

Analyse en bref

- 1 **La crise de la dette souveraine euro ne devrait pas devenir systémique** : Ce thème ne va pas cesser d'animer les marchés. **La Grèce n'évitera sans doute pas une restructuration de sa dette** après la mi-2013, et les banques espagnoles font craindre un risque majeur pour l'Espagne et par ricochet pour la zone euro. Bien faire la distinction entre les pays périphériques ayant de vrais problèmes de solvabilité et ceux exposés au seul problème d'accès au financement. La crise continue de **fragiliser l'euro contre dollar**.
- 2 **L'économie mondiale est en surliquidité** et cela devrait à terme générer des craintes inflationnistes. Aux Etats-Unis, **les risques de « double dip » s'éloignent**, mais la croissance n'est pas suffisante pour combler l'*output gap*.
- 3 **Les divergences économiques en zone euro devraient perdurer en 2011**, avec d'un côté l'Allemagne et ses « satellites » (pays à excédents courants et compétitifs, à discipline budgétaire et maîtrise des dettes publiques ...), et de l'autre, les pays de la périphérie (déficits courants, faible compétitivité, systèmes bancaires en difficulté, dettes publiques élevées, voire non maîtrisées, rigueur budgétaire forcée).
- 4 **Les politiques monétaires vont rester accommodantes en 2011**, mais les marchés doivent se préparer à la fin du *quantitative easing* qui, même en l'absence de pressions en provenance de la sphère réelle, est susceptible de générer des anticipations d'inflation. Les marchés émergents comme la Chine vont poursuivre leur resserrement monétaire afin de contenir l'inflation.
- 5 **Le 2nd semestre s'annonce épineux pour les marchés obligataires** : La fin du *quantitative easing* devient un enjeu essentiel. Un krach obligataire est peu vraisemblable dans une phase de surliquidité mondiale qui continuera de caractériser l'année 2011, mais la menace reste entière à un horizon plus long.
- 6 **2011, une année test pour la dette émergente** : Deux risques deviennent plus présents, l'un à court terme – l'inflation dans les pays communément appelés émergents – l'autre à moyen terme : la remontée des taux longs dans les pays avancés et la difficulté à maintenir « le splendide isolement » des dettes émergentes. **Les devises émergentes** restent attractives, notamment pour les pays à forte croissance, excédents courants, discipline budgétaire ...et pressions inflationnistes sous contrôle.
- 7 **Le cycle haussier sur les marchés d'actions n'est pas arrivé à son terme** : Nos thèmes préférés sont la croissance, les fusions & acquisitions, et la capacité à monter les prix. Nos secteurs européens préférés sont le luxe, les biens d'équipement, la pharmacie, les mines et l'énergie.
- 8 **La capacité à répercuter la hausse du prix des matières premières va différencier les secteurs d'activités** : Les hausses de prix des matières premières sont difficiles à répercuter, et l'exposition des différents secteurs aux matières premières ainsi que leur *pricing power* sont clé pour l'évolution des marges en 2011. Les secteurs les plus à risque sont la sidérurgie, l'alimentation, les services collectifs et les biens d'équipement.
- 9 **Le marché du crédit est encore attractif, mais fortement influencé par l'évolution de la crise des dettes souveraines** : Le retour graduel des profits et de la croissance finit par conforter à la fois le crédit et les actions. Le *high yield* reste attractif mais la réémergence d'une crise souveraine systémique aurait des impacts néfastes.

En savoir +

- 1 **Dette souveraine en Europe : un problème durable**
Encadré 1 : Le FESF
Encadré 2 : Dettes souveraines euro : scénarios de sortie
Encadré 3 : Les clauses d'actions collectives
Encadré 4 : Les banques espagnoles dans la tourmente
page 3
- 2 **L'économie mondiale en surliquidité**
Encadré 5 : L'austérité n'est pas américaine
page 7
- 3 **Divergences et dispersion en Europe : une situation problématique**
Encadré 6 : Pays émergents et zone euro, deux mondes bipolaires
page 9
- 4 **Politiques monétaires : un danger pour les taux longs ?**
page 10
- 5 **Marchés obligataires : des risques de krach ?**
Encadré 7 : La « prime de risque de signature » des grands pays développés
page 11
- 6 **Dette locale émergente : perspectives favorables mais attention à l'inflation**
Encadré 8 : Un retour du contrôle des capitaux ?
page 14
- 7 **Les marchés actions vont maintenant devoir « surmonter le mur des doutes »**
page 15
- 8 **Matières premières : Qui va devoir payer la note ?**
page 18
- 9 **Le marché du crédit se porte bien mais subit l'impact des tensions dues au risque souverain**
Encadré 9 : Cycle du crédit et relations entre obligations et actions
page 19

CLASSE d'ACTIFS	THEMES d'INVESTISSEMENT et PERSPECTIVES	STRATEGIES d'INVESTISSEMENT d'Amundi
Allocation d'actifs	<ul style="list-style-type: none"> Préservation du capital ou déploiement du risque ? Nous restons en phase de déploiement du risque, mais la crise de la dette souveraine incite à marquer une pause. Une crise souveraine spécifique à un pays ne fait pas craindre des remous sur la classe d'actifs crédit ou sur l'euro, mais le risque de voir les marchés percevoir régulièrement des facteurs systématiques incite à la prudence. Dans les classes d'actifs risqués, la surperformance du crédit sur les actions touche à sa fin, du fait notamment du positionnement actuel dans le cycle de <i>deleveraging</i>. La hausse des taux longs interviendra en 2011, sans doute de façon plus solide au cours du second semestre. 	<ul style="list-style-type: none"> Surpondérer les classes d'actifs risqués, mais réduire graduellement la surpondération crédit vs actions. Préférer dettes et actions émergentes aux dettes et actions des pays avancés ... mais attention à la liquidité de certains marchés et à la (trop grande ?) force de ce consensus. La crise de la dette européenne est un élément-clé pour l'euro, mais aussi pour le rendement des <i>bunds</i> et la performance des actifs risqués comme le crédit.
Marchés monétaires	<ul style="list-style-type: none"> BCE, Fed et BoJ ne devraient pas relever leurs taux d'intérêt en 2011 ... mais le réel enjeu des marchés sera l'accompagnement de la fin du <i>quantitative easing</i>. Les risques de « <i>double dip</i> » s'éloignent, la vitesse du <i>deleveraging</i> fléchit, mais le retour de la croissance ne sera pas suffisant pour combler les <i>output gaps</i> actuels. La zone euro est coupée en deux, avec d'un côté les pays à excédents courants, dette maîtrisée, discipline budgétaire correcte et à croissance plus solide, et de l'autre les pays à déficits courants, dette en forte progression, systèmes bancaires en difficulté, et rigueur budgétaire forcée par notamment le besoin de recourir à des aides extérieures. 	<ul style="list-style-type: none"> Avec la crise souveraine, la BCE a ré-ouvert les vannes de la liquidité aux banques avec des appels d'offre illimités, jusqu'à fin mars 2011. Il en a résulté une nouvelle pression baissière sur le prix de cette liquidité (l'Eonia est ainsi retombé à 0,4%). Toutefois, l'Euribor 3 mois reste proche du taux repo de la BCE (1,0%). A compter du printemps, nous anticipons une remontée graduelle du taux Eonia vers le taux repo. Mais cette remontée promet d'être très volatile.
Marchés obligataires	<ul style="list-style-type: none"> La surliquidité mondiale permet de limiter les risques de krach obligataire à court terme. La récente hausse des taux longs donne une indication de la tendance de fond. Cette tendance n'est pas encore enclenchée, et la stabilité relative attendue au cours des prochains mois devrait intervenir sur un palier plus élevé. La crise de dette souveraine a un faible impact sur le niveau des taux longs de la zone (Allemagne). Un bon indicateur d'intensité de la crise peut être trouvé dans les taux longs allemands : en risque spécifique, les <i>bunds</i> bénéficient d'une fuite vers la qualité. En risque systémique, les <i>bunds</i> souffrent contre les <i>US Treasuries</i>. Difficile de quantifier l'impact du QE à moyen / long terme sur l'inflation, mais il semble acquis que cela se traduira par des taux d'inflation plus élevés. Nous aimons donc les produits d'inflation, pays émergents et pays avancés, dans une perspective de moyen terme (bien au-delà de 6 mois). Sans doute un thème durable. 	<ul style="list-style-type: none"> Pas de tendance franche en début d'année 2011, mais remontée des taux longs au 2^{ème} semestre (entre 75 et 100pb de hausse). Attrait des obligations indexées sur inflation Pas de vue forte sur le marché américain vs marché zone euro. La courbe 2-10 s'aplatira davantage, mais plus tard, une fois les hausses de taux largement anticipées et la première réaction négative des obligations entérinée.
Crédit	<ul style="list-style-type: none"> Le cycle de <i>deleveraging</i> n'est pas terminé, et les conditions actuelles (taux bas, inflation basse, forte réduction de la dette des entreprises, accumulation de liquidités, <i>spreads</i> de crédit encore attractifs, niveau très bas des taux de défaut, retour des profits et des marges ...) sont autant de facteurs favorables. Attention à la crise de dette souveraine : plus elle est perçue comme potentiellement systémique, et plus les actifs risqués comme le crédit vont en pâtir. 	<ul style="list-style-type: none"> Rester surpondéré en <i>high yield</i> vs <i>investment grade</i>. Les performances seront intéressantes en 2011, mais ne devraient pas être au niveau de ces deux dernières années.
Actions	<ul style="list-style-type: none"> Le cycle haussier n'est pas terminé. L'éloignement des risques de « <i>double dip</i> », le retour des profits et des opérations de fusions & acquisitions apportent de la dynamique supplémentaire sur ces marchés. Nous aimons le thème des fusions & acquisitions (profitabilité retrouvée des sociétés dans un monde à faible croissance), et notamment dans les <i>small caps</i> / <i>mid caps</i>, pro-cycliques, qui devraient en outre continuer à délivrer de la performance dans les 6 mois tant aux Etats-Unis qu'en Europe. Le thème de la santé devrait être redécouvert ; il combine en sa faveur plusieurs caractéristiques porteuses (dynamique de croissance dans les émergents, rendement élevé, valorisation faible). Nous aimons toujours le Luxe (capacité à monter les prix, croissance des pays émergents avec montée en force de la classe moyenne supérieure). 	<ul style="list-style-type: none"> Surpondérer la portion américaine contre la portion euro. Préférer le noyau dur de la zone euro contre les pays périphériques. Préférer l'Allemagne au sein du noyau dur. Rester surpondéré en <i>small caps</i> / <i>mid caps</i>. Rester prudent sur les secteurs incapables de répercuter les hausses de prix des matières premières : les sidérurgistes (hormis les miniers et les cimentiers), l'alimentation (hormis boisson et tabac), les services collectifs et les équipementiers.
Marchés émergents	<ul style="list-style-type: none"> Les marchés émergents bénéficient d'une bonne situation (croissance, environnement de taux bas, discipline budgétaire, dette publique faible et maîtrisée, devises solides ... ce qui bénéficie aussi bien à la dette qu'aux actions). L'avantage des émergents est tel que cela devient une évidence pour tous, ce qui en fait un danger potentiel. Les « <i>crowded consensus</i> » sont d'autant plus dangereux que certains de ces marchés sont peu liquides. Le monde émergent est bipolaire, avec d'un côté des pays à divergences économiques et politiques monétaires dépendantes (par rapport aux pays avancés), et de l'autre ceux dont le cycle économique est lié aux pays avancés. 	<ul style="list-style-type: none"> Préférer les pays émergents à excédents courants, comme l'Asie et certains pays d'Amérique latine. Sous-pondérer les pays émergents d'Europe.
Matières premières	<ul style="list-style-type: none"> La vigueur de l'économie chinoise donne le ton sur les matières premières. La volonté des autorités chinoises de consolider la croissance tout en luttant contre l'inflation ou une trop forte appréciation du yuan sont les éléments-clés. A tort ou à raison, l'or fournit une assurance contre la crise du système monétaire international. Croissance mondiale solide et maintien d'un haut niveau de croissance en Chine incitent à rester positif sur les matières premières en général, énergie, produits agricoles, or et matières premières industrielles en premier lieu. Les actions minières ont également nos faveurs. 	<ul style="list-style-type: none"> Rester long or, tant que les craintes sur la dette et sur l'organisation du SMI persistent. Rester long énergie. Rester long <i>soft commodities</i>, surtout dans les marchés à stocks tendus comme le blé, compte tenu de la vigueur de la croissance dans les pays émergents.
Marché des changes	<ul style="list-style-type: none"> Une nette atténuation de la crise souveraine redonnerait de la vigueur à la devise européenne, mais la probabilité d'un tel scénario reste faible à court terme (avant fin mars). Il y a fort à parier, au contraire, que les débats sur la dette et sur la perspective de défauts (ou restructurations) continuent de peser sur les marchés, imprimant de ce fait une tendance baissière sur l'euro. L'euro n'est plus surévalué contre dollar. A noter que la baisse de l'euro est un atout supplémentaire pour les pays de la zone déjà compétitifs et industriels, comme l'Allemagne, l'Italie et la France. Le dollar va continuer de céder du terrain contre les devises émergentes, notamment d'Asie. La forte appréciation des devises émergentes rend plus difficiles les hausses de taux (pourtant rendues nécessaires par l'évolution des taux d'inflation), ce qui rend plus crédibles encore les craintes de voir certains pays, notamment en Asie, recourir à des mesures de contrôle des capitaux. 	<ul style="list-style-type: none"> Préférer les devises émergentes, et plus particulièrement celles d'Amérique latine et d'Asie. Rester sélectif et prudent vis-à-vis de pays qui interviennent déjà sur le marché des changes (Corée, Malaisie ...). Le dollar australien devrait rester solide (devise liée aux matières premières, portage très attractif), ainsi que les devises scandinaves. Préférer le dollar US à l'euro dans les circonstances actuelles.

