

Analyse en bref

- 1 La BCE s'oppose fermement au rééchelonnement de la dette grecque proposé par le gouvernement allemand.** Dans le nouveau plan d'aide à la Grèce, les gouvernements des pays du cœur de la zone euro souhaitent mettre à contribution le secteur privé sur la base du volontariat. Deux propositions sont sur la table : (1) un roulement volontaire des obligations venant à échéance et (2) un échange de dette avec allongement des maturités. La seconde option est violemment combattue par la BCE. Mais un compromis est probable d'ici début juillet.
- 2 Dette souveraine de la zone euro : contagion et crise systémique vs opportunités d'investissement.** S'agissant d'une éventuelle restructuration de la dette grecque, le clivage entre marchés financiers et banquiers centraux repose essentiellement sur les risques de contagion pouvant mener à un véritable risque systémique. Ces risques, potentiellement extrêmes suivant le niveau de contagion atteint, génèrent des opportunités d'investissement extraordinaires, notamment vers des entreprises souffrant de la dette souveraine de leur pays.
- 3 Actions du secteur bancaire européen : une surperformance future conditionnée à la maîtrise des risques de contagion à la périphérie de la zone euro.** Dans le pire des scénarios (contagion aux 5 pays périphériques), 42% de la capitalisation boursière des banques européennes pourraient être en risque. Si une restructuration de la seule dette grecque est gérable pour les banques européennes (hormis pour les banques grecques), il n'en serait pas de même en cas de contagion à l'ensemble des pays périphériques, incluant Espagne et Italie. En l'absence d'une telle contagion, il apparaît que le secteur bancaire offre désormais un couple risque/rendement attractif compte tenu de ses faibles multiples boursiers de valorisation.
- 4 Le dilemme des obligations d'entreprise de la zone euro : valeur actuelle contre risque souverain.** Malgré le resserrement impressionnant des *spreads* observé ces derniers mois, ce sont les financières qui restent les plus rentables des obligations *Investment Grade*. Cela dit, les valorisations actuelles ne reflètent pas de scénario de risques liés aux événements extrêmes dans le domaine de la dette souveraine, mais plutôt une issue plus favorable sur les marchés à court terme. Qu'elles soient directes ou non, les répercussions semblent nettement plus préoccupantes que les risques liés à une exposition directe à la dette grecque.
- 5 Pays émergents : vers un pic de l'inflation cet été.** Les denrées alimentaires jouent un rôle particulier depuis quelques trimestres, d'une part parce qu'elles représentent une part importante des indices de prix, et d'autre part parce que leur hausse a été spectaculaire. Bonne nouvelle : du fait de leur récent repli, les taux d'inflation vont baisser de façon brutale au cours du second semestre. Certes, l'inflation de bon nombre de ces pays a des origines domestiques, comme le prix des services ou la boucle prix – salaires (c'est le cas notamment de la Chine), mais cela va sans doute permettre un repli des craintes de dérapages inflationnistes.
- 6 Les matières premières sont-elles devenues des actifs financiers comme les autres ?** Les volumes échangés sur le marché des matières premières ne cessent d'augmenter. Certains attribuent ce phénomène à la présence de plus en plus importante d'acteurs financiers. Peut-on vraiment parler de financiarisation ? Le poids de plus en plus important des agents non-commerciaux dans les échanges de matières premières est démontré. Quant à son impact sur le niveau des prix, il n'y a pas vraiment de consensus.
- 7 Actions : le niveau élevé des marges est-il inquiétant ?** Vont-elles dépasser le point haut du cycle précédent ? C'est un sujet qui fait débat sur le marché mais nous nous intéressons plutôt à sa réaction une fois le pic des marges atteint. En remontant aux années 50, nous observons qu'un repli brutal du marché d'actions est peu probable dès l'atteinte du pic. Il n'y a donc aucune urgence à anticiper la fin du cycle.
- 8 Japon : faut-il se réjouir du rebond à court terme ou craindre les risques à moyen terme ?** Les investisseurs montrent de l'intérêt pour le calendrier et l'ampleur du rebond économique potentiel. Dopée par les travaux de reconstruction, l'économie opérera un redressement en V entre décembre et juin. Le paysage économique à moyen terme n'est toujours pas encourageant. Le secteur privé nippon est confronté aux risques de rupture de la chaîne d'approvisionnement internationale et de la gestion en flux tendus. Les exportations pourraient rester en berne le temps que les sociétés trouvent des moyens de renforcer leur stabilité.
- 9 Les devises nordiques sont-elles encore attractives ?** Après avoir retrouvé leurs niveaux d'avant-crise, les couronnes norvégienne et suédoise ne devraient pas en rester là. Elles sont notamment portées par une conjoncture économique plus favorable qu'en zone euro et par une politique monétaire plus agressive.

