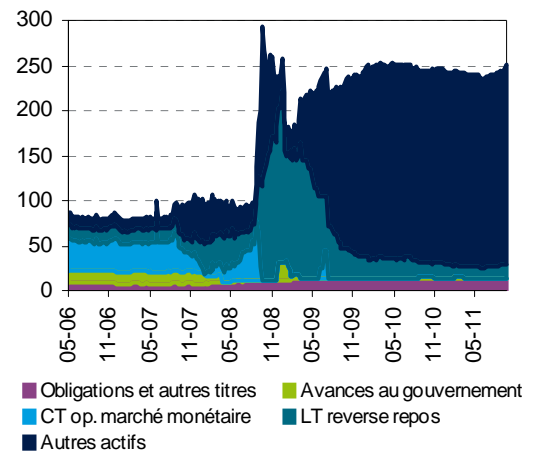
Dans les autres pays, les banques centrales jouent le rôle d'IDR. Elles ont d'ailleurs donné l'exemple. La Banque d'Angleterre (BoE), la Réserve fédérale (Fed), la Banque du Japon ont toutes accepté, à des titres divers, d'utiliser leur bilan de façon extensive pour stabiliser le système financier. La BoE détient ainsi plus du quart de ses actifs sous forme de bons du Trésor britannique, tandis que la Fed détient environ 11% de son actif sous cette forme.

“ *La BCE ne pourra pas durablement jouer le rôle d'IDR sans une modification des traités* ”

Il ne s'agit certes pas d'une solution pérenne. Mais dans tous ces pays, on observe par ailleurs une déconnexion entre la dynamique de la dette publique et les taux d'intérêt à long terme. Preuve s'il en faut qu'une banque centrale dotée des attributs d'IDR peut contrôler le risque de crédit.

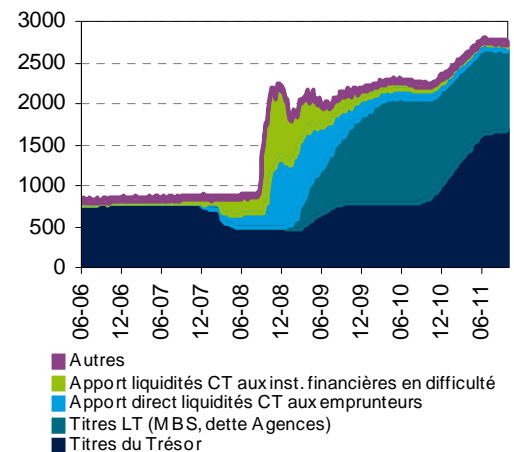
Aujourd'hui, ce n'est pas seulement d'un PDR dont la zone euro a besoin mais d'un IDR pour éviter une crise d'insolvabilité, non seulement des Etats, mais aussi des banques dont les actifs se dévalorisent brutalement. Ni les investisseurs privés, ni les fonds souverains ne peuvent à eux seuls remplir ce rôle. Sans modification des Traités et/ou de la constitution allemande, la BCE ne le pourra pas non plus. Il lui reste toutefois la possibilité d'acheter des titres en stérilisant ses opérations et à condition que ce soit temporaire. Bonne nouvelle, en dépit des réticences allemandes, Mario Draghi a déjà fait savoir qu'il n'hésiterait pas à utiliser ce moyen. Mais cela suffira-t-il à restaurer la confiance ?

Actifs de la BoE (en Mds£)



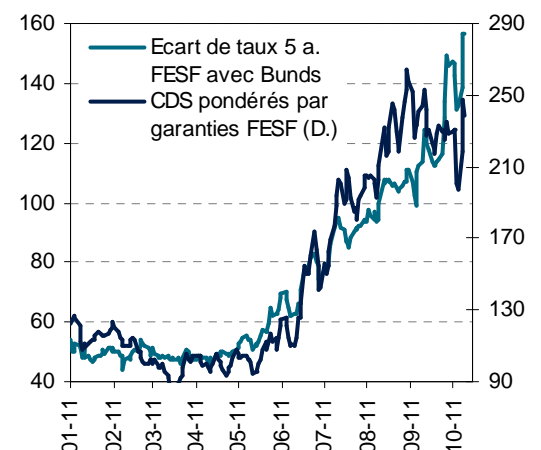
Source : Datastream, Stratégie Amundi

Actifs de la Fed (en Mds\$)



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Ecart de taux entre obligations FESF et Bunds vs CDS des pays de la zone euro*



Source : Bloomberg, Stratégie Amundi

* Les CDS des pays de la zone euro sont pondérés par la part de leurs garanties dans le FESF

Encadré 4 : qui achète les obligations du FESF?

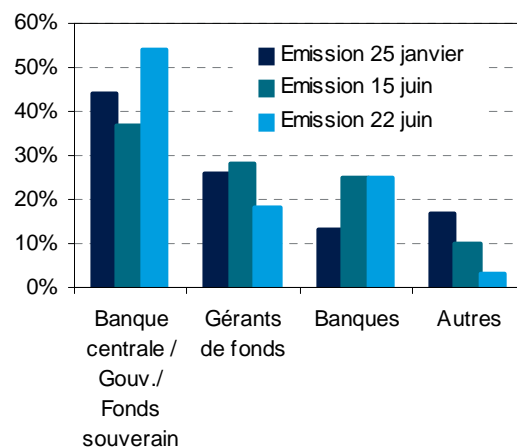
Le Fonds Européen de Stabilité Financière (FESF) n'a pour l'instant émis que trois fois :

- 5 milliards d'euros à maturité 5 ans le 25 janvier dans le cadre de l'aide à l'Irlande
- 5 milliards d'euros à maturité 10 ans le 15 juin dans le cadre de l'aide au Portugal
- 3 milliards d'euros à maturité 5 ans le 22 juin dans le cadre de l'aide au Portugal

Même si les obligations du FESF ont trouvé preneur sans la moindre difficulté apparente, force est de constater que les émissions de juin ont connu beaucoup moins de succès que celle de janvier. Alors que plus de 500 investisseurs avaient fait une offre pour la première émission, ils n'étaient plus que 100 pour la deuxième et 70 pour la troisième. Le ratio « bid-to-cover » (taux de couverture) a été exceptionnel pour la première émission (8,9) et a fortement chuté pour les deux suivantes (aux alentours de 3) pour atteindre des niveaux plus en accord avec, par exemple, les émissions d'OAT en France et de Bunds en Allemagne. Les émissions du FESF ont été réalisées à des taux légèrement supérieurs (d'environ 20 points de base) au taux de swap : la prime était donc faible. La forte hausse de la prime de risque des obligations émises par le FESF, très corrélée aux primes de CDS des Etats de la zone euro, est sûrement la cause du report de la quatrième émission (dans le cadre de l'aide à l'Irlande).

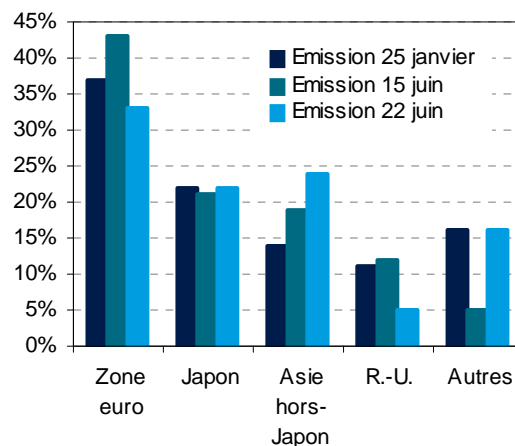
La demande asiatique a été très forte : les pays asiatiques, Japon inclus, ont acheté 46% de la troisième émission. En particulier, le gouvernement japonais a respecté sa promesse de venir en aide aux Européens en achetant à chaque fois environ 20% de l'émission et a récemment évoqué la possibilité d'en acheter une part encore plus importante. Notons que les achats de la part des investisseurs américains n'ont jamais dépassés les 4% des émissions. En termes de type d'investisseurs, les intervenants officiels (banques centrales, gouvernements, fonds souverains) ont été les acheteurs les plus importants avec 54% des achats pour la troisième émission.

Répartition des acheteurs des obligations du FESF par type d'investisseur



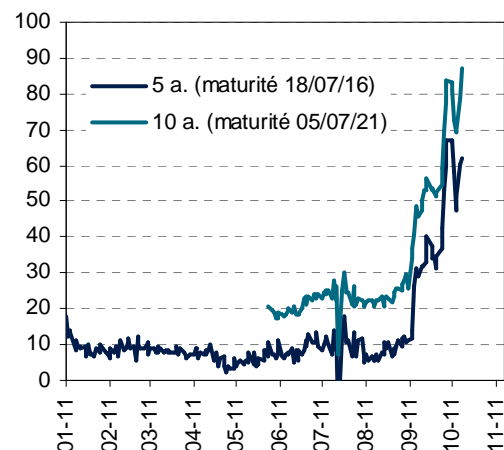
Source : FESF, Stratégie Amundi

Répartition géographique des acheteurs des obligations du FESF



Source : FESF, Stratégie Amundi

Ecart de taux des obligations du FESF avec les taux de swap (en pbs)



Source : Bloomberg, Stratégie Amundi

4 La France est désormais dans le viseur des agences de notation

Après l'abaissement de la note de crédit des Etats-Unis, tout le monde attendait le nom du prochain AAA pouvant être dans le viseur des agences de notation. Moody's a été la première à apporter une réponse claire : la France est désormais sous surveillance, et a désormais trois mois pour convaincre de la qualité de sa dette et de sa gouvernance. L'enjeu est a priori de taille, non pas parce que le AAA est fondamental (nous avons montré dans une précédente édition que la différence entre un AAA et un AA n'était finalement pas très significative), mais plutôt parce qu'il sera difficile de convaincre que le rating actuel n'est pas « usurpé » dans le contexte actuel de crise de la dette, de faible croissance et d'échéances électorales ... Rappelons que seuls 6 pays de la zone Euro bénéficient encore de la note maximale (la France, l'Allemagne, l'Autriche, les Pays-Bas, le Luxembourg, et la Finlande).

Moody's et S&P vont suivre de près l'évolution de la crise de la dette et les risques de récession

Moody's a précisé que l'examen de la signature de la France entrainé dans le cadre de son étude annuelle sur les comptes nationaux ; il ne s'agit donc pas – pas encore ? – d'une décision sur la note de crédit. D'ailleurs, quelques jours auparavant, Moody's avait confirmé la solidité de la note française, suite au plan de restructuration de Dexia. Outre la capacité du gouvernement français à tenir ses engagements budgétaires, Moody's va désormais regarder de près la capacité du gouvernement à respecter ses engagements budgétaires, les risques de fléchissement de l'économie, les engagements de la France dans le plan de sauvetage européen et les évolutions des marchés financiers. L'agence rappelle que même si la solidité financière de la France reste élevée, « *comme c'est le cas pour d'autres pays de la zone euro, elle s'est affaiblie car la crise économique et financière mondiale a conduit à une détérioration de ses ratios d'endettement, qui sont désormais parmi les plus faibles des pays Aaa* ».

« Il est de ce fait crucial que la France conserve la confiance des investisseurs sur sa capacité et sa volonté de s'attaquer à des défis imprévus, comme, par exemple, la nécessité d'apporter un soutien additionnel à d'autres pays européens ou à son propre système bancaire ».

“ La France doit rester capable de faire face à des défis imprévus ”

Cela pourrait accroître de manière significative les engagements que doit supporter le budget du pays. « *La détérioration des ratios d'endettement et la possibilité de voir apparaître de nouvelles dettes potentielles exercent une pression sur la perspective stable de la note Aaa du pays* », rappelle Moody's.

S&P a également annoncé de son côté qu'en cas de récession, elle dégraderait la France, l'Italie, l'Espagne, le Portugal et l'Irlande. « *La forte progression des déficits publics et la recapitalisation des banques devraient peser lourdement sur l'endettement des pays de la zone Euro* ». Elle ajustera ses notations en fonction de l'ampleur du ralentissement économique, mais souligne que, pour l'instant, une récession des pays de la zone Euro n'est pas le scénario privilégié. La Commission européenne, quant à elle, ne montre aucune inquiétude sur le sujet : « *les autorités françaises ont pris de grandes décisions cet été pour accélérer les efforts de consolidation budgétaire, et elles pourront remplir les objectifs fixés* ». Au-delà des anticipations de croissance ou des risques de pressions supplémentaires liés à la crise de la dette, deux questions de fonds se posent :

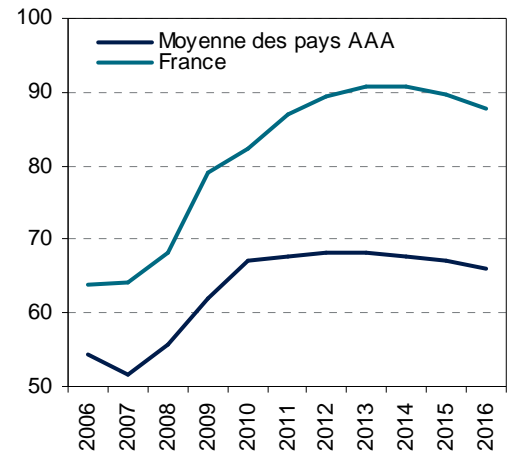
- La France mérite-t-elle d'être encore AAA ?
- Quels sont les risques de voir la France dégradée à un horizon de 3 mois ?

La France mérite-t-elle encore d'être AAA ?

En termes absolus, la qualité de la dette de tous les pays avancés s'est dégradée au cours de ces dernières années. Ce qui est vrai pour la France vaut pour le Japon, les Etats-Unis ... et les autres pays européens, y compris l'Allemagne. En tous cas, la situation de la France est désormais clairement « sanctionnée » par les marchés financiers :

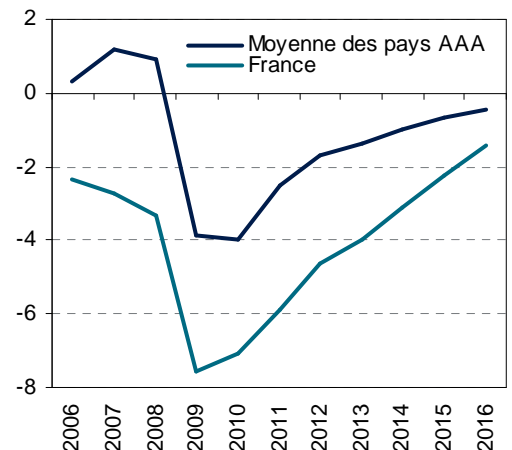
- Le CDS 5 ans de la France est désormais à 175 pb, contre 110 pb environ début janvier;
- Le spread OAT/BUND 10 ans vaut 120 pb, contre 40 pb début janvier.

