

Analyse en bref

- 1 **Crise de la dette euro : un simple répit ... ou une accalmie durable ?** Il faut se réjouir de l'atténuation de la situation de crise et de la remontée des marchés d'actions et de crédit. La déconnexion récession – stress financier donne une idée claire de l'impact des propos du gouverneur de la BCE. Est-ce suffisant pour renverser la tendance et éloigner durablement les risques ? On peut en douter. D'autres messages et actes forts seront nécessaires.
- 2 **La BCE peut-elle devenir anglo-saxonne ?** C'est à un véritable tournant en termes de politique monétaire que Mario Draghi a procédé le 2 août et le 6 septembre. La BCE change de mode opératoire, ouvrant potentiellement la porte à une forte expansion de son bilan. Mais à la différence de ses grandes sœurs (Fed et BoE), ses interventions seront conditionnelles.
- 3 **Compétitivité des pays périphériques : quels résultats et quels efforts encore à mener ?** Les pays périphériques ont tous amélioré leur compétitivité récemment, mais ils doivent poursuivre leurs ajustements pour retrouver une position comparable à celle qu'ils avaient avant leur entrée dans la zone euro. L'Irlande ressort clairement comme le pays le plus vertueux, tandis que la Grèce doit redoubler d'efforts pour diminuer ses coûts salariaux unitaires relatifs.
- 4 **Le modèle espagnol en question.** L'éclatement de la bulle immobilière n'a pas encore produit tous ses effets. Les prix des logements vont continuer de baisser et donc de peser sur la demande des ménages et les bilans des banques. Les ménages et les entreprises doivent encore se désendetter. Les espoirs du gouvernement reposent en grande partie sur les performances à l'exportation. Or l'embellie sur ce front n'est pas durable.
- 5 **Le poids grandissant de la dette des régions en Espagne.** Au fil des lois décentralisatrices, les prérogatives des régions espagnoles n'ont cessé de grandir. Le poids de leur dette dans la dette espagnole totale est désormais très important et il est absolument nécessaire de les prendre en compte dans l'équation budgétaire de l'Espagne. Nous détaillons ces éléments dans le texte en précisant les étapes historiques qui nous ont amenés à cette situation.
- 6 **Royaume-Uni : austérité et assouplissement quantitatif à l'épreuve du « double dip ».** Malgré des efforts très vigoureux, le Royaume-Uni ne parvient pas, pour l'heure, à afficher des performances économiques supérieures à celles des grands pays de la zone euro. La crise a contribué à rapprocher le rythme économique du Royaume de celui de l'Europe, mais le pays subit aussi le poids de difficultés qui lui sont spécifiques.
- 7 **Les spreads du haut rendement sont-ils bon marché compte tenu des taux de défaut implicites ?** Nous avons actualisé nos prévisions de taux de défaut sur le crédit HY et établi deux scénarios, l'un central et l'autre plus pessimiste. Nous analysons le risque de défaut implicite des spreads actuels et les comparons (1) à nos prévisions et (2) à celles des agences de notation. Enfin, s'agissant du lien entre spreads et rendements obligataires, nous abordons le potentiel de resserrement supplémentaire que justifierait l'écart avec les valeurs d'équilibre.
- 8 **Des résultats intermédiaires marqués par la conjoncture et la crise souveraine.** Au 1er semestre 2012, les résultats des entreprises américaines ont progressé de +7% contre -10% en Europe. Ce différentiel est non seulement lié à une conjoncture plus soutenue, mais également à une normalisation plus rapide du secteur financier. Compte tenu de l'inversion des effets de base du secteur financier, l'écart devrait se resserrer à l'avenir.
- 9 **Médias : l'opportunité numérique.** En quelques années, Internet est devenu un puissant média publicitaire : alors qu'il captait 5% des dépenses publicitaires mondiales il y a 5 ans, il devrait en recueillir 25% d'ici 2016. En Europe, les agences publicitaires, surexposées à ce média, seront mécaniquement amenées à surperformer la croissance du marché publicitaire mondial ; plus intéressant encore, leur offre numérique s'étend bien au-delà de la publicité, avec de nouveaux services porteurs d'un fort potentiel de revenus.
- 10 **Les actifs risqués émergents face aux pertes de marges de manœuvre de leurs économies.** Les actions émergentes ont un retard de performance par rapport aux actions développées et aux actifs de dette émergente. Leur valorisation est, de surcroît, attractive. Mais est-ce suffisant alors que les marges de manœuvre des économies émergentes s'effritent ?
- 11 **Quel est l'état de la spéculation sur les matières premières ? Les enseignements d'un indicateur.** Nous proposons l'indice de Working qui est plus adapté que les positions acheteuses nettes des agents non-commerciaux pour mesurer l'état de la spéculation. Nous concluons que la spéculation sur les matières premières ne pèse pas sur les prix et que seuls les fondamentaux économiques dirigent les prix actuellement.

Achevé de rédiger le vendredi 7 septembre 2012.

En savoir +

- | | | |
|----|--|---------|
| 1 | Crise de la dette euro : un simple répit ... ou une accalmie durable ?
Encadré 1 : les échéances importantes à venir pour la zone euro | page 4 |
| 2 | La BCE peut-elle devenir anglo-saxonne ?
Encadré 2 : les principales annonces de la BCE (6 septembre) | page 8 |
| 3 | Compétitivité des pays périphériques : quels résultats et quels efforts encore à mener ? | page 13 |
| 4 | Espagne Le modèle économique en question | page 14 |
| 5 | Le poids grandissant de la dette des régions en Espagne | page 18 |
| 6 | Royaume-Uni : austérité et assouplissement quantitatif à l'épreuve du « double dip »
Encadré 3 : un problème de productivité spécifique au Royaume-Uni ?
Encadré 4 : contributions à la croissance par secteur d'activité | page 19 |
| 7 | Les spreads haut rendement sont-ils bon marché compte tenu des taux de défaut implicites ? | page 22 |
| 8 | Des résultats intermédiaires marqués par la conjoncture et la crise souveraine | page 25 |
| 9 | Médias : La "migration numérique" offre une opportunité en or pour les agences publicitaires | page 27 |
| 10 | Les actifs risqués émergents face aux pertes de marges de manœuvre de leurs économies | page 28 |
| 11 | Quel est l'état de la spéculation sur les matières premières ? Les enseignements d'un indicateur
Encadré 5 : construction de l'indice de spéculation Working (1960) | page 29 |

Perspectives macroéconomiques

	MOIS PRECEDENT		SEPTEMBRE	
Amérique	<p>Etats-Unis : parmi les bonnes nouvelles, on notera la stabilisation du marché immobilier, la progression des revenus réels et le tout récent « coup de pouce » de la Fed (deuxième opération « twist »). La consolidation budgétaire, mais aussi la contagion de la crise de la dette sont, avec la nouvelle dégradation du marché de l'emploi les facteurs négatifs principaux.</p> <p>=> Notre prévision de PIB est de 2% en 2012 et 2,5% en 2013. Suivre de près le dossier budgétaire (« fiscal cliff ») et notamment le déficit primaire (-6% en 2012), le marché de l'emploi, et la contagion liée à la crise de la dette euro.</p> <p>Brésil : la croissance ralentit également et la demande intérieure redevient fragile. La banque centrale assouplit sa politique monétaire de façon agressive, tandis que l'inflation recule sous la barre des 5%.</p> <p>=> Le Brésil reste fragilisé par la contagion.</p>	<p>Facteurs de risque</p> <p>Etats-Unis : si aggravation, la crise de la zone euro pourrait peser sur l'économie américaine via une baisse de la demande externe et une contagion financière. Suivre le dossier budgétaire et fiscal</p> <p>Brésil : une accélération de la dépréciation de la devise domestique contre dollar, un ralentissement économique plus prononcé.</p>	<p>Etats-Unis : Nouvelles rassurantes cet été sur le front de l'emploi, de la consommation et de l'immobilier. Les entreprises demeurent néanmoins prudentes dans leurs dépenses du fait des incertitudes internationales (comme le montrent les enquêtes PMI).</p> <p>=> Nos prévisions de croissance du PIB sont inchangées pour 2012 (2%) et 2013 (2,5%). Notons cependant la hausse des prix du pétrole et la désignation de Paul Ryan comme colistier de Mitt Romney qui n'aidera pas à conduire le débat sur le <i>fiscal cliff</i> de manière apaisée.</p> <p>=> Le potentiel de bonnes surprises macro paraît limité pour les Etats-Unis après l'été.</p> <p>Brésil : malgré les baisses de taux, la production industrielle peine à rebondir car les entreprises sont prudentes dans leurs dépenses dans un contexte d'incertitudes sur la demande.</p> <p>=> Le Brésil vient d'engager des mesures de relance budgétaire (66 Mds \$) sur trois années pour moderniser et développer ses infrastructures, ce qui devrait soutenir l'activité lors des prochains trimestres.</p>	<p>Facteurs de risque</p> <p>Etats-Unis : si aggravation, la crise de la zone euro pourrait peser sur l'économie américaine via une baisse de la demande externe et une contagion financière. Suivre le dossier budgétaire et fiscal.</p> <p>Brésil : une accélération de la dépréciation de la devise domestique contre dollar, un ralentissement économique plus prononcé, une hausse des prix des matières premières alimentaires.</p>
Europe	<p>Zone euro : les élections grecques ont permis d'éloigner les scénarios catastrophe (pas de majorité et pas de gouvernement, ou encore hostilité affichée de la Grèce envers la zone euro ...). Au total, la nomination d'un premier ministre favorable au plan d'austérité, et la mise en place d'une coalition « solide » ont différé bon nombre de risques. Les élections françaises ont également assuré une forte stabilité politique. Le sommet européen des 28-29 juin a rassuré, mais pas sur les perspectives de croissance.</p> <p>L'Espagne reste préoccupante : dégradations de notes de crédit (Souverain, et banques), besoins de recapitalisation des banques, dégradation de l'activité économique ...</p> <p>Sur le plan européen, les négociations se poursuivent sur les modalités du MES, de la future union bancaire européenne, de l'intégration / mutualisation de la dette ...</p> <p>=> A court terme, pas de changement. Le pire scénario est certes évité, mais le meilleur n'est pas (pas encore ?) sûr.</p>	<p>Facteurs de risque</p> <p>La conjoncture européenne pourrait encore se dégrader avec la hausse du chômage, les premiers signes d'un rationnement du crédit qui commence à se matérialiser, un euro surévalué. Le sommet de la fin juin n'apporte pas de réponse réelle sur la relance de l'activité économique et sur la mutualisation / fédéralisme. De plus, le système financier des économies périphériques reste sous pression.</p>	<p>Zone euro : les autorités européennes sont parvenues à définir un protocole d'intervention via le FESF et la BCE. Cela a permis de juguler les tensions financières. Il n'y aura néanmoins pas d'effets visibles sur les données réelles avant la fin d'année (et seulement si l'accalmie est pérenne). Entre temps, le PIB va continuer de se contracter en zone euro. Au T3 2012, nous escomptons une quasi-stagnation en Allemagne, une contraction du PIB en France et une récession marquée dans les périphériques. Notons que les chiffres de l'Espagne sont troublants. Le PIB chute de 0,8% « seulement » depuis janvier (vs -1,9% pour l'Italie). Deux possibilités: soit l'activité va s'effondrer au S2 2012, soit des stabilisateurs budgétaires ont encore été engagés par les régions...</p> <p>=> A court terme, le pire scénario a été évité, mais prévoir des négociations tendues sur l'intégration - mutualisation de la dette. Les attentes des marchés sont fortes...</p> <p>Royaume Uni : forte contraction d'activité au T2 2012 (-0,7%). Pas de rebond durable à attendre sur un plan domestique. Croissance atone prévue pour 2013.</p>	<p>Facteurs de risque</p> <p>La conjoncture européenne pourrait encore se dégrader avec la hausse du chômage, les premiers signes d'un rationnement du crédit qui commence à se matérialiser, un euro surévalué. Le sommet de la fin juin n'a pas apporté pas de réponse réelle sur la relance de l'activité économique et sur la mutualisation / fédéralisme. Le sommet des 14-15 septembre est très attendu. De plus, le système financier des économies périphériques reste sous pression.</p>
Asie	<p>Japon : la croissance reste au-dessus de son potentiel du fait de la demande interne et notamment de la consommation. Les exportations restent en retrait à cause de la forte appréciation du yen. Le Japon attire de gros flux de capitaux vers son marché d'actions depuis le début du mois de mai.</p> <p>Chine : l'économie ralentit, c'est un fait évident. Les indicateurs économiques sont décevants, mais le gouvernement chinois a décidé de soutenir la croissance, (projets d'infrastructures et baisses de taux d'intérêt). La contagion de la crise de la dette européenne reste un sujet de préoccupation constant.</p> <p>Inde : ralentissement économique (5,3% en Q1) et inflation en hausse (désormais à 7,5%), une combinaison peu favorable ... avec en outre un déficit public élevé (près de 9% en 2011, et sans doute plus de 8% en 2012 et 2013).</p> <p>=> Garder un œil sur la croissance chinoise et les facteurs de risque.</p>	<p>Facteurs de risque</p> <p>Japon : poursuite du mouvement d'appréciation du JPY contre USD et EUR.</p> <p>Chine : Une baisse désordonnée des prix de l'immobilier impactant les bilans de banques déjà exposées à la dette des provinces, un ralentissement économique beaucoup plus prononcé</p>	<p>Japon : la dynamique économique n'est pas favorable. Les exportations se sont effondrées en juillet (-8,1% sur un an) du fait du ralentissement du commerce mondial. L'impact de la reconstruction sur l'activité s'avère limité.</p> <p>Chine : les indicateurs (ventes de détail, production industrielle notamment) ont déçu en juillet et en août. Les exportations vers l'Europe se sont effondrées. L'investissement des entreprises s'est tout juste stabilisé tandis que les indicateurs avancés continuent de reculer (PMI HSBC à 47,8 en août).</p> <p>=> Les autorités chinoises vont procéder à de nouveaux assouplissements monétaires, ainsi qu'à des baisses des taux de réserves des banques (l'inflation à 1,8% est sous contrôle).</p> <p>=> Les données récentes plaident pour une révision des prévisions de croissance en Chine de 8,0% à 7,5% en 2012.</p> <p>=> Attention à la hausse des prix des matières premières alimentaires !</p>	<p>Facteurs de risque</p> <p>Japon : poursuite du mouvement d'appréciation du JPY contre USD et EUR.</p> <p>Chine : Une baisse désordonnée des prix de l'immobilier impactant les bilans de banques déjà exposées à la dette des provinces, un ralentissement économique beaucoup plus prononcé.</p>

Facteurs de risque

MOIS PRECEDENT		SEPTEMBRE		
Risque n°1 : Sortie de la Grèce de la zone euro	Le scénario de sortie de la Grèce de la zone euro a cédé du terrain, mais les problèmes demeurent. La constitution d'un gouvernement pro-européen et pro-austérité est néanmoins un grand pas dans les relations entre la Grèce et la zone euro. ⇒ Le risque de sortie de la Grèce de la zone euro est désormais au second plan de façon nette.	Risque faible à court terme	Le Premier ministre grec déclare que son pays tiendra les engagements pris. Il insiste sur la volonté de son gouvernement de tout faire pour rester dans l'euro. ⇒ On s'oriente vers un délai supplémentaire accordé à la Grèce pour qu'elle respecte ses engagements. Mais la récession est loin d'y être terminée et son sort à moyen terme n'est pas réglé.	Risque faible à court terme
Risque n°2 : Santé des Banques	Le débat sur l'Union bancaire européenne, sur le rôle du MES, sur la mutualisation (au moins partielle) de la dette ... reste crucial. Le sommet européen des 28/29 juin a apporté de réelles réponses. La dégradation des conditions économiques, si elle se poursuit, fera peser de nouvelles questions sur les créances douteuses des banques espagnoles. La contraction du crédit pèse sur l'activité économique. ⇒ Approche sélective requise, mais situation en nette amélioration.	Risque en baisse, et modéré	Le débat sur l'union bancaire progresse et M. Draghi a une nouvelle fois apporté des solutions sur la liquidité. La combinaison FESF – MES – BCE se précise, ainsi que les procédures d'aide aux Etats. La situation économique reste cependant préoccupante, et le crédit reste en panne dans la plupart des pays. ⇒ Grâce à l'engagement des banques centrales, le risque bancaire a très nettement reflué. Mais cela ne signifie pas qu'elles sont toutes en meilleure santé.	Risque en baisse
Risque n°3 : Dette souveraine européenne	Les risques sont moindres, mais ils demeurent. La perspective d'une aide aux banques via le MES fragilise les pays contributeurs. Cela explique la hausse des taux longs dans le noyau dur, notamment en Allemagne. Il ne s'agit pas de contagion, mais de solidarité entre Etats. Le sommet européen n'a pas totalement convaincu, les taux allemands sont repartis à la baisse et les spreads souverains à la hausse. ⇒ Le risque sur le noyau dur de la zone euro reste asymétrique.	Risque en baisse	Lors des comités de politique monétaire du 2 août et du 6 septembre, la BCE a précisé les modalités de soutien aux Etats (achats sur le marché secondaire, conditionnels, illimités et stérilisés de titres de dettes de maturité courte). Cela a permis une très nette détente des tensions financières. ⇒ Le risque systémique a ainsi quasiment disparu.	Risque stable, et modéré
Risque n°4 : Contagion de la crise européenne	Le risque de contagion demeure. Le récent sommet du G20 a d'une part montré que nombreux sont les pays qui le redoutent, et d'autre part à quel point l'Europe est isolée et montrée du doigt. Le sommet européen apporte des solutions concrètes sur certains points (voir section 1). Le premier test sera la création du MES. ⇒ Le deleveraging ne permet pas à la croissance de se reprendre, et les risques de contagion pèsent sur les perspectives de reprise, ou de poursuite de la croissance.	Risque en baisse à court terme	Le risque de contagion semble endigué avec la nouvelle stratégie de la BCE. Mais il pourrait vite ressurgir du fait de la faiblesse de l'activité économique. La confiance des non résidents n'est pas encore revenue et les problèmes de solvabilité demeurent. ⇒ Le risque est en baisse à court terme, mais ces améliorations interviennent dans un contexte de récession qui s'aggrave.	Risque stable, et modéré
Risque n°5 : Espagne	L'Espagne doit renouveler son modèle d'affaires (basé sur le crédit, la consommation et le secteur immobilier). Elle doit faire cela tout en assurant deleveraging et austérité. C'est tout simplement impossible. Elle a besoin de l'Europe pour recapitaliser ses banques, elle a besoin d'un plan de croissance, et d'un assouplissement des contraintes actuelles. Sans cela, pas d'espoir de calmer durablement les angoisses des marchés financiers. ⇒ L'Espagne reste le maillon faible de la zone euro, et représente le risque le plus grand.	Risque en hausse	La demande intérieure est en berne, la crise immobilière n'est pas terminée, le chômage grimpe, les exportations, qui ont jusque là bien résisté, menacent de fléchir avec le ralentissement du commerce mondial. Le gouvernement fera bientôt appel au FESF, ce qui permettra à la BCE d'acheter de la dette courte. ⇒ L'Espagne sans conteste reste le maillon faible de la zone euro, et représente le risque le plus grand. Le risque à court terme diminue. Le recours au FESF signifie la possibilité d'achats de titres courts illimités – mais stérilisés – de la part de la BCE. Le risque de liquidité et de financement devrait donc s'atténuer.	Risque en baisse et modéré

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

1 Crise de la dette euro : un simple répit ... ou une accalmie durable ?

Mi-juillet, les marchés financiers étaient encore soumis à un stress important : nombreux étaient ceux qui considéraient que la sortie de la Grèce de l'UEM pouvait être imminente, ou encore que l'Espagne se rapprochait dangereusement d'une véritable crise de solvabilité ... la BCE ne montrait guère de signes d'apaisement, les indicateurs économiques chutaient et le débat austérité contre croissance prenait de l'ampleur. Bref, le stress financier gagnait du terrain. Il aura fallu attendre la fin du mois de juillet pour que le calme revienne. Les européens faisaient preuve une fois de plus, d'une plus grande solidarité, le cas de la Grèce redevenait « isolé ». J.C. Juncker, président de l' Eurogroupe rappelait qu'une sortie de l'UEM de ce pays était gérable ... un grand contraste avec la situation de 2011, synonyme d'un stress tel que la sortie de la Grèce de l'UEM était perçue par les officiels européens comme un séisme majeur pour l'Europe. Mais c'est surtout la BCE, qui par la voix de son président Mario Draghi, et par deux fois, a su redonner confiance aux marchés financiers...

Le caractère irrévocable de l'euro, la certitude que la BCE allait poursuivre ses achats d'obligations souveraines sont autant d'éléments venus rappeler que la BCE ne souhaite pas un démantèlement de la zone.

“ **Mario Draghi rassure les marchés** ”

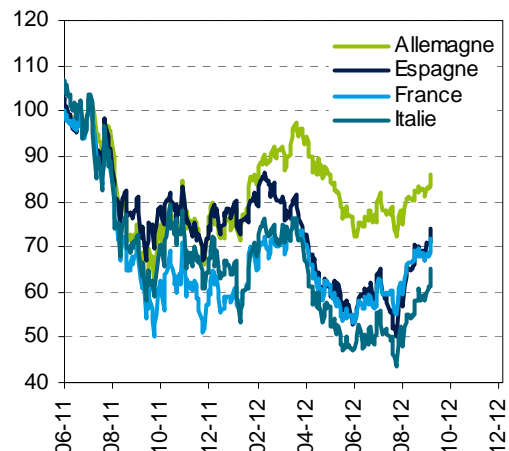
Plus encore, de l'aveu même de son président, elle sera prête à acheter – pour des montants illimités, mais stérilisés – la dette courte des pays ayant fait appel à l'aide du FESF / MES. Une telle aide est synonyme de contraintes et de rigueur fixées par la Troïka. « *Tout cela sera suffisant, faites moi confiance* », avait insisté Mario Draghi fin juillet.

Au total, les marchés financiers ont montré depuis le 24 juillet un tout autre visage. L'Eurostoxx et le CAC 40 progressent respectivement de 18% et 14,5% depuis cette date, tandis que le DAX affiche +13% (+22% depuis janvier). Même tendance sur les taux : les spreads souverains se sont fortement resserrés contre Allemagne : -7pb pour la France, -190pb pour l'Irlande, -358pb pour le Portugal, -370pb pour l'Espagne et -265pb pour l'Italie. Dans le même temps, la remontée du 10 ans allemand n'était finalement que de 28pb. La surperformance du Portugal par rapport à l'Espagne est liée à quatre facteurs : i) la perspective d'un surplus primaire dès 2012, ii) la perspective d'un retour de la croissance dès 2013, iii) des commentaires plutôt favorables de la part de la Troïka, et enfin iv) des échanges très limités (30 millions € en moyenne par jour), un atout en période de détente sur la crise de la dette souveraine. L'Espagne, de son côté, reste sans conteste le maillon faible : niveau du déficit budgétaire, ampleur de la récession, poids de la dette des régions, niveau du chômage, créances douteuses, état du secteur immobilier, disparition du modèle de croissance ... autant de facteurs qui rendent ce pays extrêmement vulnérable. A noter cependant qu'Espagne et Portugal ne sont plus dans la même catégorie : l'un est « investment grade », et l'autre « speculative grade », et le Portugal est « sous perfusion » depuis quelques trimestres (aide financière et plan de redressement sous l'égide de la troïka). L'apaisement des marchés ne doit pas masquer les questions importantes, dont certaines restent sans réponse.

Grèce : “in” ou “out”? Notre scénario est inchangé. Tant que les pays européens souhaitent aider la Grèce, et tant que les autres pays européens doivent faire face à des problèmes similaires, la Grèce ne sortira pas de la zone euro. Les risques de contagion sont trop forts. La Grèce n'est pas totalement un cas isolé, et même si les lignes de défense sont sorties renforcées au cours des derniers trimestres, les pays européens ne prendront pas le risque d'une contagion généralisée. En revanche, si la croissance économique de la zone euro venait à sombrer davantage, il sera bien difficile de contenir les envies pour certains pays d'en sortir, qu'il s'agisse de pays en difficulté ou même de pays ne souhaitant plus participer au financement collectif. Le risque de démantèlement à court terme de la zone euro est devenu un risque à plus long terme. Le risque n'a pas disparu, il a changé de nature et d'horizon.

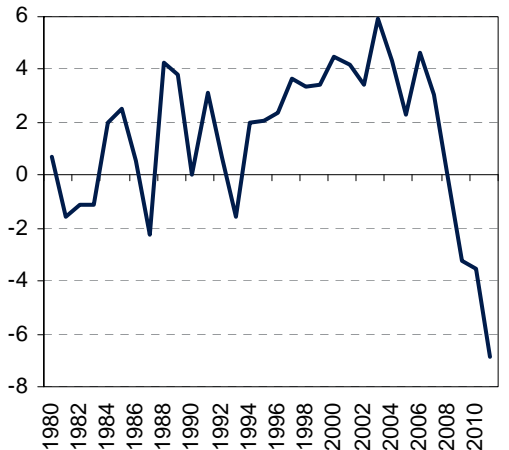
Espagne : problème de liquidité ou problème de solvabilité ? La question reste d'actualité. Certes, l'Espagne continue de se financer, et les dernières adjudications sont plutôt rassurantes, avec des taux d'intérêt quasiment 100pb au dessous des adjudications de la mi-juillet. Certes, elle a encore de la ressource, essentiellement via les dispositifs européens (EFSF / ESM et désormais BCE), qu'elle devrait utiliser très bientôt. La situation reste cependant compliquée, le recours externe étant finalement la seule option crédible pour ce pays.