Achévé de rédiger le lundi 13 juin 2011

En savoir +

- 1 La BCE s'oppose fermement à un rééchelonnement de la dette grecque proposé par le gouvernement allemand** page 5
- 2 Dette souveraine de la zone euro : contagion et crise systémique vs opportunités d'investissement** page 8
- 3 Actions du secteur bancaire européen : une surperformance future conditionnée à la maîtrise des risques de contagion à la périphérie de la zone euro** page 11
- 4 Le dilemme des obligations d'entreprise de la zone euro : valeur actuelle contre risque souverain** page 14
- 5 Pays émergents : vers un pic de l'inflation cet été** page 16
- 6 Les matières premières sont-elles devenues des actifs financiers comme les autres ?** page 17
- 7 Actions : le niveau élevé des marges est-il inquiétant ?** page 19
- 8 Japon : faut-il se réjouir du rebond à court terme ou craindre les risques à moyen terme ?**
Encadré : Flux de capitaux au Japon : que font les investisseurs ? page 21
- 9 Les devises nordiques sont-elles encore attractives ?** page 24
- 10 Liste des récentes publications** page 25

CLASSE d'ACTIFS	THEMES d'INVESTISSEMENT et PERSPECTIVES	STRATEGIES d'INVESTISSEMENT d'Amundi
Allocation d'actifs	<ul style="list-style-type: none"> Les indicateurs avancés sont en repli mais il s'agit d'un ralentissement de milieu de cycle et non pas d'un retour en récession. Les bilans des entreprises demeurent solides comparativement à l'état dégradé des finances publiques dans les grands pays développés. Les risques principaux sont aussi les plus persistants : risque de blocage institutionnel en Europe, risque de pressions haussières sur les taux longs américains, risque que le tassement attendu de l'inflation en Asie ne soit que temporaire. Il existe des opportunités sur les marchés d'actions en Europe, les cours de certaines entreprises ont subi une décote exagérée au regard de leur santé financière. La position longue dollar contribue à couvrir le risque lié au souverain européen. 	<ul style="list-style-type: none"> Maintien d'un biais positif sur les actifs risqués (actions américaines et européennes et haut-rendement), au détriment des emprunts d'Etat. Maintien des positions de couverture contre les risques de remontée brutale de la volatilité. Renforcement de la position longue USD vs EUR Caractère défensif de l'allocation renforcé par une remontée de la position cash dollar et une neutralisation des actions matières premières.
Marchés monétaires	<ul style="list-style-type: none"> La BCE a pré-annoncé une 2^{ème} hausse de ses taux pour juillet (recours à l'expression de «vigilance élevée» dans son communiqué). La BCE marquera ensuite une pause et restera prudente avec l'arrivée du nouveau président (Mario Draghi) en novembre. Léger reflux des anticipations de hausse de taux à 12 mois avec la crise des dettes souveraines. Compte tenu des divergences de cycle au sein de la zone, la BCE a peu de marges de manœuvre pour monter ses taux plus agressivement. Les achats de titres du Trésor par la Fed dans le cadre du QE2 s'achèveront comme prévu fin juin. L'incertitude liée à la fin du QE2, couplée à celle sur la conjoncture : la Fed attendra encore plusieurs semaines, voire plusieurs mois avant d'ôter la phrase selon laquelle elle gardera ses «taux inchangés pendant une période prolongée». Pas de hausse des taux attendue avant le S1.2012. 	<ul style="list-style-type: none"> Le taux Eonia converge tendanciellement vers le taux de refinancement de la BCE. Après un plateau, les taux Euribor vont repartir graduellement à la hausse au S2.2011. Aux Etats-Unis, les taux monétaires sont à leur plus bas niveau historique ! Le Libor 3 mois est même tombé en dessous du taux de rémunération des réserves excédentaires des banques. Une remontée est inévitable...