1 Dette souveraine en Europe : un problème durable

La zone euro est vraisemblablement en train de vivre le test le plus important de sa jeune histoire : monnaie unique, politique monétaire unique, critères de convergence sont sans conteste des contraintes fortes pour de nombreux pays, mais la situation actuelle va au-delà de simples contraintes d'ajustement. Il s'agit cette fois-ci de divergences économiques fortes (sans précédent) et de doutes non seulement sur la solvabilité de certains Etats, mais aussi sur la capacité de la zone et de ses institutions à juguler l'emballement de la dette publique, à forcer une vraie discipline budgétaire et à résoudre les difficultés structurelles de certaines économies et/ou de leurs systèmes bancaires. Le test est de taille. Les écarts entre pays européens ne sont objectivement pas pires que ceux qui caractérisent les Etats-Unis d'Amérique, mais l'absence d'un gouvernement central et d'un budget fédéral sont deux désavantages qui rendent la zone euro plus vulnérable. Le *quantitative easing* protège le marché américain et le FESF (Fonds Européen de Stabilité Financière), créé au printemps en réponse à la première crise, a dans un premier temps rassuré en Europe. Pourtant, le FESF ne peut pas absorber les besoins de financement de tous les pays, et notamment ceux de l'Espagne et l'Italie, et l'empressement – justifié – des Etats à venir en aide à l'Irlande a ravivé les craintes de choc systémique, avec une contagion à l'Italie, au Portugal et à l'Espagne. La taille du FESF a de ce fait été au centre des débats, et la confirmation du risque systémique a repris le dessus.

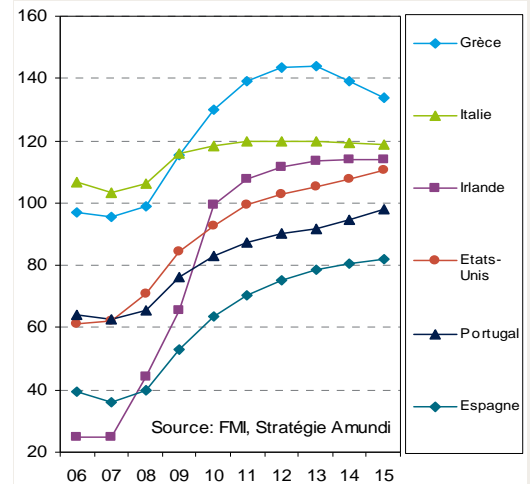
Encadré 1 : Le Fonds Européen de Stabilité Financière

Le FESF a été créé lors de la première crise souveraine, au printemps dernier ; il a pour vocation d'émettre de la dette pour subvenir aux besoins de financement des souverains de la zone euro. Il s'agit d'un fonds AAA garanti par les Etats-membres au *pro rata* de leur contribution dans le capital de la BCE (l'Allemagne pour 27%, la France 20%, l'Italie 18%, l'Espagne 12%, l'Irlande 1,6%, le Portugal 2,5% et la Grèce 2,8%). Il faut bien noter que ce fonds (qui peut émettre en théorie jusqu'à 440 Mds€) ne couvre pas la totalité du besoin de financement de l'ensemble des pays, mais « seulement » à ce stade les besoins de financement potentiels de l'Irlande et du Portugal (le cas de la Grèce a été traité à part). Si l'Espagne avait réellement besoin de faire appel au FESF après les pays mentionnés, le mécanisme actuel ne suffirait pas. Les 6 pays AAA de la zone représentent une garantie de 255 Mds sur les 440 Mds. Est alors apparu un débat sur la nécessité d'accroître la taille du FESF, mais il est bien difficile d'accroître fortement la capacité d'émission de la structure sans mettre en péril sa notation AAA, et aussi sans affecter la qualité des *Bunds*. Ce n'est d'ailleurs pas une surprise de constater que la fuite vers la qualité n'a pas toujours été favorable aux *Bunds* (comme lors de la crise du printemps), mais a été parfois bénéfique aux bons du Trésor américain, un signe de présence ponctuelle de craintes de risque systémique en zone euro.

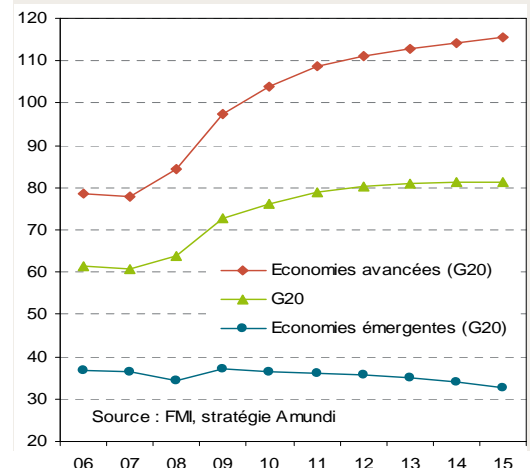
Début décembre, l'annonce d'achats par la BCE de dettes périphériques euro a finalement rassuré les marchés, mais cela ne change pas les perspectives de la Grèce ou de l'Irlande, ni celles du Portugal. On retrouve pour ces pays des similitudes avec des crises passées, notamment avec le défaut argentin de 2001 : devise surévaluée, perte de compétitivité, peu de discipline budgétaire, déficits courants et déficits primaires, perspectives de restructuration de dette désordonnée, situation politique dégradée ... Tout sera fait pour éviter des défauts en chaîne, voire des anticipations de délitement de la zone euro ; en effet, sans parler des difficultés techniques d'un éclatement de la zone euro, un tel scénario serait défavorable aux pays périphériques (ils n'auraient plus accès à la liquidité de la BCE, ce qui provoquerait alors une crise de liquidité majeure, avec faillite potentielle du système bancaire, perte de solidarité avec les pays du centre ...). Les pays du cœur de la zone euro subiraient les conséquences d'une appréciation de leurs devises contre celles des périphériques dans le scénario extrême d'éclatement de la zone euro. Mais ils ne sortiraient pas non plus indemnes d'un défaut souverain au sein de la zone, compte tenu de l'exposition de leurs banques aux dettes souveraines périphériques. La BCE a certes encore des marges de manœuvre qu'elle ne souhaite pas exploiter, du moins pour l'instant. Nous pensons qu'une issue favorable sera trouvée pour la zone euro, et cela pour plusieurs raisons :

- Les pays européens ont toujours opté pour l'option de solidarité à chaque fois que des problèmes majeurs se sont présentés.
- Il n'y a pas de problème de solvabilité pour des pays comme l'Espagne ou l'Italie et les difficultés de l'Irlande, de la Grèce et du Portugal sont déjà assurées par le Fonds Européen de Stabilité Financière à horizon mi-2013.

Perspectives - Dettes publiques (% du PIB) : Pays périphériques vs. Etats-Unis



Perspectives - Dettes publiques du G20 (% du PIB)



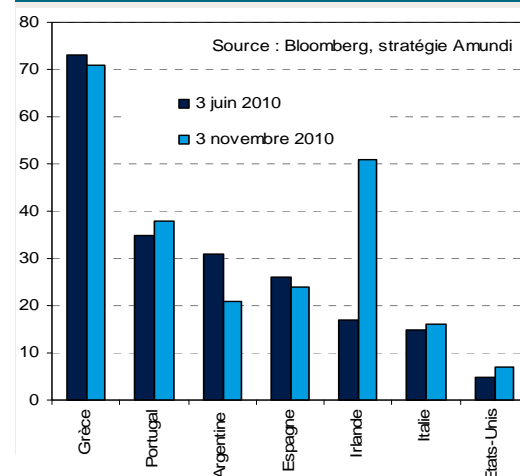
- La situation et les montants à garantir sont gérables pour peu que les grands pays s'engagent à sauvegarder le système.
- La BCE n'a pour l'instant pas été très active dans les achats de dettes périphériques (74Mds d'euros depuis mai) et elle est susceptible d'augmenter la cadence si besoin est.
- La BCE a d'autres cartes en main, comme le *quantitative easing*. Cette dernière option constituerait une vraie révolution pour la BCE, et ne serait de notre point de vue choisie qu'en tout dernier recours (prévention d'un risque systémique).
- Les pays du noyau dur n'ont pas d'autre issue que de porter secours aux autres pays de la zone euro, tant il y a d'imbrications entre les dettes des Etats et les systèmes bancaires. Au total, et en dépit des dissensions actuelles, il est probable que les Européens soient capables (d'ici fin mars) de proposer un plan de stabilité financière accepté et crédible.

Grèce (2009) vs. Argentine (2001)

% du PIB	Grèce		Argentine
Déficit	23.8	>	16.9
Dettes	8.6	>	11.4
Déficit primaire	1.8	>	1.9
Déficit courant	1.9	>	1.7
Exportations	4.0	>	2.6
Dettes détenues à l'étranger	40.1	>	34.5

Source: Stratégie Amundi

Probabilité de défaut souverain selon les investisseurs



Encadré 2 : Dettes souveraines européennes... les 4 scénarios de sortie

Scénario d'apaisement : le scénario le plus favorable est celui de la croissance retrouvée. La croissance économique permet de faire passer plus facilement des réformes budgétaires et fiscales, de collecter davantage de recettes fiscales et d'améliorer ainsi les ratios de finances publiques (dette/PIB notamment). L'Europe a une locomotive (l'Allemagne), mais tous les wagons ne sont pas bien arrimés. L'Allemagne va bien, notamment parce que l'euro est faible et que les taux sont bas ... mais dans le même temps, les pays en difficulté sont obligés de mettre en place des mesures restrictives, ceci étant conditionné aux aides européennes et du FMI.

Scénario de solidarité : soit il est décidé d'accroître la taille du FESF, soit la BCE décide de monétiser la dette publique des pays en difficulté (i.e. achats massifs et non stérilisés de dettes périphériques), soit les Etats les plus solides acceptent de prêter directement aux Etats en difficulté et de couvrir les besoins de financement post FESF (après le 30 juin 2013). Dans de tels cas de figure, la crise s'estompe, mais les préalables ne sont pour l'heure pas remplis. Les messages envoyés par la classe politique allemande, ou ceux distillés par l'Etat major de la BCE par exemple, ne plaident pas pour de telles solutions tant que la crise n'est pas devenue extrême (risque systémique). Réponse attendue fin mars au plus tard, si l'on se fie au communiqué officiel européen du 17 décembre.

Scénario de crise spécifique : l'Irlande a un gros problème identifié, son système bancaire. La Grèce a des problèmes très différents : la croissance, le manque de discipline budgétaire, la faible capacité à collecter des impôts (évasion fiscale), le faible taux d'épargne domestique. Le Portugal a également des problèmes identifiés : déficits courants, très faible compétitivité ... Ces risques spécifiques font courir le risque de voir ces pays être forcés de restructurer leurs dettes après 2013. Si c'est le cas, il faut craindre des restructurations complexes et désordonnées.

Scénario de crise systémique et d'éclatement : le risque de voir les risques spécifiques se transformer en risque systémique n'est pas à écarter totalement. C'est le scénario de loin le moins probable (« cygne noir ») mais ce serait à coup sûr le plus dévastateur. S'il devait se produire, il y a fort à parier que ce serait avant la mi-2013. L'euro serait considérablement affaibli par les perspectives de défauts en cascade. L'intrication des bilans bancaires et des dettes souveraines - une grande partie des dettes périphériques sont détenues par les banques des pays du cœur de la zone euro (Allemagne et France, notamment) - précipiterait une crise financière de grande envergure (« un Lehman européen »). Cela conduirait les marchés à anticiper un éclatement de la zone euro et menacerait de la précipiter en déflation.

Notre scénario est un mix du scénario 2 (court terme) et du scénario 3 (moyen terme)

La restructuration de la dette grecque semble malgré tout inévitable, et il n'est pas impossible que l'Irlande ou le Portugal soient forcés de faire de même. La restructuration n'est pas un acte anodin, et les expériences passées montrent que c'est un processus long, itératif (négociations entre émetteur et investisseurs), souvent désordonné en l'absence de clauses d'actions collectives A noter que le poids des investisseurs non

domestiques est très important dans le cas de la Grèce, de l'Irlande et du Portugal (entre 75% et 85%) ... mais parmi les investisseurs non domestiques, on retrouve au premier plan les pays de la zone euro, intégration monétaire exige. Tout cela explique pourquoi les pays européens du noyau dur n'ont pas véritablement d'autre issue que d'aider les

“ La restructuration de la dette grecque semble inévitable ”

pays périphériques. Tout cela explique aussi pourquoi les risques spécifiques deviennent assez rapidement des risques systémiques euro, avec une baisse de l'euro, un élargissement de tous les *spreads* de crédit souverain. A noter toutefois que, suite à la création du FESF, qui a institué *de facto* une solidarité possible des dettes, le *Bund* allemand a cessé de jouer son rôle de valeur refuge.

Encadré 3 : Les clauses d'actions collectives

La perspective de restructuration de dette souveraine remet au goût du jour les discussions des années 90 et du début des années 2000 sur la façon de prévenir ou d'accompagner un tel événement. Il y a en réalité 2 possibilités d'accompagnement :

- D'une part, la mise en place lors de l'émission de clauses d'actions collectives (les clauses d'actions unanimes sont le plus souvent rejetées), qui donnent la possibilité à une majorité ou une « hyper-majorité » d'investisseurs (généralement 75%) de traiter directement des conditions de restructuration avec l'émetteur, et qui ne permettent pas à la minorité des détenteurs d'obligations de recourir à des actions isolées. C'est un dispositif *ex ante* qui permet une restructuration ordonnée. Les négociations conduisent à des novations (allongement de maturité, modification de taux, fusion de titres, émissions de nouveaux titres en remplacement des anciens ...).

- D'autre part, le mécanisme de restructuration de dette souveraine (MRDS), un mécanisme *ex post* qui intervient dès qu'il y a un événement de crédit.

FMI et G10, ainsi que les souverains européens (Allemagne en tête) ont très souvent manifesté une préférence marquée pour le dispositif *ex ante*. L'une des questions concerne les clauses d'actions collectives (CAC) susceptibles d'être intégrées dans les prochaines émissions obligataires souveraines. Précisons qu'il ne s'agit pas d'un mécanisme rétroactif : contrairement aux craintes des marchés, seule la nouvelle dette émise après le 30 juin 2013 (date à partir de laquelle un pays ne pourra plus recourir au FESF) incorporera de telles clauses. Cela signifie qu'il y aura une décote entre la « nouvelle dette » et l'ancienne, une décote qui disparaîtra graduellement au fur et à mesure que la « nouvelle » dette sera plus importante. Mais cela signifie surtout – et c'est une inquiétude pour les marchés financiers – une coexistence de « dette avec CAC » et de « dette sans CAC ». On estime que la dette avec CAC sera plus grosse que la dette sans CAC au bout de 5 ans (en moyenne compte tenu de la maturité des dettes). Quand on sait que de telles émissions ne verront le jour qu'après le 30 juin 2013, on comprend bien qu'il faudra attendre 2018 avant que la dette avec CAC soit prédominante. Et il faudra par ailleurs attendre une décennie avant que la quasi-totalité des dettes soient assorties de CAC. Or, les événements de crédit (Grèce, Irlande et Portugal) interviendront sans nul doute bien avant, d'où les craintes de défaut et de restructurations désordonnées, avec des milliers de recours.