Indices actions financières, base 100 juin 2011



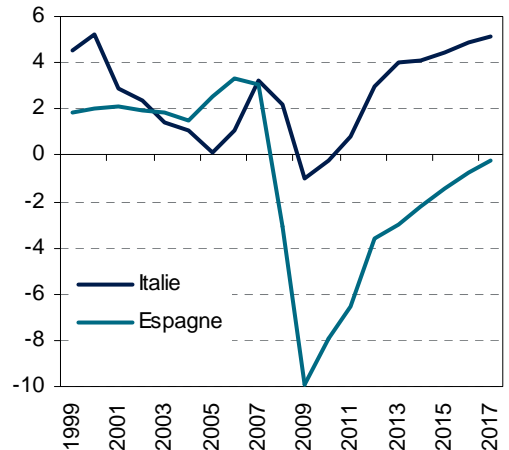
Source : Bloomberg, Stratégie Amundi

Croissance du PIB de la Grèce



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Solde primaire (en % du PIB) : Italie vs. Espagne



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Espagne : “too big to fail” ... ou “too big to save” ? Grande question. Il est évident que sans aide extérieure, l’Espagne n’y arrivera pas. Encore faut-il que les pays de la zone euro acceptent une telle aide. Ce n’est pas un hasard si M. Rajoy a «visité» l’Allemagne, mais aussi bientôt la Finlande pour expliquer son projet et s’attirer les faveurs de pays désormais au bord de l’exaspération. Ce n’est pas un hasard non plus si l’Espagne est le prochain pays à demander de l’aide, vraisemblablement après la prochaine réunion de l’Eurogroupe (mi septembre).

Que peut faire la BCE ? Acheter des obligations souveraines et conserver des taux d’intérêt faibles, cela semble évident et inévitable.

La situation économique dégradée, le manque d’enthousiasme de certains investisseurs, et la taille du FESF / MSE certes importante, mais insuffisante pour résoudre à elle seule la crise actuelle ... tout cela rend indispensable l’action de la BCE. Nul doute que l’on se retrouvera dans quelques temps avec un bilan de la BCE encore plus grand, et une part d’obligations souveraines encore plus forte.

“ *La BCE pourra t-elle s’abstenir d’acheter de la dette souveraine ? On peut en douter* ”

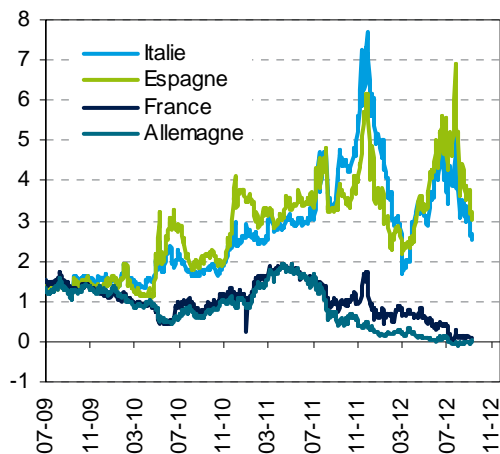
La différence, c’est que la BCE n’assurera pas à elle seule le soutien aux pays. Seuls les pays ayant accepté les contraintes de la Troïka (FESF / MES) auront « droit » à l’aide de la BCE.

Problème de dette ... combien de temps encore ? Le cycle de désendettement public durera plusieurs décennies. En fait, cela peut être pire que cela encore. Il suffit de regarder l’évolution de la dette au Japon ou encore aux Etats-Unis pour constater que la dette peut progresser rapidement, fortement, en données brutes et en pourcentage du PIB. Sauf à renier ou réduire une partie de sa dette, il n’y a pas d’exemple dans l’histoire permettant de constater une réduction rapide de la dette publique. Tant qu’elle se finance aisément, ce n’est pas un problème, a-t-on coutume de dire ... avec pour exemple le Japon (dette publique/PIB proche de 250% mais achetée à plus de 95% par les japonais eux-mêmes). Ce qui pose problème, c’est bien l’impact de la dette sur la croissance. On sait que l’accumulation de déficits a tendance à peser sur la consommation via l’effet d’équivalence ricardienne : l’augmentation de la dette publique (et des déficits) fait craindre des hausses de fiscalité, ce qui pèse sur la consommation et sur la croissance (les ménages préfèrent ainsi épargner en vue des hausses de fiscalité à venir), et cela dégrade en retour recettes fiscales et équilibres budgétaires. Pas toujours facile à démontrer empiriquement, cette « équivalence » pourrait bien jouer dans la situation actuelle qui vise à instaurer l’austérité budgétaire comme principal rempart à l’augmentation de la dette. Autrement dit, il est bien peu probable que les pays européens soient capables de renouer rapidement avec un potentiel de croissance élevé. Selon **Moody’s**, la résolution de la crise de la dette est en cours, et une partie du chemin a été réalisée : les programmes de réformes structurelles sont au mieux réalisés à 50%, selon le pays en question, mais les déséquilibres économiques vont encore durer plusieurs années.

Récession ou crise financière ? Cela fait désormais près de 6 ans que la crise a démarré, changeant régulièrement de forme : crise financière, puis crise économique et financière, crise d’endettement, crise économique Le risque majeur est qu’une récession sévère et généralisée entraîne une nouvelle crise financière qui a de grandes chances d’être généralisée, si elle intervient. L’enjeu est de taille. Sans croissance, ce n’est pas que l’UEM qui est en danger. D’ailleurs, en juillet, l’accélération du stress financier provenait d’indicateurs économiques décevants (quasiment partout dans le monde, y compris en Chine), du débat austérité vs politique de croissance ... Il est frappant de remarquer qu’au cours du mois d’août, les perspectives économiques décevantes (qui nous ont amenés à revoir à la baisse les prévisions de croissance de l’Allemagne, de la France, de la Zone euro, mais aussi de l’Espagne, de l’Italie, de la Chine et du Royaume-Uni, entre autres) ont été masquées par les propos certes encourageants de Mario Draghi.

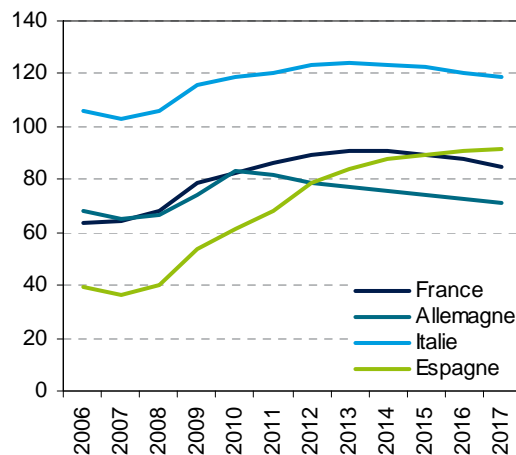
Quels préalables à une reprise économique ? Le constat est finalement assez simple. Certains pays ont un niveau d’endettement privé trop élevé. On évoque souvent le cas de l’Espagne ou de la Grèce, mais Irlande, Pays-Bas ou encore Danemark ne sont pas en reste.

Rendement des obligations 2 ans



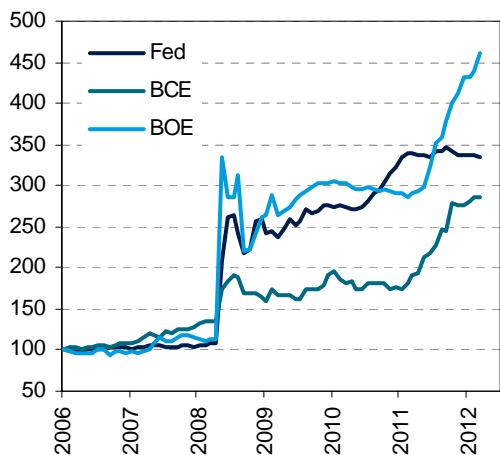
Source : Datastream, Stratégie Amundi

Dettes publiques brutes (en % du PIB)



Source : Fiscal Monitor 2012, Stratégie Amundi

Taille des bilans de banques centrales (100 en juin 2006)



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Du point de vue de l'endettement des ménages, c'est finalement l'Italie qui est le moins en risque en Europe (Danemark et Pays-Bas ont de loin les ménages les plus endettés). Hormis la réduction des déficits publics, la réduction des déficits commerciaux et courants est un deuxième préalable. La faible compétitivité, la désindustrialisation sont des dossiers cruciaux pour de nombreux pays de la zone euro. Allemagne et Pays-Bas mis à part, presque tous les autres pays ont fait face à cette situation (voir l'amélioration de l'Irlande sur ce point), y font face (l'Espagne ou la Grèce en sont les deux exemples actuels les plus significatifs) ... ou vont y faire face (la France, qui voit son déficit commercial s'accumuler depuis plus de 15 ans, risque bien de devenir emblématique). Enfin, la confiance passera par une amélioration des conditions du marché de l'emploi : cela est valable partout en Europe, où chômage (voir l'Espagne, la Grèce ...) et précarité (même en Allemagne) ne cessent de progresser.

Quels préalables à une « disparition » de la crise de la dette ?

Nous avons souligné à maintes reprises que l'objectif était de passer d'une situation de gestion de crise de la dette (qui entraîne stress, contagion, dissensions politiques ... et nécessite des mesures à chaud) à une situation de gestion du désendettement (qui permet de mettre en place des mesures structurelles, de long terme ... et qui se décident dans l'apaisement).

Pour passer d'un état de crise à un état de gestion de dette, il y a selon nous, deux préalables indispensables :

- Le retour de la confiance
- L'éloignement du risque d'insolvabilité

“ *Deux maître-mots : crise de confiance et risque d'insolvabilité* ”

Premier préalable : le retour de la confiance

Il faut rappeler que la notion de dette souveraine euro a perdu de sa substance. En fait, elle n'a plus lieu d'être. Le marché de la dette est considérablement fragmenté, avec d'un côté des pays du noyau dur bénéficiant de taux anormalement bas, avec un rendement faible, un couple rendement – risque sans attrait et un risque totalement asymétrique, et de l'autre côté des pays périphériques avec également un risque élevé (risque de défaut), des spreads élevés mais qui représentent le niveau de risque. Ajoutons à cela que le faible niveau des taux permet à certains pays de financer « trop » facilement leur dette et n'incite pas à mener rapidement des réformes structurelles pourtant nécessaires. Par ailleurs, plus du tiers de la dette euro n'est plus accessible aux investisseurs étrangers (Espagne et Italie notamment financent leur dette grâce à la présence des investisseurs domestiques ... tandis que d'autres marchés sont quasiment fermés, avec des volumes quotidiens ridiculement faibles). Il faut dire que dans ces pays, le cercle vicieux récession – déficit public – austérité – récession n'a rien de rassurant, en dépit de spreads de crédit élevés.

Le retour de la confiance est en réalité la seule option pour pouvoir mettre en place dans le temps des réformes structurelles parfois lourdes et le plus souvent inévitables, mais aussi la seule façon d'atténuer l'impatience voire l'exaspération de nombreux investisseurs internationaux. Il ne faut surtout pas confondre confiance et répit. La confiance est un concept de long terme, le répit est une notion de court terme. Malheureusement, la quasi-totalité des actions menées jusqu'à présent par les gouvernements, les sommets européens, les banques centrales ... ont représenté des répits, et dans de nombreux cas ont fourni des occasions de prendre des profits ou de sortir du marché de la dette européenne à un meilleur prix. Les actions des gouvernements devraient représenter des « portes d'entrée » au marché européen, pas des « portes de sortie ». Tant que ce n'est pas le cas, on restera dans des situations de rally dans des marchés baissiers.

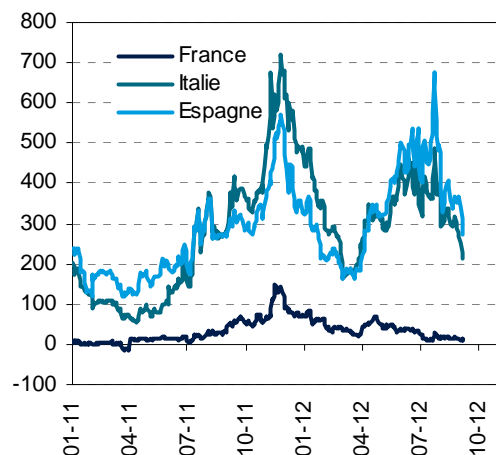
La confiance passe également par la conviction d'un engagement fort des pays européens. Nombreux sont les cas de discorde entre pays, et à l'intérieur même de certains pays. Parler d'une seule voix reste primordial.

Second préalable : l'éloignement du risque d'insolvabilité

Il y a trois principales raisons au désengagement de nombreux investisseurs, notamment non européens (ce qui implique des taux plus élevés, des spreads plus élevés, des primes de risque plus grandes ...).

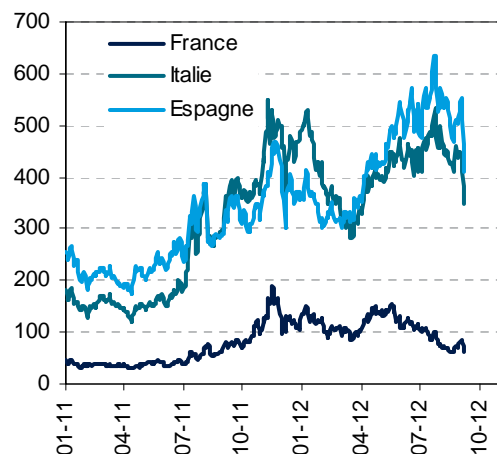
La *troupe faible capacité à maîtriser la contagion* pendant de nombreux trimestres : trois ans après le début de la crise de la dette, les solutions ne sont pas encore totalement connues et le dispositif anti-crise et anti-contagion n'est toujours pas complété. Dans ces conditions, les *craintes d'insolvabilité* ont gagné du terrain.

Spread 2 ans vs. Allemagne : France, Italie et Espagne



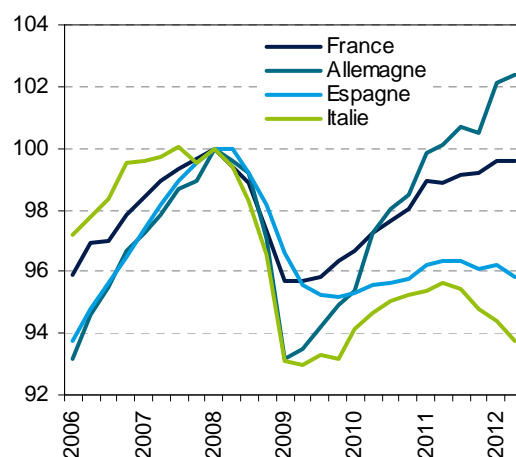
Source : Bloomberg, Stratégie Amundi

Spread 10 ans vs. Allemagne : France, Italie et Espagne



Source : Bloomberg, Stratégie Amundi

PIB en volume (base 100 au T1 2008)



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Les pays périphériques en crise n'ont toujours pas convaincu qu'il leur était possible de réduire les risques de défaut sauf à disposer d'une aide de la part des pays partenaires ... qui n'arrivent pas à convaincre qu'ils vont parvenir à mettre en place un dispositif commun (fédéraliste, mutualisé ... voir notre édition Cross Asset de juillet – août).

Et ce n'est évidemment pas le repli des conditions économiques en zone euro qui ajoute de la crédibilité en ces capacités. L'un des éléments clef des semaines à venir repose sur la mise en place du dispositif combinant Fonds Européen de Stabilité Financière (FESF), Mécanisme Européen de Stabilité (MES) et Banque Centrale Européenne (BCE). Les questions sont simples, mais parfois sans réponse : quel sera le rôle respectif de ces institutions ? Quelles seront les actions de taille limitée et de taille illimitée ? Quelle sera la taille totale du dispositif de soutien ? Ce soutien sera-t-il durable ? Y a-t-il des dates butoirs pour certaines composantes du dispositif ? Quand sera effectivement mise en place l'Union Bancaire Européenne ?

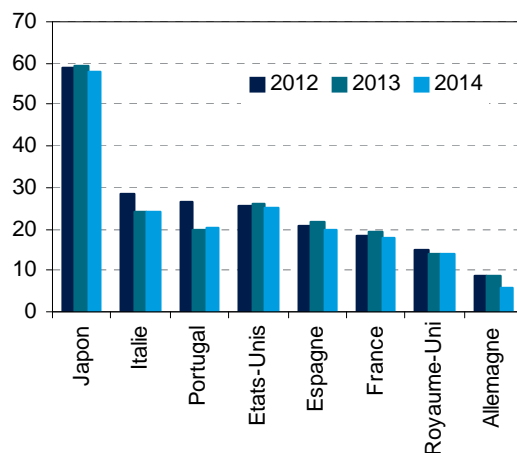
Au total, au regard des conditions actuelles et des incertitudes encore grandes, il faut évidemment se réjouir de l'atténuation de la situation de crise et de la remontée des marchés d'actions et de crédit. La déconnexion récession – stress financier donne une idée claire de l'impact des propos du gouverneur de la BCE. Mario Draghi a de façon évidente la capacité à calmer la crise et influencer les gouvernements.

En fait, force est de reconnaître que la BCE a su regagner la crédibilité qui était la sienne il y a quelques années et, plus encore, que la BCE est finalement la seule institution européenne réellement crédible. Il est heureux de constater que les divergences de vue à l'intérieur de cette institution (voir encore tout récemment la position isolée de la Bundesbank sur les achats de titres) n'ont pas entamé sa crédibilité. Par le LTRO, elle avait pu atténuer les risques d'illiquidité des banques, et par le « Outright Monetary Transactions » (le nouveau programme d'achats conditionnels de papiers souverains courts), elle parviendra à atténuer les risques d'illiquidité des Etats de la zone euro.

Est-ce suffisant pour renverser la tendance et éloigner durablement les risques ? On peut en douter. Le risque majeur, c'est bien de voir les conditions économiques se dégrader davantage, un risque qui viendrait rappeler la fragilité de la zone euro.

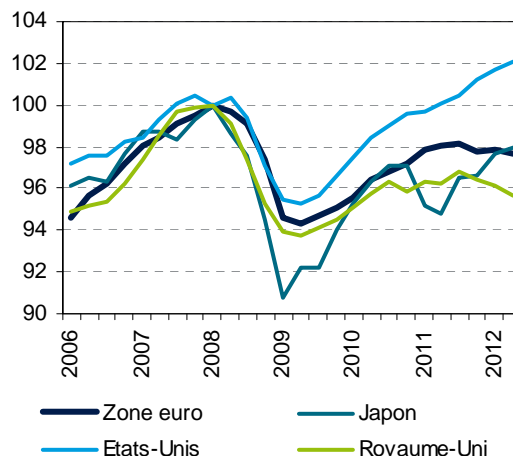
« Il faut se réjouir du répit actuel, même si ce n'est, peut-être, qu'un répit »

Besoin de financement total (en % du PIB)



Source : Fiscal Monitor 2012, Stratégie Amundi

PIB en volume (base 100 au T1 2008)



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Encadré 1 : Les échéances importantes à venir pour la zone euro

Le 12 septembre auront lieu les élections générales aux Pays-Bas. Le Premier ministre avait présenté en avril dernier la démission de son gouvernement après l'échec de près de deux mois de négociations sur la réduction du déficit public afin de le ramener en-deçà de la barre des 3%. Son allié au parlement, le parti d'extrême droite, avait refusé d'approuver le plan d'économies budgétaires. Ce parti avait même décidé de rompre l'accord de soutien qui liait son parti au gouvernement depuis octobre 2010.

Le 12 septembre également, la cour constitutionnelle allemande décidera de la légalité – ou non – du Fonds Européen de Stabilité Financière / Mécanisme Européen de Stabilité (FESF / MES). Les marchés craignent bien évidemment un rejet de la part de la Cour. Cela nous semble très improbable. Wolfgang Schäuble, le ministre fédéral des Finances, est venu récemment rappeler « qu'un arrêt temporaire du mécanisme d'aide peut conduire à de graves problèmes économiques pour l'Allemagne dont les impacts seraient très difficiles à estimer. Les doutes sur le vote pourraient renforcer les symptômes de la crise, renforcer la spéculation sur une éventuelle sortie d'un Etat de la zone euro, et conduire finalement, à une hausse des taux de refinancement ». Berlin veut presser le pas afin que le MES soit opérationnel le plus rapidement possible, mais Jens Weidmann, le président de la Bundesbank a de son côté estimé que cette interprétation était peu convaincante. Selon lui, « les marchés ont déjà pris en compte une mise en place tardive du MES ». Voilà encore un bon exemple de divergences de vue. Angela Merkel a pour sa part recommandé un peu plus de retenue dans les déclarations afin d'éviter d'afficher trop de contradictions.

Les 14 et 15 septembre se réunira l'Eurogroupe (réunion mensuelle des ministres des Finances des Etats membres de la zone euro). A noter que l'Allemagne et la France ont annoncé qu'ils créaient un groupe de travail chargé d'établir des propositions communes sur des sujets comme l'union budgétaire ou l'union bancaire. Ce groupe de travail va également présenter des propositions lors de réunions de l'Eurogroupe visant à soutenir la croissance des 17 pays membres de la zone euro. Nul doute que le sommet des 14 et 15 septembre fixera les lignes directrices de ce groupe de travail.

2 La BCE peut-elle devenir anglo-saxonne ?

Lors des conférences de presse du 2 août et du 6 septembre, la BCE, par la voix de son président Mario Draghi, a opéré une véritable rupture en termes de communication (cf. encadré 2). L'impact de marché a été de très grande ampleur, avec une baisse spectaculaire des taux obligataires à court terme dans les pays périphériques. Les taux d'intérêt à long terme ont également reflué mais dans une moindre mesure (cf. tableau ci-contre). La baisse des rendements obligataires traduit une baisse de la « prime de risque politique » pour les pays du Sud de l'Europe. En définitive, tout se passe comme si le risque systémique pour ces pays avait disparu durant l'été. Les CDS souverains ont en effet diminué, entraînant dans leur sillage un rebond des bourses qui avaient subi une très forte décote, au plus fort de la défiance sur les dettes publiques (à la fin du mois de juillet). Ces évolutions sont d'autant plus frappantes que les fondamentaux de l'Espagne continuent de se détériorer (cf. article 4, « *Le modèle espagnol en question* ») et que la BCE n'est pas intervenue sur les marchés durant l'été. Ceci illustre, une nouvelle fois, le pouvoir des « interventions verbales » des banquiers centraux. Nous revenons ici sur le nouveau mode opératoire de la BCE, ses objectifs, les conditions de son intervention et les outils de politique monétaire non conventionnels qui restent à sa disposition.

La BCE garantit l'absence de crise de liquidité à condition...

En annonçant en décembre 2011 deux opérations exceptionnelles de refinancement à long terme (LTRO à 3 ans), la BCE avait en définitive annulé le risque de faillite bancaire, du moins pendant plusieurs mois. En communiquant début août sur des achats de titres de dette souveraine à court terme, la BCE promettait déjà en quelque sorte un LTRO pour les Etats en difficulté. En effet, la BCE annule ainsi le risque, tout aussi systémique, de crise de liquidité pour les Etats. A des conditions qui restent à définir, un Etat de la zone euro pourra en effet toujours se refinancer à court terme.

Les investisseurs présents sur le marché primaire savent en effet qu'ils pourront très rapidement se délester des titres achetés auprès de la BCE. En revanche, les problèmes liés à la solvabilité – que les conditions d'emprunts à long terme cristallisent – resteront, quant à eux, déterminés par le rythme des réformes des Etats.

“ La BCE procède en quelque sorte à un LTRO pour les Etats en difficulté ”

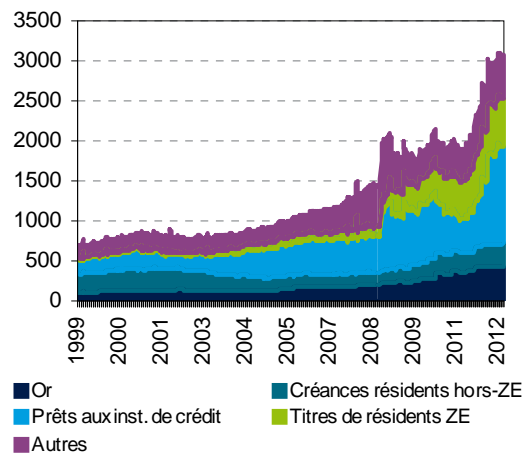
Quelles sont les conditions imposées par la BCE ?

La BCE n'interviendra que si le FESF intervient au préalable. Rappelons qu'un gouvernement qui souhaite bénéficier des achats du FESF doit en faire la demande auprès des autorités européennes. Pour ce faire, il doit prendre des engagements. Ces derniers sont négociés avec la troïka (BCE, FMI et Commission européenne) dans le cadre d'un programme d'ajustement et consignés dans une lettre d'intention (MoU). Une procédure plus légère est également prévue (« programme de précaution », cf. encadré 2). Mais dans les deux cas de figure, la BCE subordonne son intervention à des conditions strictes et suspensives, qui constituent une forme de transfert de souveraineté budgétaire. Au vu de la multiplication des rencontres au sommet entre dirigeants européens en août et au début du mois de septembre, les négociations semblent en cours. Mais si l'on en croit les déclarations de plusieurs officiels, le gouvernement espagnol ne ferait aucune demande formelle avant l'Eurogroupe du 14 septembre. Une fois la demande réalisée, les achats d'obligations par le FESF doivent ensuite être approuvés à l'unanimité. Ce peut-être un facteur de blocage ; on sait en effet que certains pays de la zone euro (la Finlande notamment) ne sont pas favorables à des interventions du FESF. Par ailleurs, selon les résultats, les élections aux Pays-Bas peuvent aussi bloquer le processus de décision du FESF. Notons que même en supposant l'unanimité, ses premières interventions sur le marché ne verront pas le jour avant, au mieux, le mois d'octobre.