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



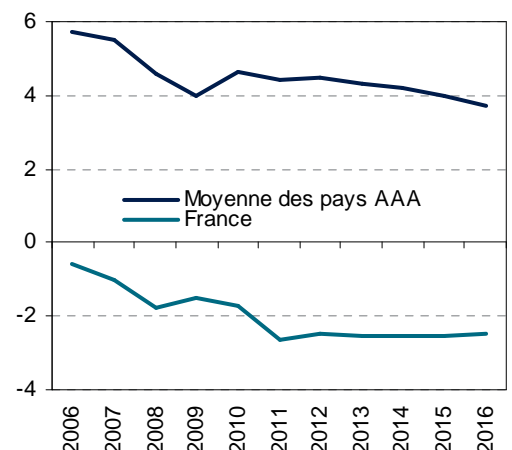
Source : FMI, Stratégie Amundi

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



Source : FMI, Stratégie Amundi

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



Source : FMI, Stratégie Amundi

Les deux premiers graphiques de la page précédente montrent clairement la très forte dégradation des finances publiques françaises. Dans les années 70, le ratio dette publique/PIB était inférieur à 10%, contre plus de 85% en 2011. Les économies et les dirigeants politiques en général se sont habitués à des ratios de dette élevés, sous prétexte sans doute d'un financement facile, essentiellement domestique, d'une tendance générale ... mais en temps de crise, ces ratios élevés gênent les politiques de croissance car les pays endettés sont voués à mener des politiques contraignant davantage encore la croissance (voir encadré ci-dessous).

Dans l'absolu (stock de dette, ou encore niveau des déficits publics), la situation de la France n'est pas très favorable. En termes relatifs (par rapport aux souverains notés AAA), le constat n'est pas très différent. Voici quelques exemples illustratifs :

- **Le poids annuel de la dette** (dette venant à maturité + déficit budgétaire de l'année) est un premier élément de différenciation. Il atteint un équivalent de plus de 50% du PIB au Japon, plus de 25% aux Etats-Unis (et en Grèce), contre 15% au Royaume Uni, 18% en Irlande, 23% en Italie et en Belgique, 22% au Portugal, un peu moins de 20% en Espagne et en France ... en revanche, le positionnement par rapport aux autres pays AAA n'est pas favorable : 10% en Allemagne, 16% au Canada, 3% en Australie.

- **Les revenus de l'Etat** français totalisent 50% du stock de la dette, ce qui veut dire que la dette totale représente 2 années de revenus, comme en Allemagne, contre 3 en Italie, 3,5 aux Etats-Unis, 5 en Grèce et 7 au Japon. Sur ce plan encore, la France ne se compare pas favorablement aux autres AAA.

“ La comparaison de la France avec les autres souverains AAA ne lui est pas favorable, quel que soit le critère ”

France : compte courant depuis 30 ans (en % du PIB)



Source : FMI, Stratégie Amundi

France : déficit public depuis 30 ans (en % du PIB)



Source : FMI, Stratégie Amundi

Encadré 5 : comment juger la qualité d'une dette publique ?

Hormis les critères quantitatifs, trois critères qualitatifs ont désormais une importance capitale pour peu que l'on veuille distinguer un AAA et un AA.

La dette est-elle acceptable ? Les populations acceptent-elles les mesures de politique économique mises en place pour ramener déficits publics et dette publique vers des niveaux raisonnables ? Le gouvernement est-il forcé d'adopter des mesures de politiques économiques qui vont à l'encontre de ce qu'ils mèneraient en temps normal ? Les manifestations qui secouent la Grèce ou la nécessité de mener des politiques pro-cycliques (qui amplifient la baisse de l'activité) montrent que pour bon nombre de pays européens, le niveau de la dette n'est pas acceptable. Le service de la dette progresse au rythme des hausses de taux et de spreads, et la situation devient compliquée pour certains pays. Attention toutefois aux exagérations de marchés : le service de la dette italienne progresse vers les 6% de PIB ... mais il était supérieur à 12% il y a une quinzaine d'années (dans un environnement de taux bas, il est vrai), ce qui n'a pas empêché ce pays - rigoureux - d'être l'un des rares à être capable de maîtriser la ratio dette publique/PIB.

Est-il facile de financer la dette publique ? Il n'est pas ici question de parler seulement de niveau, mais de capacité de financement. La Grèce n'a plus accès au marchés des capitaux, les adjudications italiennes ne se passent plus aussi bien qu'il y a quelques mois (l'adjudication de BTP du mois de septembre a ainsi été la pire adjudication depuis l'introduction de l'euro) ... tandis que le Japon et les Etats-Unis n'ont toujours pas de problème pour financer leur dette publique - pourtant plus importante - grâce à la présence d'investisseurs domestiques (les japonais détiennent plus de 95% de la dette publique japonaise) ou d'investisseurs étrangers (qu'on le veuille ou non, le dollar reste la devise de réserve par excellence et la dette américaine, même si elle a été dégradé récemment, reste une valeur refuge).

La dette est-elle réversible ? Quels sont les efforts nécessaires pour ramener (hors défaut, bien sûr) le ratio dette publique/PIB vers des niveaux plus raisonnables et quelle est la capacité du pays à réduire le stock de dette ? La croissance est un critère important, ainsi que la gouvernance ... ce dernier facteur a été déterminant dans la perte du AAA américain ... mais il aura quand même fallu attendre 75 relèvements de plafond de dette publique pour en arriver là. On aime aussi rappeler qu'en 2000, les Etats-Unis prévoient l'extinction de leur dette publique en 2015 ... le pire, c'est que tout le monde - ou presque - y croyait à l'époque !

- Quand on regarde **les efforts à mener pour revenir à un ratio de dette publique/PIB de 60%**, on comprend mieux le caractère irréversible de certaines dettes. Par exemple, pour que le Japon revienne à ce niveau, il faudrait qu'il arrive à un surplus primaire (déficit public - service de la dette) cumulé pendant 10 ans de plus de 13%, et maintenir l'excédent à ce niveau chaque année encore pendant 10 ans. C'est à ce prix que le ratio dette/PIB reviendrait à 60%. Seule la Norvège parvient à des excédents primaires de l'ordre de 6% ... grâce au prix du pétrole. Pour les Etats-Unis, le FMI avance le chiffre de 11,5%, contre 9,5% pour le Royaume Uni, 12% pour l'Irlande, 8% pour l'Espagne, 6% pour la France, et 2% pour l'Allemagne. Sur ce point également, le positionnement de la France par rapport aux autres AAA ne lui est pas favorable.

- Un autre élément de différenciation – à notre avis bien trop souvent négligé – est celui que fournit l'état des balances courantes. Sur ce point encore, le positionnement de la France n'est pas favorable, tant la situation est mauvaise. Rappelons que parmi les 27 pays de l'Union Européenne, la France, l'Espagne, l'Italie et le Portugal sont ceux qui sont le moins bien positionnés. L'Allemagne, l'Autriche, le Luxembourg et la Finlande, quatre pays AAA dégagent en revanche des excédents courants importants, et ce sont en outre les pays qui ont les plus faibles déficits publics et pour certains les dettes publiques les plus faibles. On voit bien l'écart qui les sépare de la France. Pourquoi accorder une telle importance aux balances courantes ? La raison est simple. Si un pays a des déficits permanents, il y a de grandes chances de voir s'accumuler un endettement privé ou public (qui entraînera inévitablement à terme des doutes sur la qualité de la dette, le surendettement, la solvabilité ...). En revanche, des déficits transitoires liés à des financements d'investissements rentables et productifs se traduisent à terme par des revenus plus élevés, une meilleure capacité d'exportation, une croissance plus forte ... et une amélioration des finances publiques (stock de dette, flux de déficits publics et de balance courante, ratios de dette et déficit sur PIB). C'est là toute la différence entre l'Allemagne et la France ... d'où le débat sur l'investissement, les investissements long terme, la ré-industrialisation de la France ...

Quels sont les risques de voir la France dégradée à un horizon de 3 mois ?

La comparaison de la France et des autres AAA, y compris européens, montre bien la fragilité de la France. Cela ne veut pas dire pour autant que le AAA est usurpé ... cela veut dire tout simplement qu'il est cohérent de remettre en question la participation de la France au « club » désormais très étroit des souverains notés AAA. Cinq éléments sont susceptibles de sortir la France du « club ».

1. Une contribution additionnelle nécessaire au financement de la crise de la dette publique ... sous la forme d'une augmentation des garanties de la France serait sans doute un facteur clef conduisant à la perte du AAA.

Conserver le AAA français ... une mission bien difficile

2. Le niveau de la croissance est également déterminant. L'enlèvement de la crise de la dette publique conduirait inévitablement à une récession sévère ou, dans le meilleur des cas, à une très faible croissance pendant encore quelques trimestres.

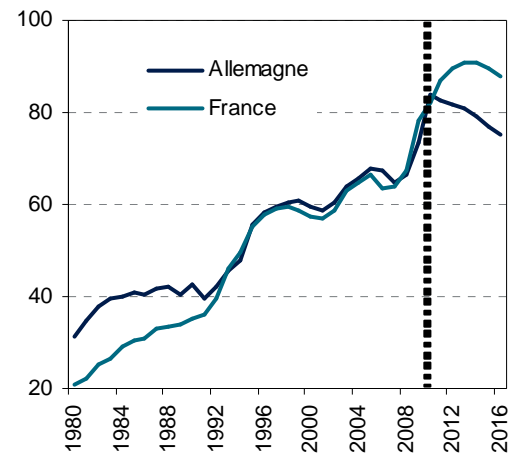
3. Le non respect des engagements financiers, période électorale oblige.

4. Des promesses électorales conduisant à dégrader les finances publiques

5. La piste choisie pour réduire déficits publics et dette publique. L'encadré ci-dessous fournit un récapitulatif des différentes pistes envisageables. Inutile de préciser ce qui est dangereux pour un rating souverain et ce qui ne l'est pas ...

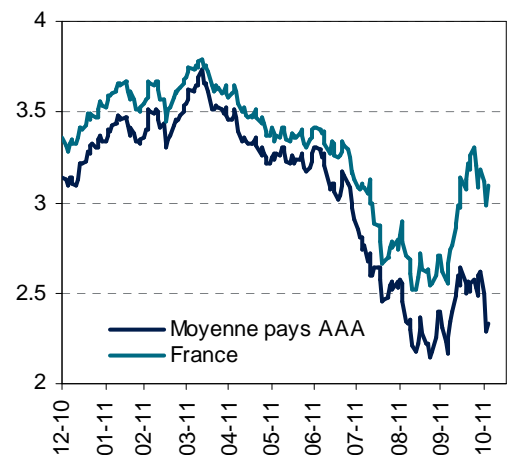
Les agences de notation en sauront davantage rapidement sur les deux premiers éléments, sans conteste des éléments-clef dans la situation actuelle. Ce qui est sûr, c'est que la comparaison de France et des autres souverains « AAA » ne lui est pas favorable, quel que soit le critère envisagé, et que les risques immédiats (crise de dette publique, croissance, gouvernance) sont importants. Japon et Etats-Unis ont d'ailleurs été dégradés pour des raisons de gouvernance et/ou de perspectives de croissance ...

Dettes publiques (en % du PIB) : France vs Allemagne



Source : FMI, Stratégie Amundi

Taux 10 ans : France vs moyenne des pays AAA de la zone euro



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Encadré 6 : comment réduit-on une dette publique excessive ?

Il y a plusieurs façons de réduire une dette publique excessive

L'activisme politique : il s'agit de maîtriser les éléments qui font croître le stock de dette, de mener des politiques budgétaires et fiscales rigoureuses tout en ne cassant pas les perspectives de croissance. Pour certains pays, il peut s'agir de procéder à des privatisations, ou à des réformes structurelles permettant de restaurer la confiance et de maintenir l'accès à la liquidité (accès aux sources de financement, fussent-elles non domestiques), de garantir une monnaie nationale plus solide si la dette est émise en devises. Le recours à la répression financière (permettant de « forcer » les résidents à financer la dette domestique) peut être utile.

La capitulation : elle conduit à miser à terme sur une restructuration douce, une restructuration dure, voire même une répudiation de la dette. Bien évidemment, une façon efficace et radicale de réduire la dette est de la renier. C'est le privilège du souverain ... mais les conséquences en matière de crédibilité seraient désastreuses. Il s'agit également d'un aveu d'impuissance total.

La résignation : croire en des solutions « faciles », comme le recours à l'inflation. Notons que plaider pour l'inflation est une façon de « renvoyer la balle et les responsabilités » dans le jardin de la BCE. Rappelons cependant que dans l'histoire, l'inflation a été un moyen très souvent utilisé pour réduire le poids de la dette ... inutile d'insister sur le fait que le contexte actuel (compétitivité discutable et déficits commerciaux indiscutables, économies ouvertes, concurrence des économies émergentes ...) ne plaide pas en faveur de l'utilisation d'un tel « instrument ».

5 L'Italie est-elle encore solvable?

Une rechute imminente en récession

Après s'être contracté de près de 7% du pic au creux en 2008 et en 2009, le PIB italien a progressé de +1,3% en 2010 et affiche un acquis de croissance de +0,7% sur le premier semestre 2011. Le rebond de la production industrielle cet été du fait de la normalisation de la chaîne productive après les dysfonctionnements générés par la crise japonaise devrait permettre à la croissance du PIB de rester en territoire positif au troisième trimestre (croissance attendue à +0,3% t/t). Cette phase d'expansion devrait en revanche s'achever prématurément et l'Italie devrait retomber en récession dès le quatrième trimestre 2011. Les vives tensions dans la sphère financière et les mesures d'austérité décidées par les autorités afin de réduire le déficit public ont considérablement assombri les perspectives conjoncturelles pour les deux prochaines années.

Durant l'été, les conditions monétaires et financières se sont fortement dégradées. Sur les marchés financiers, les obligations italiennes à 10 ans ont vu leur taux s'envoler de plus de 100 points de base et dépasser le seuil des 6%, tandis que la capitalisation boursière a fondu de près de 25% depuis le 1er juillet. Parallèlement, l'enquête réalisée par la Banque Centrale d'Italie révèle que les conditions de crédit bancaires se sont nettement durcies, retrouvant leurs niveaux du début du T3 2008.