A noter que les craintes actuelles reposent non pas sur les émissions futures, mais sur les besoins de financement actuels, et c'est bien la dette actuelle qu'il s'agit de protéger ou de garantir.

Quelques points de repère (données 2010)

	PIB (Mds €)	Dette publique (Mds €)	Déficit budgétaire (% du PIB)
Zone euro	9224	7749	6,3
Allemagne	2528	1905	3,7
France	1954	1645	7,8
Italie	1558	1844	4,9
Espagne	1051	667	9,3
Portugal	171	142	7,3
Grèce	236	308	9,6
Irlande	156	146	32,3

Sources : FMI, Commission européenne

Quel modèle de croissance pour l'Espagne ?

Parmi les pays périphériques, l'Espagne occupe une place à part. Quelle que soit la mesure retenue, le poids de l'Espagne est en effet plus important que celui de la Grèce, de l'Irlande et du Portugal réunis. D'une part, le PIB de l'Espagne représente 11,4% du PIB de la zone euro (vs. 8,2% pour les trois autres pays). D'autre part, la dette publique espagnole représente 8,6% de la dette publique totale des Etats de la zone euro (vs. 7,7% pour les trois autres Etats). L'Espagne mérite donc une attention toute particulière.

En dépit d'une récession de même ampleur en Espagne que dans le reste de la zone euro, le taux de chômage s'y est envolé à près de 20%. En cause, l'éclatement de la bulle immobilière. Depuis le début de la crise, les destructions d'emplois dans le secteur de la construction expliquent plus de la moitié des destructions d'emplois totales. Or la crise immobilière est loin d'être achevée : l'offre de logements demeure surabondante, et leurs prix ont encore insuffisamment baissé (-13%) au regard des revenus des ménages.

C'est le régime de croissance qui est en question. Les gains de productivité sont faibles et les hausses de salaires consenties par le passé ont engendré une forte augmentation des coûts salariaux unitaires qui pénalisent les entreprises espagnoles. En outre, les ménages et les entreprises se sont puissamment endettés pendant la crise. Sur le plan macroéconomique, ceci se traduit par

“ Tôt ou tard, l'Espagne devra dégager des excédents courants pour stabiliser sa dette externe ”

un déficit courant très important. Il en résulte que l'Espagne possède désormais l'une des dettes externes les plus élevées des pays avancés, qui la place dans le même camp que la Grèce et le Portugal ! Dit autrement, l'Espagne devra - tôt ou tard - dégager des excédents courants pour stabiliser sa dette externe (de même que la Grèce et le Portugal). En l'absence de possibilité de dépréciation du change nominal, l'ajustement par les prix relatifs et l'amélioration de la productivité seront les uniques solutions. Par ailleurs, le secteur bancaire demeure particulièrement fragile (cf. encadré 4).

Il faut conserver à l'esprit qu'il faudra encore de nombreuses années pour que le secteur privé se désendette, que la compétitivité se redresse, et que le secteur bancaire soit assaini. En définitive, la phase de transition s'annonce douloureuse et incertaine. Pour l'heure, la reprise s'effectue conformément aux attentes. La Commission européenne anticipe une croissance de 0,7% en 2011 et 1,7% en 2012, soit un niveau de croissance très inférieur à celui enregistré en moyenne durant les 15 années qui ont précédé la crise (3,1%).

Dans ces conditions, les doutes des investisseurs nourrissent une prime de risque très élevée sur les emprunts d'Etat. La prime de CDS sur l'Etat espagnol - à 360pb le 11 janvier - est proche de son plus haut niveau historique. Nul doute que tout manquement à la discipline budgétaire serait lourdement sanctionné par les marchés. Le gouvernement ne dispose plus guère de marges de manœuvre en termes de politique budgétaire. L'Espagne a connu l'un des accroissements de déficit public les plus marqués de la zone euro et, d'ici quelques années, la dette publique aura doublé (passant de 40% du PIB en 2007 à près de 80% du PIB d'ici à 2015 selon nos calculs). Davantage que son niveau, c'est la vitesse de la montée de l'endettement public qui préoccupe les investisseurs. Or ces derniers comprennent bien que la taille actuelle du FESF serait insuffisante pour venir en aide à l'Espagne en cas de besoin (cf. encadré 1 sur le FESF). C'est l'une des raisons qui expliquent la sanction des marchés : le *spread* souverain 10 ans (à 256pb le 11 janvier) est proche de son plus haut niveau (283pb, atteint le 30 novembre).

Importance relative des pays périphériques de la zone euro

	Dette publique (% dette publique zone euro)	PIB (% PIB zone euro)
Italie	23.8	16.9
Espagne	8.6	11.4
Portugal	1.8	1.9
Irlande	1.9	1.7
Grèce	4.0	2.6
<i>Pays périphériques</i>	40.1	34.5

Source : Stratégie Amundi

Encadré 4 : Les banques espagnoles dans la tourmente... mais pas de tempête en vue

Le secteur bancaire espagnol se divise entre banques commerciales et caisses d'épargne (les *cajas*). Le montant total des crédits accordés par les établissements financiers s'élève à 1818 Mds€ (43% pour les banques commerciales et 48% pour les caisses). Dopé par le boom immobilier, le bilan des *cajas* s'est accru de 16,1% en moyenne entre 2004 et 2010 (vs. 14% pour les banques commerciales).

Fin 2009, le gouvernement a créé le FROB (*Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria*) avec pour objectif d'aider à la restructuration du secteur bancaire. Le FROB était doté à l'origine de 9 Mds€ (à hauteur de 75% par l'Etat et de 25% par le fonds de garantie des dépôts). Sous réserve de l'accord des autorités, le FROB peut en outre emprunter jusqu'à 90 Mds€ (27 Mds€ ont déjà été approuvés par le gouvernement).

Les banques et les *cajas* qui ont besoin de l'aide du FROB devaient soumettre leur plan d'ici au 30 juin 2010, mais la date limite avait été reportée à fin 2010 pour prendre en compte les besoins de recapitalisation liés aux tests de résistance. Selon les dernières données disponibles, il y a 13 processus de restructuration en cours impliquant 40 des 45 caisses d'épargne. Parmi ces 13 restructurations, 5 ne requièrent pas d'aide du FROB et 6 ont besoin d'un support financier de 14,3 Mds€. Les *cajas* en cours de fusion avec l'aide du FROB doivent s'engager à fermer 25% de leurs branches et à réduire l'emploi de 15 à 18%.

Les fonds empruntés au FROB sont disponibles au taux de 7,75% et les institutions financières recapitalisées par le FROB disposent de 5 années pour rembourser. Si à l'issue de cette période, elles sont dans l'incapacité d'honorer leurs dettes, ces dernières seront converties en actions préférentielles convertibles (non comptabilisées dans les fonds propres).

Selon nos calculs, les pertes potentielles supplémentaires du secteur bancaire s'élèvent à 135 Mds€ (12,7% du PIB). Nous estimons que le besoin de recapitalisation induit par ces pertes se monte à 45 Mds€ (4,2% du PIB). Même si ces besoins étaient entièrement pris en charge par l'Etat, la dette publique ne dépasserait pas 70% du PIB en 2011, très en deçà du niveau de la dette française (84% du PIB) et du niveau des autres dettes publiques périphériques ! En définitive, les besoins de recapitalisation bancaires nous apparaissent absorbables par l'Etat espagnol sans tensions majeures. La situation n'a de ce point de vue rien à voir avec celle de l'Irlande. Dit autrement, dans des circonstances de marché normales, l'Espagne n'a aucune raison de demander l'aide du FESF, ni même de restructurer sa dette. Il reste désormais à convaincre les investisseurs...

Le seul et vrai risque pour l'Espagne (qui entraînerait d'ailleurs une véritable crise systémique), c'est que ce pays ne puisse plus accéder aux marchés des capitaux. C'est ce qui s'était passé pour l'Irlande ...

La crise souveraine européenne est un facteur de risque majeur pour les marchés de taux et pour l'euro (être short euro contre dollar US est d'ailleurs une bonne protection contre une dégradation supplémentaire de la crise de dette souveraine euro), mais elle ne doit pas masquer le fait que la situation économique s'est assez nettement améliorée au cours de ces derniers mois, grâce notamment aux actions des banques centrales, Fed en tête, qui ont injecté beaucoup de liquidités.

2 L'économie mondiale en surliquidité

La surliquidité mondiale joue un rôle d'amortisseur de *deleveraging* dans les pays développés et de catalyseur de croissance dans les économies émergentes

En considérant les taux d'intérêt directeurs pratiqués par l'ensemble des banques centrales dans le monde, le loyer moyen de l'argent, pondéré selon le poids des économies, ressort à +2,4%. Au regard des prévisions de croissance nominale mondiale du FMI (+7,1% en 2010 et +5,6% en 2011), les termes d'une règle de Taylor sous-entendent un caractère globalement accommodant des politiques monétaires, d'autant qu'elles s'accompagnent de mesures non conventionnelles comme l'injection de liquidité ou les achats d'actifs. La surliquidité mondiale joue un rôle d'amortisseur du *deleveraging* dans les pays développés et de catalyseur de croissance dans les économies émergentes. Cela permet de dissiper les craintes d'une rechute de l'économie mondiale à court terme, mais peut, dans le même temps, impliquer la formation de dislocations nominales (couplées à un risque de surchauffe inflationniste dans certaines zones émergentes) et le développement de déséquilibres financiers, notamment sur les devises et les prix d'actifs.

La croissance américaine se renforce

Les mesures de stimulation monétaire ont bénéficié aux marchés d'actions, engendré une détente supplémentaire des taux longs (*govies* et crédit) et déclenché une baisse du dollar. Cela a également favorisé un rebond des indicateurs avancés et s'est accompagné de perspectives plus favorables en termes d'emplois. Les gains salariaux totaux s'élèvent à près de +3% t/t annualisé depuis deux trimestres. Grâce aux effets de richesse positifs qui aident à stabiliser le taux d'épargne, les dépenses des ménages évoluent positivement. La reprise tend ainsi à devenir plus robuste, grâce au renforcement d'un moteur de croissance autonome, tournant autour du couple emploi-consommation.

Le sentier de croissance emprunté par l'économie américaine ne permet néanmoins pas de combler rapidement l'*output gap* et la reprise a jusqu'à présent été trop pauvre en emplois pour générer une diminution notable du taux de chômage. Cela implique la persistance d'un certain nombre de risques :

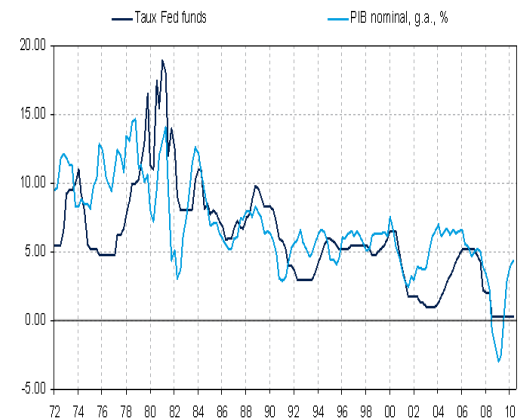
- Le développement d'un chômage de masse nuit à la fluidité et à la mobilité de la main-d'œuvre, ce qui constitue un frein à un rebond du marché immobilier. Les transactions s'en trouvent déprimées et les stocks de logements invendus demeurent conséquents. Néanmoins, la diminution des saisies, consécutive à l'arrêt des procédures automatiques dans les banques, devrait prolonger le mouvement de stabilité des prix observé sur l'indice Case Shiller depuis mars, permettant d'éviter qu'il y ait un choc patrimonial sur les ménages.

“ La croissance n'est pas suffisante pour combler rapidement l'*output gap* ”

- La confiance des consommateurs demeure sur des niveaux historiquement faibles et incite les entreprises à rester prudentes sur leurs dépenses. Même si ces dernières ont accumulé des liquidités importantes et bénéficient de conditions monétaires et financières particulièrement accommodantes, elles ne devraient pas accroître substantiellement leurs investissements productifs. Elles devraient profiter des liquidités disponibles pour privilégier des opérations de restructurations financières, conduisant à une multiplication des opérations de rachat d'actions et de F&A, une tendance qui n'est pas nécessairement favorable à l'emploi.

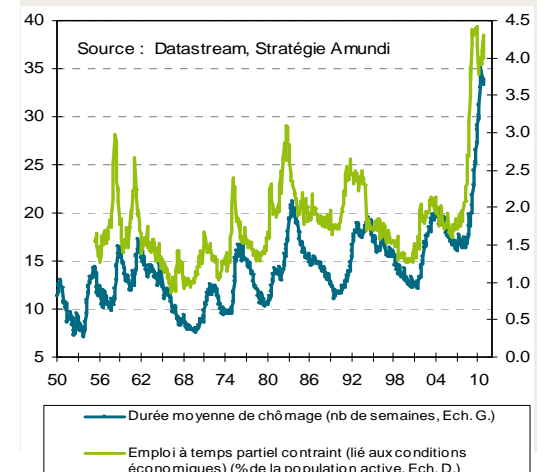
- L'*output gap* ne se referme pas assez rapidement pour envisager la résurgence de tensions inflationnistes. L'inflation sous-jacente a atteint +0,6% en octobre, soit le niveau le plus faible historiquement mesuré par le BLS depuis 1961. Le spectre de la déflation, qui plane au-dessus de l'économie américaine ne devrait néanmoins pas se matérialiser. L'évolution des loyers constatée depuis un an en glissement mensuel et la dynamique récente des facteurs de production suggèrent que l'inflation sous-jacente est dorénavant proche de son point bas et qu'elle devrait ensuite reprendre graduellement une tendance haussière.

Etats-Unis : croissance nominale du PIB et Taux directeurs



Source: Datastream, Amundi Strategy

Etats-Unis : marché du travail toujours très dégradé



— Durée moyenne de chômage (nb de semaines, Ech. G.)
— Emploi à temps partiel contraint (lié aux conditions économiques) (% de la population active, Ech. D.)