L'Espagne et l'Italie : un recours inévitable aux interventions du FESF

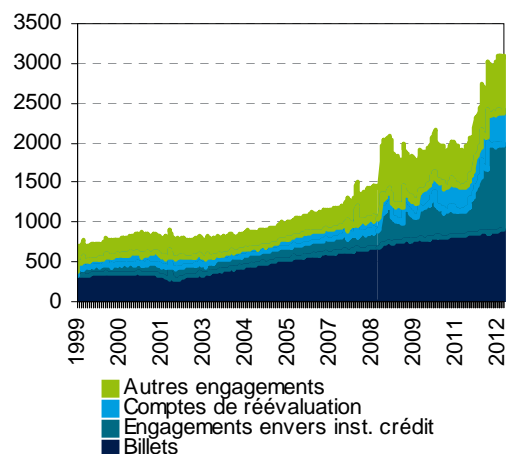
Pour l'heure aucun pays n'a fait de demande officielle. Le peu d'empressement à déclencher les achats du FESF s'explique par un calendrier d'émissions assez léger des deux pays au cours des dernières semaines. Mais ce n'est pas durable et même si les récentes émissions se sont convenablement déroulées, il ne faut pas occulter la toile de fond. La détente observée sur les marchés de taux depuis la fin juillet repose sur l'anticipation d'achats d'obligations souveraines par le couple FESF-BCE.

Actif de la BCE (en Mds €)



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Passif de la BCE (en Mds €)



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Or le repli des taux observé depuis la fin du mois de juillet s'est effectué dans de très faibles volumes. En outre, les investisseurs étrangers ont nettement allégé la part de titres espagnols et italiens dans leurs portefeuilles depuis le début de la crise de l'euro.

Dans ces conditions, ni l'Espagne, ni l'Italie n'auront vraiment le choix : il leur faudra s'assurer du soutien du FESF/MES et de la BCE. Ce sera pour eux la seule façon de se prémunir contre une remontée brutale de la prime de risque. L'Italie et l'Espagne ont plus de 600 Mds € de besoins de refinancement en 2013. Sans « investisseurs en dernier ressort », il est peu probable que ces pays retrouvent un accès durable au marché des capitaux à des conditions soutenables.

Un changement de mode opératoire : une conditionnalité stricte...

La BCE a pris conscience que son programme d'achats de dettes souveraines (SMP) – mis en place en urgence au printemps 2010 – ne remplissait pas les objectifs qui lui étaient assignés. Depuis lors, la BCE a accumulé plus de 220 Mds € de titres souverains, et ce au final sans impact notable sur les taux obligataires. L'absence d'objectifs clairement identifiés et le caractère temporaire du programme lui ont été reproché. Le fait de conditionner désormais ses interventions à des achats des fonds de secours, permet à la BCE d'éviter de mauvaises surprises. Rappelons qu'en août 2011, peu après la reprise des achats de dettes via le SMP, le gouvernement de Silvio Berlusconi avait stoppé net son programme de réformes. Dans le cadre de l'OMT, une telle volte-face d'un gouvernement conduirait la BCE à suspendre immédiatement ses interventions.

...et une transparence garantie

L'opacité, et le caractère limité du programme SMP expliquent également son échec. Dans le cadre du SMP, la BCE n'a jamais communiqué le montant de ses interventions à l'avance. Le manque de transparence en la matière lui a même été reproché, notamment parce qu'il tranche avec la façon de faire des Anglo-Saxons (Fed et BoE) qui pré-annoncent (avec succès) le montant total des titres qu'ils vont acquérir.

Dans le cadre de l'OMT (cf. encadré 2), la transparence sera totale sur les dettes achetées (montants, pays concerné, durée). Les achats ne seront pas limités ex ante. La BCE interviendra autant que nécessaire pour remplir ses objectifs, ce qui ouvre la porte à des interventions de grande ampleur si les conditions de financement des Etats se détériorent. Ses marges de manœuvre sont en

« Pas de montant préétabli : la BCE interviendra autant que nécessaire pour atteindre ses objectifs »

effet intactes. Si la BCE se décidait à détenir à son bilan autant de titres publics que la Fed ou la BoE, cela conduirait à des achats d'un montant de 1400 Mds € (15% du PIB de la zone euro).

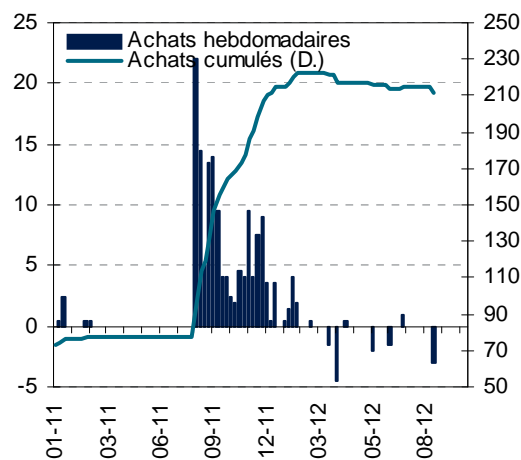
Pas de QE : les interventions demeureront stérilisées

Dans le cadre du SMP, la BCE a toujours stérilisé ses achats de titres de dettes. Mais le 2 août, Mario Draghi déclarait que cette question était débattue. Le Président de la BCE a en définitive tranché le 6 septembre : dans le cadre de l'OMT, les achats de titres continueront d'être stérilisés. Il ne s'agit donc pas, stricto sensu, d'un assouplissement quantitatif (QE) du type de ceux réalisés par la Fed ou la BoE. La stérilisation vise avant tout à rassurer les tenants de l'orthodoxie monétaire, en leur garantissant l'absence de financement des déficits par la planche à billets. Il s'agit de restaurer les canaux de transmission de la politique monétaire, pas de financer les Etats. Le fait de n'intervenir que sur les maturités courtes va également en ce sens. Toutefois, en pratique, cette disposition est surtout symbolique. Car avec près de 800 Mds € aujourd'hui parqués dans les coffres de la BCE, les banques seront incitées à aller y déposer – contre rémunération – la liquidité créée par ses achats de titres. C'est d'autant plus vrai que le canal du crédit demeure grippé dans la plupart des pays de la zone euro (le crédit au secteur privé se contracte dans les pays du sud de l'Europe).

La Bundesbank est isolée

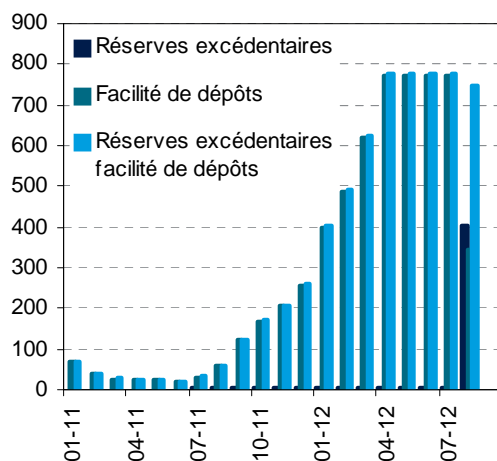
Jusqu'à une période récente, la BCE procédait par consensus. Contrairement aux autres grandes banques centrales (Fed, BoE), la BCE ne mettait pas au vote ses décisions, du moins pas officiellement. D'un commun accord, les membres du comité de politique monétaire préféraient ne pas faire étalage de leurs dissensions, afin de ne pas exacerber les tensions nationales. C'est pourquoi il n'existe aucun compte rendu officiel des comités

BCE : achats d'obligations souveraines (SMP, en Mds €)



Source : Datastream, Stratégie Amundi

BCE : réserves excédentaires et facilité de dépôts



Source : Datastream, Stratégie Amundi

de politique monétaire de la BCE. Dans la mesure où la BCE se concentrait sur un objectif unique – la stabilité des prix dans l'ensemble de la zone – il fallait alors gommer les tropismes nationaux susceptibles d'influencer les avis des représentants de chaque pays. Mais depuis la crise des dettes souveraines, la donne a changé.

La Bundesbank a réaffirmé à plusieurs reprises son opposition à toute forme d'achats d'actifs. Toutefois on sait depuis le dernier comité de politique monétaire que la banque centrale allemande est minoritaire et ne peut pas, à elle seule, bloquer les décisions de la BCE. Par ailleurs, Angela Merkel soutient, quant à elle, l'approche retenue par Mario Draghi.

“ On sait désormais que la Buba est minoritaire et ne peut bloquer les décisions de la BCE ”

C'est important car cela signifie que la chancelière allemande ne s'opposerait pas à des interventions du FESF, qui rappelons-le, conditionnent d'éventuels achats de la BCE.

Quels sont les objectifs de la BCE ?

Officiellement, il s'agit de rétablir le bon fonctionnement des canaux de transmission de la politique monétaire et de lutter contre la spéculation liée à des anticipations d'éclatement de l'euro. Il s'agit aussi d'éviter à tout prix une crise de liquidité pour les Etats. C'est pourquoi, les interventions de la BCE se feront uniquement sur les maturités courtes (1 à 3 ans). C'est en effet sur ces dernières que l'on peut le mieux juger des distorsions liées à des anticipations d'éclatement de l'euro.

La BCE devra toutefois surveiller que les Etats sous programme ne seront pas tentés de raccourcir la maturité de leur dette en se refinançant essentiellement à court terme. Ce n'est en effet pas l'objectif recherché. Mario Draghi a clairement laissé entendre que la BCE sera vigilante sur ce point. C'est sans doute la raison pour laquelle les titres éligibles à l'OMT sont ceux dont la maturité résiduelle est comprise entre 1 et 3 ans. Dit autrement, les investisseurs qui achèteront les émissions d'emprunts d'Etat de maturité supérieure savent qu'ils pourront s'en délester auprès de la BCE, dès que leur maturité résiduelle tombera en deçà de 3 ans.

Il s'agit là d'une façon d'encourager les investisseurs privés à revenir sur les dettes des Etats périphériques sur des maturités plus longues. Implicitement la BCE cherche donc à « entraîner le reste de la courbe ». Sa stratégie a plutôt bien fonctionné depuis la fin du mois de juillet. Mais le pari n'est pas encore gagné. Le repli des rendements obligataires à long terme s'est effectué dans de faibles volumes.

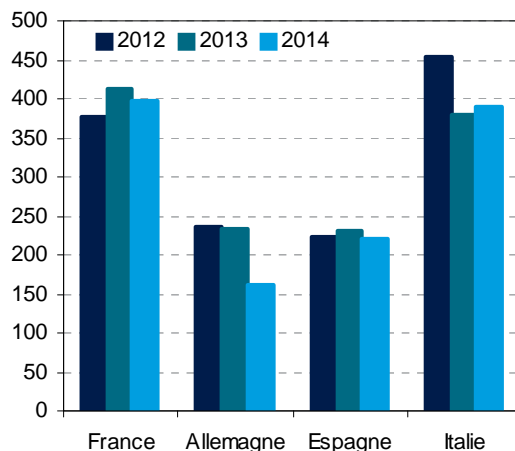
Solvabilité des Etats à long terme : rien n'est encore réglé

Les taux d'intérêt à long terme sont encore beaucoup trop élevés (très supérieurs à la croissance du PIB nominal dans les pays du Sud de l'Europe). Le pari du retour de l'appétit des investisseurs privés (notamment des non résidents) pour les dettes des pays du Sud n'est pas gagné. C'est pour mettre toutes les chances de son côté que la BCE renonce à son statut de créancier senior (cf. encadré 2). Car les non résidents se sont délestés des emprunts des Etats périphériques et il n'est pas sûr qu'ils veuillent se réexposer au risque souverain de ces pays. Pour l'Espagne, en particulier, le plus dur de l'ajustement macroéconomique reste à venir. La dette espagnole menace de devenir insoutenable. Or la force de frappe du FESF est limitée (255 Mds €). Quant à celle du MES, elle sera au total de 500 Mds €. La taille des pare-feux semble suffisante pour 2013 et 2014, mais guère plus. Il faut donc que d'ici là que les réformes engagées commencent à porter leurs fruits. Il n'est pas dit que les investisseurs privés fassent ce pari.

La BCE respecte-t-elle son mandat ?

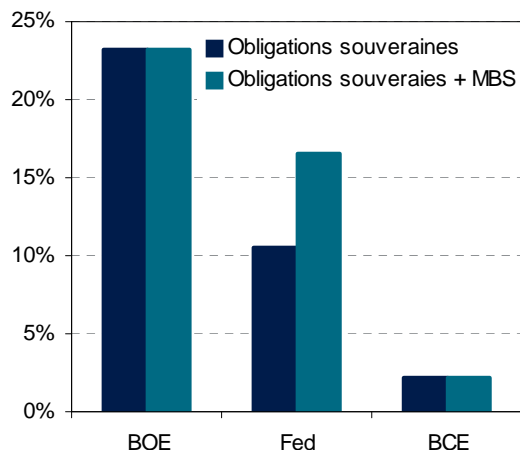
Les autorités allemandes considéraient déjà que la BCE outrepassait son mandat dans le cadre du SMP. Leur analyse ne change pas dans celui de l'OMT. Au titre de l'article 123 du traité de Lisbonne, l'option du financement monétaire des Etats est interdite. La BCE contourne cette contrainte juridique en précisant qu'elle n'intervient que sur les marchés secondaires. Mais dans la pratique, intervenir sur les marchés primaires ou secondaires est indifférent. Car les investisseurs privés savent qu'ils peuvent se délester des titres qu'ils acquièrent sur le marché primaire auprès de la BCE. En raison des recompositions de portefeuilles induites, les achats effectués sur le marché secondaire par la BCE incitent les acteurs privés à acquérir des titres sur le marché primaire. Même réalisés de façon exceptionnelle, les achats de la BCE reviennent bien, d'une certaine façon, à financer les Etats. La position allemande est compréhensible : dès que la banque centrale achète des titres sur le marché, l'esprit du traité est dévoyé.

Besoins de financement totaux (en Mds €)



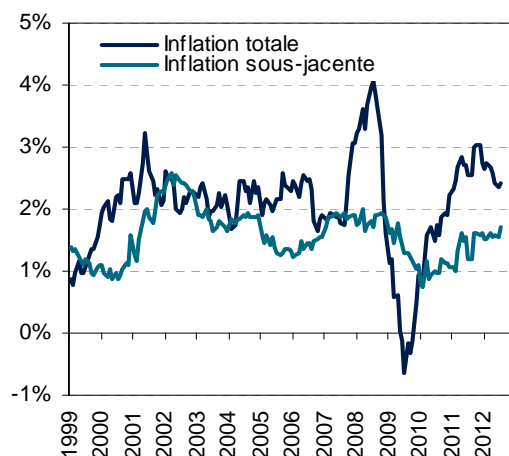
Source : FMI, Stratégie Amundi

Achats d'obligations par les banques centrales (% du PIB)



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Zone euro : inflation totale vs. inflation sous-jacente (% sur un an)



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Ceci dit les membres de la BCE communiquent désormais sur la nécessité d'intervenir (1) pour préserver l'euro (et donc implicitement la stabilité financière de la zone) et (2) pour rétablir le bon fonctionnement des canaux de transmission de la politique monétaire. En insistant sur le fait que les risques sur la croissance et sur l'inflation sont baissiers, Mario Draghi n'évoque rien d'autre que le risque de déflation.

En effet, la zone euro est en récession et l'inflation sous-jacente sous contrôle. L'économie allemande – unique moteur de la zone euro – commence à battre de l'aile (nous anticipons une croissance nulle au T3 2012). Et le durcissement des conditions de crédit dans les pays du Sud laisse penser que la situation peut encore se détériorer.

Ce n'est ni plus, ni moins, qu'une situation de déflation à la japonaise qui menace la zone euro. Or le levier budgétaire n'est plus disponible pour stabiliser l'activité et l'action de la banque centrale est inopérante. Dans ces conditions, la BCE est fondée à étudier des mesures non conventionnelles. Ces dernières sont, d'une certaine façon, conformes à son mandat.

« Ce n'est ni plus, ni moins, qu'une situation de déflation à la japonaise qui menace la zone euro »

La banque centrale doit tout faire pour éviter la déflation (du fait de son objectif de stabilité des prix) et maintenir la stabilité financière. Le fait que ses grandes sœurs – la BoJ, la Fed et la BoE – soient déjà allées très loin en la matière constitue un argument supplémentaire. Les outils non conventionnels commencent, d'une certaine façon paradoxalement, à devenir très conventionnels !

Règles sur les collatéraux assouplies : une bonne nouvelle pour l'Espagne et l'Italie

L'assouplissement des règles d'éligibilité pour les opérations de refinancement auprès de la BCE (cf. encadré 2) est une très bonne nouvelle qui permet de briser le cercle vicieux entre dégradation des dettes souveraines et affaiblissement des banques.

On savait les banques espagnoles à court de titres de qualité suffisante pour pouvoir continuer de se refinancer. A l'avenir, même si la note de l'Espagne est dégradée, les banques espagnoles – qui se sont gorgées de titres d'Etat au cours des 12 derniers mois – pourront continuer de les mettre en gage à la BCE pour se refinancer. En outre, les banques pourraient acquérir les émissions de dettes des régions en difficulté. Car ces titres, garantis par l'Etat, seront aussi éligibles aux opérations de refinancement. La possibilité de mettre en collatéral des titres émis en yen, dollar ou livres est destinée à soulager les banques italiennes, qui détiennent de nombreux titres de ce type.

Ces nouveaux éléments devraient convaincre l'Espagne – et peut-être même l'Italie – de demander une intervention au FESF. La possibilité d'un « programme de précaution » permettrait aux gouvernements d'éviter la stigmatisation liée à la mise en place d'un programme d'ajustement en bonne et due forme. Ceci dit, il convient d'avoir à l'esprit que les conditions imposées par la BCE ne seront pas nécessairement plus légères.

Quelles sont les autres mesures non conventionnelles qui pourraient voir le jour ?

En changeant de cadre opérationnel, Mario Draghi a d'une certaine façon fait le plus difficile. En cas de nécessité, la BCE pourrait encore aller plus loin. De nombreuses autres opérations non conventionnelles peuvent être envisagées. On retiendra en particulier :

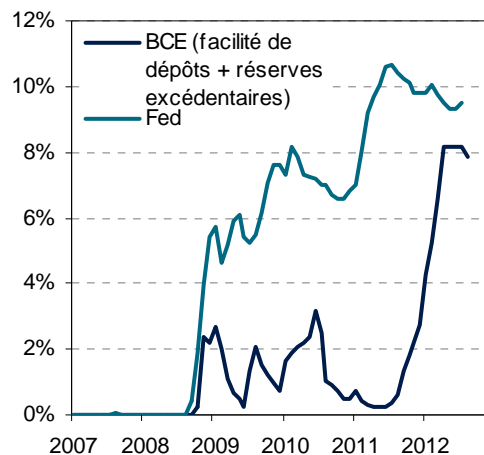
(1) De nouvelles opérations de refinancement à long terme. Les banques espagnoles sont de plus en plus dépendantes du financement de la BCE. Les injections de liquidités au titre des LTRO n'ont pas suffi, comme l'atteste la montée des principales opérations de refinancement (MRO).

(2) L'octroi d'une licence bancaire au MES. Avec le projet d'union bancaire en discussion, cette option serait probablement de l'unique responsabilité de la BCE. Ce qui signifie que l'Allemagne ne pourrait pas s'opposer. Cela démultiplierait la capacité d'intervention du MES, rendant encore plus fort et plus crédible le couple BCE/MES.

(3) La mise en place d'un programme d'achats de titres qui faciliterait le financement des entreprises. Acquérir des obligations d'entreprises reste une option possible, bien que peu probable à ce stade. La BCE cherchera à mettre en œuvre toutes les opérations visant à assouplir les conditions de crédit pour les ménages et les entreprises.

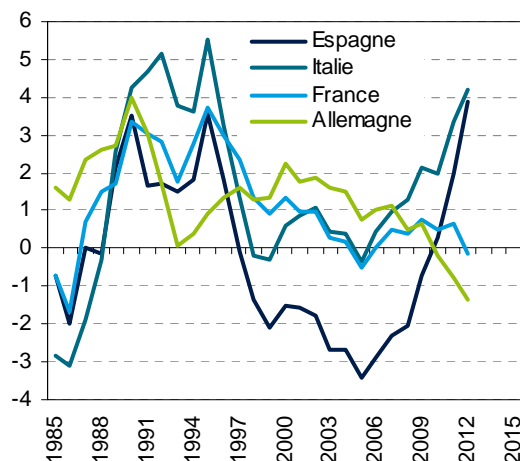
En attendant, le vote de la Cour constitutionnelle allemande (12 septembre) va être crucial pour la suite de son action. Dans tous les cas de figure, Mario Draghi doit maintenant convaincre qu'il était crédible lorsqu'il déclarait le 26 juillet dernier : « and believe me it will be enough ». Une chose est sûre : il parle mieux l'anglais que l'allemand !

Fed vs BCE : réserves excédentaires (% du PIB)



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Ecart entre le taux de obligations 10 ans et la croissance du PIB nominal



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Zone euro : évolution du crédit au secteur

Evolutions du crédit bancaire au secteur privé

% sur un an	Entreprises non financières		Ménages	
	Juil. 11	Juil. 12	Juil. 11	Juil. 12
Allemagne	0.3%	2.7%	0.5%	1.4%
France	4.7%	0.4%	7.6%	2.9%
Italie	5.1%	-1.6%	5.8%	-0.1%
Espagne	-4.5%	-6.5%	-1.8%	-3.1%
Portugal	-1.1%	-8.0%	0.6%	-3.4%

Source : BCE, Datastream, Stratégie Amundi

Encadré 2 : les principales annonces de la BCE (6 septembre)

La BCE maintient ses taux directeurs inchangés (taux refi à 0,75%). Durant sa conférence de presse, Mario Draghi, Président de la BCE, a apporté les précisions tant attendues sur les modalités du nouveau programme d'achats de dettes publiques. Les points-clés à retenir sont les suivants :

- **La BCE met en place un nouveau programme d'achat d'actifs « Outright Monetary Transactions (OMT) ».** Le programme précédent d'achat de titres (SMP) est quant à lui interrompu. Les titres acquis préalablement dans ce cadre seront détenus jusqu'à maturité.

- **La conditionnalité des achats au titre de ce nouveau programme, présentée le 2 août, est réaffirmée avec force.** Les achats sur le marché secondaire ne concerneront que les titres de dette de pays ayant préalablement demandé, et obtenu, des programmes d'aide du FESF (Fonds Européen de Stabilité Financière) ou de son successeur, le MES (Mécanisme Européen de Stabilité). Pour en bénéficier, un pays aura deux options :

- (1) **mettre en place un « programme d'ajustement macroéconomique »** (mesures d'austérité, réformes structurelles, etc.) ;

- (2) **opter pour un « programme de précaution »**, une procédure plus légère qui permet à un Etat d'avoir recours aux interventions du FESF/MES sans être contraint de mettre en place au préalable un programme d'ajustement. Dans le cadre de cette ligne de crédit – prévue dans les règles régissant les modalités d'intervention du FESF (Enhanced Conditions Credit Line ou ECCL) – les conditions d'intervention sont négociées directement avec la Commission européenne et la BCE. Cette ligne de crédit peut-être octroyée pour 1 an, et renouvelée deux fois 6 mois.

- **Les pays déjà sous programme d'ajustement pourront bénéficier du nouveau programme d'achat de la BCE**, mais seulement après être revenus sur le marchés des capitaux.

- Le FMI est invité à participer à la détermination des conditions d'interventions et aux plans d'aide. Mais cela ne constituera pas un pré-requis.

- Une fois ces conditions remplies, la BCE jugera – à l'aune de ses propres critères et objectifs – si son intervention sur les marchés secondaires est nécessaire.

- Le non respect, par un gouvernement, des conditions fixées, entraînerait l'interruption immédiate des achats de titres par la BCE.

- **La BCE abandonne son statut de créancier senior** en ce qui concerne les titres achetés dans le cadre de l'OMT (mais le conserve concernant les titres achetés dans le cadre du SMP).

- **Les achats seront potentiellement illimités.** Une transparence totale sera assurée. Chaque semaine, le montant des titres achetés sera publié. Chaque mois, la BCE publiera en outre la durée moyenne ainsi que la répartition par pays des dettes acquises. Les achats seront entièrement stérilisés, de la même façon que pour le SMP. La BCE n'interviendra que sur des titres dont la maturité va de 1 à 3 ans.

- M. Draghi estime que **la BCE reste ainsi dans le cadre de son mandat** tel qu'il est défini par le traité de Lisbonne (art. 123). Ce dernier interdit seulement le financement des dettes des Etats par l'achat de titres sur le marché primaire. La BCE n'interviendra que sur le marché secondaire.

- **Il n'y aura pas de cible explicite sur le niveau des taux d'intérêt.** La priorité de la BCE est de rétablir le bon fonctionnement des canaux de transmission de la politique monétaire et de s'assurer de l'absence de spéculation (notamment sur la disparition de l'euro). **La monnaie unique est présentée comme irréversible.** L'accent sera donc mis sur la surveillance étroite d'une batterie de variables de marché concernant notamment la liquidité (fourchettes bid/ask, volatilité, évolution des CDS, etc.)