Il devrait en résulter une diminution des dépenses des entreprises, d'autant que le taux d'utilisation des capacités de production se situe largement sous sa moyenne de long terme (70,2 vs 73,3).

“ Les conditions de crédits sont aussi tendues qu'en 2008 ”

Au regard des liens empiriques entre les conditions de crédit et la formation brute de capital fixe, cette dernière devrait baisser de près de 3,5% en variation annuelle, ce qui signifie une contraction de l'investissement de l'ordre de 4% en glissement trimestriel au T4 2011 et au T1 2012. C'est également le signal envoyé par les indicateurs avancés. En octobre, le PMI manufacturier est tombé à 43,3, soit un niveau largement inférieur au seuil de 50, délimitant théoriquement l'expansion et la contraction de la production industrielle. Outre les aspects relatifs aux conditions de financement, la baisse de la confiance des directeurs d'achat reflète la dégradation des perspectives de demande, du fait des mesures d'austérité annoncées.

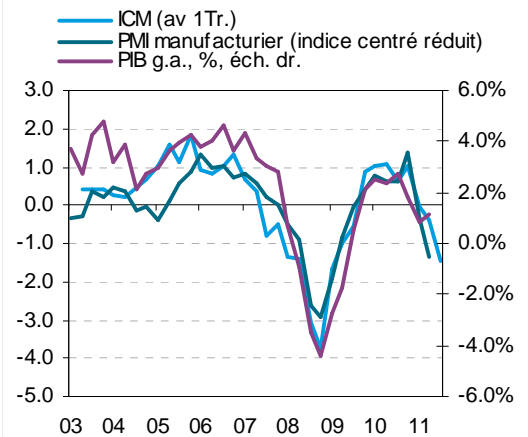
Objectif déficit zéro pour 2013

Le gouvernement Berlusconi a publié deux décrets amendant la loi de finance cet été. Ils visent à ramener le déficit public à l'équilibre en 2013 et à réaliser 59,8Mds € d'économies d'ici 2014 (soit un effort de 3,5% du PIB). La programmation budgétaire prévoit une réduction des dépenses publiques de 21Mds € (1,2% du PIB) et une augmentation des recettes fiscales de 38,8Mds € (2,3% du PIB).

Du côté des dépenses, l'effort transite majoritairement par une rationalisation du système de santé (8,4% du total), une réduction des charges de fonctionnement des ministères (8,4% du total) et une baisse des dépenses régionales (10,7% du total). Cela devrait se traduire par une contraction de la demande publique supérieure à 1% sur les trois prochaines années.

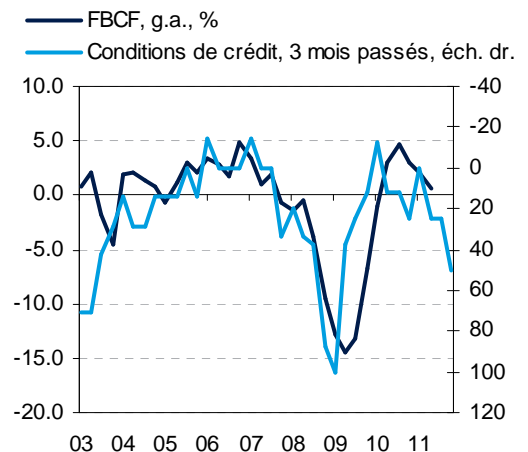
Du côté des recettes, il s'agit principalement d'une modification du régime d'imposition sociale (33,4% du total), d'une hausse de la TVA de 20% à 21% (7,1% du total) et d'un relèvement des taxes sur les jeux (6,8% du total). Ce durcissement de la fiscalité va nuire au revenu disponible des ménages, d'autant que l'emploi devrait directement pâtir du ralentissement conjoncturel, vu le faible niveau de la productivité du travail. Le FMI anticipe ainsi une remontée du taux de chômage de +8% à +8,5% pour 2012. Cette hausse du chômage devrait provoquer une modération salariale (progression des salaires nominaux entre 1,5% et 2% en 2012 selon nos estimations). Le revenu salarial réel devrait donc rester sous forte pression, vu la hausse de l'inflation provoquée par le relèvement de la TVA. En octobre, l'Indice des Prix à la Consommation a ainsi atteint +3,8% en glissement annuel.

Croissance du PIB, PMI et Indicateur de Conditions Monétaires (ICM)



Source : Datastream, Stratégie Amundi

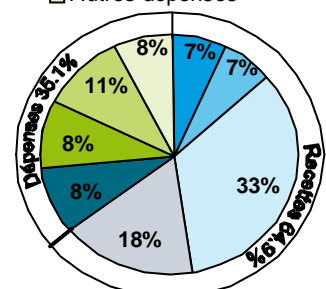
Formation Brute de Capital Fixe et conditions de crédit bancaires



Source: Datastream, Markit, Stratégie Amundi

Décomposition du plan d'austérité italien

- Hausse de TVA
- Taxes sur les jeux
- Régime d'imposition sociale
- Autres recettes
- Rationalisation système santé
- Dépenses ministères
- Dépenses locales
- Autres dépenses



Source: Banque centrale d'Italie, Stratégie Amundi

Le revenu réel se contracte actuellement de 1,2% et devrait rester en territoire négatif jusqu'à la fin du premier semestre 2012, au regard de la trajectoire attendue sur l'inflation. La consommation italienne devrait alors se révéler atone en 2012 (seulement +0,2% selon nos estimations en moyenne annuelle, contre 1% en 2010 et environ +0,8% en 2011).

Au final, l'Italie devrait traverser une période de récession sur la fin de l'année 2011 et le début de l'année 2012. Nous anticipons une contraction du PIB de -0,4% t/t annualisé au T4 2011 et au T1 2012.

Si l'accord européen du 27 octobre est effectivement appliqué et parvient à juguler le stress financier, l'Italie pourrait retrouver un PIB positif au T2 2012 mais la croissance restera faible du fait de la contraction de la demande publique et de la pression fiscale sur la demande privée. La croissance serait alors proche de 0% en moyenne annuelle pour 2012 (-0,2% dans notre scénario central). En 2013, le maintien de la politique d'austérité budgétaire devrait empêcher la croissance du PIB d'accélérer.

Si, en revanche, le stress financier ne diminue pas d'ici la fin de l'année, nos prévisions de croissance seraient revues à la baisse, avec un choc plus marqué et plus durable sur les dépenses des entreprises. Cela engendrerait une contraction prolongée de l'investissement et une dégradation plus importante du marché du travail, conduisant la consommation en territoire négatif.

Quelle trajectoire pour la dette publique ?

La faiblesse des prévisions de croissance italienne remet au centre des préoccupations le thème de la soutenabilité de sa dette publique, vu le niveau actuel du ratio dette/PIB (autour de 120%). Le gouvernement a construit sa loi budgétaire sur des prévisions de croissance de +0,6% en 2012 et +0,9% en 2013. Ses anticipations paraissent optimistes au regard des développements précédents. En se basant sur notre scénario central, le solde public serait de -1,5% en 2013 et non de 0% comme le prévoit le gouvernement. La dette publique atteindrait alors un point haut à 122% du PIB en 2012.

Plus fondamentalement, la dynamique de dette publique dépend à moyen terme de l'équation:

$$\frac{Dette_t}{PIB_t} = \frac{(1+r_t)}{(1+g_t)(1+\pi_t)} \cdot \frac{Dette_{t-1}}{PIB_{t-1}} - sp_t$$

Où g désigne le taux de croissance potentiel, π le taux d'inflation de moyen terme, r le taux de refinancement moyen de la dette et SP le solde primaire.

La croissance potentielle de l'Italie a fortement baissé lors des dix dernières années du fait des rigidités sur le marché du travail et du fait d'une perte de compétitivité du pays, qui s'est traduite par un creusement du déficit extérieur et par une diminution du poids de l'Italie dans le PIB de la Zone Euro. Selon le FMI, la croissance potentielle de l'Italie ne serait plus que de 1% environ. En considérant que le taux moyen d'inflation pour l'Italie est la cible de la BCE, la croissance potentielle nominale se situe autour de 3%.

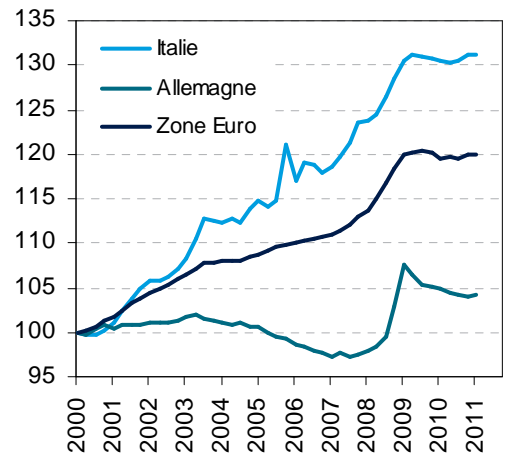
Sous cette hypothèse, si l'Italie réalise les efforts d'austérité prévus pour améliorer son solde primaire, le taux de refinancement moyen maximum qui permet de stabiliser la dette est de 6,5%. La dette italienne resterait donc soutenable, vu les taux actuels de marché.

“ La dette devient insoutenable si les taux dépassent 6,5% ”

En revanche, si l'Italie ne réalise pas les mesures d'austérité prévues (3,5% d'effort budgétaire d'ici 2014), le taux maximum permettant de stabiliser la dette serait de 4%.

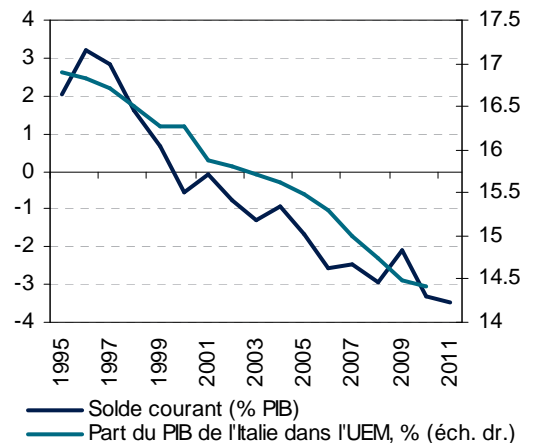
L'application des mesures d'austérité annoncées cet été est donc impérative pour assurer sa solvabilité, vu les conditions actuelles de marché. Néanmoins, la diminution de son ratio dette/PIB ne serait que graduelle et la charge de la dette continuerait de peser sur la croissance, rendant en outre l'Italie plus vulnérable aux chocs conjoncturels. C'est pour ces raisons que les pays membres de l'UEM et la BCE pressent l'Italie à réaliser davantage de réformes structurelles, visant à modifier les conditions de départ à la retraite et à flexibiliser le marché du travail. Les blocages politiques en Italie mettent actuellement un frein à l'adoption de telles mesures pourtant essentielles.

Coûts unitaires de production : France, Allemagne, UEM (100 en janvier 2000)



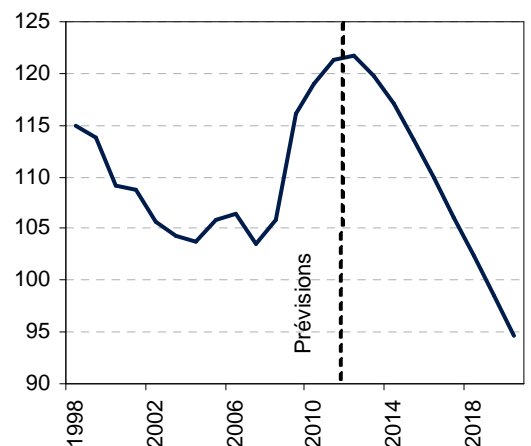
Source : Datastream, Stratégie Amundi

Part du PIB de l'Italie dans l'UEM et solde extérieur



Source : Datastream, FMI, Stratégie

Dynamique de dette publique: scénario central Amundi



Source : FMI, Stratégie Amundi

6 Le Japon ne craint pas de se "japoniser"

L'économie mondiale est dans un état tel que ni les préceptes de Keynes ni ceux de Hayek ne peuvent apporter de solution. Aucun pays n'a la capacité de prendre des mesures budgétaires massives pour compenser l'impact du *deleveraging* du secteur privé. Plus l'aversion au risque des investisseurs augmente, plus les mécanismes de marché dévoilent au grand jour les défaillances existantes. Seule exception, le Japon qui continue à appliquer une politique de la demande de type keynésien malgré un endettement public massif. Les dépenses induites par la reconstruction dissipent l'impact de la fermeté du yen et du ralentissement de l'économie mondiale. Malgré la montée inexorable de la devise nippone, certains secteurs parviennent néanmoins à conserver, voire à renforcer, leur compétitivité à l'international. Nombreux sont les observateurs qui comparent la situation actuelle de l'Europe à celle du Japon dans les années 1990. Mais ce dernier, menacé par la déflation, sort péniblement du syndrome qui porte son nom.

Le gouvernement doit relever de nombreux défis. C'est une mission de cinq ans qui consistera à restaurer un monde en plein dysfonctionnement, à émettre de nouvelles obligations, à instaurer de nouveaux impôts et à s'aventurer « là où aucun homme n'est jamais allé ».

Le 22 octobre, le gouvernement de Yoshihiko Noda a validé la troisième tranche du programme de reconstruction (celle-ci sera promulguée à la mi-novembre). Selon les autorités, les travaux dureront 10 ans et coûteront 23 000 milliards de yens (220 milliards d'euros), dont 19 000 milliards les cinq premières années ("période de soins intensifs"). Sur le front des recettes, les "obligations de reconstruction", censées couvrir les coûts des travaux, seront finalement remboursées via une taxe de solidarité prélevée sur les entreprises et les ménages. Le gouvernement est assez déraisonnable pour accepter des coûts de reconstruction plus élevés que les premières estimations.

Le gouvernement Noda a décidé de ne pas plafonner les dépenses couvrant les catastrophes naturelles dans son projet budgétaire 2012, dont le montant est désormais proche de 3 500 milliards de yens.