Encadré 5 : L'austérité n'est pas américaine

L'administration Obama est parvenue à un accord avec les Républicains pour engager de nouvelles mesures de stimulation budgétaire. Les trois dispositions principales sont :

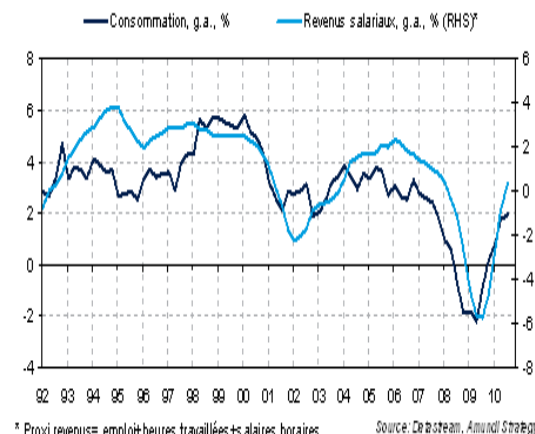
- l'extension des « baisses d'impôt Bush » (octroyées entre 2001 et 2003) jusqu'à fin 2012 pour toutes les catégories de revenus,
- la prolongation des allocations-chômage d'urgence jusqu'à fin 2011,
- la baisse de deux points en 2011 des cotisations sociales sur les salaires.

Les deux premières mesures étaient largement anticipées par les marchés car leur non reconduction aurait provoqué un choc notable sur la croissance en 2011, proche de 4 à 5% selon nos estimations. La baisse des cotisations sociales sur la masse salariale constitue en revanche un soutien supplémentaire à l'économie et devrait impliquer des révisions à la hausse du consensus pour la croissance américaine en 2011. Elle devrait en effet offrir aux ménages un supplément de revenu d'environ 1%. Cela nous conduit à relever nos anticipations de croissance 2011 de 2,2% à +2,8%.

Enregistrant des créations d'emplois insuffisantes pour faire baisser le taux de chômage, l'administration américaine continue ainsi d'apporter son soutien à la demande. Cela implique en revanche que les Etats-Unis ne s'engagent pas sur une trajectoire de consolidation budgétaire en 2011. Compte tenu des nouvelles mesures annoncées, le déficit fédéral américain devrait atteindre 9% l'année prochaine après 9,5% en 2010.

Suite à ces annonces, et aux anticipations de renforcement des perspectives de croissance et de nouvelle détérioration de la situation budgétaire, le rendement de l'emprunt d'Etat à 10 ans s'est tendu de plus de 30pb en 2 jours, une preuve supplémentaire de la fébrilité de ce marché.

Etats-Unis : Revenus et Consommation



Un risque déflationniste en baisse et des risques de dislocations nominales en hausse

En dehors du scénario central décrit précédemment, auquel nous adossons une probabilité de réalisation de 70%, le premier scénario alternatif reste celui de la formation de spirales déflationnistes (pondéré à 20% contre 25% le mois dernier). Le faible niveau atteint par l'inflation et son inertie actuelle (vu l'atonie du multiplicateur de crédit) ne peuvent permettre d'évacuer l'hypothèse de trappe à la liquidité. Une telle éventualité a été clairement explicitée par la Fed, puisque c'est pour cela que la Banque Centrale a décidé d'un QE2. Ces mesures non conventionnelles pourraient néanmoins générer des dislocations nominales, pour certaines temporaires :

- Les divergences entre inflation totale et inflation sous-jacente pourraient perdurer voire s'accroître. La variation annuelle des deux indices est presque du simple au double, du fait des tensions sur les prix des matières premières. Il pourrait en résulter une hausse temporaire de l'inflation totale, avant que l'effritement du pouvoir d'achat des ménages ne provoque de nouvelles pressions sur la consommation, et des craintes de rechute économique et de déflation.

- Une « fracture » pourrait se former entre salariés et demandeurs d'emplois, affectant les liens empiriques entre chômage et revenu. Grâce aux gains de productivité réalisés et au maintien de conditions financières accommodantes, les entreprises pourraient concéder des hausses de salaires, tout en restant particulièrement précautionneuses à l'embauche, prévoyant des perspectives de demande structurellement contraintes par le *deleveraging* et par le développement d'un chômage de masse. Une telle divergence entre la situation des salariés et celle des chômeurs (*insiders/outside*) se traduirait par une inflation supérieure à ce que suggère l'activité réelle.

Les deux cas envisagés ci-dessus auraient à terme des implications totalement différentes, mais ils pourraient revêtir comme dénominateur commun d'impliquer, de manière transitoire, l'émergence d'une thématique de stagflation sur le marché. La situation ne serait néanmoins aucunement comparable aux phénomènes rencontrés au cours des années 70, caractérisés par une situation de plein emploi initiale et une indexation prix-salaires. Les dynamiques récemment observées sur les indices d'inflation et les salaires nous incitent à renforcer la probabilité (de 5% à 10%) de ce scénario. Cette thématique de dislocations nominales reste de plus actuellement largement non consensuelle.

Une croissance soutenue dans les pays émergents malgré les resserrements monétaires

Le risque de dislocations nominales envisagé précédemment pour les Etats-Unis, consécutivement à la mise en place du QE2, prend une ampleur tout autre dans les pays émergents, avec des tensions inflationnistes avérées, obligeant les banques centrales à durcir leur politique monétaire. Par ailleurs, la surliquidité mondiale amplifie les flux de capitaux et conduit à des tensions sur les devises, notamment dans les pays émergents, impliquant en contrepartie des mesures de contrôle des capitaux. Ces phénomènes font craindre un atterrissage brutal du monde émergent. Les indicateurs avancés ne valident pour le moment absolument pas ce scénario ; ils indiquent au contraire des perspectives de croissance toujours soutenues. En particulier, en Chine, le PIB a augmenté de +9,6%, en glissement annuel au T3 2010, ce qui signifie que la croissance devrait être supérieure à 10% sur l'année, et le PMI manufacturier est ressorti à 54,7 pour octobre, soit son niveau le plus élevé depuis le mois d'avril.

3 Divergences et dispersion en Europe : une situation problématique

A la fin du troisième trimestre, l'acquis de croissance 2010 est déjà de +3,4% pour l'Allemagne. En novembre, l'IFO est ressorti à son plus haut niveau depuis la réunification. Ce pays est plus que jamais le principal moteur de l'Europe et les perspectives de croissance pour 2011 paraissent particulièrement bien orientées, au-delà des attentes actuelles du consensus. Ce dynamisme a permis à la zone euro de bénéficier de chiffres de croissance soutenus au T3 (+0,4%). Les indicateurs avancés ressortent largement en zone d'expansion (55,4 en novembre sur le PMI composite zone euro) ne signalant pas une baisse significative de la croissance à venir.

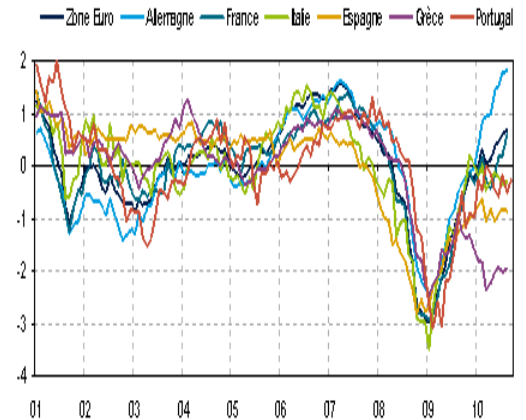
Néanmoins, la situation entre Etats-membres de l'UEM demeure extrêmement hétérogène, avec un regain de stress sur le risque souverain des pays périphériques, consécutivement à la crise irlandaise. Au-delà des modalités pratiques du plan d'aide pour ce pays, les marchés se révèlent particulièrement préoccupés par le risque de contagion. Pour enrayer ce dernier, deux conditions paraissent nécessaires :

- D'une part, les mécanismes et les règles de stabilisation européens doivent être précisés afin que les pays « cœur » de l'Europe (France - Allemagne - Autriche - Italie) soient perçus comme des rehausseurs de crédit fiables pour la périphérie. Cela inclut la possibilité pour la BCE de poursuivre ses mesures non conventionnelles pour assurer la liquidité nécessaire à un fonctionnement efficient des marchés monétaires et obligataires.

- D'autre part, les marchés doivent être rassurés par la situation de l'Espagne. Son marché immobilier affiche encore des déséquilibres patents entre l'offre et la demande de logements, avec en corollaire un ajustement trop limité des prix (-13%) pour réconcilier ces derniers avec la dynamique des revenus des ménages. De plus, les restructurations opérées dans le système bancaire n'ont pas été accompagnées des injections de capital nécessaires. Les pertes nettes à venir pourraient requérir du capital supplémentaire pour le système bancaire. Si l'Etat prenait à sa charge un montant de 45 Mds€, sa dette atteindrait 75% du PIB en 2011. Pour autant, ce niveau ne positionnerait pas l'Espagne sur une trajectoire de défaut, et ce d'autant plus que ce pays respecte ses engagements en termes d'austérité budgétaire. Le vrai problème de l'Espagne serait une non accessibilité au marché des capitaux.

“
**Pays de la zone euro :
 des situations très
 diverses**
 ”

Zone euro : Climat des Affaires (Commission européenne, indices normalisés)



Source : Commission Européenne, Amundi Strategy

Volonté politique contre risque systémique

Le risque systémique ne peut aujourd'hui être écarté, mais les engagements des pays européens sur les mécanismes permanents de résolution de crise et la réalité de la dynamique de la dette de l'Espagne pourraient néanmoins éviter une dérive trop forte des marchés dans un environnement conjoncturel qui reste en soi porteur.

Encadré 6 : Zone euro et pays émergents, deux mondes bipolaires

Il est assez frappant de noter de grandes similitudes entre les pays de la zone euro et les pays émergents. D'ailleurs, les deux catégories sont de moins en moins homogènes, et il est aussi vain de parler de « monde émergent » que de faire référence au « monde zone euro ». L'Allemagne est dans une situation très favorable : la faiblesse de l'euro et le niveau très bas des taux d'intérêt sont deux superbes atouts, en plus de sa plus grande discipline budgétaire et de ses excédents courants. Nul doute que si l'Allemagne était en dehors de la zone euro, sa devise serait très forte et ses taux d'intérêt bien plus élevés. Cela veut dire clairement que l'écart entre ce pays et ses satellites directs d'une part, et les périphériques en difficulté d'autre part, va encore s'accroître. De la même façon, dans le monde émergent, il y a un avantage très net pour les pays à discipline budgétaire, dette faible, excédents courants, et dont le cycle est en grande partie autonome (indépendant de celui des pays les plus avancés) et la devise liée au dollar (cette contrainte lie également leur politique monétaire à celle de la Fed). Plus un pays est lié au cycle économique Etats-Unis/Europe et sa politique monétaire est indépendante, et moins il a d'atouts. En termes clairs, avantage en zone euro pour l'Allemagne, l'Autriche, les Pays-Bas et la France ... et avantage dans le « monde émergent » pour certains pays d'Asie du Nord et d'Amérique latine.

4 Politiques monétaires : un danger pour les taux longs ?

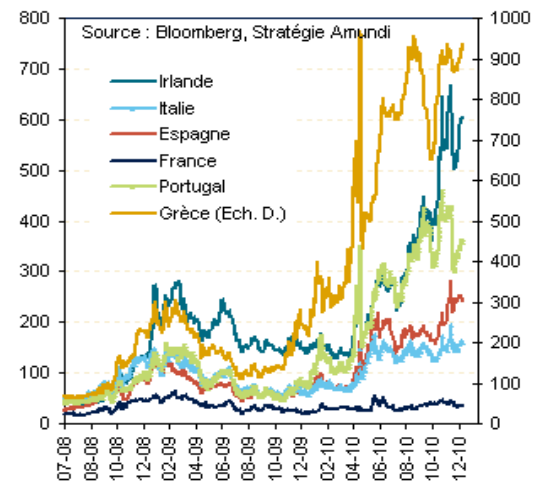
La politique monétaire américaine entre dans sa phase la plus délicate. Dans la 1^{ère} phase, qui a mené la Fed – et bon nombre de banques centrales – à pousser les taux courts à la baisse, les marchés étaient en terrain connu : elles procédaient à un cycle d'assouplissement monétaire traditionnel. Les craintes de « *double dip* », risquant de précipiter un scénario de déflation ont forcé quelques banques centrales à baisser leurs taux courts vers des niveaux proches de zéro, et à recourir à d'autres moyens.

Dans la 2^{ème} phase, la Fed a ainsi recherché des taux longs plus bas via un instrument non traditionnel, le « *quantitative easing* » (QE). Cette phase n'en avait pas moins des conséquences claires : difficile en effet d'imaginer que les gigantesques programmes de rachat de dette ne se soldent pas par des taux longs nominaux plus bas et durablement bas. La 3^{ème} phase - tôt ou tard nécessaire - est sans conteste plus périlleuse : la Fed va rechercher désormais des baisses de taux réels tout en générant des anticipations d'inflation. Les taux longs réels (mesurés comme la différence entre le taux 10 ans et l'inflation sous-jacente sur un an) sont restés positifs. Il s'agit là d'une différence fondamentale avec les grandes récessions (années 1970 et années 1980) durant lesquelles les taux réels étaient tombés en territoire négatif.

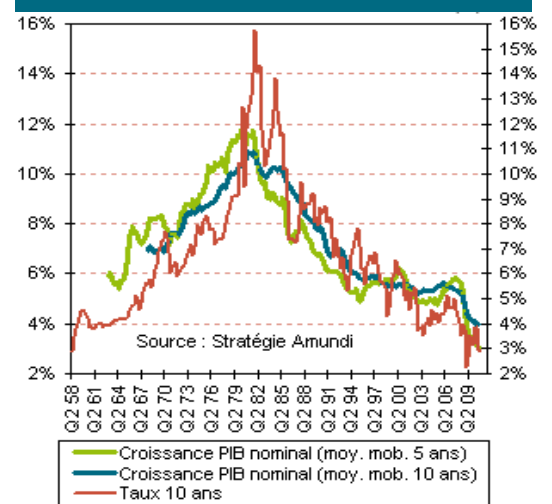
Même si la politique de taux d'intérêt bas (favorable aux marchés d'actions) et la politique de rachat de titres via les programmes de QE (favorable aux marchés obligataires) forment une combinaison idéale pour la croissance, le risque va grandissant pour les marchés de taux. Plusieurs raisons à cela :

- Le regain de croissance et l'éloignement des risques de rechute vont inciter la Fed à abandonner le *quantitative easing* à la mi-2011, et il sera délicat pour les autorités monétaires de gérer cela sans générer davantage de volatilité sur les marchés de taux.