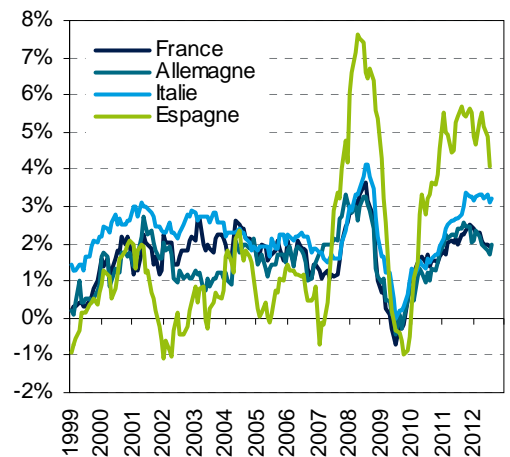
- **Les règles d'éligibilité pour les collatéraux acceptés lors des opérations de refinancement sont assouplies.** Seront éligibles aux opérations de refinancement :

- Tous les titres garantis par les Etats qui ont recours à l'OMT, quelle que soit leur note,

- Tous les titres émis en livre, dollar ou yen émis et détenus dans la zone euro (mesure qui avait été à l'œuvre entre octobre 2008 et décembre 2010).

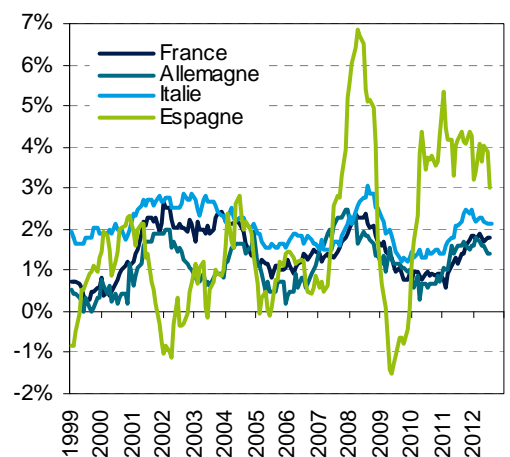
- **Les décisions ont été prises à l'unanimité, moins une voix, des 23 membres du Conseil.** Dans la foulée des annonces de la BCE, la chancelière allemande Angela Merkel a annoncé son soutien à cette politique.

Zone euro : inflation totale (% sur un an)



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Inflation sous-jacente (GA en %)



Source : Datastream, Stratégie Amundi

3 Compétitivité des pays périphériques : quels résultats et quels efforts encore à mener ?

Les pays membres de la zone euro affichent des performances économiques très hétérogènes, comme en témoignent encore les chiffres de croissance du PIB au T2 2012 (-0,7% t/t pour l'Italie, 0% t/t pour la France, +0,3% t/t pour l'Allemagne). Ces résultats sont notamment dus aux programmes d'austérité engagés et aux différences de performances à l'exportation. Or, dans une union monétaire, les taux de change ne peuvent servir de variable d'ajustement pour corriger les écarts de compétitivité. Hors réformes structurelles permettant de modifier la qualité des produits, l'effort d'ajustement ne peut transiter que par les coûts de production.

Les indices de taux de change effectif réel permettent de tenir compte de l'évolution de l'ensemble des paramètres nominaux (taux de change et prix). Ils mesurent ainsi les taux de change d'un pays vis-à-vis de ses partenaires commerciaux et concurrents, pondérés par les évolutions relatives des indices de prix. Deux types d'indices sont généralement retenus :

- Les Indices des Prix à la Consommation (IPC). Ils ont comme défaut de prendre en compte des biens et services non échangeables. Ils permettent néanmoins d'appréhender les tarifs des transactions et ainsi indirectement l'ensemble des coûts sous-jacents aux prix des produits (facteur travail, capital, matières premières, marges des entreprises).
- Les Coûts Salariaux Unitaires (CSU). Ils permettent de mesurer l'impact des évolutions de salaires et de productivité et ainsi les efforts à réaliser en la matière.

La BCE a récemment construit des indices de taux de change effectifs réels, appelés Indicateurs de Compétitivité Harmonisés (ICH), calculés vis-à-vis des autres membres de la zone euro et vis-à-vis des principaux partenaires commerciaux hors zone euro.

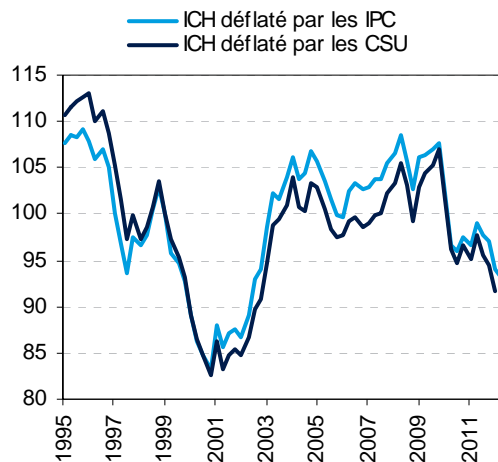
Cette approche nouvelle (auparavant étaient simplement considérés les pays hors zone euro) permet d'obtenir une vue globale de l'évolution de la compétitivité pour chaque pays de la zone euro considéré individuellement. L'analyse de la dynamique des ICH permet notamment d'appréhender l'évolution de la compétitivité des pays périphériques.

“ *L'Irlande a regagné 90% de sa perte de compétitivité* ”

En prenant comme référence le niveau moyen des indices entre 1995 et la date de création de la zone euro (retenir comme référence une moyenne sur plusieurs années, et non la date d'entrée dans l'euro, est préférable pour les comparaisons), la dégradation des ICH pondérés par les prix à la consommation a atteint au maximum 24% pour l'Irlande, 13,8% pour l'Espagne, 11,8% pour la Grèce, 10,1% pour l'Italie et 8,5% pour le Portugal. A fin juillet 2012, après les ajustements réalisés par ces pays, les pertes de compétitivité ne s'élevaient plus qu'à 5,1% pour l'Espagne, 4,6% pour la Grèce, 2,4% pour le Portugal, 2% pour l'Italie et 0,9% pour l'Irlande. En considérant maintenant les ICH pondérés par les coûts salariaux unitaires, la dégradation de la compétitivité pour les différents pays périphériques depuis la création de la zone euro ressort au maximum à 33,8% pour l'Irlande, 21,9% pour la Grèce, 18,6% pour l'Espagne, 14,5% pour l'Italie et 13,6% pour le Portugal. A fin juillet 2012, la perte de compétitivité s'élevait à 10,6% pour la Grèce, 5,9% pour l'Italie et le Portugal, 4% pour l'Irlande et est devenue nulle pour l'Espagne. Ces chiffres montrent que l'Irlande est le pays périphérique qui a fait le plus d'ajustements pour restaurer sa compétitivité. En considérant un euro fixe par rapport à son niveau de fin juillet, on pourrait dire que l'Irlande a réalisé environ 90% de l'ajustement nécessaire en termes de prix ou de salaires pour retrouver son niveau de compétitivité pré-zone euro. En formulant la même hypothèse sur l'évolution de l'euro, il apparaît en revanche que la Grèce doit redoubler d'efforts en termes de dynamique relative de ses coûts salariaux unitaires.

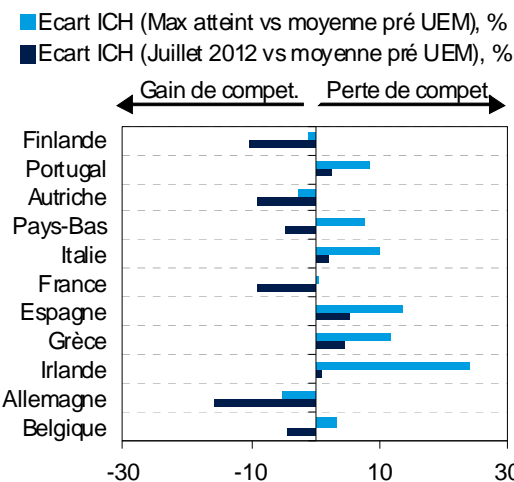
Les résultats des pays périphériques sont donc très disparates. En outre, si tous ont amélioré leur compétitivité récemment, ils doivent poursuivre leurs efforts en termes d'ajustement de leurs prix et de leurs coûts salariaux unitaires relatifs (sauf l'Espagne pour les coûts salariaux unitaires). Cela veut dire encore davantage de pressions déflationnistes pour ces pays.

Zone euro : indicateurs de compétitivité harmonisés (ICH)



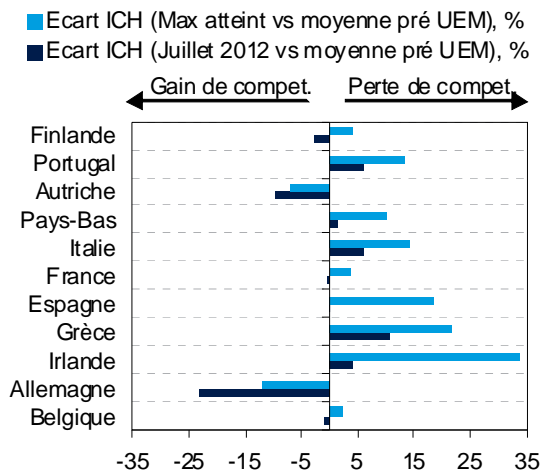
Source : BCE, Stratégie Amundi

Indicateurs de compétitivité harmonisés, déflatés par les prix à la consommation



Source : BCE, Stratégie Amundi

Indicateurs de compétitivité harmonisés, déflatés par les coûts salariaux unitaires



Source : BCE, Stratégie Amundi

4 Le modèle espagnol en question

Alors même que la troïka s'apprête à donner davantage de temps au gouvernement grec pour remplir ses engagements, la détérioration de la situation macrofinancière en Espagne menace de revenir à tout moment sur le devant de la scène. Il y a au moins quatre raisons à cela : la récession s'aggrave, le secteur privé doit continuer de se désendetter, les finances régionales se dégradent rapidement tout comme les bilans bancaires. La possibilité d'une recapitalisation accélérée des banques ne suffira pas à changer la donne. C'est la soutenabilité du « modèle espagnol » qui est aujourd'hui en question :

- Les dangers liés à l'accumulation de dettes privées au cours des années 2000 ont été trop longtemps ignorés. Le niveau de dette totale (entreprises, ménages et Etat) est le plus élevé de la zone euro après celui de l'Irlande et du Portugal (les 3 pays sont très proches). Le « deleveraging » des entreprises et des ménages va peser sur la croissance.
- L'envolée des taux d'intérêt a déjà contraint le gouvernement à annoncer une politique d'austérité budgétaire et des réformes structurelles. Elles pourront accroître le potentiel de croissance à moyen et long terme, mais leurs effets sont pour l'heure récessifs.
- Les banques ploient sous le poids des mauvaises dettes qui s'accumulent dans leurs bilans et ne peuvent plus remplir leur rôle traditionnel dans la distribution de crédit.
- Enfin, l'amélioration de la compétitivité-coût qui est à l'origine des bonnes performances à l'exportation a pour corollaire une baisse des salaires réels des ménages. Ce qui est gagné en performances à l'exportation est donc perdu en demande intérieure.

Dans ces conditions, il sera difficile pour l'économie espagnole de retrouver un sentier de croissance soutenable. Et le risque est de voir l'économie sombrer dans une dépression économique, rendant en définitive le pays insolvable. Compte tenu du poids économique de l'Espagne dans la zone euro – avec un PIB nominal de 1070 Mds €, l'économie représente près de 11% du PIB de l'UEM – une aggravation de la crise en Espagne ne manquerait pas d'ébranler l'édifice européen, déjà très fragilisé par plusieurs années de crise. Seule une intervention massive et conjointe du fonds de FESF et de la BCE serait alors capable d'endiguer la contagion financière. Nous revenons ici à grands traits sur les principales caractéristiques macrofinancières de l'Espagne.

Conjoncture économique : la récession sera plus sévère au S2 et en 2013

La reprise avait été particulièrement molle après la grande récession de 2008-2009. Comme dans la plupart des pays de la zone euro, le PIB espagnol n'a pas retrouvé son niveau d'avant crise, et ce en raison de l'effondrement de l'activité dans le secteur de la construction. L'Espagne est de nouveau en récession et les indicateurs avancés montrent que cette dernière est en train de s'intensifier au 2nd semestre 2012. Par ailleurs, le pays connaît des flux migratoires sortants pour la première fois depuis le début des années 1990, ce qui illustre bien la perte de confiance de la population. L'investissement des entreprises a résisté de façon surprenante sur la période récente (davantage qu'en Italie et même qu'en Allemagne). Cette situation ne nous semble pas durable.

C'est la raison pour laquelle nous avons révisé notre prévision de croissance pour l'année 2013 de -1,0% à -1,8%, soit un niveau très inférieur aux anticipations du consensus. Nous revenons ci-dessous sur les principaux points faibles et défis de l'économie espagnole.

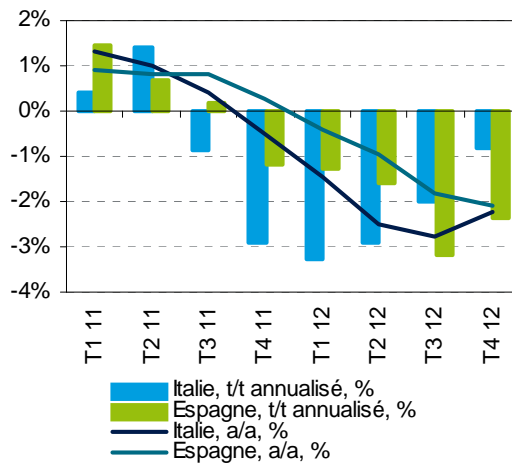
« Des flux migratoires sortants pour la 1^{ère} fois depuis le début des années 1990 »

Marché du travail : le chômage va continuer de monter

Le taux de chômage est à son plus haut niveau depuis que les statistiques sont compilées (1983) et n'a pas fini de grimper. Le parallélisme des courbes de chômage en Espagne et en Grèce est particulièrement frappant (cf. graphique). Les récentes prévisions du FMI (juillet 2012) tablent sur une stabilisation du taux de chômage qui nous semble peu probable compte tenu de l'aggravation de la récession. Dans les années 2000, le chômage était tombé à 8% grâce aux créations d'emplois dans le secteur de la construction. Avec l'éclatement de la bulle immobilière, l'Espagne ne peut plus guère tabler sur ce secteur pour créer des emplois. Le défi consiste désormais à en créer dans le secteur exportateur. Dans le meilleur des cas, cela va prendre du temps.

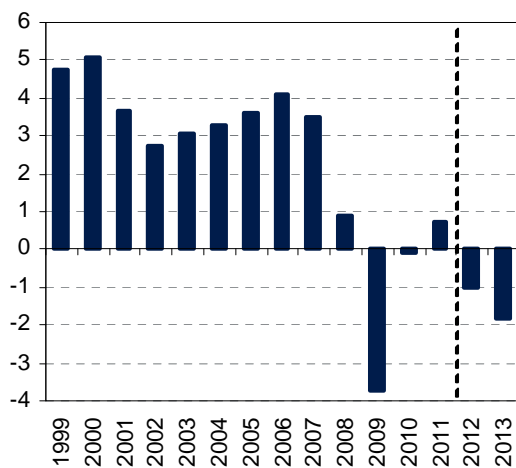
La dégradation du marché du travail a eu pour conséquence un très net ralentissement de la progression des salaires, qui est désormais très nettement inférieure à celle de l'inflation. Les pertes de pouvoir d'achat vont donc durablement peser sur la demande intérieure.

Espagne et Italie : profils de croissance



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Espagne : croissance du PIB (%)



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Espagne : taux de chômage (%)



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Les politiques d'austérité n'arrangent rien. A cela s'ajoute la montée des inégalités et de la pauvreté, notamment chez les jeunes dont le taux de chômage dépasse 50%. Le marché du travail est de plus en plus dual, avec des écarts de revenus qui se creusent entre, d'un côté, ceux qui disposent d'un emploi à temps plein et, de l'autre, ceux qui enchaînent les contrats de travail temporaires. Dans ces conditions, le cercle vicieux entre hausse du chômage, baisse des salaires réels et de la demande intérieure se renforce et s'avère très difficile à briser. Une bonne partie des espoirs du gouvernement espagnol repose sur les gains de compétitivité-coût qui soutiennent les exportations. Mais les bonnes nouvelles en la matière nous semblent insuffisantes pour stopper la spirale récessive (cf. ci-dessous).

Crise immobilière : les prix des logements n'ont pas fini de baisser

La crise n'est pas terminée. Les prix de l'immobilier ont déjà baissé d'environ 30% depuis leur pic de 2008 mais l'ajustement n'est pas achevé. La baisse des prix de l'immobilier est une mauvaise nouvelle pour les ménages et pour les banques. En effet, la demande est très faible et les stocks de maisons invendues sont très élevés. Les prix des logements apparaissent toujours surévalués de quelque 20 à 30% selon la plupart des études. Or le patrimoine des ménages espagnols est constitué à près de 90% de biens immobiliers (contre 60% en moyenne dans la zone euro). Même si la baisse récente des taux d'intérêt vient diminuer leurs charges financières, ils doivent encore se désendetter. La dette des ménages représente 82% du PIB (vs 60% en moyenne dans la zone euro). De ce fait, toute nouvelle baisse des prix de l'immobilier exercera un effet richesse négatif qui pèsera encore davantage sur la consommation.

Investissement des entreprises : l'ajustement reste à venir

L'un des principaux déterminants de l'investissement privé est la demande anticipée par les chefs d'entreprises. Avec la montée du chômage, la baisse des salaires réels et le désendettement des ménages en cours, les perspectives de court terme sont assombries. En outre, avec l'augmentation des taux d'intérêt, le coût du capital est plus élevé et l'accès au crédit bancaire des PME plus difficile. Les taux d'intérêt auxquels les entreprises s'endettent demeurent particulièrement élevés. La crise bancaire se traduit par ailleurs par un très net durcissement des conditions de crédit. Le crédit au secteur privé se contracte très fortement (sur un an en juillet : -6,5% pour les entreprises non financières et -3,1% pour les ménages). L'amélioration de la santé financière des entreprises du secteur non financier ne suffit pas à compenser ces facteurs négatifs. Car si les entreprises ont bien commencé à se désendetter depuis 2009, leur dette représente toujours quelque 135% du PIB en 2011 (vs 86% en moyenne dans la zone euro). Dit autrement, elles ne seront pas en mesure d'absorber une détérioration supplémentaire de la conjoncture. Alors que l'investissement en Espagne est dans sa 5^{ème} année de contraction consécutive, il a mieux résisté en 2012 qu'en Italie. Il est peu probable que cette situation perdure.

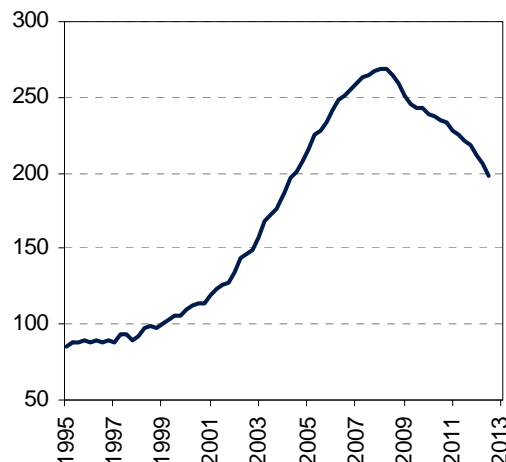
« La dette des entreprises représente 135% du PIB »

Déficit extérieur : le rebond des exportations est fragile

Le déficit courant était l'un des points noirs de l'économie espagnole (le déficit était de -6% du PIB en moyenne dans les années 2000), traduisant l'insuffisance d'épargne nationale. Toutefois, de ce côté-là la situation s'est très nettement améliorée. Le déficit a eu tendance à se replier au cours des trois dernières années, en raison non seulement de la baisse de la demande intérieure (liée à la récession) mais aussi d'un puissant rebond des exportations. En 2011, ces dernières étaient 30% au dessus de leur niveau de 2008, plaçant l'Espagne en tête de la zone euro avec l'Allemagne !

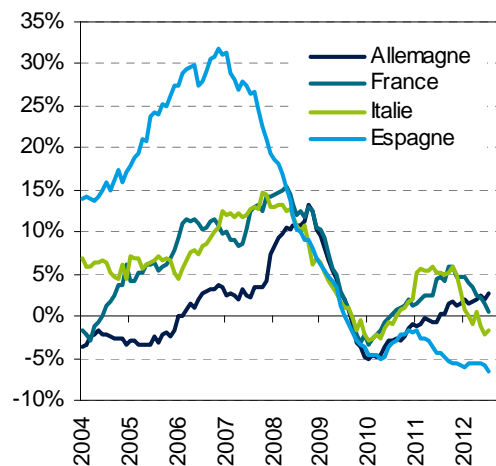
Cette évolution s'explique essentiellement par l'amélioration de la compétitivité-coût induite par des gains de productivité de nature cyclique. La modération salariale a également joué un rôle significatif : les ménages subissent des pertes de pouvoir d'achat avec une progression des salaires inférieure à celle de l'inflation. Mais sur ces deux fronts, la détente touche probablement à sa fin. D'une part, parce que l'impact positif des gains de compétitivité-coût passés va se tasser. D'autre part, parce que la détérioration de la conjoncture chez les principaux partenaires commerciaux de l'Espagne va peser sur la dynamique de ses exportations. Rappelons qu'elles se font, pour plus de la moitié, en direction de la zone euro (et pour plus de 60% vers l'ensemble de l'UE). Les bonnes performances enregistrées sur les exportations ne sont donc pas nécessairement durables. Or la plupart des scénarios de stabilisation pour l'Espagne à l'horizon 2013-14 tablent sur une contribution positive et significative du commerce extérieur à la croissance.

Espagne : prix de l'immobilier (100 au T1 1999)



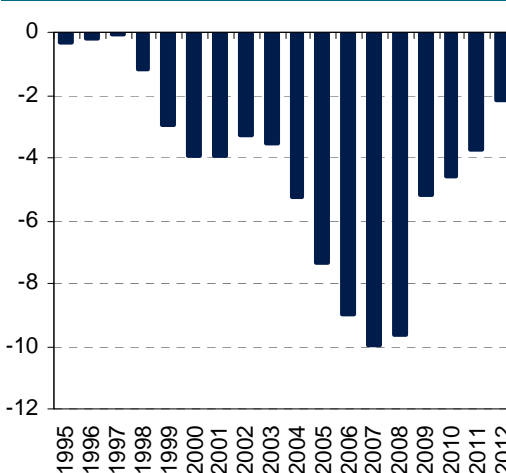
Source : Datastream, Stratégie Amundi

Prêts aux entreprises non-financières (% sur un an)



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Espagne : balance courante (en % du PIB)



Source : Datastream, Stratégie Amundi

La réduction du déficit courant est une nécessité. Car c'est l'accumulation des déficits passés qui a porté la position extérieure nette de l'Espagne à 95% du PIB (le niveau le plus élevé au sein de la zone euro après le Portugal et l'Irlande). Rappelons, à titre de comparaison, qu'à l'aune de ce critère, la France et l'Allemagne sont proches de l'équilibre, tout comme la zone euro prise dans son ensemble. L'amélioration récente du solde courant en Espagne n'a permis que de stabiliser la dette externe. Il faudrait que l'économie espagnole soit en mesure de générer des excédents courants structurels pour la réduire graduellement. Faute de quoi, c'est la possibilité même pour l'Espagne de se maintenir dans la zone euro dont les investisseurs finiront par douter.

Crise bancaire : loin d'être achevée

Le processus de restructuration du système bancaire espagnol est en cours. Six banques (qui représentent 15% du secteur bancaire espagnol ; 55% du PIB) sont déjà passées sous contrôle public entre septembre 2011 et mai 2012. Les banques espagnoles parviennent difficilement à se refinancer sur les marchés et sont de plus en plus dépendantes des refinancements de la BCE.

Le 20 juillet dernier, le gouvernement espagnol s'est entendu avec les autres gouvernements de la zone euro sur les conditions permettant à ces derniers de mettre à sa disposition une enveloppe de 100 Mds € (près de 10% du PIB) pour recapitaliser son secteur bancaire. Les engagements pris par le gouvernement espagnol pour obtenir cette aide – qui, rappelons-le, vient augmenter la dette publique du même montant – ont été consignées dans une lettre d'intention (*Memorandum of Understanding*, MoU). Les besoins des banques sont en train d'être évalués au cas par cas, via des tests de résistance ; leurs résultats seront connus d'ici la fin du mois de septembre.

L'enveloppe de 100 Mds € qui avait semblé dans un premier temps très amplement suffisante pour recapitaliser les banques pourrait s'avérer insuffisante si la récession s'aggrave. Les créances douteuses s'élèvent déjà à 164 Mds € (juin 2012). Le taux de créances douteuses s'élève à 9,4%, le niveau le plus élevé depuis le début des années 1960. C'est naturellement la détérioration des créances immobilières qui est à l'origine de cette hausse.

Finances publiques : la détérioration va se poursuivre

La dette publique est certes encore très inférieure à celle de certains pays de la zone euro. Mais pour juger de la soutenabilité de la dette publique d'un pays, sa dynamique compte davantage que son niveau. Or la dette a plus que doublé depuis 2007 (cf. graphique). L'envolée des taux d'intérêt provoque un accroissement des charges de la dette qui est insoutenable (le taux d'intérêt est supérieur à la croissance du PIB nominal).

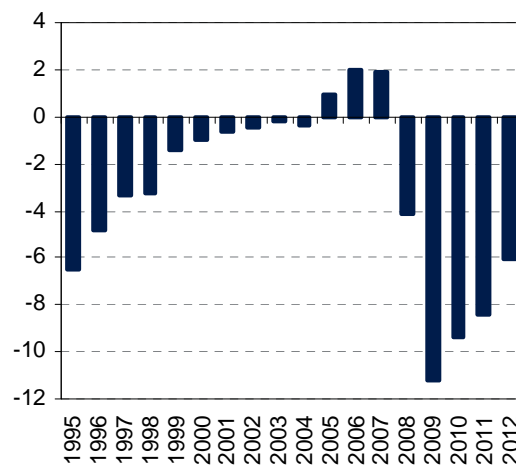
“ La dette publique a plus que doublé depuis 2007...et atteindra 100% du PIB d'ici 2014 ”

En comptabilisant l'enveloppe de 100 Mds € accordée par le FESF, la dette publique espagnole atteindra 100% du PIB d'ici à 2014. Pour endiguer, la progression de l'endettement public, il faudra probablement continuer d'augmenter la fiscalité.