Marchés obligataires	<ul style="list-style-type: none"> Les taux sur les emprunts d'Etat ont reflué de part et d'autre de l'Atlantique depuis le début du mois de mai, les taux à 10 ans tombant en deçà du seuil de 3,0% aux Etats-Unis et en Allemagne. Ce mouvement de fuite vers la qualité lié à la crise des dettes souveraines et aux mauvais chiffres conjoncturels aux Etats-Unis (emploi décevant, ISM industrie en baisse) ne devrait pas durer. Nous anticipons toujours une remontée des taux d'intérêt dans les grands pays développés en ligne avec notre scénario de normalisation. Aux Etats-Unis, le mouvement d'aplatissement de la courbe ne s'enclenchera qu'avec un changement de ton significatif de la Fed : rien à attendre de ce côté-là avant août au plus tôt. Sur le segment long de la courbe, la fin du QE2 couplée au risque (très improbable) de non relèvement du plafond de la dette fédérale (qui mettrait en défaut les Etats-Unis dès le 2 août) menace de pousser les taux longs à la hausse... 	<ul style="list-style-type: none"> L'écart de taux courts entre l'Allemagne et les Etats-Unis a peu de potentiel d'élargissement. Maintien d'une position de «bear flattening». Les risques sont asymétriques, notamment aux Etats-Unis avec un taux à 2 ans qui - en deçà de 0,4% - est proche de son plus bas historique ! L'aplatissement de la courbe pourrait toutefois se produire un peu plus tardivement. Tableur sur la remontée de la volatilité obligataire, très en deçà de sa moyenne historique, notamment sur les <i>Treasuries</i>.
Crédit	<ul style="list-style-type: none"> Les <i>spreads</i> ont évolué sans tendance en mai, puisque le recul des rendements obligataires et la hausse des primes de risque souverain ont empêché tout nouveau resserrement. Toutefois, les marchés du crédit ont démontré leur résistance face à la forte volatilité des marchés des matières premières, des devises et des actions. Les fondamentaux, les facteurs techniques et les valorisations sont restés bien orientés. Il fallait s'attendre au rebond de volatilité puisque les risques liés aux événements extrêmes dans le domaine de la dette souveraine ne se sont pas reflétés dans les valorisations actuelles. 	<ul style="list-style-type: none"> Rester surpondéré sur le <i>High Yield vs Investment Grade</i> et sur la finance vs industrie. Les performances resteront intéressantes au S2.11, bien qu'inférieures à celles des deux dernières années.
Actions	<ul style="list-style-type: none"> Les résultats trimestriels des sociétés ont été de bonne facture et ont procuré un soutien aux marchés d'actions. Les risques macro (fin du QE2, risque souverain, perturbation de la chaîne de production suite au drame japonais) pourraient temporairement prendre le dessus d'autant que les indicateurs avancés de l'économie plafonnent. La correction des prix du pétrole est potentiellement une bonne nouvelle pour les actions. Cependant, les valeurs défensives l'emportent sur les valeurs cycliques depuis quelques semaines, traduisant une prudence qu'il faut prendre au sérieux. Nous devons donc rester encore conservateurs dans nos choix. Certes la croissance des profits va se normaliser, mais elle restera positive et sans doute à deux chiffres au cours des 12 prochains mois. Nous restons sur l'idée que les marchés d'actions peuvent aller plus haut dans ce cycle. 	<ul style="list-style-type: none"> Au sein des pays développés, nous privilégions toujours les Etats-Unis et la zone euro au détriment du Japon et de l'Europe ex-EMU. Ne pas sous-pondérer les marchés émergents qui devraient finir par profiter d'un essoufflement des risques inflationnistes. Au niveau des secteurs européens, nous avons une préférence pour un mixte de valeurs cycliques et défensives.