Ecart des taux des emprunts d'Etat à 10 ans avec l'Allemagne (en pb)



Etats-Unis : croissance vs. taux d'intérêt (%)



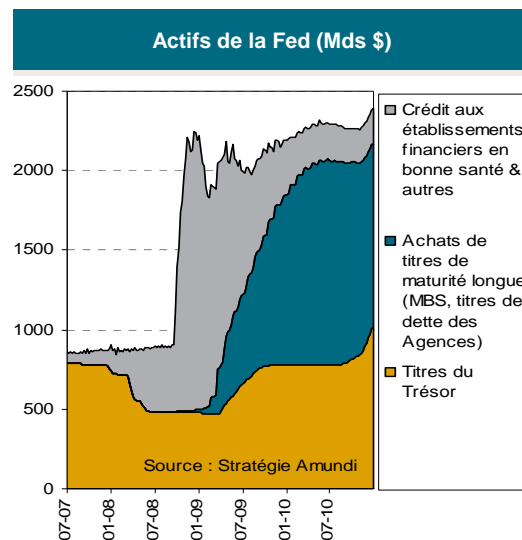
“ Fed et BCE vont conserver des politiques monétaires accommodantes en 2011 ”

- Générer des anticipations d'inflation est un exercice particulièrement difficile à maîtriser, et nul ne connaît par ailleurs les effets à moyen - long terme du QE. Une chose est sûre, l'inflation ne menace pas de surgir à court terme du côté des biens et services. D'une part, parce que les excès de capacité ne sont pas résorbés. D'autre part, parce que le canal du crédit n'est pas reparti. L'expression « faire tourner la planche à billets » est d'ailleurs pour partie impropre. Il n'y a en effet pas davantage de billets de banques en circulation dans l'économie. Au total, par un jeu d'écritures, les banques disposent de réserves excédentaires (rémunérées) dans les coffres de la Fed... Toutefois, même si ce n'est pas une menace à court terme, les débats sont ouverts, y compris au sein même de la Fed.

- Si l'on peut estimer l'impact du QE sur la baisse de taux longs nominaux (entre 70pb et 120pb selon pays et estimations), il est très difficile d'évaluer l'ampleur de leur hausse lorsque les marchés anticiperont la fin de ces programmes, tant ils ont une fâcheuse tendance à sur-réagir.

- Le retour de la croissance va de pair avec le creusement des déficits publics. L'accumulation de dettes publiques en réponse à la nécessité de réduire l'accumulation de dettes privées ne peut pas être neutre pour les marchés de taux.

“
La véritable
interrogation concerne
la fin du quantitative
easing
”



Le marché obligataire est devenu très asymétrique

A cause de ces facteurs, les taux d'intérêt ont assez fortement progressé ces dernières semaines, notamment sur les parties longues de la courbe obligataire souveraine. Les investisseurs demandent sans doute un rendement supplémentaire pour prendre en compte les risques d'inflation, la baisse de la qualité de la dette, et le risque sur la devise ... Au total, le marché des obligations gouvernementales est devenu très asymétrique (peu de potentiel d'appréciation, beaucoup de risques de perte en capital), une caractéristique réservée habituellement au marché du crédit. Pourquoi un tel changement ? Précisément parce que l'on se préoccupe désormais bien plus de la qualité du crédit des Etats, et que ces mêmes Etats, par leurs programmes non traditionnels, ont fortement faussé les équilibres du marché des taux, ce qui les rend plus vulnérables qu'auparavant.

5 Marchés obligataires : des risques de krach ?

Parler de bulle sur le marché de la dette gouvernementale est excessif, tant il est aisé d'expliquer les raisons de la chute des rendements obligataires : des taux courts extrêmement bas, une récession très sévère suivie d'une reprise économique molle dans les grands pays développés, une inflation basse, des programmes de *quantitative easing* de grande envergure se traduisant pour l'essentiel par des achats d'emprunts d'Etat ... autant de facteurs qui ont poussé les taux longs vers des niveaux extrêmement bas. Pour autant, on ne saurait négliger le fait que le risque est aujourd'hui très asymétrique, non plus cette fois sur les obligations *corporates*, mais sur la dette gouvernementale. Le risque de baisse des taux est sans doute désormais limité, mais le risque de hausse est bien plus facile à appréhender, et il dépend de 7 facteurs bien identifiés et distincts :

- Une accélération de la croissance
- Une hausse de l'inflation ou des anticipations d'inflation
- Un renversement des politiques monétaires *via* une hausse précoce des taux directeurs
- L'abandon des programmes de *quantitative easing*, à l'origine, selon diverses études, d'une baisse de 100pb environ sur les parties longues de la courbe
- Une chute du dollar américain,
- Une erreur de communication de la Fed
- Un mouvement de défiance des investisseurs étrangers envers les actifs de dette américaine.

Même si le risque est nettement identifié et fortement asymétrique, ce n'est pas du côté de l'inflation ou de la croissance actuelle, de la politique monétaire qu'il faut chercher les catalyseurs d'un krach ni du côté des investisseurs chinois. Le rythme d'achat par la Chine par exemple, de titres du Trésor américain a très nettement fléchi depuis plusieurs trimestres sans dommage pour le marché. Ceci s'explique par les flux d'achats de titres du Trésor par la Fed. Le 3 novembre, la Fed a annoncé un nouveau programme d'achat de titres : 600Mds\$ d'ici à la fin du juin 2011 qui viennent s'ajouter aux réinvestissements de MBS venant à maturité. Ce programme a été confirmé lors du FOMC du 14 décembre. Plus de la moitié du déficit fédéral sera financée par création monétaire en 2011. Et si l'on ajoute les achats qui correspondent aux réinvestissements de MBS qui viennent à maturité (estimés compris entre 250 et 300Mds\$ par la Fed), cela porte à près de 75% la part du déficit fédéral de 2011 qui sera financée par les achats de titres de la Fed : du jamais vu dans l'histoire monétaire des Etats-Unis. Dans ces conditions, un krach obligataire nous semble hautement improbable... du moins tant que dure le QE.

La surliquidité mondiale réduit le risque de krach obligataire

Les craintes sur le dollar, et le besoin d'un rendement additionnel pourraient en revanche être de bons catalyseurs pour une correction. Un autre facteur important sera sans doute la capacité de la Fed à bien accompagner les inflexions de politiques monétaires (la hausse des taux de 1994 s'était traduite par un krach obligataire, mais pas celle de 2004). L'accompagnement de la fin du *quantitative easing* est sans aucun doute un enjeu essentiel pour la Fed. Un krach obligataire est cependant peu vraisemblable tant que dure

la phase de surliquidité mondiale. A court terme, le krach obligataire n'est pas une menace (pas de pressions inflationnistes, dette publique soutenable). Si les acteurs privés vendent leurs emprunts d'Etat, la Fed se mettra « en face » pour contenir toute remontée des taux longs. De ce point de vue un élargissement du QE2 (un QE3) est même possible si la hausse des taux longs menaçait de mettre en péril la reprise observée. Mais la menace reste entière à un horizon plus long. Le QE2 rendra périlleuse la

normalisation monétaire que l'on anticipe à l'horizon 2012... A l'intérieur de la Fed, le débat est très vif quant à l'utilisation – excessive ? – du QE, sur les effets à long terme très incertains. L'objectif explicite de la Fed est d'inonder le marché de liquidités, d'assécher le marché de titres du Trésor américain pour inciter les investisseurs à se reporter sur d'autres actifs. Dans ces conditions, le risque est de faire monter artificiellement le prix de nombreux actifs simultanément. Le paradoxe étant que la « pseudo-bulle » obligataire persiste et s'accompagne de véritables « bulles » sur d'autres actifs dans les mois qui viennent (matières premières, crédit...).

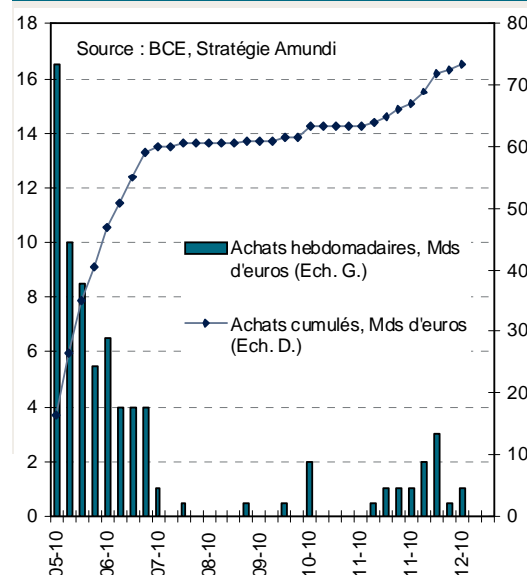
Il est utile de rappeler quelques métriques simples de valorisation des taux longs. Les modèles de valorisation ne donnent pas aujourd'hui une grande marge d'appréciation au taux à long terme américains, dont la valeur d'équilibre ressort à 3,25%. Une règle d'or (règle selon laquelle le taux à long terme et la croissance du PIB nominal tendent à s'égaliser sur longue période) donne un résultat voisin. En effet, selon les comptes nationaux, la croissance du PIB nominal qui s'élevait à 5,0% en moyenne sur les 25 dernières années, tombe à 4,0% sur les 10 dernières années et à 3,0% sur les 5 dernières années !

Quel est alors le véritable risque ? Sans aucun doute une remontée des anticipations d'inflation ou une plus grande volatilité de ces anticipations. Il faudra alors se prémunir en achetant des obligations indexées sur l'inflation. Les points morts d'inflation ont retrouvé leur niveau moyen sur les maturités longues, mais pas sur le 5 ans. Un regain d'anticipation d'inflation à cet horizon nous semble probable en 2011.

La Fed est censée rassurer sur la stabilité des taux longs

Une telle politique pose de redoutables défis aux allocataires d'actifs. Que vont faire les grands investisseurs institutionnels américains ? Vendre leurs emprunts d'Etat et aller chercher du rendement sur d'autres classes d'actifs ? Et si oui, vers des actifs nationaux ou des actifs étrangers ? La Réserve fédérale escompte explicitement un impact sur le

BCE: Programme d'achats d'actifs



“ A court terme, un krach obligataire n'est pas une menace, mais la remontée des taux longs est inévitable ”

prix des actifs financiers (actions et obligations d'entreprises). Le rééquilibrage de portefeuilles est au cœur de son approche. La Fed table implicitement aussi sur une compression supplémentaire des *spreads* de crédit. Les achats sont censés offrir une garantie aux opérateurs de marchés que les taux longs ne menacent pas de remonter brutalement...

En ce qui concerne la zone euro, la BCE s'est récemment trouvée contrainte de retarder son calendrier de normalisation en raison de l'intensité de la crise des dettes souveraines. Malgré le répit récent obtenu grâce aux rachats d'emprunts d'Etat des pays périphériques, il nous semble très improbable que la BCE cherche à préparer le terrain à la normalisation de sa politique avant le printemps prochain. Dit autrement, la Fed et la BCE ne peuvent pas facilement faire référence à la normalisation des politiques monétaires : avant de relever les taux, la Fed doit gérer au mieux la fin du *quantitative easing*, tandis que la BCE doit sans aucun doute attendre une atténuation de la crise de dette souveraine avant de pouvoir redevenir restrictive. Cette situation ne sera pas sans conséquence pour les marchés obligataires, et il faut craindre que les marchés ne viennent à considérer que les banques centrales américaine et européenne ne soient trop « derrière la courbe ».

Les « stratégies de pente » sont-elles davantage porteuses que les stratégies directionnelles ? Un aplatissement de la courbe des taux, typique des épisodes de normalisation monétaire, nous semble s'annoncer pour 2011, mais probablement pas avant le printemps. En la matière, le signal sera donné aux Etats-Unis par la communication de la Fed. En particulier, tout propos de ses membres sur

la possibilité d'un abandon - dans le communiqué du FOMC - de la phrase « *les taux resteront exceptionnellement faibles pendant une période prolongée* » enverrait un signal fort aux marchés. Les taux à 2 ans remonteraient immédiatement, entraînant dans leur sillage, mais dans une moindre mesure, l'ensemble des taux d'intérêt de maturité plus longue. Un tel changement nous semble toutefois improbable avant la fin de l'actuel programme de *quantitative easing* (fin juin 2011).

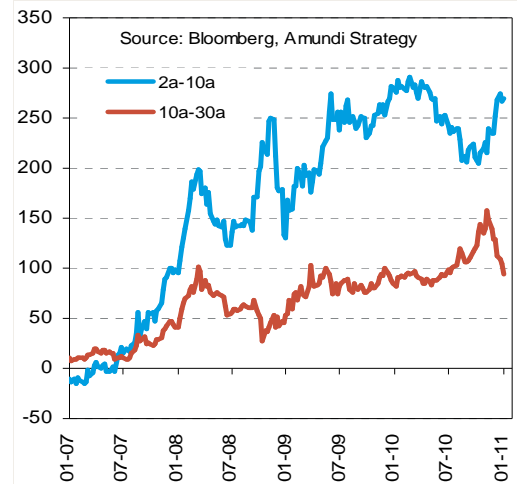
“
Vers un aplatissement de courbe...
”

Aux Etats-Unis, la pente de la courbe sur le segment 2-10 ans (près de 280pb le 11 janvier) n'est qu'à quelques points de base de son pic historique (290pb). A court terme, ce dernier devrait agir comme un butoir pour les marchés. Le segment 10-30 ans - qui évolue en opposition de phase avec le segment 2-10 depuis plusieurs mois - s'est d'ores et déjà bien aplati sur la période récente après avoir atteint un plus haut historique (113pb le 11 janvier vs. un pic à 164pb le 10 novembre). En l'absence de remontée plus marquée du taux 10 ans, il nous semble improbable que les mouvements de pentification sur le 2-10 ans et d'aplatissement sur le 10-30 ans se poursuivent. Les craintes sur la soutenabilité des finances publiques américaines (cf. encadré 7) pourraient même conduire à une repentification du 10-30 ans aux Etats-Unis.

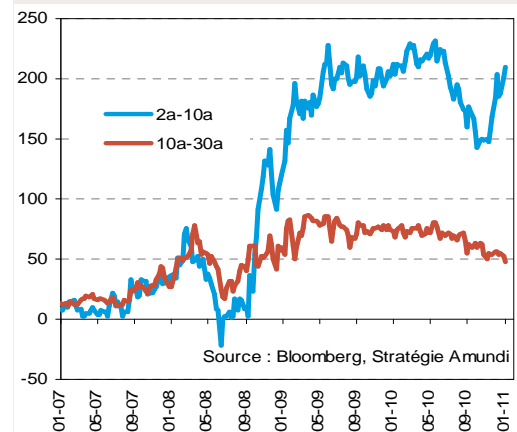
Par ailleurs, dans les pays du cœur de la zone euro, la mise en place d'une stratégie visant à tirer profit d'une pentification du segment 10-30 ans pourrait permettre de se prémunir contre une aggravation de la crise des dettes souveraines. En effet, en cas de risque systémique, la BCE n'aurait pas d'autre choix que de monétiser les dettes publiques. Or on observe que tous les pays qui ont adopté puis mis en place des stratégies de *quantitative easing* (Etats-Unis, Royaume-Uni, Japon) ont vu ce segment de la courbe des taux se pentifier. La raison ? Probablement le fait que les opérateurs comprennent bien que l'inflation, à très long terme, est un phénomène exclusivement monétaire...