En outre, l'Espagne enregistre un déficit primaire de -3,6% du PIB en 2012 (prévu à 3% du PIB en 2013). Dans ces conditions, les investisseurs étrangers ont tendance à se délester des titres de dette publique qu'ils détiennent dans leurs portefeuilles, craignant un scénario « à la grecque », avec des plans d'austérité qui font en définitive davantage plonger l'activité qu'ils ne résolvent le problème de la dette. On observe une très nette diminution de la part de la dette d'Etat détenue par les investisseurs étrangers, qui s'est accélérée au 1^{er} semestre. En juin 2012, cette dernière était retombée à 34%, son plus faible niveau depuis le début des années 2000.

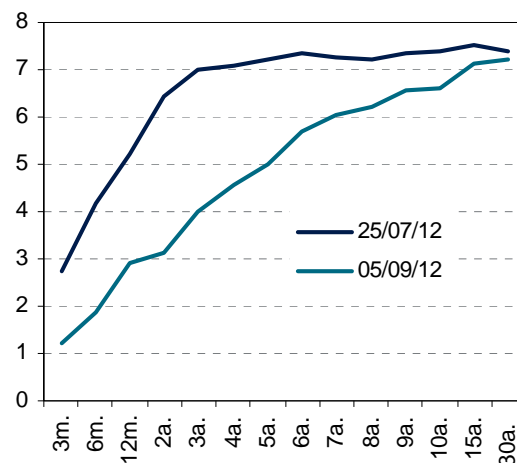
Compte tenu de la détérioration de la conjoncture, l'Espagne ne parviendra sans doute pas à remplir ses objectifs de réduction des déficits. Sans «investisseur en dernier ressort», c'est-à-dire sans interventions conjointes du FESF et de la BCE, il sera impossible pour l'Espagne de s'endetter à des taux d'intérêt soutenables. La baisse spectaculaire des taux d'intérêt observée depuis le 24 juillet concerne surtout les segments courts et repose avant tout sur l'anticipation d'une action de la BCE. Cette baisse des taux ne sera pas suffisante pour régler le problème. Et cela sans compter sur la dérive des finances régionales qui vient également alourdir le déficit public (cf. article 5, « Le poids grandissant de la dette des régions en Espagne »).

Espagne : solde budgétaire (en % du PIB)



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Espagne : courbe des taux



Source : Bloomberg, Stratégie Amundi

Quels financements pour l'Espagne ?

On observe déjà au 2nd semestre 2011 et au début 2012 des sorties de capitaux massives. Rappelons que dans les années 2000, le déficit courant était financé par des entrées de capitaux privés. Mais l'insoutenable de la montée de l'endettement privé (que représentaient des déficits courants structurels élevés) était ignorée au motif que, dans une union monétaire, la contrainte externe avait disparu. Mais c'était oublier que le déficit courant reflète une insuffisance d'épargne locale qui se trouve financée par des investissements extérieurs. S'il est vrai que l'absence de la possibilité de dévaluer la monnaie a contribué à attirer des investisseurs étrangers dans les années 2000, il n'en demeure pas moins qu'aucun pays, même dans une union monétaire, ne peut voir son endettement externe augmenter indéfiniment.

Les sorties de capitaux font qu'aujourd'hui le financement de l'Espagne repose presque exclusivement sur celui de la BCE, ce qui est intenable. Seule une stabilisation rapide de la crise est susceptible d'attirer de nouveau les investisseurs privés. C'est d'autant plus important que l'amélioration du compte courant n'est, comme nous l'avons vu, pas nécessairement structurelle.

Quels sont les principaux risques à court terme ?

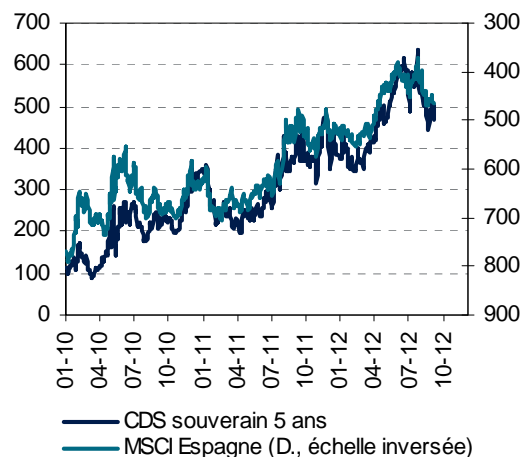
Les risques tournent autour des facteurs susceptibles d'aggraver la récession ou de détériorer les bilans bancaires. Les deux dimensions sont étroitement imbriquées :

- La montée du chômage menace d'engendrer des tensions sociales.
- Une aggravation de la récession provoquerait une détérioration supplémentaire des bilans des banques.
- Les gains de compétitivité-prix ne seront pas suffisants pour compenser le ralentissement de l'économie mondiale.
- Les régions connaissent des problèmes grandissants de liquidité. Et si elles ne parviennent pas à boucler leur budget, elles se retourneront vers l'Etat central déjà en grande difficulté. C'est peut-être là le risque le plus important dans les mois qui viennent.

La transition de l'économie vers un nouveau modèle de croissance va prendre du temps, et se faire dans la douleur. Le chemin est en outre pavé d'embûches. Dans ces conditions, croire que les investisseurs privés peuvent reprendre durablement confiance serait une erreur. L'Espagne ne parviendra pas à se financer à des conditions soutenables sur les marchés de capitaux sans aide extérieure. Et la recapitalisation des banques qui est prévue ne suffira pas à les rassurer. L'embellie récente a certes été spectaculaire depuis le pic de la crise le 24 juillet : repli marqué des taux d'intérêt (-375pb du taux à 2 ans, -190pb sur le taux à 10 ans) et rebond de la bourse de plus de 30% depuis cette même date. Mais l'apaisement est moins liée au retour des investisseurs, qu'à des opérateurs de marché qui tablent sur des achats massifs d'emprunts d'Etat par le FESF et la BCE.

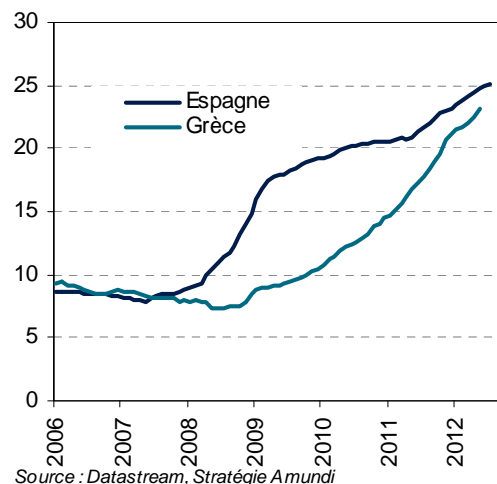
Il faut désormais un « investisseur en dernier ressort » pour offrir à l'Espagne le temps qui lui est nécessaire pour bénéficier de ses réformes. Seuls les fonds de stabilisation (FESF et MES) et la BCE peuvent, en intervenant de façon conjointe sur les marchés, jouer ce rôle. Ce ne sera pas un chèque en blanc (cf. article 2, « la BCE peut-elle devenir anglo-saxonne ? »). Mais le retour de la confiance est à ce prix.

Espagne : CDS souverain vs marché d'actions



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Taux de chômage : Espagne vs Grèce



Source : Datastream, Stratégie Amundi

5 Le poids grandissant de la dette des régions en Espagne

Lors du mois de juillet, les finances publiques des régions espagnoles sont revenues sous les projecteurs. En Espagne, les 17 communautés autonomes ou « régions » disposent de pouvoirs assez étendus et sont notamment en charge des dépenses de santé et d'éducation mais aussi de nombreuses autres dépenses sociales. Nous nous penchons ici sur le poids qu'a pris la dette des régions espagnoles lors des deux dernières décennies.

Depuis la rédaction de la constitution démocratique en 1978, les prérogatives des régions n'ont cessé de croître au fil des mesures de décentralisation. Les deux principales réformes décentralisatrices ont été mises en place en 1997 et en 2002 sous les gouvernements Aznar. L'Etat a d'abord transféré aux régions les compétences en matière d'éducation puis leur a confié la responsabilité des services de santé en 2002. Jusqu'à 1996, les régions ne bénéficiaient pas de ressources propres et dépendaient essentiellement de dotations de l'Etat. A partir de 1997, l'Etat leur a reversé 30% des recettes fiscales nationales et les régions ont surtout pu bénéficier d'une plus grande autonomie fiscale en modulant dans certaines limites le taux et l'assiette de différentes taxes. Cette autonomie fiscale a été renforcée en 2002 et la part des impôts sur le revenu reversée aux régions a été portée à 33%, contre 15% précédemment. Au passage, notons que le Pays Basque et la Navarre ont obtenu une autonomie fiscale quasiment totale dès 1978 et que la constitution prévoit un régime de décentralisation « lent » ou « rapide » selon les régions. L'Espagne est ainsi l'un des rares pays de l'OCDE où la part des ressources fiscales propres des collectivités locales dans leurs ressources totales a fortement progressé lors des deux dernières décennies.

Si la dette des régions est longtemps restée stable en niveau, entre 7 et 8% du PIB entre 1995 et 2008, elle a représenté une proportion toujours plus importante de la dette publique espagnole totale (de 4% de la dette totale en 1990 à 19% en 2012). **Elle doit absolument être prise en compte dans l'équation budgétaire espagnole.** A partir de la fin 2008, la dette des régions s'est mise à croître très rapidement, pour atteindre 18% du PIB au T1 2012. **Surtout, l'augmentation de la dette des régions n'a que très peu déceléré lors des derniers trimestres, contrairement à celle de la dette du gouvernement central.** Les régions les plus endettées sont évidemment les régions les plus peuplées : la Catalogne (42 Mds € de dette au T1 2012), la communauté de Valence (21 Mds €), la communauté de Madrid (17 Mds €) et l'Andalousie (15 Mds €). Parmi ces régions, seules la Catalogne et la communauté de Valence ont une dette représentant plus de 20% du PIB régional.

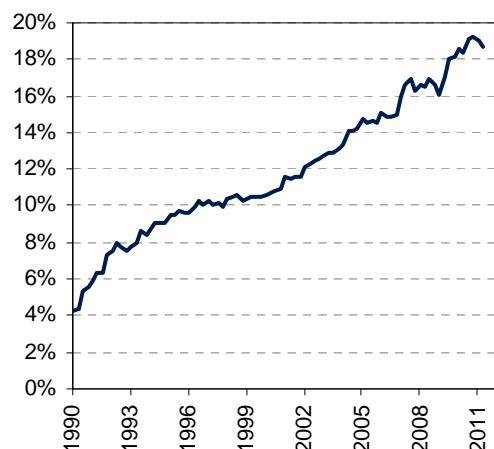
En 2011, les deux tiers du dérapage budgétaire de l'Espagne (déficit atteignant 8,9% du PIB alors que la cible était de 6%) ont été le fait des régions : alors qu'elles devaient porter leur déficit à 1,3% du PIB, celui-ci a finalement été de 3,3% du PIB.

“ *En 2011, les deux tiers du dérapage budgétaire ont été le fait des régions* ”

L'administration centrale était, elle, quasiment en ligne avec sa cible. Pour que l'Espagne atteigne ses objectifs de réduction de déficit public, le gouvernement devra donc impérativement obtenir des régions qu'elles prennent des mesures d'austérité plus draconiennes. Cela ne sera pas chose aisée puisque ses relations avec les gouvernements régionaux sont très tendues alors même qu'elles sont dirigées par la majorité d'entre elles par des membres du Parti Populaire du premier ministre Mariano Rajoy. De plus, la communication et la transparence entre l'administration centrale et les régions sont longtemps restées faibles. Des progrès ont récemment été faits sur le sujet avec la publication à partir d'octobre de rapports mensuels sur les budgets régionaux.

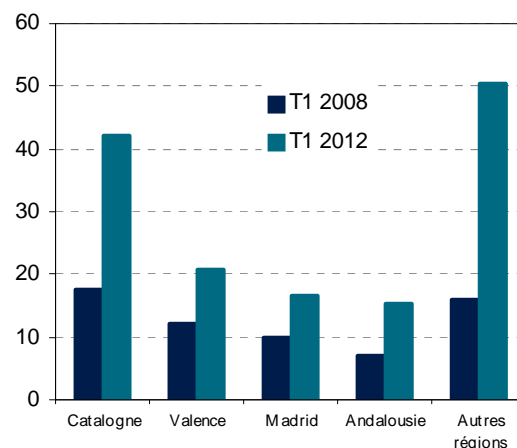
Désormais, le principal problème est que les régions n'arrivent plus à refinancer leurs dettes. Leurs besoins de refinancement agrégés sont estimés à 36 Mds € pour 2012. Leurs notations de crédit ont été abaissées plus sévèrement que celles de l'Etat, certaines régions passant en catégorie spéculative, et leurs obligations ont perdu énormément de valeur depuis fin mai. Le gouvernement a d'ores et déjà exclu tout défaut de paiement d'une des régions et a proposé l'idée d'émissions obligataires mutualisées, les « hispanobonos ». En juillet, le gouvernement a annoncé la mise en place d'un fonds de 18 Mds €, financé à hauteur de 6 Mds € par la loterie nationale et par le Trésor pour le reste.

Part de la dette des régions dans la dette publique espagnole totale



Source : Banque d'Espagne, Stratégie Amundi

Dette des régions espagnoles en Mds €



Source : Banque d'Espagne, Stratégie Amundi

Espagne : déficit public en 2011

	Cible	Réalisé	Diff.
Total	-6	-8,9	-2,9
Gouvernement central	-4,8	-5,1	-0,3
Régions	-1,3	-3,3	-2
Gouvernements locaux	-0,3	-0,4	-0,1
Sécurité Sociale	0,4	-0,1	-0,5

Source : FMI, Stratégie Amundi

6 Royaume-Uni : austérité budgétaire et assouplissement quantitatif à l'épreuve du « double dip »

La crise financière mondiale qui s'est déclenchée à partir de 2007 a sévèrement touché le Royaume-Uni, entraînant, entre le T1 2008 et le T2 2009, un recul du PIB de plus de 6% tandis que le déficit budgétaire structurel passait de 4% en 2007 à 9% en 2009 (soit le plus élevé des pays du G7). En réponse, le Royaume-Uni, maître de sa propre création monétaire comme les Etats-Unis, mais moins protégé par une monnaie valeur refuge et bien plus lié économiquement à la zone euro, a mis en œuvre des politiques rappelant celles choisies de chaque côté de l'Atlantique. Pour l'heure, en termes de croissance le bilan est négatif.

Plus loin que la zone euro dans l'austérité, plus loin que les Etats-Unis dans la monétisation de la dette

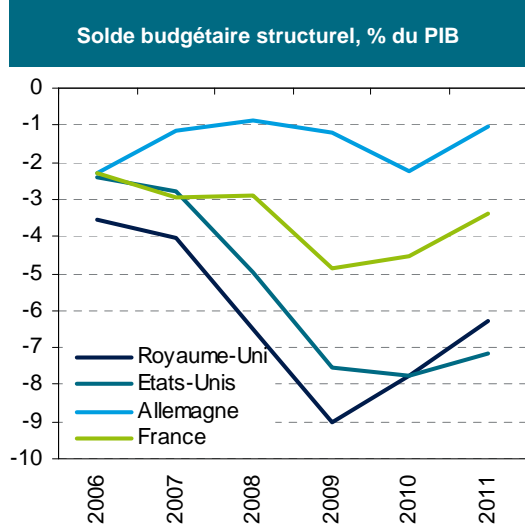
Le plan massif d'austérité annoncé en 2010, qui devait initialement s'étaler jusqu'en mars 2015 a, depuis, été prolongé de 2 ans. Il a déjà permis de ramener le déficit structurel à un peu plus de 6% fin 2011 (voir graphique) et vise désormais à l'abaisser à zéro en 2017, soit au total, l'effort de réduction le plus important prévu pour un pays du G7 (près de 9% du PIB sur la période 2009-2017 contre, à titre de comparaison, moins de 5% pour la France). Concernant la politique monétaire, rappelons que le principal taux directeur de la Banque d'Angleterre (BoE) a été maintenu à 0,5% depuis mars 2009 (alors que celui de la BCE a fluctué entre 1,5% et 1% pendant l'essentiel de cette période, pour n'être réduit à 0,75% qu'en juillet 2012) bien que l'inflation soit passée temporairement, fin 2011, au-dessus de 5% (avec l'inflation sous-jacente au-dessus de 3%), bien plus que l'objectif officiel de 2% (la BoE ayant notamment justifié cette politique, à l'époque, par l'importance des facteurs conjoncturels et sa préoccupation de ne pas aggraver le chômage). Surtout, la BoE a mené une politique monétaire non conventionnelle particulièrement vigoureuse, portant son programme d'achats de titres publics par création monétaire à 375 Mds de £ (environ 25% du PIB), soit près de 30% de la dette publique du pays, à comparer avec les 10% de la dette publique américaine détenus aujourd'hui par la Fed et à mettre en perspective avec la réticence de la BCE, jusqu'à récemment à procéder à ce type de politique.

"Double dip" : la crise en zone euro n'est pas seule en cause

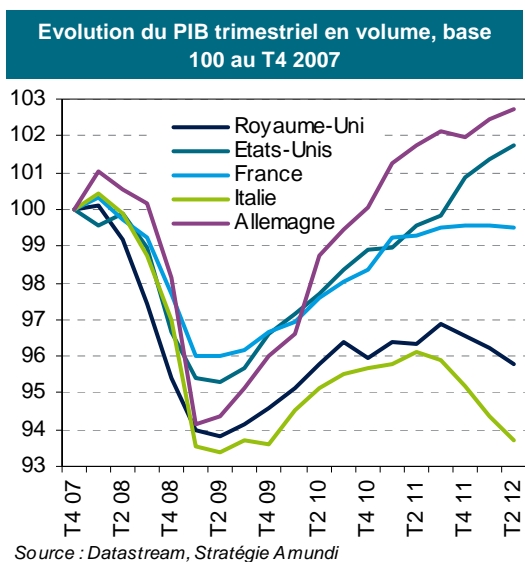
Cependant, les résultats se font attendre et, pour l'heure, si la dette publique britannique ne subit aucun mouvement de défiance (le taux du Gilt 10 ans a connu un point bas à 1,41% en séance le 23 juillet), en termes d'impact sur la croissance, l'assouplissement monétaire ne compense pas l'austérité budgétaire. Depuis fin 2011, les mauvais chiffres trimestriels s'enchaînent, confirmant le retour en récession («double dip») de l'économie britannique : -0,4% au T4 2011, -0,3% au T1 2012 et, surtout, -0,5% estimé au T2 2012. Une partie de ces difficultés peut, de toute évidence, être attribuée aux soubresauts financiers de la zone euro, dont la proximité limite la pertinence de la comparaison avec la croissance bien plus vigoureuse des Etats-Unis. Ainsi, les exportations de biens vers la zone euro sont en recul de plus de 5% entre le T1 2012 et le T2 2012 (alors qu'elles sont en hausse de plus de 9% vers le reste du monde). Néanmoins, la production industrielle n'est pas la seule à souffrir. Le détail de la composition du PIB montre notamment un recul de la construction, dont la faiblesse ne peut être reliée directement à la crise financière outre Manche (mais qui, en revanche, peut être une résultante directe de la baisse de l'investissement public), une atonie de la quasi-totalité des services marchands, une réticence du secteur privé à investir et une érosion de la consommation des ménages.

« L'assouplissement monétaire ne compense pas l'austérité budgétaire »

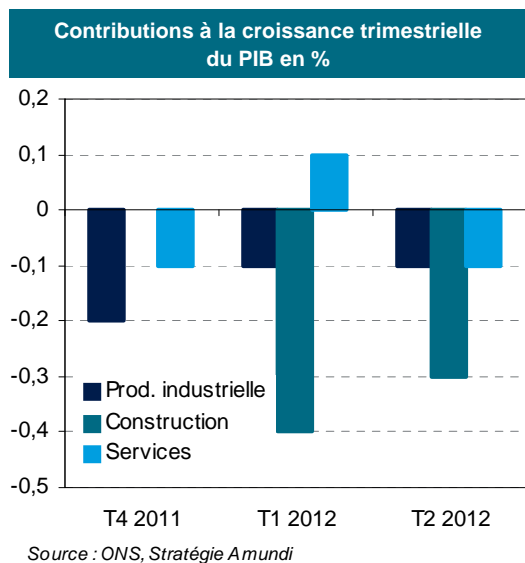
En plus d'avoir semé des doutes sur la pérennité de la note AAA de la dette britannique, ces piètres chiffres nourrissent un débat qui s'intensifie concernant le calendrier de réduction du déficit budgétaire, que nombre d'observateurs jugent trop rigide (le FMI, notamment, l'a laissé entendre dans son rapport de juillet sur l'économie britannique). Des questions apparaissent aussi sur l'efficacité de l'assouplissement quantitatif, qui tendrait à s'essouffler et, plus généralement, sur la présence de faiblesses structurelles dans l'économie britannique, auxquelles seules des réformes fiscales et réglementaires, ou davantage d'investissement dans les secteurs d'avenir, seraient susceptibles de remédier.



Source : FMI, Stratégie Amundi



Source : Datastream, Stratégie Amundi



Source : ONS, Stratégie Amundi

Un passage à vide qui survient après (et avant ?) une période de croissance britannique plus rapide que celle de ses voisins

Plusieurs éléments viennent pourtant atténuer la sévérité du constat. Tout d'abord, le choix d'une austérité drastique est aussi, bien évidemment, celui d'un risque accru de récession à court terme dans l'espoir d'améliorer la croissance sur un horizon plus long. Or le FMI, par exemple, prévoit une croissance annuelle britannique supérieure à celle de ses grands voisins européens sur la période 2012-2016. Ensuite, rappelons qu'au cours de la décennie 1997-2007, la croissance britannique (3,1% en moyenne) a été beaucoup plus rapide que celle de la France (2,2%), de l'Allemagne (1,6%) et de l'Italie (1,4%). Le recul plus important du PIB britannique depuis cette période (le niveau du PIB réel se trouve toujours plus de 4% en-dessous de celui de début 2008 alors que ce seuil a été presque retrouvé en France et dépassé en Allemagne) peut alors être interprété comme la correction logique d'une croissance antérieure excessive. Moteur de la croissance britannique pendant longtemps, le secteur financier très développé (9% de la valeur ajoutée de l'économie contre environ 4,5% en France et en Allemagne) a évidemment subi de plein fouet les crises financières. L'endettement privé, supérieur à celui des grands voisins de la zone euro, a amplifié la violence de la récession, contraignant l'Etat à multiplier les sauvetages bancaires.

Plus récemment, les exportateurs britanniques, dont la zone euro constitue le débouché principal (près de 47% en 2011 pour les exportations de biens), ont été confrontés à une appréciation continue de la livre par rapport à la monnaie unique européenne atteignant 13% depuis juillet 2011 (le taux de change effectif réel de la livre s'est d'ailleurs redressé de près de 7% sur la même période), même si elle reste beaucoup plus faible, par rapport à l'euro, qu'avant la crise de 2008.

Enfin, certains chiffres britanniques sont plutôt honorables, en particulier un chômage qui baisse régulièrement depuis début 2011, avec, notamment de nombreuses créations d'emplois à plein temps.

Rappelons toutefois qu'à 8% le taux de chômage reste bien plus élevé qu'avant la crise, où son niveau était beaucoup plus faible que celui de la plupart des pays voisins. Cette dichotomie entre croissance et chômage s'explique cependant peut-être, au moins en partie, par une dégradation de la productivité, qui constitue une faiblesse récente notable de l'économie britannique (cf. encadré 3).

“ Un passage à vide temporaire ? ”

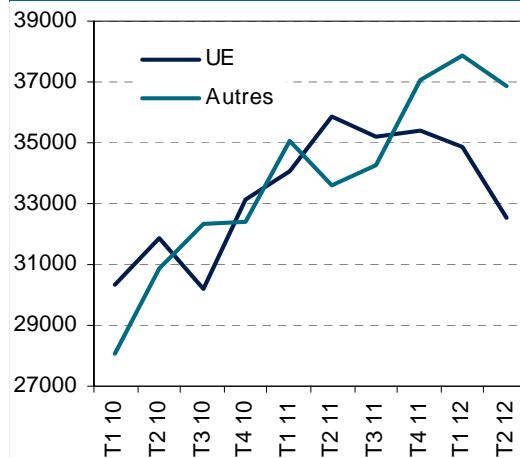
Diversifier les réponses à la crise : dépenses d'infrastructures et réformes structurelles ?

Quelles sont les options d'un gouvernement qui a engagé une grande partie de sa crédibilité sur la poursuite sans faille de la réduction du déficit budgétaire mais a bien du mal à récolter les fruits de sa politique ? De l'avis général, de nouvelles baisses de taux ou des achats additionnels de dettes publiques par la BoE (toujours possibles une fois que le programme annoncé début juillet aura été réalisé), ne pourraient suffire à rétablir une trajectoire de croissance satisfaisante. Dans un récent rapport, la BoE a d'ailleurs indiqué que ses achats de titres avaient, jusqu'à présent, surtout bénéficié aux ménages les plus riches.

Encadré 3 : un problème de productivité spécifique au Royaume-Uni ?