Marchés émergents	<ul style="list-style-type: none"> Les actions émergentes, après un très difficile début de mois de mai, ont renoué avec des trajectoires haussières. Le choc était exogène à la zone. L'appétit pour le risque s'étant brutalement détérioré avec le retour de vives inquiétudes quant à la solvabilité de la Grèce. Les marchés de la dette publique libellée en dollar maintiennent le cap, bénéficiant du rebond de la devise américaine. La persistance de l'inflation en Asie pourrait contraindre les investisseurs à envisager une poursuite des cycles de resserrement bien au-delà de ce qui est anticipé actuellement. Une telle révision des anticipations ne serait pas sans conséquence sur le prix des actifs domestiques à commencer par les actions. Nous restons donc neutres sur les actions émergentes malgré l'amélioration des valorisations. 	<ul style="list-style-type: none"> Neutralité sur les actions émergentes en attendant le tassement des taux d'inflation domestiques. Surpondération de la dette émergente libellée en monnaie locale ou en devises de réserves.
Matières premières	<ul style="list-style-type: none"> L'or est très surévalué mais le restera tant que les risques persisteront (risques géopolitiques, risques liés à l'insoutenable des dettes souveraines de part et d'autre de l'Atlantique,...). Le ralentissement de l'économie mondiale entraîne un tassement de la demande, ce qui devrait contribuer à détendre le déséquilibre entre offre et demande sur de nombreuses matières premières au S2.2011, notamment sur les métaux industriels. 	<ul style="list-style-type: none"> La baisse récente et simultanée des cours des matières premières ne marque pas le début d'une tendance baissière durable. Par ailleurs, la demande restera forte en raison de la surliquidité mondiale. Chercher à tirer profit de l'hétérogénéité de cette classe d'actifs.
Marché des changes	<ul style="list-style-type: none"> Le dollar est au plus bas depuis 50 ans en termes de taux de change effectif réel. Cette situation reflète la montée en puissance des devises asiatiques, toujours sous-évaluées face au billet vert. Le dollar demeurera donc sous pression face à ces devises. L'appréciation du renminbi sera graduelle. Le taux de change effectif réel du renminbi s'apprécie avec l'inflation chinoise supérieure à celle de ses voisins. Le dollar devrait s'apprécier face à l'euro et au yen à un horizon de 6-12 mois en raison du début de normalisation monétaire de la Fed attendu à cet horizon. Le franc suisse profite de la crise dans la zone euro. Il peut rester fort à court terme mais est massivement surévalué face à l'euro. 	<ul style="list-style-type: none"> Renforcement de la position longue USD vs EUR à titre de couverture contre une aggravation de la crise des dettes périphériques en zone euro. Les couronnes suédoise et norvégienne seront plus attractives que le franc suisse en cas d'aggravation de la crise de la zone euro. Nous conservons notre position structurellement courte sur le dollar face aux devises émergentes et asiatiques en particulier.