Compte tenu du niveau historiquement faible des taux directeurs des banques centrales - et même si un changement de leur part est tout sauf imminent - il nous semble judicieux de préparer les portefeuilles obligataires à un mouvement d'aplatissement de la courbe des taux sur le segment 2-10 ans de part et d'autre de l'Atlantique, et ce bien avant que les banques centrales ne communiquent sur la normalisation de leur politique monétaire. Il est en effet très probable que dans le cycle actuel, les banques centrales du G4 se retrouvent en définitive « derrière la courbe ».

Pente de la courbe des taux aux Etats-Unis : dichotomie 2-10 ans vs 10-30 ans



Pente de la courbe des taux en Allemagne : Vers un aplatissement du 2-10ans....



Encadré 7 : Vers une « prime de risque de signature » plus élevée dans les grands pays développés ?

Si la menace de krach obligataire ne vient pas de la politique monétaire, ni de la prime de risque d'inflation en 2011, elle pourrait toutefois surgir par la « prime de risque de signature ». La dynamique des dettes publiques dans certains pays développés est en effet insoutenable à moyen et long terme. Et la crise des dettes souveraines périphériques de la zone euro rappelle combien la défiance peut toucher des pays *a priori* solvables ... l'Espagne en est actuellement le plus bel exemple.

Les travaux économétriques transversaux réalisés pour mesurer les conséquences de la dérive des comptes publics sur les taux d'intérêt à long terme permettent de donner quelques ordres de grandeur sur ces primes de signature. Toutes choses égales par ailleurs, une hausse durable de 1% du PIB du déficit génère une hausse de 30 à 60pb des taux à long terme. Et une hausse du ratio dette/PIB d'un point de pourcentage s'accompagne d'un accroissement des taux longs compris entre 2pb et 7pb (Baldacci et Kumar (2010)). Faisons un calcul rapide dans le cas américain. A politique budgétaire inchangée, en particulier si les baisses d'impôts octroyées entre 2001 et 2003 étaient reconduites au-delà de 2012, les projections de long terme du Congrès américain (CBO) montrent que la dette fédérale américaine passerait de 62% du PIB en 2010 à 100% du PIB en 2023 et 200% du PIB en 2037. Si les marchés commencent à anticiper cette dynamique, une prime de risque de signature de l'ordre de 170pb pourrait se manifester, portant le taux d'équilibre à 10 ans américain à plus de 5,0%, et ce même si la croissance et l'inflation restent faibles^[1].

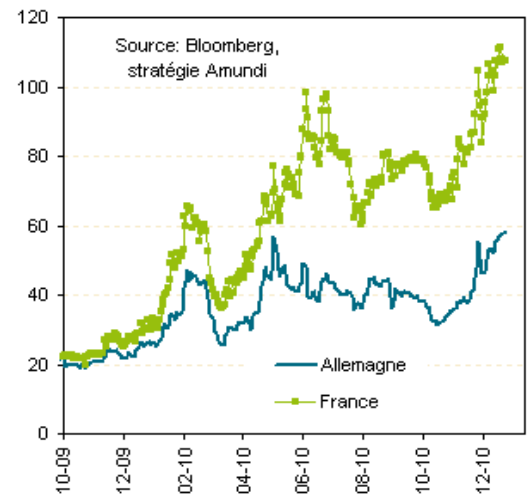
A cet égard, il est frappant d'observer :

- que les taux américains ont vivement réagi à l'annonce par l'administration américaine d'un accord avec les Républicains pour prolonger les baisses d'impôts jusqu'à fin 2012. L'impact sur la croissance sera favorable à l'horizon 2012... mais ce sera au prix d'un déficit fédéral plus élevé que prévu. L'assainissement des finances publiques est repoussé *sine die* aux Etats-Unis, ce qui pourrait finir par inquiéter les investisseurs !

- que les taux allemands – contrairement ce que l'on avait observé lors de la crise du printemps – ont cessé de jouer dans la crise souveraine de l'automne le rôle de valeur refuge qui leur est traditionnellement dévolu. Avec la mise en place du FESF, on observe un transfert de risque sur les pays du cœur de la zone euro qui se portent potentiellement pour partie garants des pays en difficulté.

[1] On obtient 170pb en multipliant l'accroissement du déficit public d'ici à 2023 (100-62) par la prime de risque moyenne $(7+2)/2$. En reprenant notre estimation actuelle du taux d'équilibre (3,25%), cela porte à 5,0% le nouveau taux d'équilibre, une fois la détérioration à venir des finances publiques escomptée.

Primes de CDS souverains France vs. Allemagne (en pb)



6 Dette émergente : perspectives favorables, mais attention à l'inflation

La dette locale émergente reste attractive malgré des risques à court terme liés aux contrôles des capitaux, à l'inflation et aux marchés de taux internationaux

La dette locale émergente a particulièrement bien performé en 2010. L'appétit des investisseurs est lié à des facteurs cycliques, et à la recherche de rendement dans un contexte de taux très bas dans les pays développés. Une raison plus fondamentale la renforce aussi : la dégradation des ratios de dette publique dans la plupart des pays développés et la crise récente en zone euro ont accéléré le processus de diversification des réserves de change des banques centrales. C'est un fait nouveau : les pays émergents achètent des pays émergents, et la part dans les réserves de change de l'euro et celle du dollar ont baissé.

Les perspectives restent favorables sur la dette locale émergente : dans le contexte actuel de surliquidité mondiale, les flux massifs de capitaux étrangers devraient continuer de pousser les taux à la baisse dans les mois à venir, notamment sur la partie longue des courbes. Toutefois, l'inflation, sur une tendance haussière dans bon nombre de pays émergents, est un risque à ne pas négliger et constituera un facteur de risque important en 2011. Les mesures de contrôle des capitaux constituent aussi un risque à court terme. Plus généralement, la gestion de cette liquidité et le choix par les autorités locales des instruments de politiques économiques adéquats (hausses de taux, interventions stérilisées ou non sur le marché des changes, mesures quantitatives de restriction du crédit,...) auront un impact important sur les marchés de taux et des changes émergents.

A noter que les taux d'intérêt réels sont négatifs en Chine, un facteur positif pour la croissance, mais qui pourrait inquiéter sur le plan de l'inflation potentielle.

La remontée des taux longs dans les pays avancés constituera sans nul doute le test clef des dettes émergentes. Les pays dits « émergents » réussiront-ils à se déconnecter des taux longs américains lorsque ceux-ci remonteront ? Dans les années 80 et 90, les dettes des pays avancés parvenaient à rester déconnectées des crises de dettes émergentes grâce à de meilleurs fondamentaux. Peut-on voir une telle situation, à l'avantage cette fois-ci des dettes émergentes ?

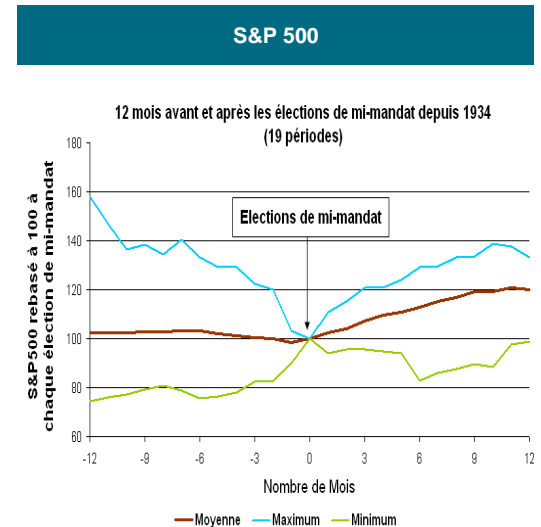
“
**Un test clef :
 la remontée des taux
 longs US**
 ”

Encadré 8 : Où seront annoncées les prochaines mesures de contrôle des capitaux ?

La part des investisseurs étrangers dans l'encours total de la dette locale atteint aujourd'hui des records en Indonésie (près de 30 %) ou encore en Malaisie. Elle est aussi à des niveaux élevés au Mexique, en Turquie, en Pologne, au Brésil et dans une moindre mesure en Corée (7%). Au Brésil, cette part dépasse même 50% pour certains titres sur la partie longue de la courbe (attirant davantage les fonds de pensions internationaux). Dans les pays où l'inflation et la croissance du crédit sont à des niveaux élevés, ces flux sont susceptibles d'enrayer les canaux de la politique monétaire. Ainsi, la courbe des taux brésilienne était inversée (taux à 3 ans supérieur à celui de 7 et 10 ans) notamment en raison de la forte demande étrangère pour les titres longs, avant que le ministère des finances brésilien annonce en octobre une hausse des taxes pour les détenteurs étrangers de titres de dette locale (de 2 à 6%). D'autres mesures visant à décourager les achats par les étrangers de titres longs de dette locale et ainsi limiter les pressions haussières sur le BRL pourraient être annoncées dans les prochaines semaines : le gouvernement brésilien envisagerait notamment de racheter certaines de ses obligations d'Etat libellées en dollar sur les marchés internationaux et d'en émettre d'autres à plus longue maturité, afin d'améliorer la liquidité de ce marché et de le rendre plus attractif par rapport à celui de la dette locale. En juin, l'Indonésie avait imposé aux acheteurs étrangers de détenir les titres émis par la banque centrale durant au moins un mois. Elle est susceptible d'annoncer de nouvelles mesures du même type dans les mois à venir. La Corée pourrait quant à elle réintroduire la taxe pour les détenteurs étrangers de titres de dette locale qui avait été supprimée en 2009.

Mais on peut douter de l'efficacité de telles mesures. D'une part, si elles ne visent que les flux sur la dette locale, elles provoquent des effets de report sur d'autres types d'investissements, ce qui réduit leur impact sur les changes. D'autre part, ces actions n'étant pas coordonnées au niveau régional, une mesure isolée aura pour effet un report des investisseurs vers d'autres pays. En définitive, au-delà des réactions de marché de court terme, il est peu probable que ce type de mesure ait un impact sur la tendance structurelle à la réallocation de portefeuille en faveur des actifs émergents des investisseurs internationaux.

Enfin, cette tendance à l'adoption de mesures de contrôles de capitaux n'est pas uniforme parmi les pays émergents : l'Inde a récemment annoncé une hausse des quotas pour les investisseurs étrangers. Le Sri Lanka, qui a attiré de nombreux investisseurs depuis un an suite à la signature d'un accord avec le FMI, pourrait prochainement faire de même afin de financer son déficit courant. Enfin, la Chine a annoncé il y a quelques semaines son objectif d'ouvrir son marché de dette locale aux investisseurs étrangers (dans un premier temps aux banques centrales asiatiques puis à un nombre limité de banques privées).



7

Les marchés d'actions vont maintenant devoir « surmonter le mur des doutes »

Le marché haussier n'est pas arrivé à son terme, et il convient d'acheter sur les replis. Compte tenu de la situation actuelle, il semble judicieux de poursuivre la repondération du marché américain versus celui de la zone euro. Nos thèmes préférés sont la croissance, les fusions et acquisitions, et la capacité à monter les prix. Nos secteurs européens préférés sont le luxe, les biens d'équipement, la pharmacie, les mines et l'énergie.

Depuis les déclarations de la Fed (le 27 août à Jackson Hole), le marché mondial a rebondi de 15%. Il se focalise désormais – et essentiellement – sur deux risques : la hausse des *spreads* souverains en Europe, et le risque inflationniste dans les pays émergents. Malgré cela, et même si le chemin sera sinueux, les marchés d'actions ont les moyens d'aller plus haut dans ce cycle, soutenus par la croissance des profits des sociétés.

Etats-Unis : QE2 signifie reflation des actifs

Le QE2, c'est-à-dire la monétisation de 800 à 900 Mds\$, vise à renforcer la croissance américaine via la compétitivité du dollar et la reflation des actifs des ménages. Les actions, plus liquides que l'immobilier, ont été les premières à réagir.

Le mécanisme est simple : si le risque de déflation s'éloigne, le PER du marché s'apprécie ou *a minima* se stabilise. De plus, si la croissance nominale de l'économie devient plus solide, les profits des sociétés suivront. En 2009 et 2010, PER et BNA ont évolué en sens inverse. En 2009, les marchés ont été tirés par la hausse des PER. En 2010, ce sont les profits qui ont été le facteur dominant. En 2011, il est probable que PER et BNA évolueront dans le même sens. Grâce au QE2, le PER (15,1x sur la base des BNA des 12 derniers mois) pourrait se stabiliser voire même progresser. La croissance des profits va se normaliser mais rester positive, ce qui est clé. Sur les 12 mois à venir, la croissance estimée des BNA est de +14%, ce qui justifie une appréciation du marché du même ordre de grandeur.

“

*Un potentiel de +10%
à +15% à l'horizon de
un an*

”

Le fait que la Fed étale son action jusqu'en juin 2011 démontre sa volonté de maintenir des taux bas et conforte notre conviction que les investisseurs y puiseront dans les mois qui viennent la confiance nécessaire pour « surmonter le mur des doutes ».

La position au sein du cycle présidentiel américain renforce également notre analyse. En moyenne, depuis 1934 (soit 19 observations), le S&P500 a progressé de 20% sur les 9 à 12 mois qui ont suivi les élections de mi-mandat. La justification est habituellement l'anticipation des largesses fiscales qui précèdent l'élection présidentielle qui suit deux ans plus tard. Cette fois-ci, certes, les caisses de l'Etat sont vides, mais le QE2 constitue un argument puissant pour une hausse à 2 chiffres de l'indice américain.

Marchés émergents : risque cyclique versus croissance séculaire

La remontée des prix des matières premières fait craindre une accélération de l'inflation au sein des pays émergents qui sont en régime de forte croissance. Un durcissement supplémentaire des politiques monétaires semble acquis, ce qui incite à la prudence à court terme, alors que ces marchés sont parfois surachetés.