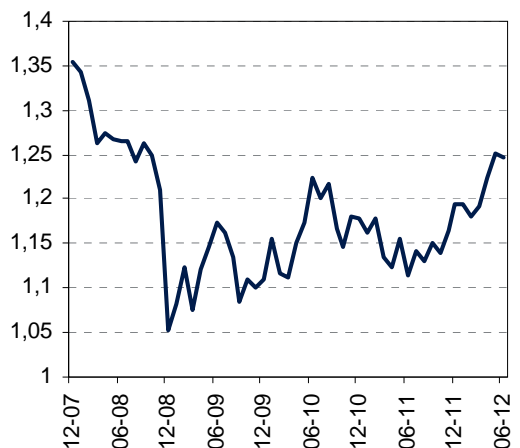
Dans une étude intitulée "UK labour productivity since the onset of the crisis", figurant dans son *Quarterly Bulletin* du 2^{ème} trimestre 2012, la BoE indique que la productivité britannique a particulièrement souffert lors de la crise et tarde à se redresser. Elle est aujourd'hui toujours en deçà de son niveau du 1^{er} trimestre 2008 et 10% plus bas que le niveau où elle se trouverait si elle avait suivi sa tendance d'amélioration de la période 1999-2008. Une telle situation est inhabituelle, qu'on la compare au comportement de l'économie britannique lors de crises passées ou à celui des pays d'économie comparable lors de la crise actuelle. Une explication partielle se trouve dans le déclin progressif de l'industrie pétrolière. Néanmoins, contrairement à ce qui s'est produit en France et en Allemagne, la perte de productivité britannique s'est largement étendue aux services où elle ne s'est pas redressée (alors qu'elle l'a fait aux Etats-Unis, pays où, notamment, le poids des services financiers est comparable). Bien qu'étant dubitative concernant les signaux envoyés par les enquêtes d'activité qui signalent peu de capacité de production résiduelle, la BoE n'exclut pas, en conclusion, un ralentissement de la croissance structurelle de la productivité britannique.

Exportations britanniques de biens, par destination et trimestre en Mds de £



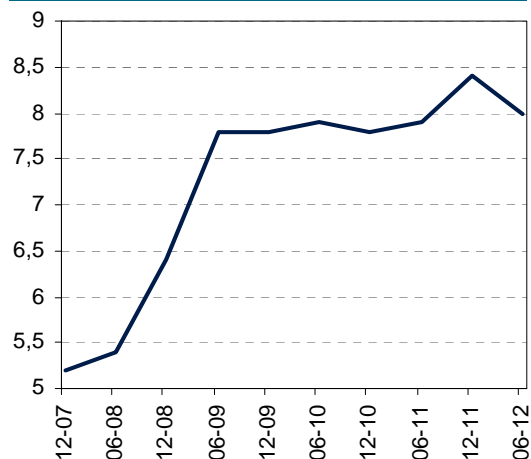
Source : ONS, Stratégie Amundi

Taux de change EUR/GBP



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Taux de chômage, %



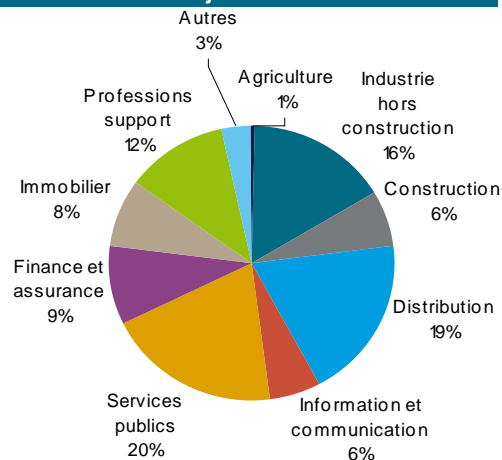
Source : ONS, Stratégie Amundi

Si, pour le moment, il n'est pas envisagé d'assouplir le calendrier des coupes budgétaires, le gouvernement s'est, au moins, abstenu d'annoncer des mesures d'austérité additionnelles lors de la préparation du budget 2012. De plus, quelques pas ont été faits en direction d'une politique de l'offre, de l'investissement dans les infrastructures et de la promotion des exportations. On peut notamment citer, dans le cadre du budget 2012, la réduction de l'impôt sur les sociétés (de 26% à 22% d'ici 2014, ce qui en fera l'un des plus bas niveaux du G20) et l'abaissement de 50% à 45% du taux marginal de l'impôt sur le revenu, censé bénéficier aux créateurs de richesse. Plus récemment, le Trésor et la BoE ont dévoilé, au printemps, un plan conjoint visant à augmenter de 80 mds de £ les prêts au secteur privé. Dans le cadre de ce plan «*Funding for Lending*» d'une durée de quatre ans, la BoE procurera des financements avantageux aux banques et aux entreprises de construction, à un taux qui sera d'autant plus bas que ces institutions augmenteront le volume des prêts consentis à leurs propres clients. Enfin, un programme de garanties publiques visant à encourager l'investissement dans les infrastructures pour un montant de 40 mds de £ (plus de 2,5% du PIB), de prêts en vue de partenariats public-privé pour 6 mds de £ et de garanties à l'export pour 5 mds de £ a été annoncé en juillet. Il reste cependant qu'au Royaume-Uni comme dans la plupart des pays comparables, le "credit crunch" (fin juillet, le crédit bancaire aux entreprises était en recul de plus de 2% sur un an) provient aussi d'une moindre demande de prêts et d'un moindre nombre de projets émanant des acteurs économiques, faute d'une confiance suffisante. D'autres mesures pourraient être annoncées rapidement.

Trouver de nouveaux moteurs de croissance et réévaluer la place du secteur financier ?

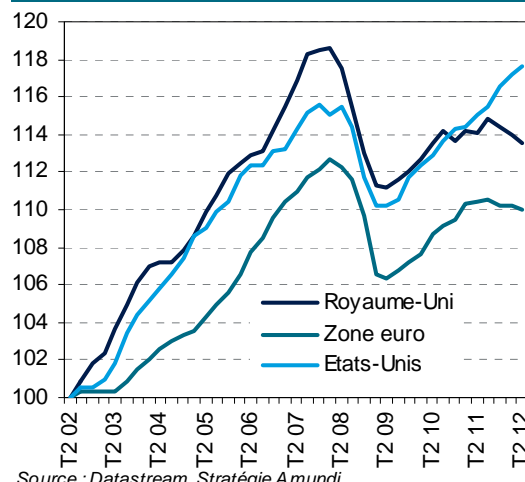
Alors que la trajectoire de la croissance britannique a longtemps rappelé celle, plus rapide, des Etats-Unis que celle de ses voisins européens, le rythme économique du Royaume-Uni paraît à présent s'être rapproché de celui de l'Europe, avec même de récents chiffres trimestriels négatifs qui rappellent davantage ceux de l'Europe du Sud que ceux de la France et de l'Allemagne. Parce que cette situation coïncide à la fois avec la crise en zone euro et avec le choix d'une austérité qui n'a eu son équivalent ni aux Etats-Unis, ni même en France et en Allemagne (mais qui l'a eu en Espagne et en Italie), il est bien trop tôt pour établir qu'il s'agit d'une corrélation durable. De nouvelles phases de surperformance britannique récurrente sont loin d'être exclues. Néanmoins, alors que les leviers monétaires et budgétaires atteignent leurs limites, le Royaume-Uni devra aussi, comme ses partenaires de la zone euro, faire de nouveaux choix de politique économique et poursuivre ses efforts de compétitivité. Dans le cas britannique, cela passe, bien évidemment, par une réflexion sur la place à redonner au secteur financier, passé très rapidement du statut de moteur à celui d'élément de vulnérabilité (la valeur ajoutée du secteur Finance et Assurance a baissé de 10,5% entre 2009 et 2011), même si la poursuite des efforts de réforme financière (notamment la refonte de la réglementation et l'augmentation des capacités d'absorption des pertes), encouragée par les organisations internationales, pourraient lui permettre, à terme, de retrouver des couleurs. Ce chantier devient d'autant plus important que la zone euro envisage, pour résoudre ses propres difficultés, de s'engager sur la voie d'une « union bancaire », dont le Royaume-Uni ne fera sans doute pas partie, susceptible de modifier en profondeur le paysage financier européen.

Economie britannique : répartition de la valeur ajoutée en 2010



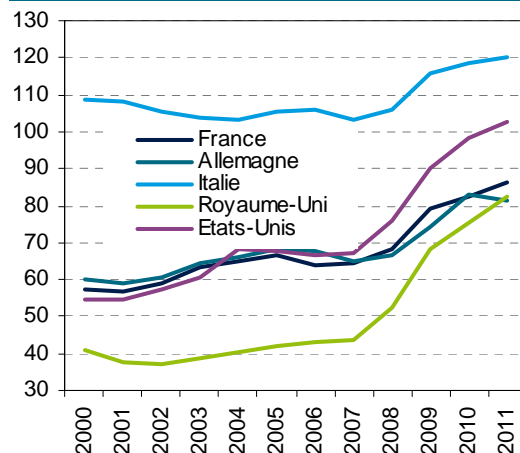
Source : ONS, Stratégie Amundi

Evolution du PIB trimestriel en volume, base 100 au T2 2002



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Dettes publiques générales, % du PIB



Source : FMI, Stratégie Amundi

Encadré 4 : contributions à la croissance par secteur d'activité

D'après le rapport "Blue Book" de l'ONS, la valeur ajoutée brute de l'économie britannique était constituée, fin 2010, à 77% par les services, à 16% par l'industrie hors bâtiment et à 6% par la construction, l'agriculture pesant moins de 1% (voir détail sur le graphique). En 2008 et 2009, période où le PIB a reculé au total de 5%, les secteurs volatils que sont l'industrie et le bâtiment ont contribué à la récession, malgré leur poids plus faible que les services, à raison de -2% et -1,2% du PIB, soit la majeure partie de la baisse. En 2010 et 2011, période de reprise où le PIB s'est redressé de 2,8%, ces secteurs n'ont contribué à la hausse qu'à raison de 0,2% et 0,8% du PIB. Sur les mêmes périodes, au sein des services, la contribution du secteur "Business Services & Finance" a été de -0,8% à la récession (-1% sur la seule année 2009) et de 0,7% à la reprise.

7 Les spreads haut rendement sont-ils bon marché compte tenu des taux de défaut implicites ?

Perspectives de défaut des obligations spéculatives : nos scénarios (scénario central et scénario de risque) et les prévisions des agences de notation

En janvier dernier, nous avons publié un Focus dédié aux perspectives des taux de défaut (« Credit : Corporate default rate forecasting », 19 janvier 2012), dans lequel nous présentions le fonctionnement de base de nos outils de prévision et nos principales perspectives pour les taux de défaut en 2012. À l'époque, notre scénario central tablait sur une hausse limitée des taux de défaut de 1,8% à 3/4% d'ici la fin de l'année ; parallèlement, nous indiquions que dans un scénario pessimiste, les taux de défaut mondiaux pourraient atteindre 7% en cas de récession mondiale et de durcissement importants des conditions de crédit bancaire.

Au 1^{er} semestre, on a pu constater les tendances suivantes :

- Hausse limitée du taux de défaut global, passé de 1,8% à 2,7% selon Moody's et de 1,7% à 2,3% selon S&P.
- À l'inverse des tendances sur les marchés et l'économie, les Etats-Unis ont "sous-performé" l'Europe: sur les 6 premiers mois de l'année, les taux de défaut américains sont passés de 1,8% à 3,1% selon Moody's et 2% à 2,6% selon S&P, alors que les défauts des obligations spéculatives européennes ont légèrement diminué pour Moody's, passant de 3% à 2,6%, et ont légèrement augmenté pour S&P, passant de 1,6% à 2,1%.
- Dernièrement, nous avons revu nos modèles de prévisions et tablons maintenant sur les tendances suivantes :
 - Notre scénario central ne change pas beaucoup pour le restant de l'année, avec une prévision de taux de défaut à 3/4%, soit un peu plus que les estimations actuelles (2,7% pour Moody's et 2,3% pour S&P). Nos prévisions de défaut des obligations spéculatives sont assez proches de celles des deux agences de notation: 3% pour Moody's et 3,3% pour S&P.
 - Notre scénario central est celui d'un taux de défaut de 4% à horizon 12 mois ; toutefois dans les prochains trimestres, on pourrait constater des divergences croissantes entre l'Europe et les Etats-Unis (E-U) en raison d'une évolution également plus divergente des facteurs de défaut.
 - Ainsi, les défauts devraient augmenter plus vite en Europe qu'aux Etats-Unis (E-U), car :
 - 1) les conditions de crédit bancaire sont toujours accommodantes aux E-U (10% des banques ont déclaré qu'elles assouplissaient leurs conditions), au contraire de ce qui se passe en Europe (10% des banques durcissent leurs conditions de prêt) ;
 - 2) le ratio des titres en difficulté (cf. graphique), ou le pourcentage des obligations haut rendement (HY) négociées avec un spread supérieur ou égal à 1000 pb est toujours plus faible aux E-U (13%) qu'en Europe (36%), ce dernier chiffre passant cependant à 21% si l'on exclut les financières ;
 - 3) la croissance du PIB devrait atteindre 2% aux E-U mais stagner en Europe, sous l'effet de la récession dans les pays périphériques.

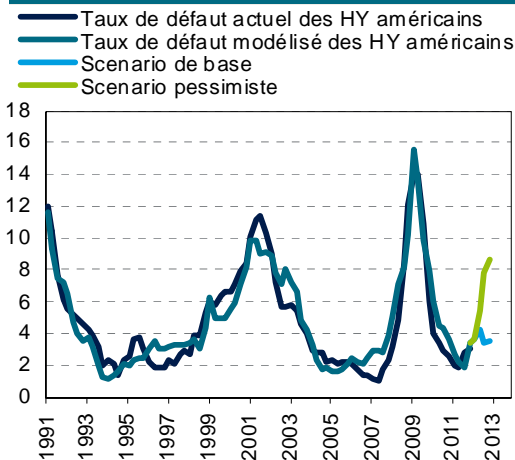
Moody's prévoit une légère amélioration des défauts américains, de 3,5% actuellement à 3% en juin 2013. Au contraire, pour l'agence, les défauts européens devraient passer de 2,6% actuellement à 3,1%. Nos prévisions basées sur les ratios de titres en difficulté et les conditions de crédit bancaire tablent sur une hausse potentielle des défauts européens à 3,6/4% d'ici décembre 2012.

« Notre scénario central prévoit un taux de défaut de 4% d'ici 1 an, le scénario pessimiste table sur 8 à 9% »

En tenant compte du PMI (cf. graphique), les défauts européens pourraient même atteindre 5 à 6% dans les prochains trimestres. Toutefois, les indicateurs macroéconomiques ne sont pas aussi efficaces en Europe qu'aux E-U pour prévoir les taux de défaut, en raison des grands écarts qui peuvent être constatés d'un pays à l'autre de la zone euro. Toutefois, les émetteurs des pays périphériques ne représentent qu'une petite proportion des marchés HY européens, tandis que les entreprises françaises et allemandes, moins touchées par le resserrement du crédit et la crise économique, sont très nombreuses parmi les émetteurs industriels de la région.

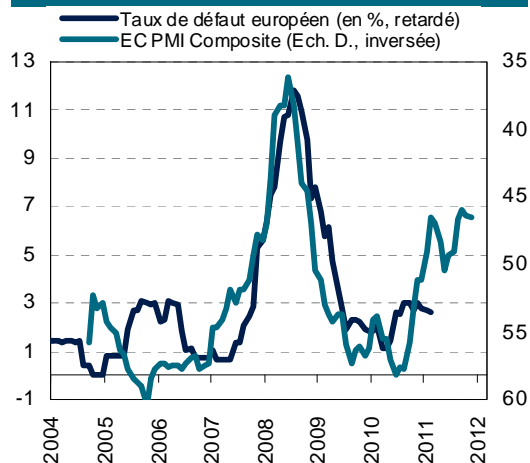
En janvier, nous avons également présenté un scénario pessimiste, basé sur une rapide tombée en récession et un resserrement soudain du crédit ; pour le HY américain, nous avons prévu un resserrement de 40% au lieu d'un assouplissement de 10%, et un recul

Taux de défaut du haut rendement Etats-Unis : scénario central vs scénario de risque



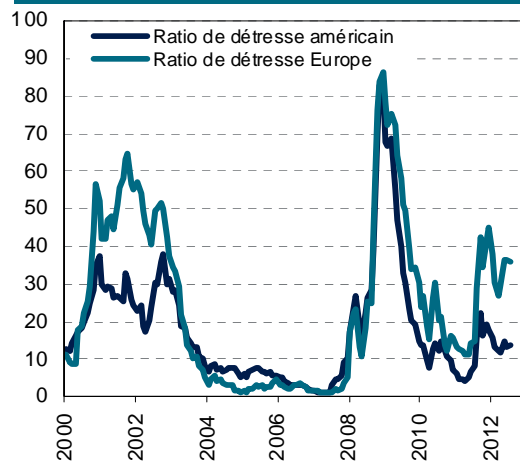
Source : Moody's, Stratégie Amundi

PMI zone euro vs taux de défaut du haut rendement européen



Source : Moody's, Stratégie Amundi

Hausse des ratios de détresse



Source : Stratégie Amundi

du PIB de 2,5% (au lieu d'une hausse de 2%). Les résultats concordent largement avec le scénario pessimiste de Moody's, dans lequel on peut voir (cf. graphique), que les défauts atteindraient rapidement 8 à 9%.

Spreads HY : un taux de défaut implicite historiquement élevé...

Sur les marchés cash et dérivés, les prix impliquent des taux de défaut historiquement élevés par rapport aux taux actuels et prévus, et ce des deux côtés de l'Atlantique.

Étudions tout d'abord le lien empirique entre spreads et taux de défaut durant les 30 dernières années : ce lien est présenté dans le graphique et montre que les spreads actuels concordent avec un taux de défaut de 6%, alors qu'ils sont de 2% et que le scénario central prévoit 4%. Le taux de défaut n'est qu'un seul des facteurs permettant d'anticiper des pertes de crédit en cas de défaut : pour calculer les pertes totales pouvant découler d'un événement de crédit, il faut aussi calculer le ratio de recouvrement. On voit sur le graphique que sur le long terme, il s'établit une relation inversée entre ces deux variables : des taux de défaut élevés s'accompagnent souvent de ratios de recouvrement faibles, et vice-versa. On peut voir également qu'au cours des 2 dernières années, ce lien semble s'être affaibli : ainsi, le ratio de recouvrement moyen actuel (38%) est inférieur à celui qui accompagne traditionnellement les taux de défaut actuels (il devrait plutôt avoisiner les 48%). Autrement dit, le ratio de recouvrement est plus conforme à des taux de défaut de l'ordre de 6%, selon les moyennes historiques.

Utilisons à présent ces deux facteurs pour estimer le taux de défaut implicite des spreads de HY actuels : le troisième graphique présente la tendance historique des spreads du HY américain par rapport aux pertes de crédit accusées réellement pendant les 12 mois suivants. Plus clairement, pour chaque mois des 30 dernières années, le graphique montre combien un investisseur aurait eu à payer pour couvrir les pertes réellement survenues l'année suivante. Quelques constatations :

- à l'exception d'une courte période à la fin des années 80/début des années 90, les spreads couvrent généralement les pertes qui surviennent sous 1 an ;
- entre la fin des années 90 et 2001, le HY n'a pas généré beaucoup plus qu'il ne fallait pour couvrir les défauts, n'offrant donc pas une prime de liquidité importante ;
- la crise Lehman a donné lieu à une prime considérable, qui s'est rapidement dissipée, mais les prix ne sont pas revenus aux niveaux moyens ;
- les spreads du HY actuels offrent une prime de 350 pb environ par rapport aux spreads historiques moyens (260 pb), impliquant donc un taux de défaut de 6,1% accompagné d'un taux de recouvrement (moyen à LT) de 43% ou un taux de défaut de 5,6% pour un ratio de recouvrement de 38%.

Le taux de défaut actuel qu'impliquent les spreads du HY est :

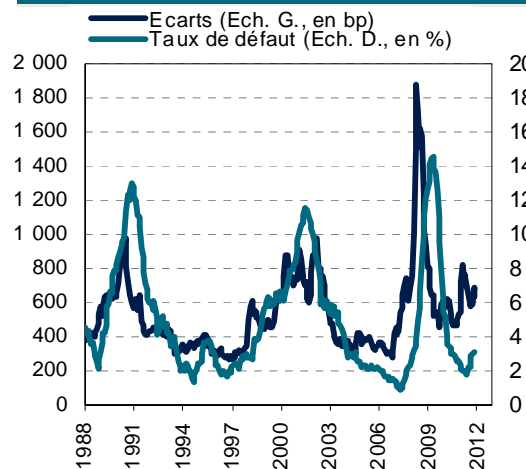
- presque deux fois supérieur au taux réel de 3,1% actuellement
- 75% supérieur aux taux de défaut attendus sur 1 an par les agences de notation (3,5%)
- 50% plus haut que les moyennes à long terme (4%)
- 30% plus faible que ne le prévoient nos scénarios pessimistes (8/9%).

La prime attractive du HY par rapport aux taux de défauts actuels, historiques et prévus est également confirmée par nos modèles internes de valeur d'équilibre, qui reposent sur les fondamentaux, les conditions financières et la volatilité implicite des actions. Selon ces modèles, les spreads du HY américain sont inférieurs à ceux du marché d'environ 200pb, correspondant donc nettement plus à un taux de défaut implicite de 4% (au lieu de 6%).

“ *Le taux de défaut implicite des spreads du HY américain est deux fois supérieur au taux actuel* ”

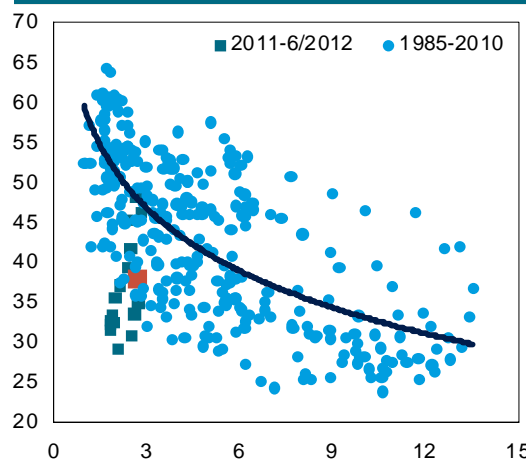
Les taux de défaut implicites des CDS aussi sont élevés par rapport aux moyennes historiques : l'indice cross over européen implique actuellement une probabilité de défaut de 38% cumulés sur les 5 prochaines années, avec un ratio de recouvrement de 40%. En d'autres termes, quasiment 20 des 50 composantes actuelles de l'indice pourraient faire défaut d'ici 5 ans. Le HY européen offre une prime à la fois par rapport au cash et aux dérivés du HY américain : les industrielles HY européennes affichent actuellement un spread de 60 pb environ par rapport à leurs homologues américaines, et si l'on ajoute les financières, cet écart monte à 170 pb. Ce dernier est essentiellement lié à l'orientation divergente des facteurs déjà mentionnée plus tôt (conditions financières, environnement macroéconomique et volatilité implicite des actions), ainsi qu'à la crise de la dette souveraine.

Ecarts des hauts rendements vs. taux de défaut



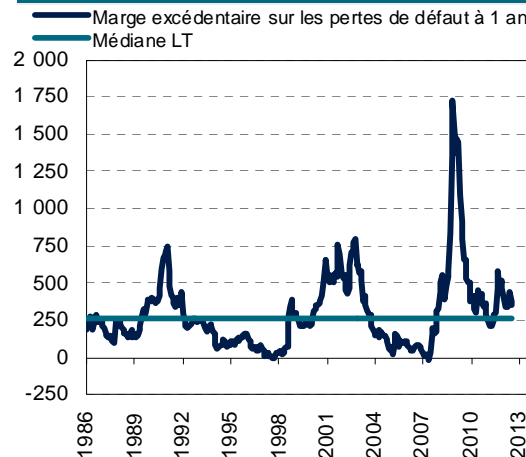
Source : Moody's, Stratégie Amundi

Taux de défaut (axe X) vs. taux de recouvrement (axe Y) : (dernière donnée en rouge)



Source : Moody's, Stratégie Amundi

Obligations haut rendement : marge excédentaire attractive



Source : Moody's, Stratégie Amundi

Mais les rendements historiquement faibles empêchent les spreads de diminuer, car les investisseurs exigent une prime plus importante

La prime persistante du HY par rapport aux fair values et à des taux de défaut historiquement très faibles est naturellement liée aux rendements extrêmement bas des obligations souveraines. On voit sur le premier graphique de cette page que le rendement moyen à l'échéance des titres spéculatifs américains est proche de plus bas historiques, alors que les spreads par rapport aux bons du Trésor sont toujours élevés par rapport aux niveaux d'avant la crise et de 94-98. On voit ainsi que pendant les toutes dernières années après la reprise du crédit suivant la crise Lehman, les spreads n'ont pas évolué au même rythme que les rendements, qui ont chuté.