Introduction

Les mois se suivent et se ressemblent pour ce qui concerne la dette souveraine euro. Les périodes d'accalmie cèdent rapidement la place à des phases de crise aiguë, et à des tentatives d'apaisement initiées par des mesures et déclarations des officiels européens. Rien de bien nouveau depuis maintenant plus de deux ans. Ce qui frappe désormais, c'est également le clivage qui existe entre les anticipations de marché et les discours officiels. Les opérateurs de marché ont tendance à privilégier un scénario de restructuration plutôt rapide de la dette grecque, alors que les seconds mettent l'accent sur la possibilité d'éviter un tel événement. Un clivage banal parce qu'habituel, diront certains, mais on ne peut qu'être frappé par la virulence des propos des banquiers centraux et officiels de gouvernements qui – pas tous cependant – voient dans une restructuration de la dette grecque un « scénario de l'horreur » (Ch. Noyer), un « scénario catastrophe pour la zone euro ».

Pourquoi une telle virulence ? Certes, il y va de leur crédibilité et de celle des mécanismes mis en place pour éviter une restructuration, il y va aussi de la crédibilité de la zone euro ... mais plus que cela, c'est de risques de contagion dont il s'agit (sections 1 et 2). Les craintes de voir la crise se propager vers des pays comme l'Espagne et l'Italie dominent.

“ Dette grecque : les risques de contagion au centre des débats ”

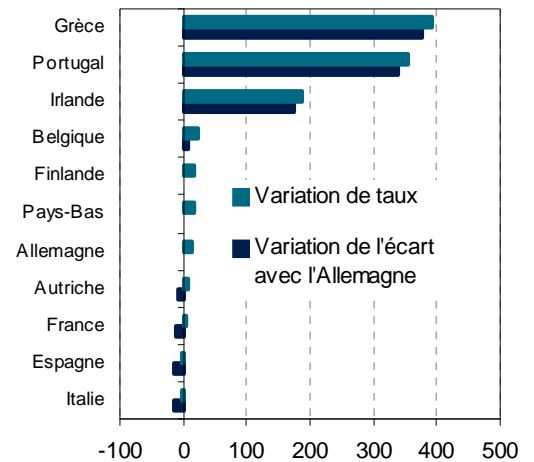
Les systèmes bancaires restent une préoccupation centrale pour les gouvernements et banquiers centraux. Il faut dire que la performance de ce secteur est encore très intimement liée à celle des souverains correspondants, et que la situation que nous avons connue lors des tout derniers trimestres n'est pas en leur faveur. Dans la section 3, nous montrons que l'impact d'une restructuration avec décote reste gérable quand il s'agit des périphériques tels que la Grèce, l'Irlande ou même le Portugal, mais que cela devient vite un risque systémique pour peu que cela concerne également de grands pays comme l'Espagne et l'Italie. A la lumière de ces résultats, on comprend mieux pourquoi gouvernements et banquiers centraux feront tout pour circonscrire le problème aux trois premiers pays, mais on comprend mieux aussi l'urgence de régler les difficultés de ces pays. Dans la section 4, nous analysons le marché du crédit *corporate* à la lumière du risque souverain. Le resserrement des *spreads* observé ces derniers mois est impressionnant, et ce sont les financières qui restent les plus rentables de l'univers des obligations *Investment Grade*. Autrement dit, les valorisations actuelles ne reflètent pas de scénario de risques liés aux événements extrêmes dans le domaine de la dette souveraine, mais plutôt une issue plus favorable sur les marchés à court terme.

L'observation des *spreads* de crédit souverains montre que les anticipations de marché restent encore extrêmement réservées. Le plan de sauvetage en faveur de la Grèce ne se traduit pas par un repli des taux et des écarts de crédit. Par rapport au début du mois de mai, les *spreads* se sont de nouveau élargis. Par exemple, sur le secteur 10 ans, le *spread* grec a progressé de 150 points de base, le *spread* portugais de plus de 100 points de base, et le *spread* espagnol de plus de 50 points de base. Au total, les taux 10 ans grecs se situent à près de 16%, et le 2 ans dépasse désormais la barre des 25%.