“ Les coffres de l'État sont grand ouverts ”

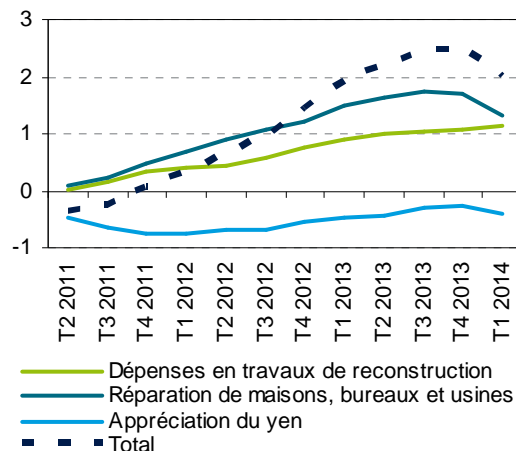
En d'autres termes, le coût estimé sera imputé uniquement sur les deux premières années de la période de soins intensifs. Le parti d'opposition, le LDP, souhaite que les coûts de réaménagement des municipalités proches des zones les plus touchées du Nord du Japon soient intégrés dans ce montant. Les districts touchés estiment quant à eux que les coûts de reconstruction pourraient atteindre 30 000 milliards de yens. Quoi qu'on en pense, ces projets de rénovation vont allonger le cycle d'investissement. Mais ces investissements n'ont rien à voir avec l'effort militaire que Keynes recommande pour son effet multiplicateur, et ils ne seront pas non plus considérés comme un "mal-investissement" par les partisans d'Hayek.

Le graphique 1 montre que l'ensemble des travaux de reconstruction, menés par les secteurs public et privé, devrait neutraliser l'impact négatif de la fermeté du yen. Bien que le risque d'une récession mondiale et, partant, d'une envolée de la devise nippone, soit limité, il n'est en aucun cas insignifiant. La moindre embardée du yen rogne l'avantage dont dispose le Japon à l'international. Le graphique 2 illustre pour sa part l'impact négatif de la baisse durable de la parité USD/JPY sur le Coefficient de spécialisation (*Trade Specialization Coefficient*)^[1], qui mesure la compétitivité avec un décalage de 1 à 2 ans. Malgré l'appréciation du yen depuis 2008, ce baromètre continue plutôt à monter. Il convient donc de vérifier quels sont les secteurs de l'économie qui rognent l'avantage compétitif du Japon. Le coefficient a baissé de façon temporaire consécutivement aux catastrophes naturelles du mois de mars 2010 (cf. graphiques 3 & 4).

Cette tragédie rebat les cartes des perspectives des divers secteurs d'activité : les entreprises accélèrent leurs opérations à l'étranger, le recours à l'externalisation et les importations, et préfèrent moins produire par elles-mêmes et moins se fournir auprès des sociétés basées dans l'Archipel.

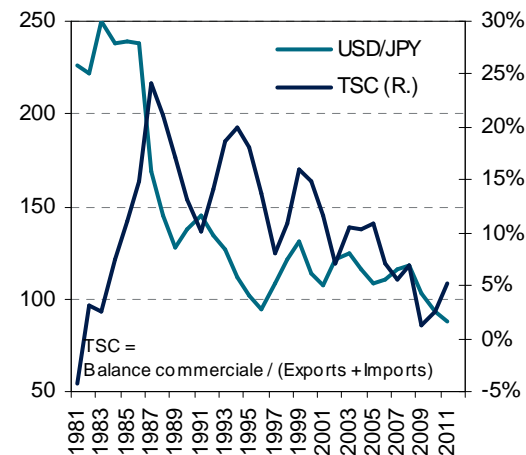
[1] Le *Trade specialization coefficient* évalue dans quelle mesure les flux commerciaux bruts d'un pays contribuent à son excédent commercial. Ce coefficient est calculé selon la formule suivante et s'établit entre -1 et +1
 $TSC = (exportations - importations) / (exportations + importations) = balance commerciale / flux commerciaux bruts$

Impact cumulé sur le PIB (en ¥ trn)



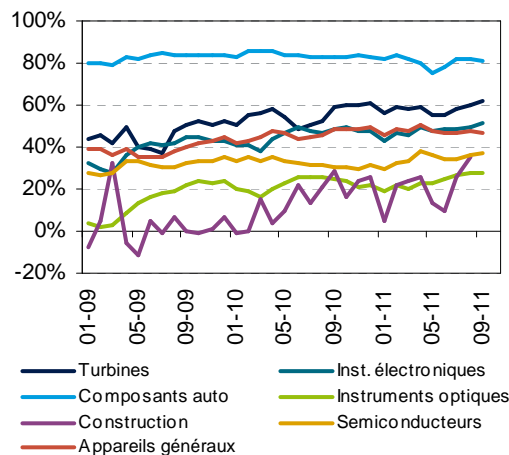
Source : MOF, Cabinet Office, Amundi Japon

USD/JPY vs TSC



Source : MOF, BoJ

Secteurs avec un avantage comparatif



Source : MOF, Amundi Japon

On constate parallèlement que certains secteurs profitent de la conjoncture actuelle, notamment celui de la construction. Ce secteur a connu de longues années de restructuration afin de réduire ses niveaux d'endettement. Les entreprises de construction compétitives sont prêtes à intervenir à l'étranger dans les domaines des systèmes parasismiques, des digues et des brise-lames, de l'efficacité énergétique des logements et des flèches d'immeubles. D'autres entreprises (constructeurs de machines et chaudières, de turbines) continuent à renforcer leur présence dans les pays émergents. Par exemple, les appareils de mesure électronique permettent de contrôler de manière rigoureuse les normes des produits, ce qui dope sensiblement les niveaux de productivité. Le secteur de l'électronique grand public a enfin retrouvé son rythme. Et si les industries de base sont menacées par les pays émergents, l'appréciation du yen, la baisse des valorisations et la rareté des OPA renforcent les opportunités de fusions-acquisitions à l'étranger. Le secteur des équipements de télécommunications est, lui, décevant.

Le phénomène de désendettement des établissements financiers et des ménages, à la suite de la crise financière mondiale, suscite des doutes quant à un remake du syndrome japonais (la fameuse "Japonisation"), qui se caractérise par un effondrement des actions et des prix immobiliers, des pertes d'emplois et des baisses de salaires, une baisse des dépenses de consommation, un recul généralisé des prix, des taux réels obstinément élevés et une fuite en avant budgétaire. D'un point de vue financier, la situation du Japon dans les années 1990 était catastrophique mais pas insurmontable puisque le service de la dette allait être financé par les réserves du secteur privé. Le désendettement consécutif à l'éclatement de la bulle des actifs japonaise au début des années 1990 s'est poursuivi jusqu'en 2003, année où furent injectés les derniers fonds publics dans le système bancaire national. Mais compte tenu de la violence de cette période, les banques japonaises hésitent depuis à augmenter la taille de leur bilan. Un comportement judicieux au vu des événements récents (subprimes, Lehman Brothers, crise européenne).

Mais la Bourse nippone est entrée dans une période difficile à partir de 2009. Puisque les banques étaient prudentes et qu'elles cherchaient à tout prix à garantir leur volant de trésorerie, les entreprises du pays ont également été menacées d'un assèchement des liquidités.

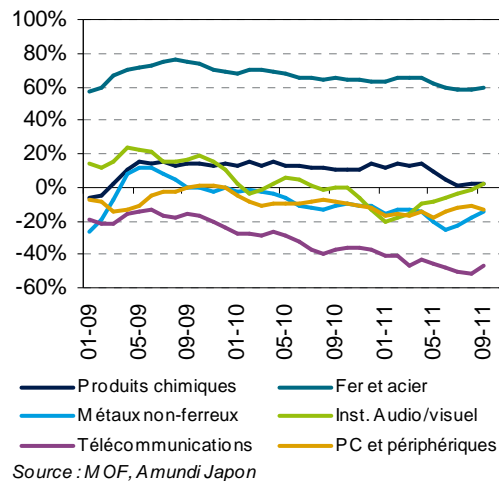
“ L'économie échappe à l'étouffement. Quid du marché ? ”

Après la faillite de Lehman Brothers, la demande mondiale a commencé à s'évaporer. C'est pourquoi les entreprises tant financières qu'industrielles se sont mises à lever des capitaux. Mais à l'époque, plus de 60 % des actions japonaises se négociaient en deçà de leur valeur comptable et le volume considérable des nouvelles émissions (avec des décotes importantes par rapport aux valeurs comptables) avait dilué non seulement le bénéfice par action (BPA) mais également la valeur comptable par action. Cette dilution de la valeur comptable par action est appelée la "Japonisation" du marché actions. Les actionnaires existants en ont beaucoup souffert et le ratio cours/valeur comptable a perdu son efficacité, voire sa raison d'être, en tant qu'indicateur de valorisation. En théorie, lorsqu'une action se traite en deçà de sa valeur comptable, elle devrait être rachetée et annulée dans l'intérêt des actionnaires existants.

Actuellement, on constate une accélération des rachats d'actions aux États-Unis et des rachats d'entreprises par leurs dirigeants au Japon. Mais en Europe, et peut-être aux États-Unis, le financement par émission d'actions devrait augmenter, en particulier pour les banques. Espérons que les pressions du *deleveraging* n'entraîneront pas l'émission de nouveaux titres inférieurs à la valeur comptable des entreprises. C'est la leçon qui devrait être tirée de la "Japonisation" du marché actions nippon, en plus du besoin, désormais reconnu, de politiques budgétaires et monétaires fortes dans un contexte déflationniste.

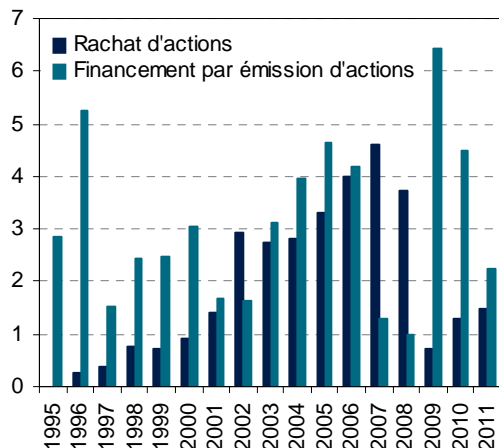
Le Japon fait clairement office de pionnier dans la gestion de la déflation mais le pic de la crise du système financier japonais était déjà passé en 2003, et la demande a touché son point bas en 2009. Aujourd'hui, le marché japonais anticipe des taux d'intérêt très faibles dans le monde entier et une parité USD/JPY record. La valorisation du marché, proche d'un plus bas historique, est nettement inférieure à la valeur comptable des sociétés. Le Japon bénéficie non seulement de meilleures conditions financières que les autres pays développés et de perspectives macroéconomiques à court terme plus encourageantes, mais également du niveau extrêmement faible des valorisations et d'un potentiel limité de "Japonisation"... autant d'éléments qui devraient permettre au marché actions japonais de repartir de l'avant.

Secteurs sans avantage comparatif



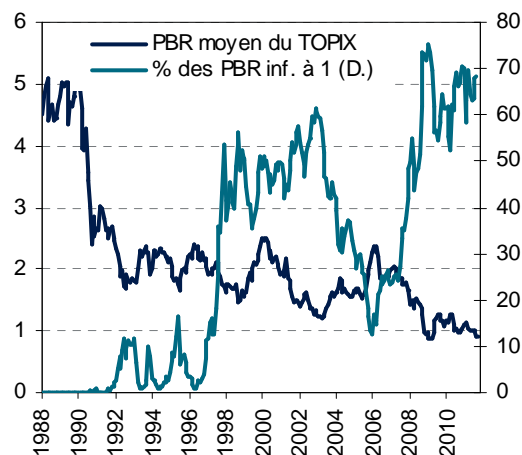
Source : MOF, Amundi Japon

Financement des firmes japonaises (en ¥ trn) : une année 2009 désespérée



Source : Nomura Securities, Amundi Japon

Price-to-Book (PBR) moyen du TOPIX vs % des entreprises avec un PBR inférieur à 1



Source : Tokyo Stock Exchange, Amundi Japon

7 Entreprises de la zone euro : attention à l'accès au financement

La crise souveraine a rendu l'accès au financement plus difficile. Au troisième trimestre, les banques ont durci les conditions d'octroi de prêts aux entreprises mais aussi pour les crédits immobiliers. Cette tendance va s'amplifier au quatrième trimestre. Contrairement aux PME, les grandes entreprises peuvent substituer des financements de marché au crédit bancaire. Dans tous les cas, une raréfaction du crédit pourrait augmenter sérieusement le taux de défaut des entreprises. Il reste toutefois pour l'instant sur des niveaux relativement faibles. Et, nous sommes encore très loin de la situation connue en 2008-2009 lors de la crise de Lehmann Brothers.

Un durcissement des critères d'accès au crédit

La BCE mène chaque trimestre une étude sur le crédit bancaire auprès de 124 banques. Dans sa dernière étude, elle révèle que les banques anticipent une nouvelle détérioration des conditions de financement au quatrième trimestre après en avoir déjà subi une au troisième. Les banques interrogées s'attendent également à une baisse de la demande aussi bien de la part des entreprises que des ménages pour le financement immobilier.

Prêt aux entreprises. Le resserrement net des conditions de crédit s'est amplifié au T3 avec une proportion de banques qui disent vouloir resserrer leurs conditions supérieure de 16% à celle des banques qui disent vouloir les assouplir (2% au T2). La prévision pour le T4 est de 22%. De plus, les banques commencent à réviser à la hausse leur marge moyenne sur les crédits. Du côté de la demande, les banques s'attendent à une baisse significative au T4 (-18% au T4).

Crédit hypothécaire. Les banques ont durci également leurs conditions pour les prêts hypothécaires (18% au T3 versus 9% au T2). Ce resserrement est motivé par la détérioration du marché immobilier et plus généralement des perspectives économiques. Au T3, Les banques qui enregistrent une baisse de la demande étaient un quart plus nombreuses que celles dans le cas contraire. La BCE s'attend à une poursuite de cette baisse au T4.

Le marché primaire du crédit obligataire reste relativement dynamique

Malgré le contexte économique, les entreprises continuent de lever des fonds sur le marché obligataire en offrant des primes significatives par rapport au marché secondaire. Certains émetteurs choisissent de profiter maintenant des conditions du marché obligataire.