Cela s'explique dans le deuxième graphique, qui compare les niveaux de rendement des bons du Trésor américain (axe X) et le rapport entre les rendements des obligations d'entreprise HY et celui des titres souverains (axe Y) depuis 1980. Comme le montre le graphique, les primes de risque de crédit, en pourcentage des rendements, ne sont pas stables mais dépendent des niveaux des rendements souverains. En effet, les investisseurs tendent à accepter de plus faibles valorisations en termes relatifs quand les rendements sont élevés, mais exigent une prime élevée en termes relatifs quand les rendements sont faibles. En réalité, des rendements faibles traduisent souvent un environnement macroéconomique défavorable, à une période où les investisseurs sont aussi confrontés à un profil de rendement/risque asymétrique en termes de durée pure. Un autre moyen d'exprimer les valorisations relatives du crédit consiste à prendre en compte le pourcentage du spread qui est payé par le rendement global d'une obligation spéculative. Depuis le recul sensible des rendements des bons du Trésor, le pourcentage représenté par le spread dans le rendement total a nettement augmenté, dépassant nettement 80%. Ainsi, un investisseur achète aujourd'hui environ 80% de risque de crédit et à peine 20% de taux sans risque quand il paie pour le rendement d'une obligation HY américaine : c'est une autre façon d'expliquer pourquoi la prime relative augmente quand le taux sans risque est faible.

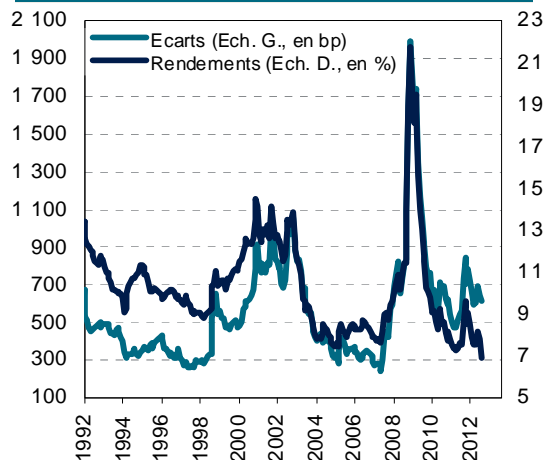
Revenons maintenant au deuxième graphique : la crise Lehman a donné lieu à des plus hauts historiques des spreads du HY par rapport aux obligations souveraines, devenant parfois 14 fois supérieurs au rendement de référence. Notons cependant, et c'est intéressant, que le lien est resté totalement intact même pendant cette phase exceptionnelle. Il s'est également maintenu dans les conditions inverses, par exemple au début des années 1980 quand l'inflation et les rendements étaient élevés. Si l'on exclut ces phases extrêmes et que l'on se concentre sur les niveaux de marché actuels, le troisième graphique peut nous aider à établir quelques prévisions sur l'évolution des spreads. Le ratio actuel du taux haut rendement sur taux des bons du Trésor reste haut par rapport aux moyennes historiques, à 5,6 pour un rendement moyen des bons du Trésor à 1,4%. Le graphique montre qu'il faudra d'une manière ou d'une autre que les bons du Trésor renouent avec des niveaux plus élevés pour "permettre" un resserrement important des spreads du HY, bien qu'ils soient toujours loin de leur fair values. Par exemple, un ratio de rendement courant de l'ordre de 4x correspondrait à un rendement souverain de 2%, soit un resserrement des spreads d'environ 50 pb.

Conclusion

Pour conclure, les spreads du HY sont historiquement attractifs par rapport au risque de défaut et aux valeurs d'équilibre, mais ne couvrent pas totalement les conséquences d'un scénario pessimiste. De plus, leur attractivité réside dans le portage d'intérêts et la protection qu'ils offrent contre le risque de durée pure, plus que dans un potentiel de resserrement important dans un environnement de taux obstinément faibles. De fait, la faiblesse des rendements souverains favorise la demande pour le portage d'intérêts, ce qui bénéficie à la demande en produits de haut rendement, mais contribue parallèlement à limiter le resserrement potentiel de leurs spreads.

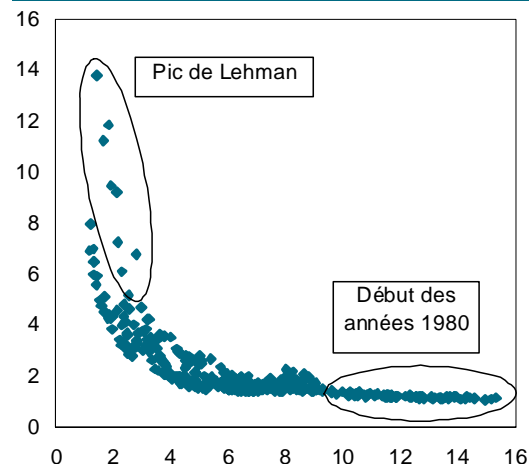
La comparaison entre les marchés HY américain et européens montre que les Etats-Unis bénéficient d'un meilleur environnement. Ainsi, l'écart entre les conditions macro, micro et financières se renforce au profit du marché américain depuis quelques trimestres, ce qui conforte notre préférence pour la dette HY aux Etats-Unis. De plus, les flux d'investissement dans le HY demeurent nettement plus dynamiques outre-Atlantique, tout comme l'activité sur les marchés primaires : un cocktail favorable qui permet de réduire les risques de refinancement pour les entreprises, et par conséquent le risque de défaut pour les prochains trimestres.

Haut rendement américain : rendements vs spreads



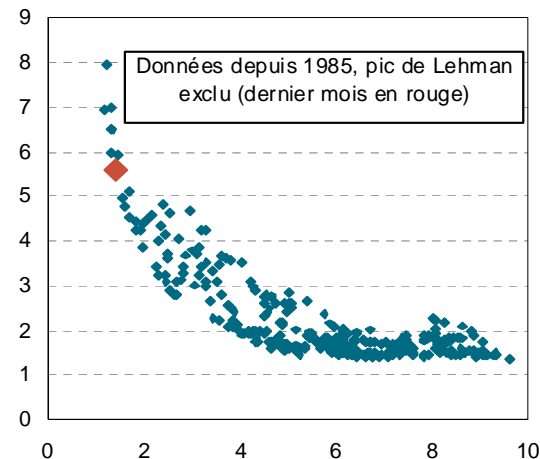
Source : Stratégie Amundi

Taux des titres du Trésor américain (axe X, en %) vs. ratio taux haut rendement / taux des titres du Trésor (axe Y)



Source : Stratégie Amundi

Taux des bons du Trésor américain (axe X en %) vs. ratio taux haut rendement / taux des bons du Trésor (axe Y)



Source : Stratégie Amundi

8 Des résultats intermédiaires marqués par la conjoncture et la crise souveraine

La saison des résultats aux Etats-Unis et en Europe est quasiment close avec près de 93% des sociétés qui ont publié, voire 100% dans plusieurs pays. C'est donc l'occasion de procéder à un bilan, d'identifier les différences géographiques et sectorielles et d'en tirer les enseignements. Le découpage trimestriel donne des indications instantanées précieuses, mais c'est une période courte et donc sujette à beaucoup de volatilité. Afin de mieux faire ressortir les tendances lourdes, nous débiterons donc cette revue par un bilan du 1^{er} semestre 2012, avant de nous pencher sur le 2nd trimestre.

Au 1^{er} semestre, les Etats-Unis se sont distingués...

Concernant le 1^{er} semestre, nous avons comparé les évolutions de bénéfices aux Etats-Unis et sur les principaux pays européens : Allemagne, Espagne Grande-Bretagne, France, Italie Suède et Suisse. **Aux Etats-Unis**, où les 30 sociétés de l'indice Dow Jones ont publié leurs comptes, **la masse globale des bénéfices nets** en euro (convertis à 1,24\$ par €) **a progressé de +7% au premier semestre** contre **-10% en Europe** (échantillon de 245 sociétés sur 7 pays).

Seul pays avec l'Allemagne à avoir vu ses résultats progresser, **les Etats-Unis se distinguent pour deux raisons**. Tout d'abord, et ceci a souvent été relevé, **une croissance économique plus favorable**, avec un PIB du 1^{er} semestre en hausse de +1.7% contre -0.5% pour l'ensemble de l'Europe, Mais également, et ceci est peu souvent précisé, **une normalisation plus rapide des profits du secteur financier**.

Concernant l'importance relative de ces deux facteurs, on observera que **en dehors du secteur financier, les profits des sociétés américaines au 1^{er} semestre se sont stabilisés (0%) au lieu d'une baisse de 9% en Europe**, ce qui reflète l'importance du substrat économique.

“ Une normalisation plus lente du secteur financier en Europe ”

L'autre élément de soutien des résultats aux Etats-Unis, est venu du secteur financier. L'Amérique ayant été relativement épargnée par la crise souveraine, dont l'épicentre était en zone euro, **les profits de ce secteur ont rebondi de +136% outre-Atlantique contre -12% en Europe**. Cette baisse de 12% en Europe se décompose à son tour entre -27% pour la zone euro, particulièrement impactée, alors que l'Europe hors zone euro, avec +2%, est demeurée légèrement positive. De même, au sein de la zone euro, les pays de la périphérie (-57%) ont été beaucoup plus impactés que ceux du cœur (-11%).

Au niveau du Dow Jones, qui ne compte que quatre valeurs financières, ce rebond a bien sûr été hyper-amplifié par la sortie du rouge de Bank of America au 1^{er} semestre (+3,1 Mds contre -6,8 Mds). Mais quoi qu'il en soit, lorsque l'on élargit l'échantillon aux 10 principales capitalisations américaines du secteur, les résultats semestriels ont marqué une progression de +11%, voire +47% y compris Bank of America. **Il s'agit cependant plus d'un rebond mécanique des profits financiers que d'un véritable redémarrage**.

Ainsi, au S1 2011, les profits du secteur aux Etats-Unis ne représentaient plus que 5% de ceux du Dow Jones contre 10% à 15% avant la crise financière de 2007

... l'Allemagne a tenu son rang, mais la France a déçu.

En Europe, où les profits globaux ont baissé de 10% au premier semestre, la situation est assez contrastée avec une ligne de fracture nord-sud très nette.

Dans le **groupe de tête**, on retrouve sans surprise l'**Allemagne** détachée avec +6% - soit à la même hauteur que les Etats-Unis - et derrière la **Suisse**, la **Suède** et la **Grande-Bretagne**, dont le recul s'échelonne de -2 à -9%.

De même, sans surprise, l'**Espagne ferme le ban** avec un repli de 30%. La surprise provient toutefois du **milieu de tableau** où l'on retrouve la **France et l'Italie** en baisse respective de 16% et 25%. Ceci constitue indéniablement une bonne performance relative de la part de l'Italie, qui a été particulièrement pénalisée par sa conjoncture domestique (PIB de -3,1% au S1 2012). En revanche, ceci est médiocre pour la France où la conjoncture a été bien plus clémente (PIB de 0,0% au S1 2012), d'autant que hors Financières, la France (-12%) fait moins bien que l'Italie (-8%).

Une analyse sectorielle plus fine révèle **qu'en France cette baisse n'a pas été l'apanage du seul secteur financier (-24%)**, mais qu'elle s'est opérée sur un front très large. Ainsi, parmi les neuf autres grands secteurs MSCI, cinq ont subi une baisse à deux

Résultat net du 1 ^{er} semestre			
Pays & Indices	2012	var. à 12 mois	
		Md €	%
Allemagne (Dax 30)	38	2	6%
Suisse (SMI)	20	0	-2%
Suède (OMX 30)	18	-1	-6%
G.B. (FTSE 100)	95	-9	-9%
France (CAC 40)	36	-7	-16%
Italie (FTSE MIB 40)	13	-4	-25%
Espagne (IBEX 35)	15	-6	-30%
Sous-total Europe	236	-26	-10%
Etats-Unis (DJ 30)	123	8	7%
Total	359	-19	-5%

Source : Factset, Stratégie Amundi

Résultat net du 1 ^{er} semestre hors valeurs financières			
Pays & Indices	2012	var. à 12 mois	
		Md €	%
Allemagne (Dax 30)	31	1	4%
Italie (FTSE MIB 40)	11	-1	-8%
Suède (OMX 30)	14	-1	-8%
Suisse (SMI)	14	-1	-9%
G.B. (FTSE 100)	75	-8	-10%
France (CAC 40)	26	-4	-12%
Espagne (IBEX 35)	13	-4	-26%
Sous-total Europe	185	-19	-9%
Etats-Unis (DJ 30)	109	0	0%
Total	295	-19	-6%

Source : Factset, Stratégie Amundi

Résultat net du 1 ^{er} semestre des valeurs financières			
Pays & Indices	2012	var. à 12 mois	
		Md €	%
Suisse (SMI)	6	1	22%
Allemagne (Dax 30)	7	1	14%
Suède (OMX 30)	4	0	5%
G.B. (FTSE 100)	20	-1	-4%
France (CAC 40)	10	-3	-24%
Espagne (IBEX 35)	2	-2	-45%
Italie (FTSE MIB 40)	1	-3	-69%
Sous-total Europe	50	-7	-12%
Etats-Unis (DJ 30)	14	8	136%
Total	64	1	1%

Source : Factset, Stratégie Amundi

chiffres de leurs résultats : les Telecom -11%, l'Energie -20%, les Matériaux de Base -32%, la Consommation discrétionnaire -42% (dont -69% pour l'Auto du fait du plongeon dans le rouge de Peugeot et -6% hors Auto) et la Technologie -74%. Si certains secteurs, comme le luxe, continuent d'afficher une santé à toute épreuve, ce coup de froid sur de larges pans de la cote souligne à la fois le faible « pricing power » relatif de nombreuses entreprises françaises, ainsi que la remontée de leurs charges de restructurations. L'an dernier, elles ont en effet probablement levé le pied trop tôt. Mais la conjoncture tardant à s'améliorer, les mesures d'économies sont désormais reparties à la hausse.

Baisse des marges au second trimestre en Europe...

En Europe, malgré un climat au bord de la récession, **les ventes** - tirées par l'international - **ont fait preuve d'une certaine résistance avec +3%**, même si elles ont été dopées par un effet change de plus de 3%. **Mais les résultats par action ont baissé de -9%**, d'où un déclin des marges, attribuable à une hausse des frais commerciaux et une difficulté à faire passer des hausses de prix à des consommateurs européens généralement sur la défensive. Le pourcentage de résultats supérieurs aux attentes du consensus s'est certes révélé majoritaire avec 55%, mais ceci ne doit pas être sur-interprété car la saison des publications a été précédée d'une activité de révision particulièrement intense. Ainsi, au cours des trois derniers mois les analystes ont revu leurs prévisions bénéficiaires de 5,7% ; un rythme inégalé depuis l'automne 2011. Mais malgré cela, le pourcentage de « bonnes surprises » sur les BPA s'est avéré inférieur à celui du trimestre précédent et à sa moyenne des trois dernières années.

En termes de croissance des résultats, les différents secteurs n'étaient pas tous à la même enseigne. Quatre sur dix ont connu une baisse à deux chiffres : la Technologie, l'Energie, les Matériaux de base et la Finance. En revanche, Services collectifs (+10%), Consommation courante (+9%), Industrie (+8%), Consommation Discrétionnaire (+1%) et Santé (+1%) ont fait preuve de résistance. Au sein de la Consommation Discrétionnaire, il convient de souligner le cas particulier du Luxe qui fort du soutien du consommateur émergent a connu une nouvelle envolée de ses résultats (+44%).

...contre une hausse aux Etats-Unis

Aux Etats-Unis, la saison des résultats a été de meilleure tenue. Les ventes sont demeurées stables mais elles ont été pénalisées par un effet change de plus de 2% suite à l'appréciation du \$ (7% contre toutes monnaies, 12% contre euro). **En revanche, les résultats ont progressé de 5%** d'où, à la différence de l'Europe, une appréciation des marges. Le pourcentage de bonnes surprises sur les bénéficiers s'est révélé plus important qu'en Europe, malgré des déconvenues sur les ventes. En d'autres termes, cela signifie que les Etats-Unis ont su s'adapter plus rapidement pour réduire leurs coûts. **Au plan sectoriel, les baisses de résultats les plus marquées (à deux chiffres) n'ont concerné que deux secteurs** : l'Energie et les Matériaux de base (comme en Europe), **contre quatre en Europe.** Mais à la différence de l'Europe, la Technologie (+7% contre -36% en Europe), et surtout la Finance (+59% contre -13%) ont su rebondir.

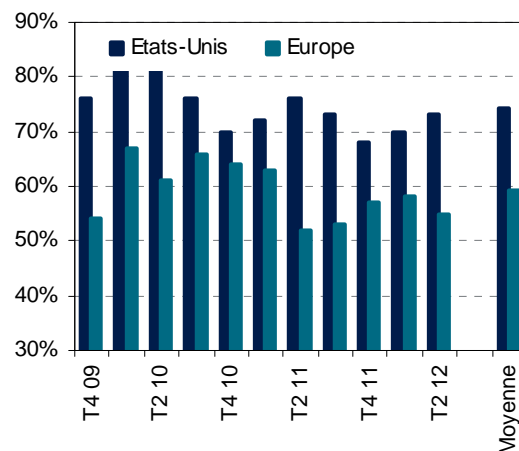
“ Une réduction des coûts plus rapide aux Etats-Unis ”

Technologie (+7% contre -36% en Europe), et surtout la Finance (+59% contre -13%) ont su rebondir.

Conclusion : l'écart de croissance des résultats entre l'Europe et les Etats-Unis devrait se réduire significativement

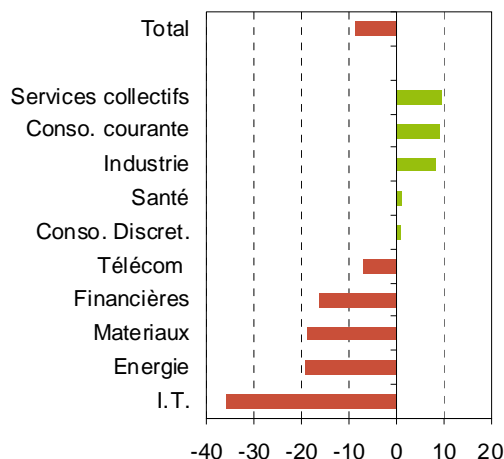
Les résultats comparativement meilleurs des entreprises américaines proviennent d'une conjoncture plus soutenue et d'un compartiment financier qui a rebondi plus vite. Par ailleurs, plus proactives en matière de baisse des coûts, elles sont parvenues à améliorer leurs marges. **Les enseignements pour les mois à venir sont dès lors assez clairs.** Comme le décalage conjoncturel entre les Etats-Unis et l'Europe devrait s'accroître sur la 2^{ème} partie de l'année, ceci sera au détriment des résultats des entreprises européennes, avec un risque accru de nouvelles charges exceptionnelles. En revanche, **le rebond des profits du secteur financier aux Etats-Unis est voué à ralentir** car la base de comparaison du 2nd semestre 2012 sera plus difficile. A l'inverse, elle deviendra plus favorable en Europe car le 2nd semestre 2011 avait déjà subi de plein fouet l'impact de la crise souveraine. Compte tenu de l'importance relative des deux facteurs, **l'avantage devrait demeurer aux Etats-Unis. Mais au lieu de s'accroître, l'écart entre les deux régions** qui était de 16% en valeur absolue au 1^{er} semestre et 14% au 2nd trimestre **devrait se resserrer** de près de moitié sur la seconde partie de l'année... à condition que la crise souveraine ne réserve pas de nouvelles surprises.

Pourcentage de résultats supérieurs aux attentes du consensus



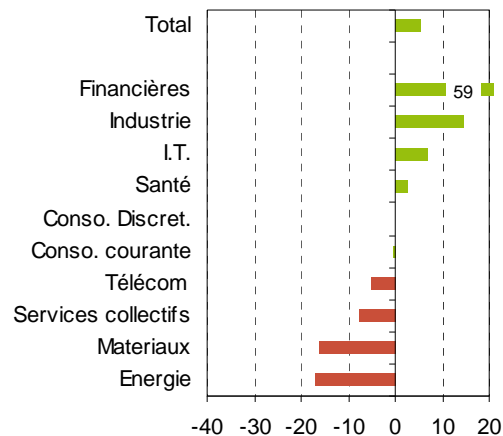
Source : Bloomberg, Stratégie Amundi

MSCI Europe : croissance des BPA par secteur au second trimestre 2012



Source : Bloomberg, Stratégie Amundi

S&P 500 : croissance des BPA par secteur au second trimestre 2012



Source : Bloomberg, Stratégie Amundi

9 Médias : l'opportunité numérique

En quelques années, Internet est devenu un outil publicitaire puissant. Egal à 5% des dépenses publicitaires mondiales en 2005, il s'est octroyé 17% l'année dernière et devrait représenter 25% en 2016 (source : WPP). On estime que la publicité en ligne comptera pour 55% de la croissance totale des dépenses publicitaires ces prochaines années (TMVA de 15% environ entre 2011-2016), et cela pourrait même être plus. Internet, par exemple, représente déjà 33% des dépenses publicitaires totales au Royaume-Uni et sa part pourrait atteindre 40% d'ici quelques années. De plus, plusieurs études montrent qu'à l'heure actuelle, la part des dépenses publicitaires sur Internet est loin de correspondre au temps que les gens passent sur ce média : ainsi, aux Etats-Unis, 33% du temps passé sur les médias est consacré à Internet, alors que seules 20% des dépenses publicitaires y sont consacrées. Le fait d'aligner la part de ces dépenses avec celle du temps passé offrirait une opportunité de 20 Mds USD aux Etats-Unis (source : eMarketer). À l'échelle mondiale, on passe à 50 Mds USD. Pour mémoire, le marché publicitaire mondial est estimé à environ 500 Mds USD.

La publicité en ligne se divise en trois catégories : le «Search» (env. 50%), le «Display» (env. 35%) et les petites annonces (env. 15%). Le Search est la chasse gardée de Google. Ce segment consiste à 1. accroître la visibilité des sites web dans les résultats des recherches par mots-clés et 2. utiliser les bons mots-clés et le bon message, et associer un prix adapté pour maximiser le positionnement, le taux de clic et le taux de conversion. Le Display consiste à renforcer la connaissance de la marque, le taux de conversion et les revenus via un ciblage et un message appropriés. Le Display en ligne n'a pas encore donné les mêmes résultats que le Search pour monétiser des audiences importantes, mais il devrait maintenant bénéficier d'avancées technologiques.

De nombreux facteurs expliquent le succès de la publicité en ligne : les campagnes publicitaires sur Internet sont bon marché (en coût par contact, c'est toujours le média le moins cher), elles ont une capacité inégalée de ciblage d'audience et enfin, leur efficacité peut être mesurée de manière précise et juste.

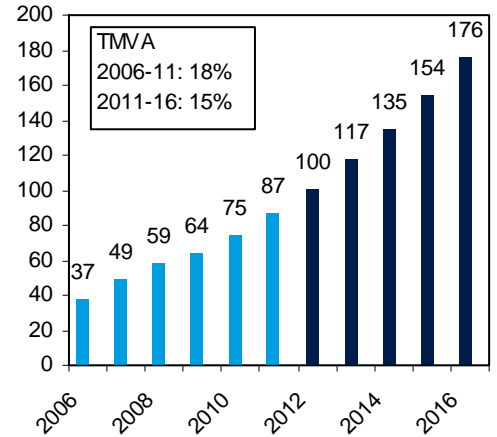
Aligner les dépenses publicitaires avec le temps passé sur Internet offrirait une opportunité de 20 Mds USD aux Etats-Unis

En Europe, les agences publicitaires sont les meilleurs vecteurs pour investir sur ce thème de croissance structurelle. Pour commencer, leur exposition très importante à Internet (30% de leurs revenus en moyenne) signifie qu'elles sont appelées à surperformer la croissance du marché publicitaire mondial dans les années qui viennent. Plus intéressant encore, elles peuvent tirer une part plus grande des budgets de leurs clients, car leur offre inclut bien plus que la simple publicité, avec des services dotés d'un fort potentiel de revenu. Par exemple, les agences publicitaires participent de plus en plus à des missions de conseil stratégique à forte valeur ajoutée sur des thèmes propres à Internet (e-commerce, mobile, réseaux sociaux) et sont capables de mettre en œuvre elles-mêmes ces stratégies en proposant des solutions sur mesure (développement de sites web, intranets, applications, etc.). Enfin, elles ont maintenant acquis le talent et les technologies nécessaires pour offrir des outils propriétaires et différenciants à leurs clients.

"L'acquisition d'audience" est sans doute l'un des outils les plus intéressants développés ces dernières années. Grâce au recours à différentes technologies (tracking et targeting, analyse de données en temps réel, intégration de sources de données multiples en ligne et hors ligne), les agences publicitaires sont aujourd'hui en mesure d'agréger une audience qualifiée et de vendre ce service avec une prime. Il s'agit pour elles d'une mutation structurelle intéressante : de simples prestataires, elles deviennent associées. De plus, le développement de "l'acquisition d'audience" va de pair avec l'automatisation des processus d'achat d'espace publicitaire ("real time bidding") qui permet de monétiser tous les stocks, y compris ceux d'espaces bon marché de moindre qualité. Ce type d'évolution rend l'activité très rentable, avec des marges supérieures à 30%. Le "real-time bidding" représente 5 à 10% de la publicité display, mais sa part devrait passer à 25% d'ici 2015, selon IDC.

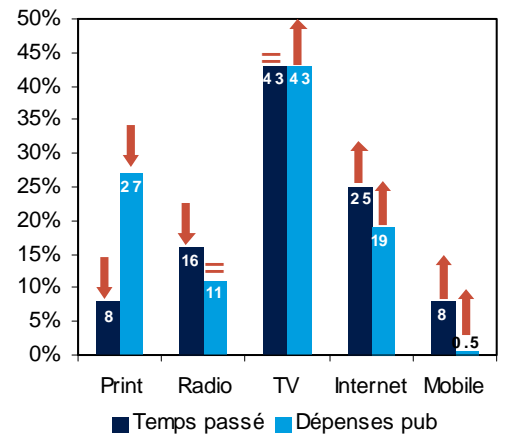
La "migration numérique" offre une opportunité en or pour les agences publicitaires telles que WPP ou Publicis. Très exposés à un média en plein essor, ces acteurs devraient mécaniquement surperformer la croissance mondiale des dépenses publicitaires dans les prochaines années, tout en confortant leurs perspectives et leur rentabilité à long terme grâce à de nouveaux investissements dans les talents et les technologies.