Niveau des taux et des écarts de crédit vs Allemagne et pays de la zone euro

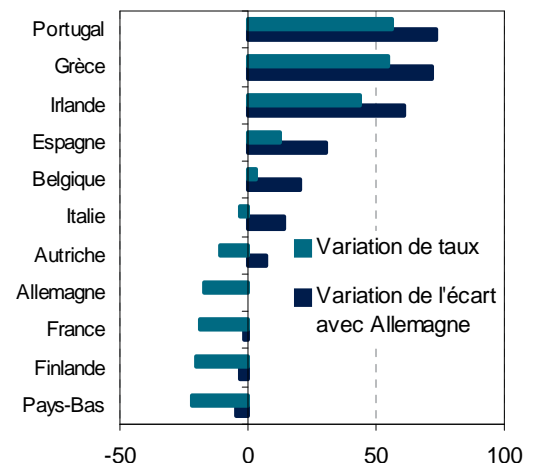
au 10 juin	2 ans	Spread 2 ans	5 ans	Spread 5 ans	10 ans	Spread 10 ans	25 ans	Spread 25 ans
Allemagne	1.51%		2.18%		2.94%		3.59%	
France	1.65%	14	2.54%	36	3.34%	40	3.94%	35
Finlande	1.62%	11	2.40%	21	3.26%	31		
Pays-Bas	1.59%	8	2.41%	23	3.21%	27	3.66%	6
Autriche	1.68%	16	2.59%	40	3.34%	40	3.96%	37
Espagne	3.55%	204	4.76%	258	5.54%	260	6.01%	242
Belgique	2.27%	76	3.37%	119	4.09%	115	4.56%	97
Portugal	10.44%	893	11.33%	915	10.23%	729	7.98%	439
Irlande	11.65%	1013	11.60%	941	10.92%	797		
Italie	3.00%	148	3.95%	177	4.64%	170	5.43%	184
Grèce	25.17%	2366	18.42%	1624	15.97%	1303	11.59%	800

Variation du taux 10 ans depuis le début de l'année



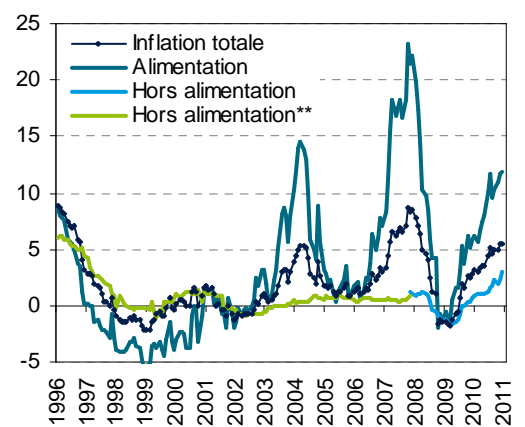
Source: Datastream, Stratégie Amundi

Variation du taux 10 ans depuis début mai



Source: Datastream, Stratégie Amundi

Inflation en Chine



Source : Datastream, Stratégie Amundi **rétropolée

L'autre grand sujet de discussion concerne l'inflation dans les pays émergents. Le fort niveau de croissance de certains grands pays (Chine en tête) – une croissance le plus souvent autonome – laisse à penser qu'il va désormais falloir s'habituer à des niveaux d'inflation plus forts que ceux qui ont prévalu dans la période récente. Un regain d'optimisme lié au repli des denrées alimentaires envahit les marchés car, compte tenu de l'importance de cette composante dans les indices de prix des pays émergents (entre 30 et 40% des indices), il y a fort à parier que l'inflation va régresser (section 5). Attention toutefois : un effet de base sur les prix alimentaires, ce n'est pas un vrai repli de l'inflation, et l'inflation a beaucoup d'autres sources, bien souvent domestiques, que les banques centrales se doivent encore de mieux maîtriser.

Le sujet traité en section 6 est un sujet polémique : il s'agit des facteurs poussant les prix des matières premières à la hausse. L'envolée des matières premières trouve son origine dans le rebond de la croissance mondiale, et dans la forte progression de la demande de la part des pays émergents, Chine en tête. Mais cela n'est pas tout. De plus en plus, les marchés financiers sont considérés comme responsables de la hausse des prix. Peut-on désormais considérer que les matières premières sont devenues des actifs financiers comme les autres ? Les volumes échangés sur le marché des matières premières ne cessent d'augmenter, et certains attribuent ce phénomène à la présence de plus en plus importante d'acteurs financiers. Il s'avérerait utile de préciser l'impact réel des agents financiers sur la détermination du prix des matières premières ? Peut-on vraiment parler de financiarisation ?