« Des émetteurs choisissent de profiter des conditions de marché actuelles »

Des échéances de dette importantes en 2013 et 2014

Certaines entreprises ont repoussé les échéances de remboursement grâce à des refinancements en 2010. Les autres pourraient faire face à des perspectives plus difficiles l'année prochaine. Le marché obligataire est une source de financement de plus en plus importante pour les grandes entreprises. Il permet aux entreprises d'être moins dépendantes du financement purement bancaire. D'après Fitch, la part du financement obligataire sur le financement total est passée de 60% à presque 70% en 5 ans.

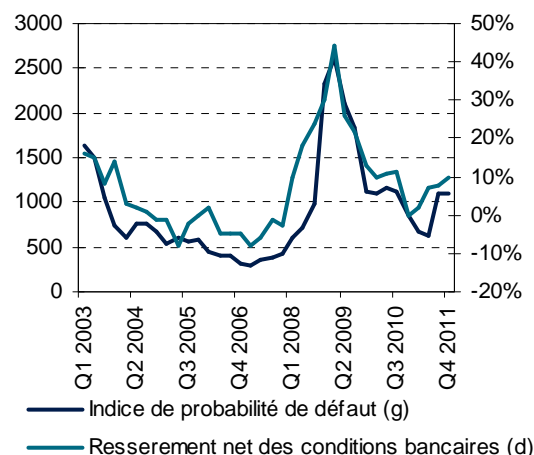
Des niveaux de trésorerie élevés mais des marges d'action désormais réduites

Les bilans des entreprises non-financières sont sains. Ils sont le résultat d'un faible niveau d'investissement et d'une forte réduction des coûts depuis 3 ans. Des réductions supplémentaires (coûts, investissement) porteraient préjudice à l'outil productif des entreprises et à son développement futur. En parallèle, la bonne tenue de l'investissement est aujourd'hui très dépendante des conditions de financement jusqu'à présent très favorables.

Le taux de défaut des entreprises demeure faible... pour l'instant

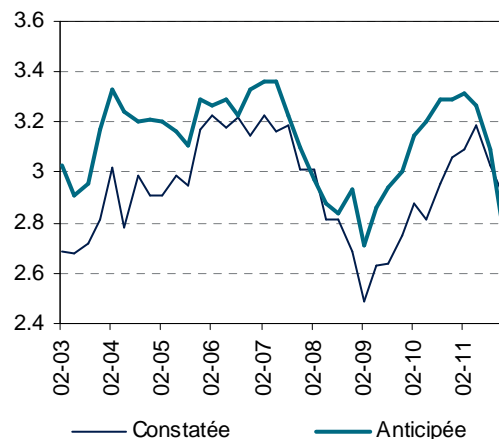
Le taux défaut est très corrélé à l'accès au crédit. Et les ingrédients sont là pour réduire cet accès au crédit et augmenter son coût. La capacité des banques à financer les entreprises va être sérieusement entravée par les difficultés de financement des banques de la zone euro. De plus, un besoin d'augmenter les fonds propres ou de réduire la taille des bilans sur le secteur bancaire dans son ensemble heurterait également le financement de l'économie. La bonne nouvelle, c'est que les gouvernements sont conscients du risque de tarissement du crédit et la volonté est clairement affichée d'éviter que les banques n'atteignent leur ratio de solvabilité en comprimant le volume de prêts accordés. Reste à savoir si cela sera efficace.

Normes de crédit et probabilité de défaut.



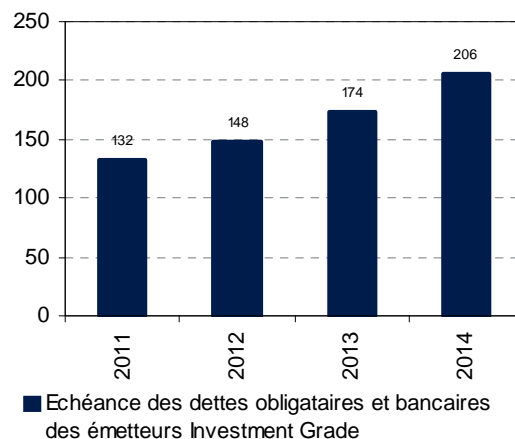
Source: Fitch, BCE, Strategie Amundi

Variation de la demande des entreprises pour des prêts ou des lignes de crédit



Source: BCE, Amundi Strategy

Echéances des entreprises Investment Grade en 2013 et 2014 (en Mds €).



Source: Moody's

8 Crédit : malgré la reprise récente, haut rendement, BBB et financières senior offrent encore des valorisations attrayantes

Après les mauvaises performances de septembre, octobre a donné lieu à une reprise solide sur les marchés du crédit : les *spreads* moyens par rapport aux Bunds se sont resserrés de 180 pb dans le secteur HY et 40 pb sur le marché IG (voir graphique 1). À la faveur de ces mouvements, le haut rendement européen a surperformé les Bunds de 7% en octobre (2% pour les titres IG). Parmi ces derniers, le meilleur rebond est celui des financières, le marché anticipant, puis saluant les annonces du 27 octobre, mais réagissant également aux chiffres meilleurs que prévu de l'économie américaine et aux nouvelles mesures annoncées par la BCE ; en plus du réajustement d'un positionnement réellement baissier. Sur les derniers jours du mois, les marchés du crédit ont aussi réagi aux premiers éléments relativement positifs de la saison des résultats du T3. La volatilité implicite des actions, facteur d'élargissement des *spreads* dans les périodes de crise, est enfin repassée sous les plus bas de son "surrégime" de l'été : le VIX vient de chuter à 25% après avoir évolué entre 30 et 48 entre août et mi-octobre, tandis que l'indice équivalent basé sur l'EuroStoxx 50 atteint 28% après avoir évolué entre 35 et 55.

Malgré ce resserrement, les valorisations sont encore attrayantes, car les *spreads* par rapport aux emprunts d'État anticipent toujours une récession. Selon nos modèles de *fair value* (voir graphique 2), les *spreads* actuels des titres spéculatifs sont toujours supérieurs à ceux que justifient les valeurs théoriques, à hauteur d'environ 170 pb. De plus, les *spreads* du marché impliquent toujours une hausse brutale des taux de défaut jusqu'à environ 10%, alors qu'actuellement, ils s'établissent quasiment à des plus bas historiques. Nos modèles de régression basés sur les facteurs de défaut sur au moins 4 trimestres montrent qu'en Europe et aux États-Unis, la tendance devrait atteindre son point bas dans les tout prochains mois, entre la fin de l'année et le T1 2012, puis commencer à monter doucement au T2 et au T3. La tendance pourrait accélérer nettement en cas de *double dip* et si les conditions financières se détériorent brutalement : dans ce cas, les scénarios pessimistes des agences de notation rejoignent les nôtres, à savoir 7% de taux de défaut entre T4 2012 et le T1 2013. Même dans ce cas, les *spreads* actuels sont attractifs puisqu'ils impliquent un taux de défaut de 9% à 10% selon les relations historiques, tandis qu'à horizon 5 ans, les *spreads* actuels des CDS (iTraxx crossover, par exemple) couvrent toujours un taux de défaut cumulé de 41% sur les 5 prochaines années en Europe.

Si les valorisations intègrent déjà en partie ces risques, les fondamentaux des entreprises sont toujours bien meilleurs qu'il y a trois ans. Les derniers chiffres des flux de fonds de la Fed signalent des bilans plus solides et encore plus liquides, des ratios de couverture nette du service de la dette proches de leurs plus bas cycliques et une attitude plus prudente en matière de dépenses, notamment pour ce qui touche aux fusions-acquisitions. Les positions en cash des entreprises américaines ont encore augmenté et la liquidité a atteint un nouveau plus haut historique comparé aux dettes à court terme à 56% au T2 2011, contre 53% fin 2010 et 47 % fin 2009. Notons que les positions en liquidité ont été renforcées de 400 Mds USD au cours des 4 derniers trimestres, passant de 1 600 à 2 000 Mds USD. En parallèle, les entreprises ont accru leur endettement à court terme de seulement 100 Mds USD et leur endettement à moyen-long terme de 200 Mds.

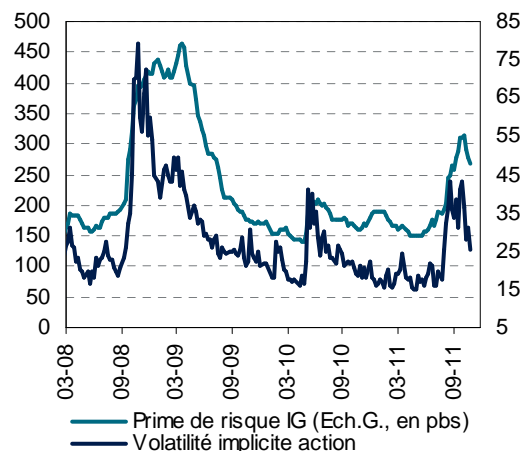
Qu'en est-il des *spreads* des industrielles A et BBB ?

Le 3ème et dernier graphique montre qu'en dépit de la reprise d'octobre, les *spreads* des industrielles européennes dotées d'un portage important par rapport au Bund, notamment les émissions A et BBB, sont toujours semblables à leurs pics de la récession de 2001. Les *spreads* des non-financières BBB se sont resserrés depuis leurs pics de 290 pb en septembre pour atteindre actuellement 240 pb, un niveau proche des pics de 2002 (250-275 pb). Dans le même temps, les titres A offrent actuellement des *spreads* de 130 pb, proches des pics de 140 pb de 2001.

Les *spreads* des financières senior sont très élevés et vont bénéficier de l'annonce de la recapitalisation des banques et des autres mesures de lutte contre la crise

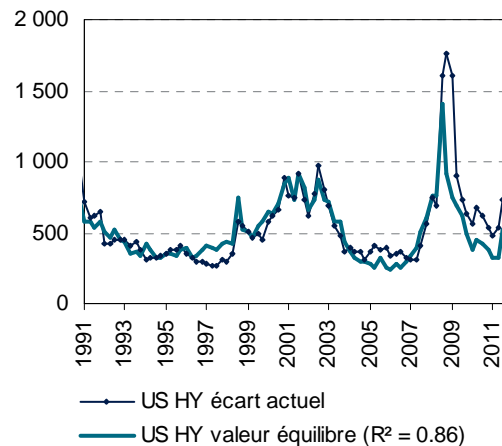
L'iTraxx des financières senior s'est nettement redressé par rapport à septembre, les *spreads* passant de leurs pics dramatiques de 320 pb à 204 pb actuellement. Ils impliquent toujours une probabilité de défaut de 16%, soit un défaut pour 4 grands émetteurs financiers sur 25 au cours des 5 prochaines années. Parallèlement, sur les marchés cash, les *spreads* des financières senior par rapport sont toujours de 236 pb, soit 40 pb seulement de moins que leurs pics. La dette senior va bénéficier des annonces faites sur la recapitalisation des banques et les garanties aux nouvelles émissions.

Resserrement des *spreads* en octobre et baisse de la volatilité implicite des actions



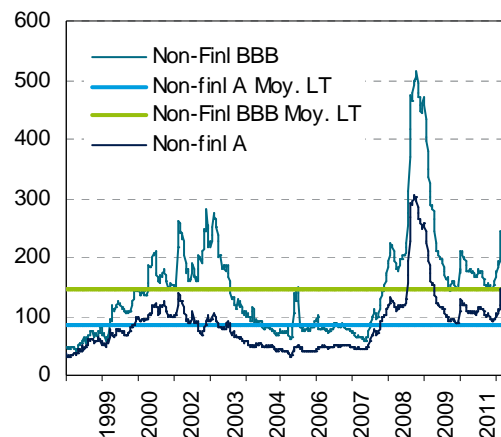
Source : Bloomberg, BoA ML, Stratégie Amundi

Spreads HY US vs. *spreads* modélisés



Source : Fed, BoA ML, Stratégie Amundi

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



Source : BoA ML, Stratégie Amundi

9 Comment les ABS sont-ils passés du statut de pestiféré à celui de valeur refuge?

Une des surprises de la crise actuelle est la très bonne tenue des ABS. Voués aux gémonies avec constance depuis 2008 en tant que symbole même de la toxicité des produits structurés, de quels maux n'ont-ils pas été accusés ?

Il est vrai que ces produits ont été parfois placés auprès d'investisseurs mal ciblés, incapables de voir au-delà de la notation magique AAA, et parfois utilisés à mauvais escient, par exemple pour faire de la transformation de durée. Il est également incontestable que le niveau de levier des ABS pouvait ne pas être clairement mis en évidence et que les modèles de pricing pouvaient n'avoir que l'apparence de la robustesse (cf. les copules gaussiennes). Tous ces arguments auraient pu suffire à enterrer définitivement cette classe d'actifs aux cotés des CDO square et cube.

Contre toute attente, les ABS ont pourtant survécu à la crise.

Longtemps dépendantes des ABS pour se refinancer et/ou alléger leur bilan, les banques ont continué à en originer, même au plus fort de la crise, non plus pour les vendre sur les marchés mais pour les mettre en pension auprès des banques centrales.

Fin 2009, le marché primaire a timidement redémarré. Mais la méfiance restait de mise et les spreads demeuraient dans une zone élevée, entre 300-400pb, contre 20-50 en 2007. Les investisseurs contestaient les modèles des agences attribuant des ratings AAA et se méfiaient de la capacité des SPV à conserver les actifs sous-jacents à l'abri des créanciers, voire des liquidateurs, en cas d'insolvabilité des banques originatrices. A cet égard, il est intéressant de mentionner que les SPV dans lesquels Lehman Brothers était impliqué en tant que contrepartie de swap, agent de calcul ou fournisseur de liquidité, ont procuré bien des migraines aux investisseurs et bien des émoluments aux avocats.

Puis, peu à peu, les volumes d'émission d'ABS se sont étoffés, les investisseurs sont revenus, et les spreads se sont resserrés.

Et ce jusqu'à ce que survienne mi-2011 une nouvelle crise financière, née de l'endettement excessif des Etats, du manque de perspective de croissance et de la perte de confiance dans la monnaie européenne.

Toutes les classes d'actifs souffrent : la volatilité des actions explose, les indices actions effacent deux années de hausse, les taux atteignent des points bas historiques, à l'exact opposé des spreads obligataires corporate et souverains. Une classe d'actifs demeure insensible au contexte ... Il s'agit des ABS.

Plusieurs raisons peuvent expliquer ce changement d'attitude vis-à-vis des ABS, passés du statut de pestiférés à celui de refuge en seulement 3 ans : les intervenants sur ce marché ne sont plus les mêmes d'une crise à l'autre, les ABS ont prouvé leur solidité, ils ont su se réinventer en améliorant leur structuration et enfin, les conditions même du marché ont changé.