Dépenses de publicité numérique dans le monde (Mds USD)



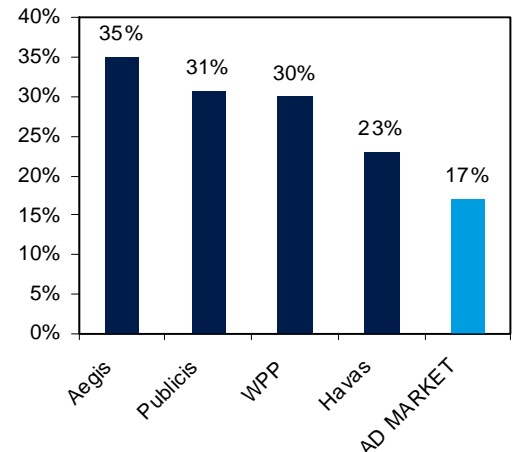
Source : WPP GroupM

% Temps passé sur les médias vs % dépenses publicitaires (Etats-Unis, 2010)



Source : eMarketer

% Revenus tirés de la publicité en ligne



Source : Rapports annuels

10 Les actifs risqués émergents face aux pertes de marges de manœuvre de leurs économies

Les investisseurs ont retrouvé de l'intérêt pour les actions émergentes

En dépit d'une forte baisse des marchés d'actions au mois de mai dernier (sortie de capitaux, ralentissement économique, baisse du commerce mondial, chute de certaines devises) les investisseurs internationaux sont revenus sur ces marchés au mois d'août. Ce retour n'est pas spécifique aux actions émergentes mais il faut reconnaître que celles-ci ont quelques atouts. Elles ont tout d'abord un retard de performance (cf. graphiques) par rapport aux actions développées et aux actifs de dette émergente libellés en dollar. De plus, leur valorisation est attractive, le multiple prix – bénéfices tendanciels pour la zone à 15x continue de creuser l'écart avec celui des actions américaines qui, lui, se situe presque à 19x, ce qui porte la prime de risque implicite aux cours actuels à 700 pb contre le taux dix ans américain, soit plus de deux fois celle offerte par la dette souveraine émergente.

Les actions vont-elles poursuivre leur mouvement ?

La performance des actions émergentes se redresse depuis la fin juin, mais cette tendance est-elle durable ? Il aurait fallu que la conjoncture des économies émergentes surprenne comme a pu le faire en début d'année celle des Etats-Unis pour que nous soyons assurés d'une hausse en ligne droite des actifs risqués émergents.

Ce n'est pas ce qui s'est produit. Le risque est maintenant celui d'une hausse de la volatilité des actions émergentes. Une perspective d'autant plus probable que la volatilité est actuellement faible.

Une conjoncture externe dégradée et des vulnérabilités internes croissantes

Le fond du problème est la capacité des économies émergentes à surprendre. D'après le dernier rapport intermédiaire sur la stabilité financière mondiale du FMI, les économies émergentes sont aux prises à la fois avec une baisse de leur demande externe et des vulnérabilités internes qui ne cessent de s'aggraver. Le volet demande externe est pour partie contingent à la crise souveraine de la zone euro. Le volet interne contrairement au précédent est plus d'ordre structurel que conjoncturel.

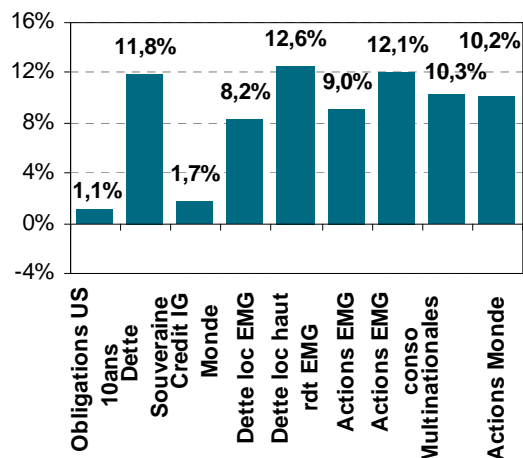
Les situations domestiques diffèrent, certes, d'une zone à l'autre, d'un pays à l'autre. Ceci étant, il existe un certain nombre de facteurs communs, notamment, en matière de marges de manœuvre économiques. La plupart des grandes économies émergentes en ont perdu plus qu'il est communément admis.

Les grandes économies (Chine, Brésil, Inde) font face à des questions de stabilité financière. Une relance de la demande domestique par le crédit n'est plus envisageable. Elle serait moins efficace qu'en 2008-09 et ferait peser sur bon nombre d'actifs domestiques un risque sérieux. Par ailleurs, certaines économies ont besoin de se redonner de la latitude sur le plan fiscal notamment l'Inde et la Russie. La hausse des revenus pétroliers devrait grandement faciliter la tâche du gouvernement russe. En Inde, la situation est plus compliquée. Les anticipations d'inflation sont menacées par une instabilité croissante de la monnaie. La roupie indienne comme le real brésilien ont perdu respectivement 15 et 25 % au 2^{ème} trimestre même si elles se sont stabilisées depuis. Les banques centrales indienne et brésilienne ne peuvent que regarder avec appréhension la remontée récente des prix des matières premières agricoles et du pétrole.

Conséquences sur les actifs d'une moindre efficacité.

Cette altération de l'impact économique pèse sur les revenus des actifs émergents. La volatilité des profits de la zone s'accroît tendanciellement depuis 2008 et les primes de risque actions lui ont emboîté le pas. Il en résulte que les actions émergentes sous-performent les actions développées depuis l'automne 2010. Dans l'environnement actuel, ce mouvement pourrait se poursuivre. Les actifs de dette demeurent ainsi plus intéressants au moins tant que nous ne disposons pas de visibilité sur une reprise à venir.

Performances depuis le début de l'année



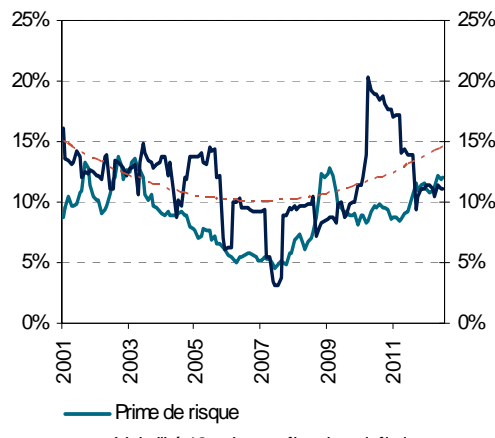
Source : Bloomberg, Stratégie Amundi

Ratio actions émergentes contre actions Monde



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Volatilité des profits et prime de risque actions



Source : Datastream, Stratégie Amundi

11 Quel est l'état de la spéculation sur les matières premières ? Les enseignements d'un indicateur

Les prix des métaux industriels sont en net repli depuis l'année dernière, -20% en moyenne sur les métaux industriels présents dans l'indice S&P GSCI. Depuis le début de l'année, les prix des principales matières agricoles sont en hausse de 35% en moyenne. De telles variations au cours d'une période relativement courte peuvent nous amener à nous interroger sur le bien fondé économique de ces variations.

Dès lors que les variations de prix des matières premières ne sont plus expliquées par les facteurs traditionnels d'offre et de demande, la spéculation fait son apparition. Comme s'il s'agissait de la partie non expliquée par nos réflexes économiques. Sur les marchés de matières premières la spéculation est un thème récurrent qui ne cesse d'alimenter les débats d'experts quant à son impact sur les prix, la volatilité ou le niveau des corrélations. Le plus souvent, pour mesurer la spéculation, les agents s'appuient sur les positions des opérateurs présents sur le marché des matières premières telles que publiées par la Commodity Futures Trading Commission (CFTC). C'est sur ces données et sur leur utilisation que nous revenons dans cet article.

La CFTC relève et publie de façon hebdomadaire (positions relevées le vendredi et publiées le mardi) l'ensemble des positions de tous les agents présents sur le marché des futures. Elle classe les agents en trois catégories : les agents commerciaux, les non-commerciaux et les « non-classifiables ». A l'intérieur de chaque catégorie une granularité plus fine est proposée mais nous nous concentrerons sur les deux premières catégories : 1) les agents commerciaux qui utilisent les futures pour se couvrir de l'évolution du prix des matières premières qu'ils détiennent 2) les agents non-commerciaux qui – abusivement appelés les agents financiers – ne détiennent que des positions sur futures ou options et pas de matières premières physiques.

La mesure la plus communément utilisée pour mettre en avant la spéculation consiste à regarder la position nette acheteuse des agents non commerciaux. L'analyse de cette mesure pour quantifier la spéculation n'est pas très pertinente. En effet, même si elle renseigne sur les perspectives des agents non-commerciaux et si elle est très corrélée au prix de la matière première sous-jacente (voir graphique 1), elle ne tient pas compte des agents commerciaux. Or la lecture de la spéculation avec les données CFTC doit se faire sur les deux jambes du marché de futures.

Revenons à la définition d'un marché de futures pour mieux comprendre cette limite. Un contrat futures est un contrat entre deux parties qui s'accordent sur une date et un lieu de livraison pour une quantité et une qualité de matière première. Seul le prix n'est pas fixé car il sera négocié sur les marchés organisés. En rappelant qu'il s'agit d'un contrat bilatéral, on commence à appréhender l'insuffisance à observer uniquement le comportement des agents non-commerciaux.

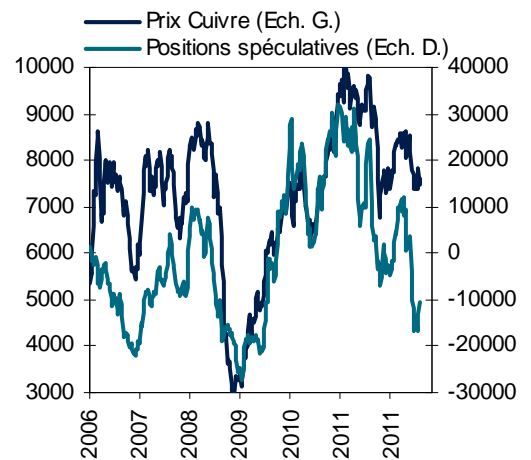
Prenons l'exemple d'une entreprise productrice de pétrole. Cette dernière souhaitera se couvrir contre une baisse du prix du pétrole car cela diminuerait son chiffre d'affaires. Pour cela, elle va émettre un contrat futures. De l'autre côté, un agent non-commercial va se porter acheteur de ce contrat en accord avec ses anticipations.

« Observer uniquement le comportement des agents non-commerciaux n'est pas suffisant »

Le risque est donc transféré d'un agent à l'autre et non pas mutualisé. Dans un « monde parfait », la rencontre entre agents non-commerciaux et agents commerciaux s'égaliserait. Ce n'est bien évidemment pas le cas. En effet, l'agent non-commercial n'est heureusement pas obligé de porter tout le risque sur l'ensemble de la durée de vie du contrat et va donc revendre son contrat à un autre agent une fois son enveloppe de risque épuisée.

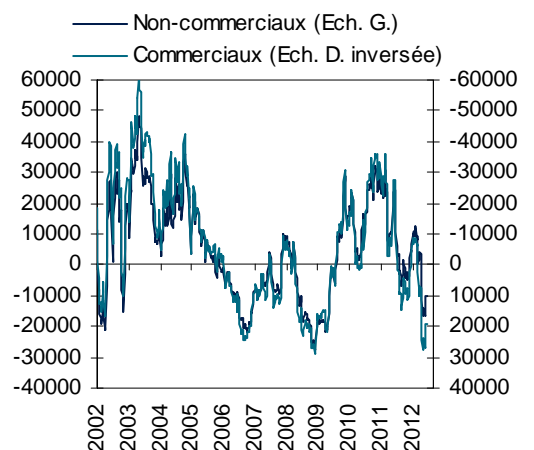
D'une manière générale les ordres de grandeur sont sensiblement identiques comme le montre le deuxième graphique. En clair, une position nette acheteuse des agents non-commerciaux correspond à une position nette vendeuse des agents commerciaux avec une échelle comparable. Maintenant, qu'il est établi que regarder uniquement le comportement des agents non-commerciaux pour mesurer la spéculation est insuffisant, c'est la notion de « positions en excès » dues aux déséquilibres apportés par l'hétérogénéité des agents qui devrait primer et non plus le niveau absolu des positions.

Positions acheteuses nettes des non-commerciaux et prix du cuivre



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Positions acheteuses nettes sur le cuivre



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Supposons que les agents commerciaux, dans leur ensemble aient besoin de 10 000 contrats avec des agents non-commerciaux pour couvrir la totalité du risque lié à l'évolution du prix du sous-jacent (en position vendeuse). Si 15 000 contrats sont recensés par la CFTC en position acheteuse chez les agents non-commerciaux, il y a un excédent de contrats de 5 000 unités. C'est en ce sens qu'on peut le mieux voir apparaître la notion de spéculation où les positions largement excédentaires pourraient influencer le prix du sous-jacent.

Une mesure ancienne mais assez simple pour mesurer cet excédent de contrats a été mise en place par Working en 1960 (voir encadré 5). L'évolution de cet indice peut être riche d'enseignements même s'il faut le lire avec précaution. Le tableau présenté à la fin de l'article fait un point sur la spéculation au cours des cinq dernières années. Ainsi, la spéculation est historiquement basse pour l'or, l'argent et le pétrole. En moyenne depuis le début de l'année, la spéculation sur ces trois matières premières est à un niveau relativement « normal » (voir graphique 5).

Le maïs et le blé ont connu leur plus haut historique en matière de spéculation cette année au cours du mois de juin 2012 (voir graphique 4). Au moment où les prix commencent à monter, l'indice de spéculation diminue indiquant soit que les positions spéculatives s'évaporent parce que les agents non-commerciaux encaissent leurs gains ou soit que les agents commerciaux augmentent leur taux de couverture pour s'assurer encore plus contre le risque de baisse. Dans le cas précis du maïs, on voit clairement que les positions spéculatives ont commencé bien avant la hausse des prix (à la mi-avril 2012). Le problème d'offre lié à la sécheresse aux Etats-Unis et en Russie était donc visible avec l'indice de spéculation bien avant que les prix ne s'envolent. Aujourd'hui, l'indice de spéculation sur le maïs ou encore le blé, est proche de sa moyenne. L'évolution du prix de ces matières agricoles est donc dirigée en ce moment par un problème d'insuffisance d'offre plutôt que par la spéculation.

Aujourd'hui, les deux matières premières qui montrent le plus de signes de spéculation sont le cuivre et le gaz naturel.

La spéculation sur le cuivre est à son plus haut niveau depuis la période 2005-2006 (graphique 3). Lors de cette période, l'indice de spéculation avait atteint 35% en janvier 2006 ce qui correspond à la période à partir de laquelle le prix du cuivre a doublé passant de 4 000\$ à 8 000\$. La hausse récente de la spéculation sur le cuivre peut laisser sous-entendre une forte hausse (ou baisse) du prix à venir. La décorrélation entre l'indice de spéculation et le prix du cuivre est très marquée depuis mai 2010.

“ *La spéculation sur le cuivre au plus haut depuis février 2006* ”

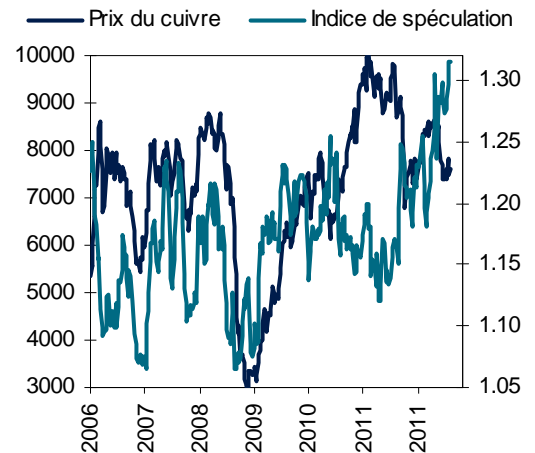
Le gaz naturel a également atteint le niveau de spéculation le plus élevé de son histoire. Ici, l'indice de spéculation est assez particulier dans sa lecture. Puisque le prix du gaz est très bas (aux alentours de 3\$) on peut imaginer que les agents commerciaux sont moins enclins à se couvrir contre une baisse du prix. L'indice de spéculation dans ce cas, représente plutôt l'appétit des agents commerciaux pour le gaz naturel mais ils ne rencontrent pas d'offre de contrats. Il est donc très difficile d'anticiper une évolution du prix du gaz naturel à partir de cet indice. La seule certitude que nous pouvons avoir est que si l'évolution du prix - pour une raison liée à l'offre ou à la demande (nous ne croyons pas à un changement brutal sur ce point) - modifie le besoin de couverture des agents commerciaux alors le mouvement de prix pourrait être amplifié par cet effet.

Conclusion

Nous avons montré les limites d'un raisonnement s'appuyant uniquement sur la position acheteuse nette des agents non-commerciaux pour parler de spéculation. Il convient en effet de prendre en compte les deux côtés du marché de *futures* et de les mettre en perspective pour souligner les déséquilibres. A cet effet, notre préférence, en termes de mesure de spéculation, se porte sur l'indice de Working.

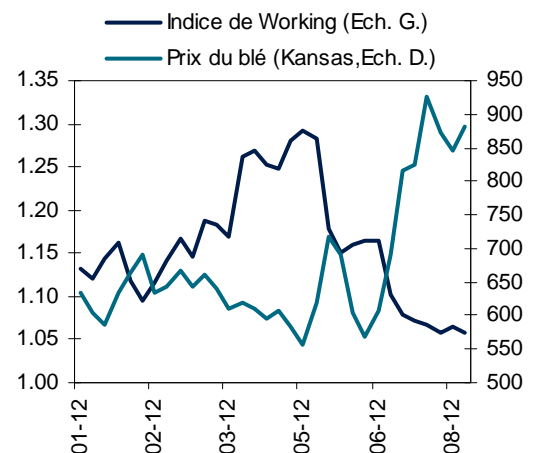
Aujourd'hui, les positions spéculatives sur le cuivre et le gaz naturel montrent un niveau de spéculation très élevé mais pour des raisons différentes. Dans le même temps, la spéculation sur les matières agricoles est revenue à un niveau moyen. C'est donc dans ce cas un problème d'offre et non la spéculation, qui dirige les prix. L'amélioration, au sens économique, des déterminants pour les principales matières premières (pétrole, cuivre, or) n'étant pas notre scénario nous ne voyons pas de changements majeurs à venir en terme de volatilité des prix des matières premières.

Indice de spéculation et prix du cuivre



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Spéculation sur le blé (Kansas)



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Encadré 5 : construction de l'indice de spéculation Working (1960)

Cet indice est très largement utilisé dans la littérature académique pour parler de spéculation. Elle définit la spéculation comme le surplus de contrats nécessaire pour faire face à la demande des agents commerciaux. Elle s'écrit :

$$W = \begin{cases} 1 + \frac{SS}{HL + HS} & \text{si } HS \geq HL \\ 1 + \frac{SL}{HL + HS} & \text{si } HS < HL \end{cases}$$

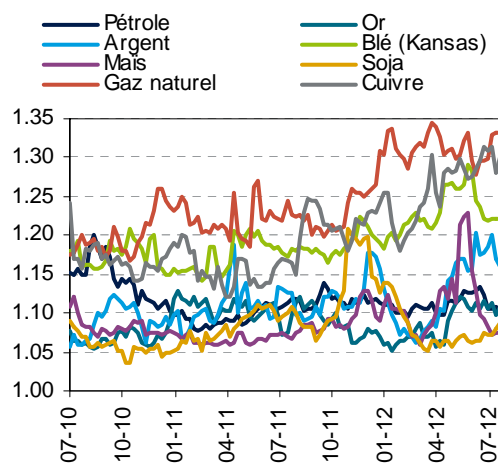
SS : Non-commerciaux vendeurs
SL : Non-commerciaux acheteurs
HL : Commerciaux acheteurs
HS : Commerciaux vendeurs

Si les positions vendeuses des commerciaux sont supérieures aux acheteurs (HS>HL), des positions acheteuses de la part des non-commerciaux sont attendues pour équilibrer le marché alors que des positions vendeuses ne sont pas attendues par les commerciaux. La lecture de cet indice est très simple. En prenant l'exemple du cuivre (cf. graphique), on voit qu'aujourd'hui cet indice vaut 1,31. Cela signifie qu'il y a 31% de contrats excédentaires du côté des agents non commerciaux.

Gardons toutefois à l'esprit que la causalité entre positions spéculatives et évolution du prix n'est pas claire et que la corrélation n'implique pas systématiquement la causalité. En effet, quand l'indice est corrélé avec le prix du sous-jacent comme sur la période 2006-2010, on ne peut pas conclure que la spéculation tire les prix à la hausse ou à la baisse mais simplement qu'elle évolue de la même façon. En revanche, quand les prix augmentent (ou baissent) alors que l'indice de spéculation diminue (augmente), cela reflète une évolution de prix due à des mécanismes traditionnels d'offre et de demande.

Cet indice a également la propriété de pouvoir être agrégé entre matières premières de façon très simple. On peut ainsi recréer des indices de spéculation par sous-secteur et pour l'ensemble des matières premières, en les pondérant ou non. Nous prenons le parti de les pondérer en respectant les poids utilisés par l'indice S&P GSCI, car il s'agit de l'indice matières premières le plus investi par les agents non-commerciaux. Il faudra transformer les poids afin d'en obtenir sur les matières premières pour lesquelles nous disposons des données CFTC. En effet, les métaux industriels sont principalement cotés à Londres et il n'y a donc pas de données sur les positions pour ces métaux industriels. L'indice matières premières mesurant la spéculation aura dès lors une sous-pondération des métaux industriels comparé à l'indice S&P GSCI. Son utilisation ne peut être faite de manière systématique mais il peut s'avérer très utile pour observer des retournements de marché.

Indice de spéculation matières premières



Source : Datastream, Stratégie Amundi

	2008			2009			2010			2011			2012		
	g.a. (%)	IS	Corrélation	g.a. (%)	IS	Corrélation	g.a. (%)	IS	Corrélation	g.a. (%)	IS	Corrélation	Janv. 2012 (%)	IS	Corrélation
WTI	-53.5%	1.14	-	78.0%	1.14	=	15.1%	1.14	+	7.9%	1.10	=	-2.3%	1.11	-
Or	3.1%	1.09	+	27.1%	1.08	=	29.3%	1.07	=	11.1%	1.10	=	5.3%	1.09	=
Argent	-26.9%	1.09	=	57.5%	1.07	+	80.3%	1.07	+	-8.0%	1.11	-	4.1%	1.13	+
Blé Chicago	-39.3%	1.22	+	-16.0%	1.24	-	90.1%	1.17	=	-21.0%	1.18	=	39.4%	1.23	=
Blé Kansas	-27.9%	1.09	-	-22.3%	1.14	+	58.4%	1.13	-	-19.0%	1.08	=	28.4%	1.16	-
Maïs	-11.0%	1.09	=	-0.7%	1.17	=	57.0%	1.15	-	8.2%	1.08	=	31.2%	1.11	=
Soja	-17.3%	1.09	-	6.6%	1.10	=	31.3%	1.13	=	-12.2%	1.10	=	50.2%	1.08	=
Sucre	10.7%	1.07	+	118.8%	1.04	=	10.0%	1.04	=	-23.3%	1.06	+	-11.3%	1.10	=
Café	-1.8%	1.11	=	49.5%	1.10	+	36.6%	1.09	=	-10.3%	1.10	=	-26.2%	1.22	-
Cacao	20.8%	1.16	-	33.1%	1.11	=	-11.0%	1.13	+	-26.4%	1.15	=	11.0%	1.14	=
Gaz Naturel	-24.7%	1.24	-	3.3%	1.17	=	-27.2%	1.18	=	-34.3%	1.22	-	-5.5%	1.31	-
Cuivre	-54.2%	1.14	+	141.4%	1.17	=	31.4%	1.18	=	-21.3%	1.18	=	0.1%	1.26	-

IS : Indice de Spéculation

Corrélation : corrélation entre l'indice de spéculation et l'évolution du prix des matières premières

Lecture : le cuivre a un indice de spéculation moyen depuis le début de l'année à 1,26 soit 26% de spéculation. Sur cette même période, il est négativement corrélé à l'évolution du prix.

Cross asset investment strategy

Stratégie et recherche économique



Correspondants

Rédacteur en chef

Philippe Ithurbide – Directeur Recherche, Stratégie et Analyse – Paris

+33 1 76 33 46 57

Rédacteurs en chef adjoints

Didier Borowski – Responsable Stratégie & Recherche Economique – Paris

Richard Butler – Responsable Analyse crédit – Paris

Stéphane Taillepiéd – Responsable Analyse financière – Paris

Contributeurs

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

Sergio Bertoncini – Stratégie & Recherche Economique – Milan

Didier Borowski – Responsable Stratégie & Recherche Economique – Paris

Bastien Drut – Stratégie & Recherche Economique – Paris

Philippe Ithurbide – Directeur Recherche, Stratégie et Analyse – Paris

Frédéric Labia – Analyse financière – Paris

Rémy Lambinet – Stratégie & Recherche Economique – Paris

Tristan Perrier – Stratégie & Recherche Economique – Paris

Florian Roger – Stratégie & Recherche Economique – Paris

Ibra Wane – Stratégie & Recherche Economique – Paris

Support

Pia Berger – Recherche, Stratégie et Analyse – Paris

Florence Dumont – Recherche, Stratégie et Analyse – Paris

AVERTISSEMENT

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

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

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

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

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

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

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