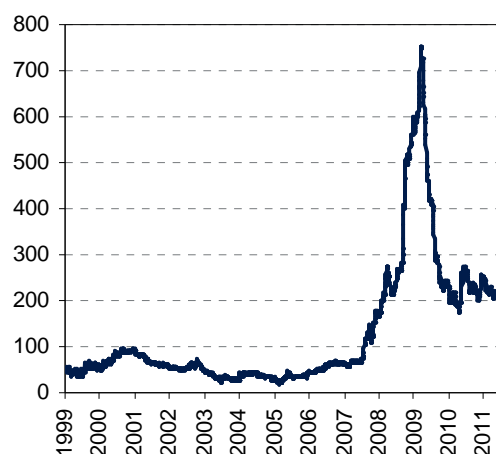
Le repli de la croissance, la fin programmée du *quantitative easing* et les craintes inflationnistes ont clairement pesé sur les marchés d'actions qui ont tous cédé du terrain en mai. Un autre débat a surgi : celui concernant le niveau des marges qui ont rejoint leur plus haut, notamment aux Etats-Unis (section 7). L'expérience montre qu'un repli brutal des actions n'est pas une conséquence automatique de marges élevées. La fin du cycle n'est donc pas terminée.

En ce qui concerne le Japon, on ne parle pas encore de véritable cycle haussier. La révision en baisse de la croissance pour 2011 a une nouvelle fois montré la fragilité de l'économie et le caractère structurel de la catastrophe qui a frappé le Nord-Est de l'île. Cela ne remet pas en cause les bonnes perspectives de l'économie, mais cela aura lieu plus tard que prévu, c'est-à-dire en 2012 (section 8). En attendant, ruptures d'approvisionnement et difficultés à exporter vont demeurer des préoccupations importantes. Nous avons ainsi révisé à la baisse les prévisions de croissance du PIB pour 2011 (-0,7% au lieu de +0,7%) et pour 2012 (2,5% vs 2,8%).

“ Japon : ruptures d'approvisionnement et difficultés à exporter perdurent ”

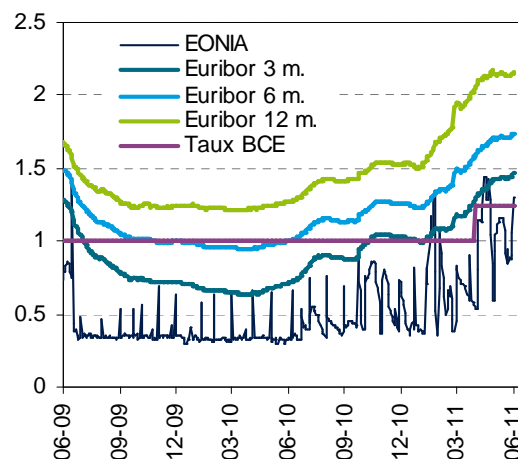
Sur le marché des changes, à l'instar du franc suisse, les devises nordiques ont fait preuve d'une belle performance depuis quelque temps. Les couronnes norvégienne et suédoise ont retrouvé leurs niveaux d'avant-crise, et leur appréciation devrait se poursuivre. Parmi les facteurs porteurs, nous avons retenu plus spécialement une conjoncture économique plus favorable que celle de la zone euro d'une part, mais aussi une politique monétaire plus agressive d'autre part ... deux gages d'appréciation à venir (section 9).

Prime de risque des obligations financières en Europe (en pbs)



Source: Datastream, Stratégie Amundi

Taux monétaires dans la zone euro



Source: Bloomberg, Stratégie Amundi

1 La BCE s'oppose fermement à un rééchelonnement de la dette grecque proposé par le gouvernement allemand

Les dirigeants européens se divisent quant aux modalités du plan de soutien nécessaire à la Grèce. Les dernières semaines ont été riches en déclarations fracassantes. Si une restructuration de la dette grecque avec décote (*haircut*) est désormais exclue en raison des risques de contagion (cf. section suivante), les gouvernements des pays du cœur de la zone euro souhaitent – d'une façon ou d'une autre – mettre à contribution le secteur privé sur la base du volontariat. Pour ce faire, deux propositions sont sur la table : (1) un roulement (*rollover*) volontaire des obligations venant à échéance et (2) un échange de dette avec extension des maturités. Tandis que la première option fait petit à petit son chemin dans les esprits, la seconde – soutenue par le gouvernement allemand – est en revanche toujours violemment rejetée par la BCE. Nous revenons sur les tenants et aboutissants de la querelle en cours et sur les développements récents.