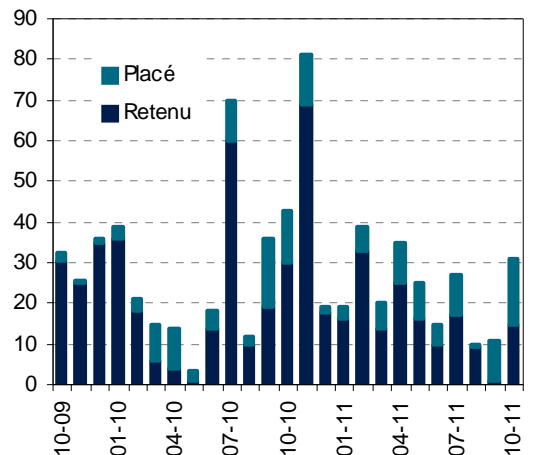
Les intervenants ont changé

En 2007, les investisseurs sur ABS AAA étaient à 80% des conduits ABCP et SIV, grands amateurs de taux flottant et de notation AAA. On connaît la suite de ce business model de transformation de durée, qui consistait à re financer des actifs long terme avec des ressources à court terme.

“ Les ABS ont su regagner la confiance des investisseurs ”

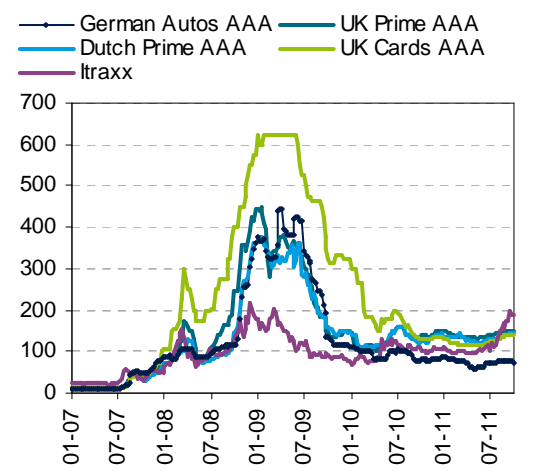
L'équation fonctionne aussi longtemps que les actifs demeurent liquides et qu'une banque sponsor fournit un support explicite. Mais au fur et à mesure que le volume des encours grossissait (x2 entre 2004 et 2007), les ABCP traditionnels se sont transformés en SIV, structures non supportées explicitement par leur sponsor, pourvues de contraintes de gestion très légères et très dépendantes des market values. Le premier problème est apparu lorsque les taux de défaut ont commencé à augmenter sur les ABS subprime et sur les CDO. Les valorisations des actifs se sont mises à baisser ou sont même devenues impossible à réaliser. Les investisseurs ont alors commencé à fuir cette classe d'actifs. Mais en l'absence de ligne de liquidité assurée par un sponsor, des ventes forcées se sont produites en grande quantité. Dans ce sillage, les fonds monétaires dynamiques, également amateurs d'ABS AAA pour améliorer les rendements, ont dû renoncer à cette classe d'actifs sous la pression des clients et des régulateurs devenus allergiques à la notion d'ABS.

Volumes d'émission d'ABS en Europe, M€ maxi



Source : Stratégie Amundi

Spread (bps) des principales catégories d'ABS AAA en Europe versus Spread iTraxx composite



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Tous ces retraits d'intervenants ont pesé de façon significative et durable sur les spreads des différents segments d'ABS. Actuellement, les détenteurs d'ABS ont des portefeuilles bien construits et sont capables de tenir leurs positions, même en cas de problèmes passagers de market value.

Au contraire, les « petites mains » ont soit disparu, soit sont totalement sorties du marché des ABS. En 2011, on constate peu ou pas de ventes forcées ni de panique comme en 2008-2009. La sélection naturelle s'est opérée et il ne reste que les investisseurs sophistiqués.

Les structures des ABS ont déjà été mises à l'épreuve, avec succès

Pour schématiser, avant 2007, les ABS étaient vus par certains comme un produit un peu magique, qui permettait de transformer le plomb en or par le biais des techniques de rehaussement de crédit. Après la crise de 2008-2009, s'est manifestée une grande méfiance envers l'innovation financière en général et envers les mécanismes de protection qui sont au cœur des ABS en particulier.

Depuis, des faillites de banques originatrices se sont produites, mais aussi des mises sous tutelle ou des nationalisations. Il s'est avéré à ces occasions que les investisseurs sur ABS AAA sont loin d'avoir vécu le même enfer que les prêteurs senior unsecured ou subordonnés. A l'occasion de chacun de ces naufrages bancaires, l'investisseur a eu la démonstration de la robustesse des mécanismes de protection qui entourent les ABS. Parmi ces mécanismes, on peut citer la vente parfaite (« True Sale » : les actifs ne figurent plus dans le bilan du cédant, qui perd ses droits de propriété au profit du SPV), mais aussi les nantissements de flux ou d'actifs financiers, les garanties, les sûretés, etc. Certes, il a fallu bien souvent l'intervention de tribunaux pour régler des querelles. Et certes, il fut dépensé plus de temps et de moyens que ce qui était prévu par la théorie. Dans un très petit nombre de cas, les litiges ne sont pas encore réglés avec des débats en cours sur primauté de la loi de sauvegarde par rapport au droit des sûretés (voir à ce sujet l'emblématique titrisation de Cœur Défense). Mais globalement, tous les problèmes ont fini par se régler et la solidité des ABS a été à chaque fois vérifiée par les faits. L'apparition d'une jurisprudence facilitera le règlement d'éventuels litiges ultérieurs.

Les structures ont changé

Parallèlement, les ABS ont su tirer les leçons de la crise précédente et ont su se réinventer. En partie sous la pression des investisseurs et en partie en raison des changements dans les modèles de notation des agences, les banques originatrices ont fait évoluer les structures vers plus de simplicité et plus de protection.

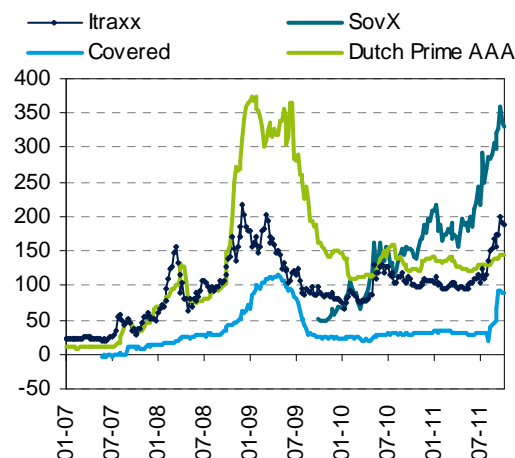
Les naufrages bancaires ont prouvé la justesse du concept d'ABS

A titre d'illustration, il est éloquent de suivre le niveau de subordination des tranches AAA de différentes séries originées par la même banque entre 2000 et 2011, et ceci bien que les taux de défauts soient restés stables. Et plus les tranches AA des ABS sont structurées de façon défensive, plus la volatilité des spreads sera faible, toutes choses égales par ailleurs.

Un autre élément, qui a eu tendance à calmer la nervosité des investisseurs et les a incités à conserver leurs lignes, est la confiance en la volonté du sponsor d'exercer les calls présents dans la majorité des ABS. Les calls sont en effet des éléments fondamentaux d'une structure car d'eux dépend la durée, qui peut, typiquement, s'établir à 5 ans avec call exercé ou 18 ans sans call exercé... Avant 2008, on considérait l'exercice des calls comme un élément quasiment certain. Puis, certaines banques originatrices ont commencé à « oublier » les calls de leurs structures en arguant de difficultés financières plus ou moins avérées. L'effet sur les spreads des ABS en général a été désastreux. Le processus de rétablissement de la confiance envers le niveau de support fourni par les banques fut long et parfois relativement tendu (cf. l'exemple de Fortis qui vit son nouveau programme de covered bonds boycotté par le marché en représailles de non exercice de calls sur ses RMBS).

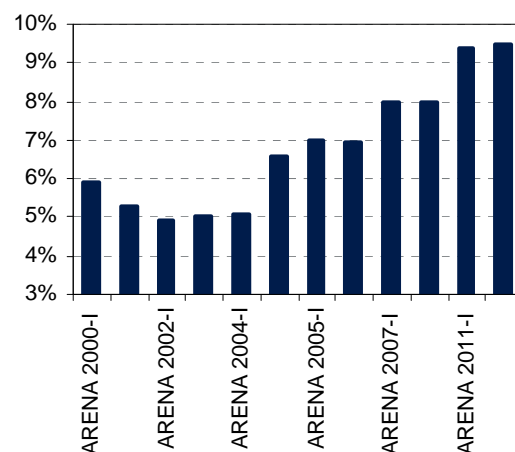
Enfin, un élément supplémentaire pouvant expliquer la bonne tenue des spreads des ABS AAA est la constatation par les agences de l'incomparable stabilité des matrices de transition des ABS et du niveau exceptionnellement bas de leurs taux de défaut, dans l'absolu mais aussi en relatif par rapport aux autres classes d'actif. Les investisseurs en ont, semble-t-il, tiré les conclusions.

Spread (bps) des différentes classes d'actifs AAA et d'indices de crédit



Source : Stratégie Amundi

Subordination originale



Source : Stratégie Amundi

Les conditions de marché ont changé

En ces temps troublés où les notations AAA deviennent de plus en plus rares et où pas une semaine ne passe sans que des émetteurs corporate ou souverains ne perdent plusieurs crans de notation, les ABS AAA jouent le rôle de valeur refuge. L'explication réside certes dans la stabilité historique de leurs ratings, mais aussi dans la défiance sévère des marchés envers la plupart des banques et leurs obligations. Les spreads de ces dernières atteignent d'ailleurs des niveaux inédits et les ABS AAA passent comparativement pour des havres de stabilité.

Les obligations sécurisées semblent offrir une alternative valable aux ABS en termes de stabilité des spreads, mais pour combien de temps ? En effet, le lien rigide qui existe entre la note d'une banque et la note maximale de son programme de covered laisse penser que bientôt, bien rares seront les covered qui auront conservé leur triple A. De plus, au contraire des ABS, la robustesse des mécanismes de protection qui accompagnent les covered n'a jamais été réellement testée. Pour l'instant, tant que les régulateurs, nationaux ou supranationaux, ainsi que les règles UCITS leur sont autant favorables, les volumes d'émission de covered bonds continueront à dépasser ceux de senior unsecured en Europe. Et c'est d'ailleurs là que se trouvera la limite des covered bonds : plus les encours de covered augmentent et plus les senior unsecured deviennent de facto junior, ce qui va finir par poser un problème.

Sur certains marchés déjà, lorsque le système bancaire dans son ensemble est jugé vulnérable, les covered bonds sont bien moins chers que les ABS. Même dans des contextes stressés et même pour des titres ayant perdu leur triple A (en grande partie à cause du risque souverain), les ABS bénéficient d'un flight to quality.

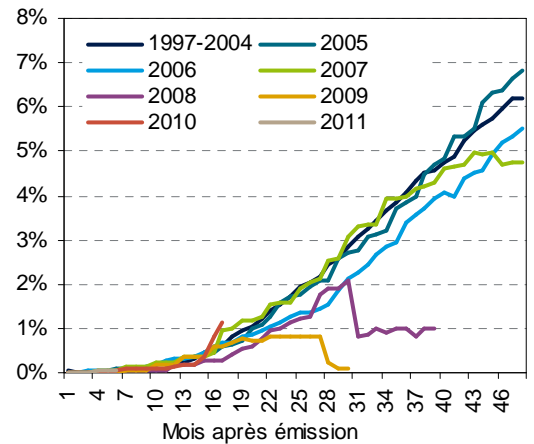
En conclusion

La première raison de la stabilité des spreads des ABS demeure bien évidemment la relation entre l'offre et la demande. Côté offre, les vendeurs ont tendance à se faire discrets et relativement peu de deals sont apportés sur le marché. Les portefeuilles en run-off par exemple, sont en général capables d'attendre des jours meilleurs sans être obligés de faire des ventes forcées. Quant aux assureurs, leur comptabilisation au coût historique ne les incite pas à faire tourner leurs portefeuilles. Et si l'on ajoute à cela qu'une grande partie des deals primaires sont pré-placés et échappent donc au marché, on comprend que la liquidité peut parfois être réduite.

Côté demande en revanche, les banques américaines sont avides de notation AAA pour leur ratio de liquidité et aspirent une grande partie des émissions européennes : 43% des émissions totales de UK Prime RMBS étaient libellés en USD en 2011, cette proportion pouvant monter jusqu'à 95% sur certains deals ... Les fonds de pension anglais et néerlandais absorbent eux aussi une grande part des deals AAA et participent à la raréfaction des papiers et au maintien des spreads serrés, tant en primaire qu'en secondaire.

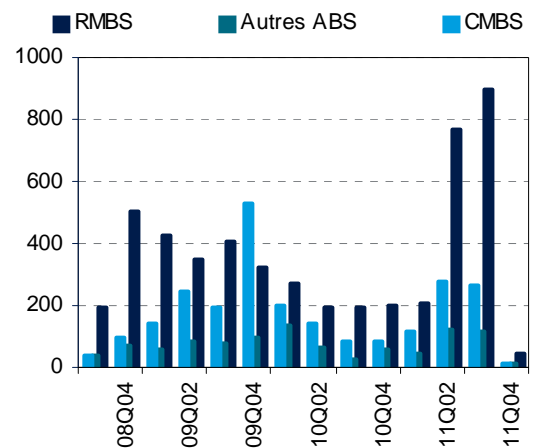
Au final, l'impression qui prédomine est que le marché des ABS AAA est plus mature qu'auparavant : les « petites mains » sont sorties et ne reviendront plus. Ne restent plus que les spécialistes, qui comprennent ce qu'ils achètent, qui sont capables d'influencer une structuration ou d'accompagner une restructuration, qui peuvent mettre en place, le cas échéant, des groupes de discussion pour négocier directement avec l'emprunteur ou le trustee, qui acceptent les baisses de notation sans paniquer et qui ont enfin une vision à long terme.