Nous croyons cependant que la croissance séculaire l'emportera. En effet, la force des devises émergentes atténuera l'inflation importée. De plus, certains pays émergents, eux-mêmes producteurs de matières premières, en profiteront (Russie, Brésil, etc...). Enfin, même si les politiques monétaires se durcissent, elles restent globalement accommodantes et ne devraient donc pas casser la croissance séculaire.

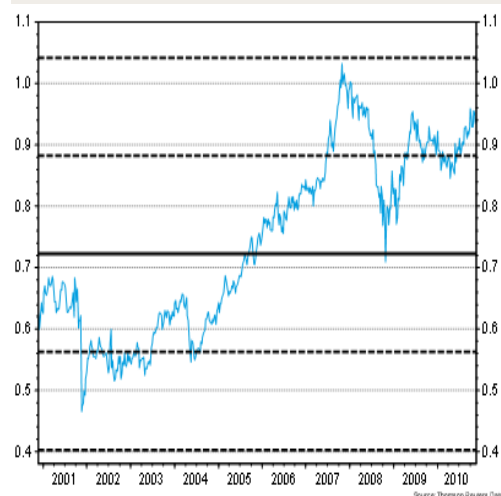
Conséquence de la création monétaire mondiale, les flux d'investissement ne se tarissent pas. Ils sont attirés par la croissance des pays émergents. Le PER du MSCI Emerging Markets (11,4x les profits des 12 prochains mois) est inférieur de 7% à celui du MSCI World alors que l'on pourrait justifier l'existence d'une prime de l'ordre de 20%, compte tenu du différentiel de croissance et de la meilleure santé financière de ces pays.

Europe : préférer le « non euro »

La zone euro souffre tour à tour soit de la force de sa devise soit de la sensibilité de ses banques au thème des risques souverains. En Europe, on préfère donc les pays non-euro, plus flexibles sur leurs politiques monétaires et sur leurs devises.

On retiendra des derniers développements sur les risques souverains que les banques sont en première ligne ! La récurrence de ce thème risque de caper un rebond probable des banques européennes – même une fois le cas irlandais résolu, et donc de réduire l'intérêt de la zone euro.

PER à 12 mois MSCI Emerging
vs. MSCI World



Source: Thomson Reuters Datastream

Contrairement aux Etats-Unis qui bénéficient du QE2 et qui ont réintégré un schéma de faible croissance et faible inflation, la zone euro reste dans un schéma de faible croissance et de risque déflationniste. Le moteur des profits reste allumé (+13% sur les 12 prochains mois), mais celui de la revalorisation des PER (11,7x les 12 derniers mois) est plus fragile qu'outre-Atlantique.

Thèmes et Secteurs

Alors que PER et BNA devraient évoluer dans le même sens en 2011, on misera plutôt sur les secteurs dont la croissance des résultats apparaît visible et soutenable, par opposition aux secteurs dit « Value », ce qui disqualifie la plupart des financières.

Trois thèmes transversaux devraient clairement ressortir en 2011 :

- l'accélération du nombre de fusions et acquisitions, du fait de l'accumulation de liquidités et de la bonne santé financière retrouvée des entreprises,
- l'exposition des entreprises à la croissance des pays émergents, qui demeurera un thème récurrent compte tenu de la faiblesse persistante des pays développés,
- enfin, il faudra de plus en plus tenir compte de la capacité de résistance des sociétés à la forte hausse des prix des matières premières (voir section suivante).

Par ailleurs, en Europe, où la croissance sera à la traîne, le thème du rendement pourrait également devenir progressivement un soutien, pour certains secteurs comme les Télécom et l'Energie. Notre allocation sectorielle européenne exposée ci-dessous établit la synthèse de ces différents éléments. On observera notamment que certains secteurs comme les Matériaux, l'Automobile ou l'Alimentation & Boissons & Tabac, sont subdivisés en sous-secteurs pour tenir compte de façon plus fine de leur *pricing power*.

Synthèse de nos vues géographiques

	En relatif au MSCI Monde
Etats-Unis	+
Zone euro	-
Europe hors euro	+
Japon	0
Marchés émergents	+

Synthèse des vues sectorielles Europe

Alléger	Neutre	Renforcer
Services collectifs	Produits à la personne	Pharmacie
Alimentation	Santé : Equip. & Services	Telecom
Semiconducteurs	Boissons & Tabac	Distribution alimentaire
Transport	Medias	Biens d'équipement
Tec Hardware	Retailing	Mines
Hotels Restaurant	Services aux entreprises	Luxe
Equipementiers automobiles	Software	Energie
Financières diversifiées	Constructeurs automobiles premium	
Assurance	Pneumaticiens	
Banques	Métaux	
Financières	Défensives	
Cycliques	Energie	

8 Matières premières : qui va devoir payer la note ?

Un cocktail détonnant pour les marges

Dans un contexte de faible croissance des pays développés où les hausses de matières premières seront difficiles à répercuter du fait de la persistance d'un chômage élevé, l'exposition des différents secteurs aux matières premières ainsi que leur *pricing power* s'avéreront clé pour l'évolution des marges en 2011.

Sept secteurs plus exposés a priori...

Afin d'identifier les secteurs les plus consommateurs en matières premières, nous sommes partis de la Comptabilité nationale et notamment du Tableau des Entrées Intermédiaires (TEI) de l'INSEE, qui synthétise les entrées/sorties au niveau des branches de l'économie. Cette démarche, plus rigoureuse qu'une approche *bottom up* empirique, comporte néanmoins des biais puisqu'elle inclut des sociétés non cotées et se limite au cas français. Mais ces limites ne sont pas majeures. En moyenne, le poids des matières premières liées à l'énergie, aux minerais, aux métaux et aux produits d'origine agricole, représente un tiers de l'ensemble des consommations intermédiaires et 16% de la production. Le TEI nous permet d'identifier d'emblée les secteurs les plus exposés comme l'**Alimentation**, les **Services Collectifs**, les **Matériaux**, mais aussi les **Semi-conducteurs** et l'**Automobile**. A l'inverse, les Services sont naturellement très peu touchés, à l'exception des **Transports**, gourmands en énergie ou de la **Restauration**, sensible aux denrées.

... Mais le *pricing power* sera déterminant

Le second facteur à prendre en compte est le *pricing power*, car c'est le plus simple moyen de pallier la faiblesse de la demande des pays riches et les hausses de prix des matières premières. Les analystes financiers d'Amundi ont scoré le *pricing power* des secteurs concernés sur une échelle de 1 à 10, la meilleure note étant attribuée au Tabac (8) et la moins bonne aux Equipementiers (2). Cependant, au sein d'un même secteur MSCI, des sous-secteurs peuvent avoir un *pricing power* très différent, comme c'est le cas dans l'Automobile entre les Equipementiers (2) et les Pneumaticiens (7) ou dans les Matériaux entre les Acieristes (3) et les Matériaux de construction (7). Il en est de même pour l'exposition aux matières premières. C'est pourquoi, l'analyse doit être suffisamment fine. Nous avons donc éclaté les 7 secteurs exposés a priori en 14 sous-secteurs. Au final, en combinant ces deux critères, les secteurs les plus à risques sont :

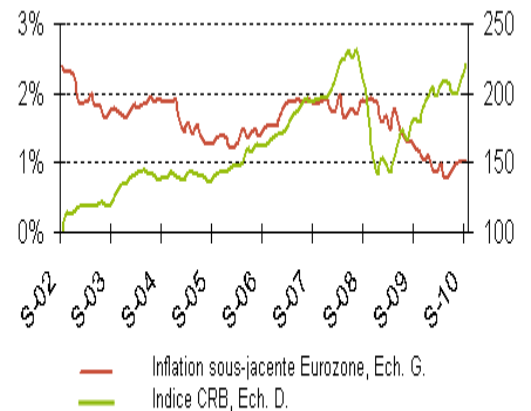
Les sidérurgistes – mais pas les miniers ni les cimentiers au sein du même secteur MSCI – pris entre les exigences du cartel des mines et celles des constructeurs ;

L'alimentation - mais pas la boisson ni le tabac – sensible au coût des intrants agricoles et plus aisément bridée par la grande distribution du fait de sa moins grande concentration que le secteur des boissons ;

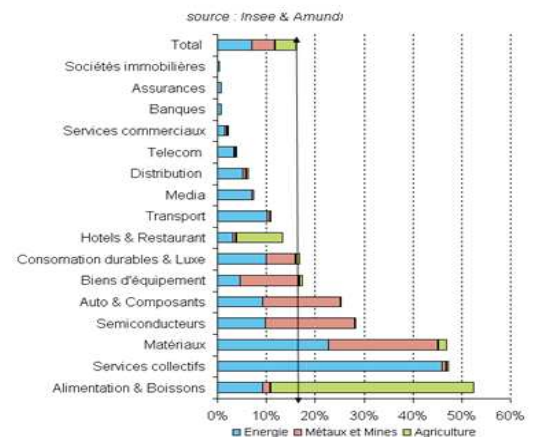
Les services collectifs, en principe des quasi-monopoles mais qui, faiblement délocalisables, encourent un risque de relèvement des taxes, se rajoutant parfois à celui de l'administration des prix ;

Les équipementiers – mais dans une bien moindre mesure les constructeurs et les pneumaticiens – qui, bon gré mal gré, doivent générer des gains de productivité de 3 à 5% par an, ce qui est encore plus complexe dans un contexte de faible croissance et de hausse des prix des matières premières.

Une combinaison ravageuse



Intrants inflationnistes (en % de la production)



Risque matières premières par secteur

Source : Insee, Equipes Analystes et Stratégie d'Amundi

Secteurs	Exposition aux risques inflationnistes	Pricing power (min 1, max 10)	Risque matières premières par secteur
Chimie	57%	6	moyen
Pneumaticiens	50%	7	moyen
Matériaux de construction	37%	7	moyen
Boissons	34%	6	moyen
Hotels & Restaurant	32%	6	faible
Semi-conducteurs	28%	6	faible
Tabac	25%	8	faible
Métaux	50%	3	élevé
Produits alimentaires	48%	5	élevé
Services collectifs	47%	5	élevé
Equipementiers auto	30%	2	élevé
Transport aérien	18%	3	moyen
Constr. auto premium	10%	5	moyen
Constr. auto généralistes	10%	3	moyen
Moyenne	16%	5	

9 Le marché du crédit se porte bien, mais subit l'impact des tensions dues au risque souverain

Un marché du crédit soutenu par les fondamentaux

Les statistiques macroéconomiques récemment publiées sont porteuses de part et d'autre de l'Atlantique. Et la même configuration prévaut du côté des conditions microéconomiques. Les bénéfices du troisième trimestre témoignent d'une belle vigueur : le ratio des bonnes surprises par rapport aux mauvaises est encore extrêmement favorable : les entreprises européennes ont enregistré d'excellents chiffres d'affaires, tandis que les entreprises américaines s'en sont mieux sorties concernant les bénéfices. Le consensus continue de prévoir une croissance des bénéfices de +34% cette année en Europe. Les données relatives au marché du crédit restent donc favorables, grâce à la solide dynamique des recettes et des flux de trésorerie : pour les entreprises les plus exposées aux économies émergentes, les bonnes surprises ont été plus nombreuses que ne le prévoyaient les estimations, et des bénéfices en moyenne supérieurs ont aussi créé la surprise. Les taux de défaillance ont continué de reculer en octobre. Les calculs sur la base du pourcentage des émetteurs ont signalé une légère baisse, à 3,6% contre 4,0% en septembre aux États-Unis, et un recul à 2,8% contre 3,5% en Europe. En l'absence d'un scénario de rechute, les taux de défaillance devraient continuer à diminuer probablement jusqu'au 2nd semestre 2011.

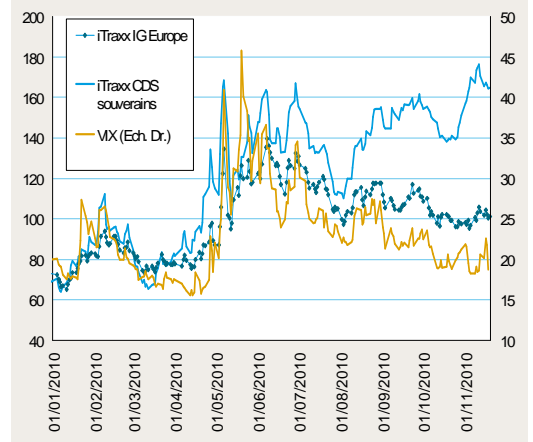
L'abondance de la liquidité liée au *quantitative easing* de la Fed encourage les investisseurs à se porter vers des produits obligataires à forte rémunération. Parallèlement, un plus puissant moteur de la croissance actuelle, qui est inférieure à son rythme tendanciel, est le processus de désendettement, impliquant une contraction de l'offre de titres d'emprunt. En ce qui concerne les obligations industrielles, les nouvelles émissions suivent des orientations divergentes, qu'il s'agisse des émissions bien notées ou du segment du haut-rendement (*High Yield*). Dans la catégorie investissement de qualité (*Investment Grade*), les émissions ont atteint un sommet l'an dernier, puis ont nettement ralenti en 2010. En revanche, dans la catégorie spéculative (*HY*), les volumes d'émission ont augmenté, surtout en Europe, répondant à une demande croissante de bêta et d'opérations de portage (*carry*). Le désendettement, la part grandissante de placements monétaires dans les portefeuilles, la faiblesse des volumes de dépenses d'investissement qui doivent être financées et le rétablissement des niveaux de flux de trésorerie sont autant de facteurs qui expliquent le ralentissement observé au niveau de l'offre des émetteurs industriels de titres de la catégorie *IG*. Les importantes émissions de *HY* ont réduit le risque de refinancement et permis de rembourser les prêts bancaires. Les confirmations d'un solide appétit pour le risque viennent aussi de l'univers *IG*. En fait, ce sont les émetteurs notés BBB et non notés qui ont été, et continuent d'être, à l'origine de plus de la moitié des volumes des nouvelles émissions, car ils offrent une prime intéressante par rapport aux émetteurs de meilleure qualité mais plus onéreux.

Avec la récente crise souveraine en Europe, le marché du crédit souffre du creusement des écarts entre les titres souverains, surtout à travers la corrélation habituelle avec les créances bancaires : cela étant, les marchés des CDS et du crédit au comptant se sont révélés assez résistants et ont eu plutôt tendance à suivre la volatilité implicite des actions à la baisse, au lieu d'être tirés vers le haut par la prime de risque souverain.