Perte cumulée sur les RMBS néerlandais (en % du montant original)



Source : Stratégie Amundi

Nombre d'actions de changement de notation



Source : Stratégie Amundi

10 Marchés d'actions : Retournement conjoncturel et allocation sectorielle

La progression des bénéfiques par action (BPA) du MSCI World ces trois derniers mois a été rognée de 2% sur 2011 et 2012 et n'est plus que de 13% pour chacun des exercices considérés (cf. 1^{er} tableau). Cet ajustement limité masque toutefois des différences importantes selon les régions. Ainsi, aux Etats-Unis, la croissance des BPA est demeurée quasiment inchangée à +16% sur 2011 et +13% sur 2012, alors qu'en zone euro - devenue l'épicentre de la crise avec l'aggravation du risque souverain - elle a été amputée des trois quarts sur 2011 (2% contre 8% précédemment) et de près d'un tiers sur 2012.

Bien que spectaculaires, les révisions de bénéfiques en zone euro ne sont probablement pas terminées car en période de retournement conjoncturel, le consensus des résultats devient peu fiable. Il s'agit en effet d'un indicateur retardé ; le délai de réaction des analystes en aval étant lui-même contraint par celui des économistes et des entreprises en amont. Pour se faire une idée plus réaliste de la fragilité des bénéfiques en période de récession, le 2^{ème} tableau montre qu'en moyenne, depuis le 1^{er} choc pétrolier, celles-ci se sont traduites par un recul des profits de l'ordre de 33%. Comme la zone euro devrait flirter avec la récession à partir du second semestre 2011 ainsi qu'en 2012, les 10% de croissance des BNA attendus l'an prochain nous semblent donc bien généreux. Sur la base d'une croissance du PIB de l'ordre de 0,5% en 2012, ils devraient ainsi plutôt s'orienter vers une fourchette comprise entre 0% et -10%.

Si le consensus des résultats est un indicateur retardé, le *net up*, qui correspond au solde net mensuel des révisions positives en pourcentage du total des révisions de résultats, est un outil beaucoup plus réactif. Or, le suivi de ce *net up*, nous fournit une image bien plus dégradée de l'évolution prévisible des résultats.

De la fragilité des bénéfiques en période de retournement conjoncturel...

On notera tout d'abord dans le graphique ci-contre que depuis trois mois, cet indicateur s'est retourné de part et d'autre de l'Atlantique. Mais c'est surtout en Europe (ex GB) que cette dégradation a été sensible puisque la profondeur et la vitesse de la chute ont été quasiment analogues au plongeon de l'automne 2008. Par ailleurs, si l'on affine le *net up* européen par grand type de secteur (1^{er} graphique, page suivante), on notera que les Financières qui ont été les premières à baisser sont également celles qui ont le plus chuté depuis six mois. De même, les Cycliques qui avaient mieux résisté jusqu'en septembre ont fini par ployer à leur tour en octobre. Et bien qu'ayant baissé elles aussi, les défensives se retrouvent désormais, logiquement, seules en tête.

De surcroît, l'ajustement des bénéfiques sera très différencié selon les secteurs. La sensibilité globale des bénéfiques à la conjoncture est une chose, la sensibilité sectorielle en est une autre. Ceci ressort très clairement de l'étude menée par les analystes financiers Buy Side d'Amundi sur l'impact par secteur d'un ralentissement plus ou moins marqué du PIB en 2012. Ces derniers ont simulé valeur par valeur la croissance des résultats 2012 en fonction d'un scénario de PIB central et d'un scénario gris. Les hypothèses du scénario central pour 2012 se déclinaient comme suit : Eurozone +1,0%, GB +1,2%, USA +2,0% et Chine +8,8%. Quant au scénario gris, ses hypothèses étaient les suivantes : PIB Eurozone, GB et USA de -0,5% à 0% et Chine +7,0%.

Au-delà de discuter du détail de ces prévisions macroéconomiques, l'intérêt de l'exercice était de tester la sensibilité des résultats sectoriels à un choc conjoncturel. Et de ce point de vue, les enseignements sont édifiants (2^{ème} graphique, page suivante).

Ainsi, selon le scénario gris, le secteur le plus touché serait les Banques & Financières diversifiées avec une baisse des résultats de 45% au lieu d'une croissance de 23% selon le scénario central, soit un écart de 68%. Les trois autres secteurs les plus impactés seraient les Matériaux de base, l'Informatique et la Consommation discrétionnaire avec, à chaque fois, un écart largement supérieur à 20%. A l'autre extrémité du spectre, les secteurs les plus résilients seraient la Santé, la Consommation courante, les Services collectifs, l'Industrie, les Telecom et l'Energie, avec un écart de seulement 5%. Les écarts au sein d'un même macro-secteur peuvent également être très importants. Ainsi, au sein de la Consommation Discrétionnaire, les résultats de l'Automobile s'effondreraient (-50% contre +10%) alors que ceux du Luxe seraient relativement résistants (+9% contre +15%).

Croissance des BPA selon IBES

	Actuelle		Delta 3 Mois	
	2011	2012	2011	2012
Etats-Unis	16%	13%	0%	-2%
Europe	6%	11%	-5%	-2%
EMU	2%	10%	-6%	-4%
GB	15%	10%	-3%	-1%
Japon	15%	22%	-5%	-2%
Emergents	10%	13%	-5%	0%
Monde	13%	13%	-2%	-2%

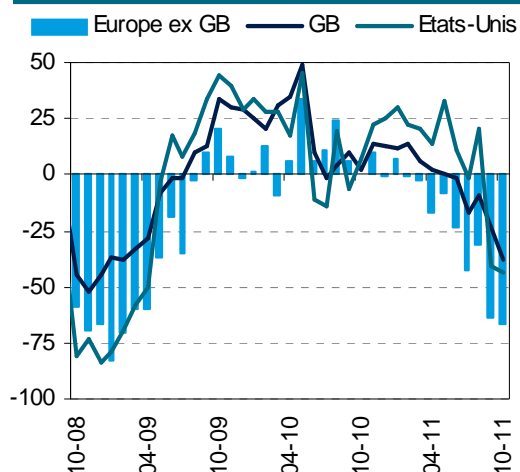
Source: Stratégie Amundi

Récessions et BPA du pic au creux

Récessions stylisées	All	Fra	GB	Jap	USA	Moy.
Nov 74 - Mar 76	-27%	-38%	-42%	-29%	-18%	-31%
Juin 80 - Oct 82	-49%	-26%	-26%	-19%	-24%	-29%
Jan 90 - Nov 92	-43%	-54%	-32%	-25%	-25%	-36%
Déc 00 - Avr 03	-24%	-28%	-21%	-16%	-28%	-23%
Avr 08 - Avr 10	-66%	-56%	-39%	-34%	-42%	-48%
Moyenne	-42%	-40%	-32%	-25%	-27%	-33%

Source: Stratégie Amundi

Momentum de révision des résultats



Source: Datastream, Stratégie Amundi

De même, dans l'Informatique, le Software tirerait son épingle du jeu (-8% contre +9%) alors que les Semi-conducteurs plongeraient (-45% contre +11%).

Au total, la croissance pondérée des résultats 2012 s'établirait ainsi à -10% au lieu de +10%. Dans ce contexte de retournement conjoncturel, les notions de valorisation – générales, et plus encore, sectorielles - sont donc à manier avec une grande prudence. Les critères habituels de valorisation comme la prime de risque, les multiples de BPA, de cash flow ou le rendement du dividende sont en effet faussés compte tenu des risques pesant sur les résultats. Le PE de Schiller, basé sur une moyenne mobile des résultats des dix années passées, est plus robuste et montre bien que le marché européen, quasiment retombé au plus bas de la période Lehman, est peu cher actuellement (11,1x en octobre contre une médiane de 19,1x sur 30 ans). En revanche, par construction, ce type de PE qui lisse les cycles ne reflète pas l'impact de la baisse de régime des résultats en 2012.

Compte tenu des limites des différentes méthodes d'évaluation, nous avons simulé l'impact du scénario gris sur le PE 12 months forward du MSCI Europe. En intégrant une baisse des résultats de 10%, celui-ci remonterait mécaniquement à 10,8x contre 8,7x actuellement. Ce ratio simulé de 10,8x est décoté par rapport à la moyenne de longue période du PE 12 mois forward qui ressort à 14,2x depuis 1988 et 12,7x hors années de bulle (1998-2002). En d'autres termes, si les économistes et les analystes n'ont pas encore achevé leurs révisions, le scénario de récession modérée et de baisse limitée des résultats 2012 du MSCI Europe est déjà « globalement » intégré par le marché.

“ La baisse modérée des résultats 2012 est intégrée, quid du grand écart sectoriel ? ”

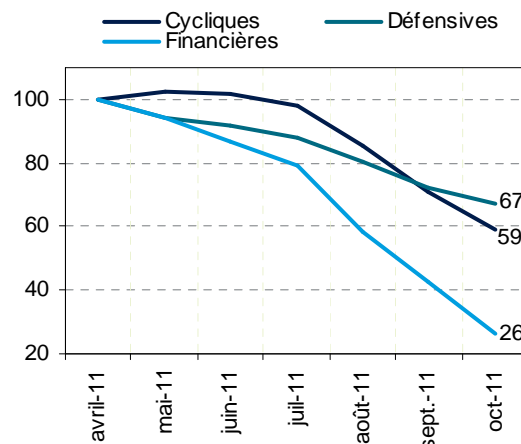
Mais qu'en est t-il par secteur du fait des grands écarts évoqués précédemment ? Pour répondre à cette question, il faut s'efforcer de discerner les mauvaises nouvelles déjà intégrées par le marché de celles qui ne le sont pas. Pour cela, il existe une méthode. La première étape consiste à identifier les bonnes et les mauvaises nouvelles. Nous utilisons à cet effet un indicateur de momentum sectoriel répondant à trois questions : les révisions bénéficiaires du secteur sont elles positives ou non (net up) ?, la valorisation du secteur exprime t-elle ou non la confiance en augmentant ou en baissant (variation du PE 3 mois) ?, enfin, le secteur surperforme t-il habituellement ou non à ce stade du cycle ? (roue sectorielle). La seconde étape est de voir si ces nouvelles sont déjà intégrées. Par exemple, si le marché est optimiste à l'égard d'un secteur, les investisseurs seront en principe surpondérés, les analystes majoritairement positifs et les valorisations assez élevées (taille croissante de la bulle, 3ème graphique ci-contre). Inversement, si le marché est pessimiste, les investisseurs seront sous-pondérés, les analystes négatifs et la valorisation déprimée. En systématisant cette démarche, on obtient une cartographie (cf. graphique) qui permet de mieux cerner ce qui est consensuel de ce qui ne l'est pas, et là où résident les problèmes potentiels.

On constate ainsi que les Banques, en pourpre sur le graphique, demeurent à la fois mal aimées et dotées d'un momentum très négatif. Ironiquement, ce n'est pas le cas de figure le plus défavorable ; ce consensus ancien ayant déjà largement produit ses effets. Nous suggérons dès lors une neutralité tactique à l'égard des Banques, d'autant que les autorités européennes n'ayant d'autre choix que d'enrayer la contagion systémique, le « risk reward » court terme apparaît asymétrique. A plus long terme, nous demeurons toutefois prudents du fait de la mollesse de l'environnement économique qui pèsera sur le coût du risque et d'une régulation plus stricte et plus exigeante en capital, d'où de moindres perspectives de dividendes.

Parmi les cycliques, en bleu foncé dans le graphique, il conviendra d'être sélectif en privilégiant les secteurs moins chers où le momentum est le plus résistant. Et de ce point de vue, les Software, la Distribution et les Services aux Entreprises se détachent alors que le secteur Automobile, qui demeure apprécié des investisseurs, est fragilisé.

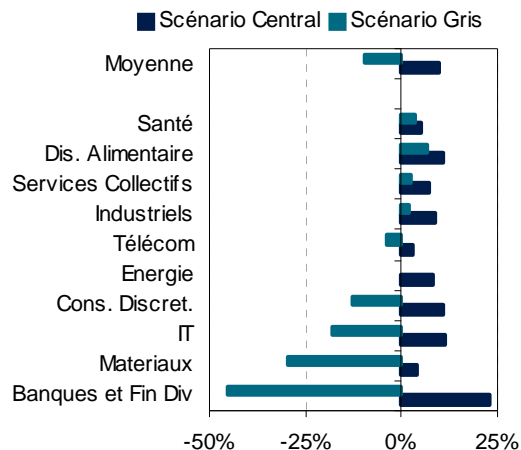
Enfin, parmi les secteurs défensifs, en vert, la différenciation se fera moins sur la sensibilité des résultats - faible dans tous les cas - que sur la visibilité long terme et la présence d'un cash flow libre élevé. On préférera dès lors l'Alimentation Boisson et la Pharmacie aux Télécom et aux Services Collectifs. Valeur par valeur, ces appréciations générales devront toutefois être affinées pour tenir compte de l'origine géographique des profits. L'exposition aux émergents pouvant dans certains cas atténuer la décélération européenne.

Net Up MSCI Europe : Avril base 100



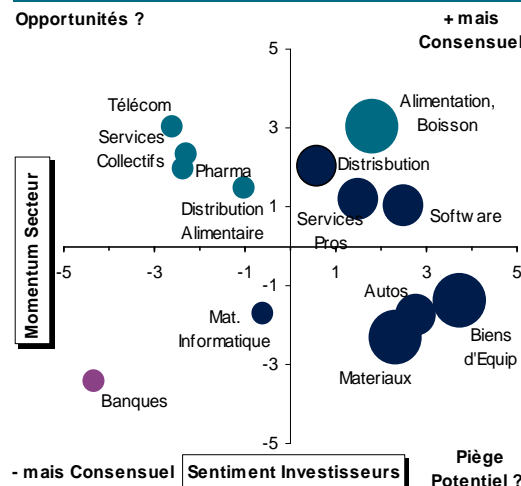
Source : Datastream, Stratégie Amundi

Croissance des BPA selon le scénario macroéconomique



Source : Stratégie et Analyse Financière Amundi

Cartographie sectorielle



Source : Stratégie Amundi, EPFR, HSBC

11 Banques chinoises : faut-il vraiment s'inquiéter ?

Les banques chinoises sont aujourd'hui systémiques pour l'économie mondiale et ce au moins pour 3 raisons. La première est que la Chine est désormais la seconde économie mondiale et que, par conséquent, tout évènement adverse pouvant conduire à une dégradation de sa conjoncture domestique est aussi susceptible d'affecter sérieusement la croissance mondiale. La seconde est que nous sommes encore très loin d'avoir apuré le système financier international des conséquences calamiteuses de l'éclatement de la bulle immobilière aux Etats-Unis en 2006 et de la récession qui en a suivi. Enfin, les capitalisations boursières des banques chinoises sont parmi les plus importantes du monde malgré des marchés boursiers encore étroits. Une crise bancaire dans l'Empire du Milieu n'est évidemment pas souhaitable mais peut-elle être évitée ?

Peut-on détecter à temps les déséquilibres financiers ?

La littérature académique a déjà très largement documenté le fait que les épisodes de hausse rapide du crédit combinés à une envolée des prix d'actifs peuvent conduire à des dépressions économiques durables et dévastatrices.

« *This time is different* » ... est-ce une illusion ? »

La crise du crédit aux Etats-Unis de 2008 a été un violent rappel de l'intangibilité de ce principe tout autant que fut la crise asiatique de 1997/98 ou celle du Japon en 1990. Est-on vraiment certain d'avoir renforcé notre capacité à prévoir l'occurrence de ce type de désastre ? Rien n'est moins sûr. Dans son dernier rapport de septembre sur la stabilité financière mondiale, le Fonds Monétaire International met en lumière des progrès mais beaucoup reste à faire malgré des orientations de recherches prometteuses – cf. deuxième chapitre du rapport. Comme le soulignait Kenneth Rogoff et Carmen Reinhart dans leur essai devenu une référence en la matière (*), l'illusion que « cette fois la situation est différente » s'avère persistante dans le temps. Dans la pratique, identifier les déséquilibres financiers du type de celle d'une accumulation de dette trop rapide reste un exercice très délicat. L'augmentation de l'endettement va souvent de pair avec une anticipation d'augmentation de la croissance de long terme des revenus.

A titre d'illustration aux Etats-Unis, la croissance soutenue du crédit entre 1965 et le début des années 1980 n'aura pas induit de crise. Le premier épisode de stress bancaire de l'Après-guerre ne se produira qu'en 1990. A contrario, l'accélération rapide dans le rythme d'accumulation de la dette au cours de la décennie 2000 aura abouti à l'une des crises bancaires les plus catastrophiques. Parmi les différences notoires la plus significative est probablement la productivité du travail qui est déterminante quant à la tendance de long terme des revenus des ménages. Du début des années soixante à la fin des années soixante-dix, elle évoluera très au-dessus de sa tendance de long terme – cf. deuxième graphique ci-contre. A contrario, à partir de 2003 elle aura connu une érosion qui l'a progressivement ramené sur sa tendance de long terme.

Les économies émergentes ont besoin de conditions de crédit très accommodantes

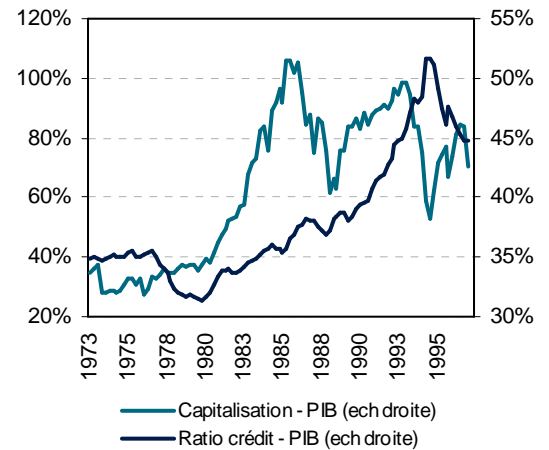
La capacité des économies émergentes de se prémunir contre un ralentissement marqué de la croissance mondiale n'est pas illimitée. La contribution de la demande domestique des ménages pour des grandes économies émergentes exportatrices comme la Chine s'élève à un peu plus de 30%.

« *Le crédit est un instrument de lissage de la consommation domestique au cours du temps* »

Ainsi que l'indique le graphique ci-contre, la contribution à la formation du PIB de la consommation domestique aura été en baisse constante de 50% au début des années 90 à 33% en 2010. En d'autres termes, aussi résistante que puisse être la demande domestique, elle ne pourrait pallier un fléchissement de la demande externe qui affiche une contribution à la croissance de plus de 25%. Le recours à un assouplissement des conditions de crédit est rationnel pour des économies qui connaissent de forts gains de productivité. Ce dernier devient un instrument de lissage au cours du temps de la demande domestique. A nouveau, l'inflexion conjoncturelle actuelle vient alimenter des attentes fortes sur la croissance des économies émergentes et notamment les principales que sont aujourd'hui la Chine, l'Inde, le Brésil. Ces dernières pourront-elles recourir encore à une croissance du crédit pour soutenir leur demande interne au risque de créer des surcapacités dans leurs économies ?

(*)*This time is different : Eight Centuries of Financial Folly*, K. Rogoff & C. Reinhart, 2009, Princeton Press

Etats-Unis : Prêts bancaires et capitalisation boursière rapportés au PIB



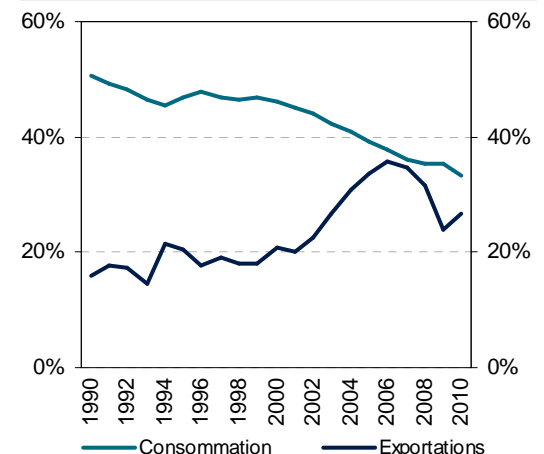
Source : Datastream, Stratégie Amundi

Etats-Unis : Productivité du travail



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Chine : Consommation privée et exportations rapportées au PIB



Source : Bloomberg, Stratégie Amundi

Les signes d'une augmentation du risque de crédit se multiplient en Chine...

Officiellement la proportion de prêts dits non performants en Chine est à son plus bas historique à 1,1%. De telles statistiques sont certes rassurantes mais elles sont regardées avec circonspection. *Fitch Ratings* a émis un rapport en avril dernier où il est surtout question des difficultés des gouvernements des provinces à trouver des moyens de financer une dette estimée à 10 500 milliards de yuan – chiffres du bureau national d'audit (*National Audit Office*). *Moody's investors services* projette une hausse de la proportion de prêts non performants à 18%.

Il y a, en tout état de cause, bien des éléments tangibles qui permettent d'anticiper une détérioration à venir des bilans bancaires dans la plupart des grandes économies émergentes. En premier lieu, l'accumulation de dette s'est accrue sur des rythmes sans précédents dans la plupart des économies émergentes.

“ *La dégradation de la qualité des bilans des banques émergentes est devant nous* ”

En Chine, la somme des nouveaux prêts octroyés au cours des douze derniers mois s'est stabilisée sur un rythme annuel de 8 000 milliards de yuans soit le double de celui des années 2007-2008.

...comme dans la plupart des grandes économies émergentes

Cette situation n'est pas propre à la Chine. Au Brésil la croissance du crédit a dépassé les 19% en rythme 12 mois glissants sur la première partie de l'année 2011. Les taux d'intérêt à la consommation ont crû de 6 points de pourcentage sur la même période atteignant 46%. La banque centrale du Brésil estime, d'ailleurs, que 26% du revenu disponible sont absorbés par les mensualités afférentes aux prêts des ménages. Leur taux de défaut – mesuré comme la proportion de prêts présentant des retards de paiements de plus de 90 jours – après avoir touché un plus bas historique de 5,7% en décembre, remonte en ligne droite vers sa moyenne de long terme de 7% (en septembre ce ratio est à 6,8%).

En Inde, le système bancaire est dans une position encore plus délicate car la détérioration des comptes publics alimente l'inflation à des taux élevés contraignant la banque centrale à maintenir des taux plus élevés que ceux que les perspectives économiques imposeraient d'adopter. Les stress tests conduit auprès des banques font craindre une remontée de la proportion de prêts non performants à 25% d'ici à 2012! Et que dire de la Turquie dont la monnaie se trouve sous pression après le creusement de la balance courante en raison d'une demande privée en plein boom. Enfin pour finir, en Russie le plus important renflouement d'une banque de l'histoire russe a été mis en place pour *Banque de Moscou*, cinquième banque du pays, qui reconnaissait une perte de plus de 5 milliards de dollars et recevait 14 milliards de dollars d'injection de capital.

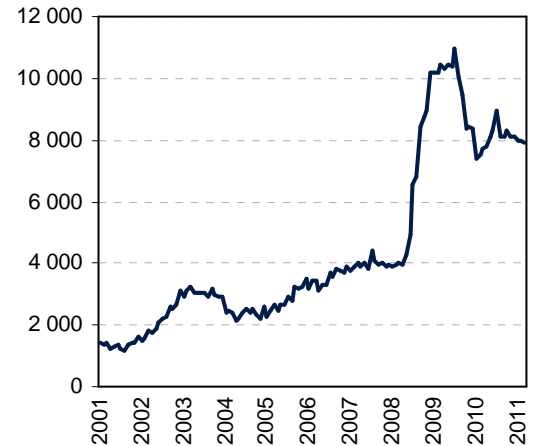
La Chine se distingue par quelques spécificités inquiétantes

La tentation pourrait être de conclure qu'avec le recul de l'inflation les marges de manœuvre retrouvées des banques centrales émergentes devraient permettre d'assouplir les conditions de crédit évitant par la même une crise du financement dans un environnement portant encore les stigmates d'un stress souverain dont on ne sait quant il se dissipera.

“ *Les émergents ont les moyens de faire face à une crise bancaire* ”

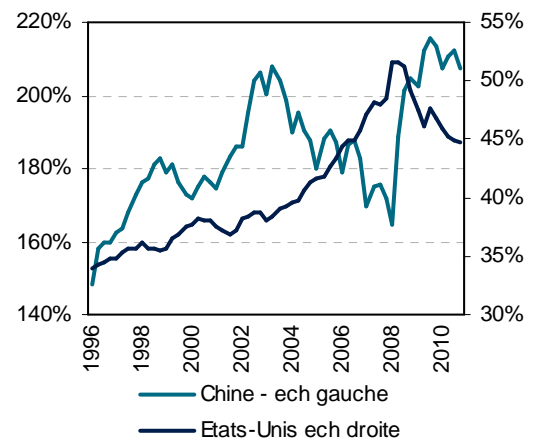
Ceci n'est que partiellement exact. Dans le cas du système bancaire chinois, certaines pratiques inquiètent le régulateur notamment les pratiques hors bilan. La commission de régulation bancaire a demandé dans une directive émise fin septembre de cesser de vendre à destination des gestions de fortunes privées ou des entreprises des produits structurés aux rémunérations avantageuses. Ces actifs permettent de convoyer du capital vers des projets n'ayant pas forcément accès au crédit bancaire avec une information assez limitée sur la qualité de crédit de l'emprunteur final...étrange résonance avec les produits structurés de la crise 2008. En attendant un dénouement douloureux – l'opacité génère des primes de risque – l'arithmétique reste en faveur de la Chine et des grandes économies émergentes. Selon le FMI, le ratio de la dette sur PIB en moyenne au sein des BRIC serait de 40% contre 102% pour les économies développées. La Chine dispose de 3200 milliards de dollars de réserve de change et le Brésil, l'Inde et la Russie réunis environ 1000 milliards de dollars: un coussin de capital suffisant pour absorber toute crise bancaire. Certes...mais les investisseurs ne s'y sont pas trompés, les bancaires émergentes doivent abaisser leur niveau de valorisations implicites pour redevenir attractives. Elles sont aujourd'hui plus chères que les banques américaines !

Chine : montant total de prêts octroyés au cours des douze derniers mois (Mds Yuans)



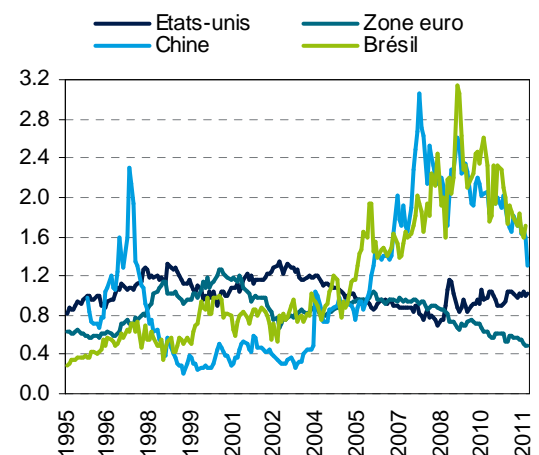
Source : Bloomberg, Amundi Strategy

Stock de prêts rapporté au PIB



Source : Bloomberg, Stratégie Amundi

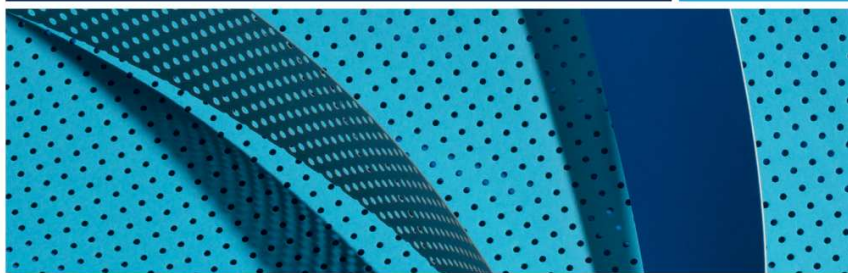
Banques –multiple relatif prix /fonds propres du secteur contere celui de l'indice Monde



Source : Datastream, 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

Valentine Ainouz – Stratégie Crédit – Paris

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

Sergio Bertoncini – Stratégie Crédit – Milan

Didier Borowski

Bastien Drut – Stratégie Changes & Taux – Paris

Philippe Ithurbide

Rémi Jeanniard – Analyse Crédit – Paris

Masanaga Kono – Stratégie & Recherche Economique – Tokyo

Rémy Lambinet – Stratégie & Recherche Economique – Paris

Tristan Perrier – Stratégie & Recherche Economique – Paris

Florian Roger – Responsable Macroéconomie – Paris

Ibra Wane – Stratégie Actions – Paris

Akio Yoshino – Stratégie & Recherche Economique – Tokyo

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.