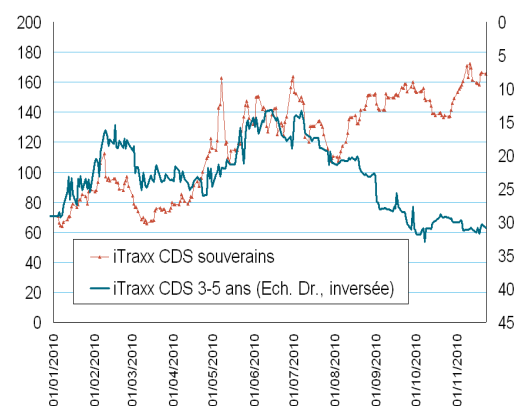
“
Le marché du crédit résiste bien au risque souverain
”

On notera plusieurs points intéressants en comparant cette crise à la précédente. Les graphiques présentés ci-après montrent que, contrairement à l'expérience du deuxième trimestre, l'évolution des obligations d'entreprise *Investment Grade* s'est récemment découplée du risque souverain (qui s'est accentué) et a suivi plus étroitement la volatilité implicite des actions (orientée à la baisse).

Indices iTraxx IG Europe, iTraxx CDS souverains et Indice VIX



Indices iTraxx CDS souverains et iTraxx CDS à 3-5 ans



Parallèlement, la courbe des CDS à 3-5 ans ne s'est pas aplatie et elle est restée stable, conformément aux orientations tendancielle des indices *iTraxx* d'obligations *corporate*.

Cependant, la réémergence de problèmes liés aux dettes souveraines risque de l'emporter sur les facteurs favorables précédemment évoqués. L'existence du FESF a permis d'insulariser les actifs risqués comme le laisse supposer, du moins jusqu'à présent, l'orientation de la courbe des CDS et de la volatilité implicite des actions. Les obligations *corporate* ont une fois encore fait preuve de résistance et se sont mieux comportées que les titres d'emprunt d'Etat des pays de la zone euro, grâce à de solides fondamentaux, des facteurs techniques favorables et la faible pondération des obligations *corporate* périphériques les plus vulnérables. Les obligations *corporate* irlandaises et portugaises représentent, ensemble, seulement 1,5% des indices pour la catégorie investissement (les titres d'emprunt de l'Irlande et du Portugal représentent 4% du total de ceux de la zone euro). Si l'on inclut l'Espagne et l'Italie, les obligations périphériques ne correspondent en tout qu'à environ 14%, contre une pondération de 37% des titres d'emprunt d'Etat périphériques dans l'indice des obligations d'Etat de la zone euro. On notera que les obligations *corporate* périphériques se comportent généralement mieux que les titres d'emprunt d'Etat périphériques correspondants. Le financement de l'Irlande (ainsi que du Portugal) doit paraître envisageable à travers le mécanisme déjà en place : pour qu'il y ait une «escalade» vers un risque plus systémique, il faudrait une contagion vers l'Espagne, que nous estimons peu probable à ce stade (cf. pages 5 et 6). Dans l'ensemble, le contexte est favorable aux obligations *corporate*, car les fondamentaux restent solides, l'équilibre de l'offre et de la demande soutient une nouvelle réduction des *spreads* et les valorisations sont encore loin d'être onéreuses. En résumé, l'amélioration de la conjoncture macroéconomique globale, l'abondance des liquidités fournies par les banques centrales et les bonnes nouvelles microéconomiques offrent un soutien au marché de la dette *corporate*. En revanche, le plus faible niveau des *spreads* offre moins de protection, et particulièrement sur les secteurs *investment grade*.

Encadré 9 : Le cycle du crédit et la relation entre obligations et actions

Le cycle endettement/bénéfices est dans une phase qui favorise à la fois les marchés du crédit et les marchés d'actions

Après la « phase d'assainissement » des bilans, surtout gérée en 2009 par une réduction de l'endettement et une accumulation de trésorerie, les entreprises sont entrées dans une « phase de rétablissement » des bénéfices. La phase actuelle associe la fin du ralentissement de la croissance de l'endettement et le début d'un léger retournement de tendance avec un vigoureux redressement des bénéfices : les bénéfices augmentant plus vite que l'endettement, cette phase est généralement favorable aux obligations, comme en 2003-04. Soutenues par la croissance des bénéfices, les dépenses des entreprises redémarrent, partant de niveaux très bas. A ce stade, le cycle des dépenses paraît être à son tout début. Parallèlement, cette phase du cycle endettement/bénéfices est aussi favorable aux actions.

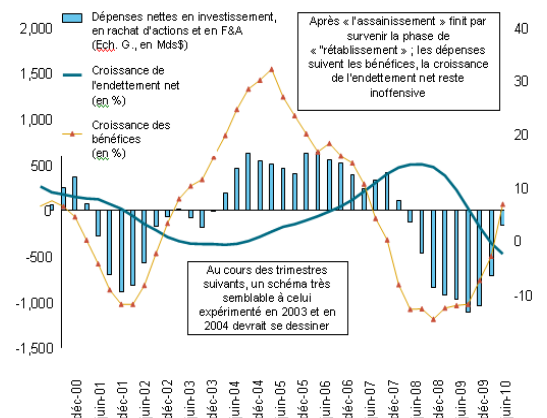
Le cycle endettement/bénéfices passé et la relation entre obligations et actions

Les obligations précèdent les actions dans les phases de changement d'orientation. À mesure que le cycle macroéconomique arrive à maturité, les actions montent souvent au prix d'un plus grand endettement, ce qui à terme accentue les *spreads* tandis que les actions continuent de surperformer (1998-T1/2000). Durant la phase de récession, la corrélation redevient positive, tandis que les écarts continuent de se creuser et que les actions baissent (4/2000-10/2002). Puis (11/2002- 3/2003), encore une fois, ce sont les obligations qui s'engagent les premières dans la phase de reprise, les entreprises s'efforçant de réduire leur endettement. Durant la dernière phase (la reprise centrale, 4/2003 - 12/2004), les actions et les obligations évoluent à nouveau ensemble, cette fois vers le haut.

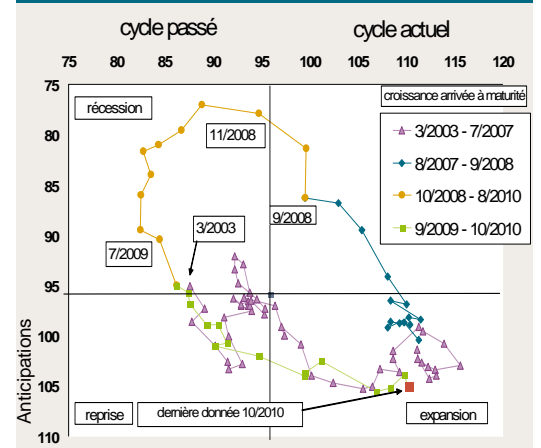
Le cycle endettement/bénéfices actuel et la relation entre les actions et les obligations

Dans le cycle actuel, la bulle du crédit a réduit la capacité des écarts de crédit à précéder effectivement les actions lors de la phase de maturité de la croissance, jusqu'à l'éclatement de la crise des crédits hypothécaires aux emprunteurs à risque (*subprimes*). Cependant, comme le montre le 2^{ème} graphique de la page suivante, le cycle actuel des actions et des obligations évolue dans une phase de corrélation positive, favorable aux deux catégories d'actifs. Une fois de plus, les obligations ont devancé les actions durant la phase de rétablissement après la crise. Cette tendance est conforme à la consolidation de la reprise macroéconomique, que reflète l'évolution combinée des composantes de l'IFO, à savoir les conditions actuelles et les anticipations, et qui apparaît dans le 2^{ème} graphique ci-contre.

Dépenses nettes en investissement, en rachats d'actions et en F&A (Ech G, en Mds\$) Croissance de l'endettement net (en %)



Les composantes de l'IFO le cycle passé et la situation actuelle



Miser sur le cycle des défaillances et l'exposition à la croissance des économies émergentes à travers un choix de *crossovers* (BBB et BB) parmi les valeurs industrielles. Sous-pondérer les obligations *corporate* périphériques.

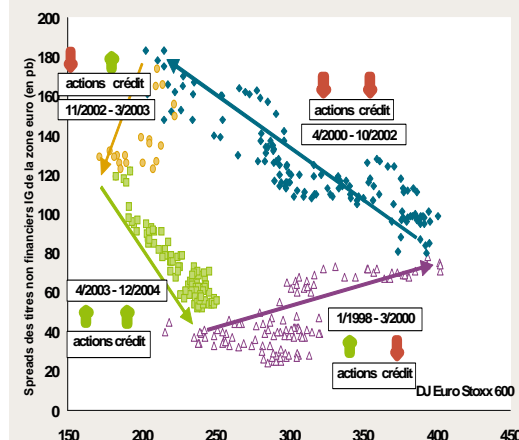
Compte tenu des fondamentaux positifs associés à une plus forte volatilité due au risque souverain, nous suggérons de miser sur les valeurs industrielles à bêta élevé, en surpondérant les émetteurs présentant des notes faibles, essentiellement BBB, et les segments du haut-rendement. Dans l'« univers des *crossovers* », autrement dit les segments des titres notés BBB et BB parmi les obligations industrielles, la marge d'appréciation des rendements est intéressante par rapport aux obligations *IG* bien notées et la volatilité/l'exposition est nettement inférieure en ce qui concerne le risque macroéconomique par rapport aux obligations *HY* moins bien notées. Les obligations notées BB appartenant au segment *HY*, en particulier, sont parvenues à de très bons résultats en termes de désendettement et proposent généralement des primes attrayantes au regard des taux de défaillance actuels et attendus. Les entreprises exposées aux marchés émergents continuent de générer de meilleurs résultats que les entreprises trop axées sur la demande intérieure dans la zone de l'UEM : par conséquent, la sélection de valeurs devrait miser sur ce thème d'investissement à travers différents secteurs, surtout pour les cycliques. Les secteurs défensifs, comme les non cycliques, les services aux collectivités et les télécommunications, offrent une bonne couverture contre l'accentuation du risque souverain à ce stade, mais présentent un potentiel très limité pour de nouvelles surperformances au fil de 2011. En définitive, il faut sous-pondérer les obligations *corporate* périphériques de la catégorie investissement, qui généralement appartiennent à des secteurs défensifs comme les télécommunications et les services aux collectivités : en dehors de leur plus grande exposition au risque souverain, comme précisé précédemment, elles sont actuellement relativement onéreuses par rapport aux titres d'emprunt d'État correspondants.

Miser sur les tendances au désendettement et la valeur fondamentale que recèlent les titres financiers, à travers des titres de type *Tier 1* et *Lower Tier 2* (LT2)

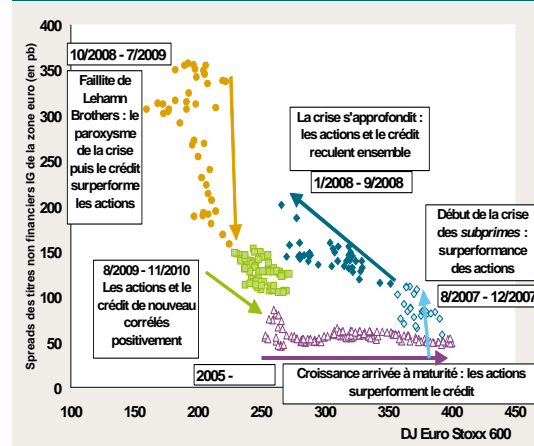
Les obligations financières ont récemment pâti d'une plus forte corrélation avec la prime de risque des titres d'emprunt d'État, après avoir enregistré de remarquables surperformances en septembre et en octobre. Nous réitérons notre préférence pour une sélection prudente privilégiant les modèles d'entreprise défensifs, les systèmes financiers solides et les institutions de premier plan. Si l'on se concentre sur la catégorie des émetteurs de la catégorie investissement, les obligations financières offrent généralement plus de valeur que les industrielles et un plus grand potentiel de compression des *spreads* dans le contexte de désendettement actuel et d'amélioration des bilans au cours des prochains trimestres. Les règles de Bâle III se sont révélées particulièrement favorables au marché du crédit, en particulier les dettes subordonnées de type *Lower Tier 2* (LT2), car elles ont contribué à limiter le risque de propagation. Par conséquent, dans l'univers financier, nous préférons des créances subordonnées *Tier 1* et de type *LT2* à faible bêta. Du fait de la crise du système bancaire irlandais, associée à la réémergence du risque souverain, la volatilité des *spreads* des obligations financières devrait rester élevée à court terme, mais on peut encore miser à moyen et à long terme sur un plus grand potentiel de compression des marges.

Au risque extrême de crise souveraine généralisée en zone euro, vient s'ajouter le risque d'un événement de crédit microéconomique, à travers les opérations sur titres habituelles de fusions & acquisitions amicales et de rachats d'actions. Toutefois, ce dernier risque semble assez faible notamment en tout début du cycle.

Performances des actions et des obligations de la zone euro : cycle passé

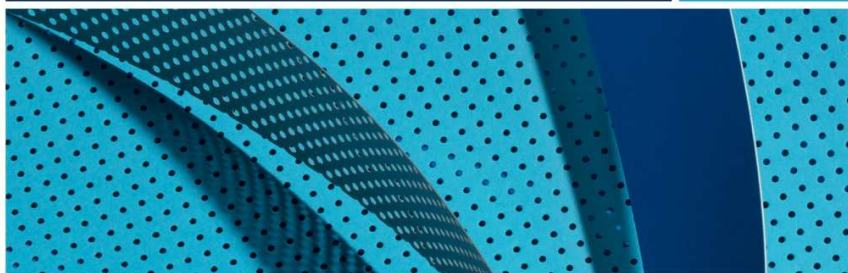


Performances des actions et des obligations de la zone euro : cycle actuel



Cross asset investment strategy

Stratégie et recherche économique



Correspondants

Rédacteur en chef

Philippe Ithurbide – Directeur Recherche, Stratégie et Analyse

+33 1 76 33 46 57

Contributeurs

Sergio Bertoncini - Stratégie crédit

Didier Borowski - Stratégie change, taux et crédit

Richard Butler – Responsable analyse crédit

Bastien Drut – Stratégie change, taux et crédit

Xavier Got – Analyse crédit, Institutions financières

Philippe Ithurbide

Thomas Lapeyre – Analyse actions, Banques

Eric Mijot – Stratégie actions

Dung Ahn Pham – Analyse crédit, banques

Florian Roger – Macro-économie

Stéphane Taillepied - Responsable analyse actions

Sosi Vartanesyan – Analyse crédit, Souverains

Ibra Wane – Stratégie actions

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.