Quels sont les besoins de financement de l'Etat grec ?

Ils sont évalués à environ 60 Mds € pour 2012 et à quelque 40 Mds € supplémentaires pour 2014. Ces estimations reposent sur des hypothèses de déficits publics qui sous-estiment sans doute l'impact sur l'économie du nouveau plan d'austérité présenté au parlement (cf. ci-dessous). Il est donc probable que les besoins de financement de la Grèce d'ici à fin 2014 excèdent au final les 100 Mds €. Par ailleurs, pour le second semestre 2011, la Grèce a besoin du versement de la cinquième tranche de 12 Mds € du plan de sauvetage de 110 Mds € mis en place par le FMI et l'UE en mai 2010. Or selon les règles en vigueur au FMI, ce déboursement est conditionné au fait que le pays garantisse ses sources de financement sur les 12 mois suivants, en l'occurrence donc jusqu'à mi-2012. L'Etat grec ne pouvant plus se financer sur les marchés, le versement du FMI se trouve ainsi subordonné à un accord sur un nouveau plan d'aide pour les années 2012-14. Comme la Grèce a besoin d'argent frais dès la mi-juillet, il est impératif de parvenir à un nouveau plan de sauvetage d'ici là, sous peine de défaut. Cela dit, les Etats européens le savent bien mais ils ne veulent pas, cette fois-ci, s'engager sur le moyen terme sans une participation du secteur privé. Et c'est sur les modalités de cette participation que naît le *dissensus*.

Deux options sont envisagées : « roulement » vs allongement de maturité

▪ Dans un « roulement volontaire », les détenteurs d'obligations acceptent de réinvestir les obligations venant à échéance dans l'achat de nouveaux titres publics grecs de même maturité. Les porteurs d'obligations ne doivent pas être lésés. Notons qu'un refinancement aux conditions de marché actuelles serait contreproductif dans la mesure où les taux d'intérêt sont trop élevés. Loin d'améliorer la

“ Les autorités allemandes proposent un échange de dette, assorti d'un allongement des maturités de 7 ans ”

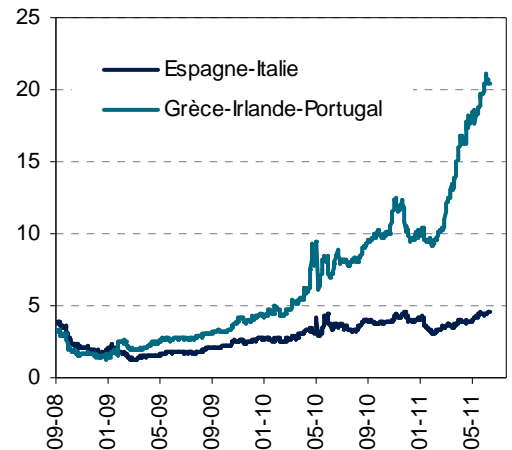
situation financière de la Grèce, une telle solution l'aggraverait en rendant les charges de la dette encore plus insoutenables. Dit autrement, pour qu'une telle solution soit efficace, les porteurs d'obligations doivent accepter « volontairement » de racheter des obligations de l'Etat grec mais à des taux d'intérêt très inférieurs à ceux du marché. C'est là une première pierre d'achoppement : il faut convaincre les agences du caractère volontaire d'un tel refinancement.

▪ La proposition d'allonger les maturités *via* un échange de dette est revenue sur le devant de la scène avec la lettre du ministre des finances allemand, Wolfgang Schäuble, envoyée à la Troïka (FMI-UE-BCE) le 8 juin au soir. Les autorités allemandes proposent d'aller plus loin qu'un simple roulement volontaire des positions des créanciers privés, et de recourir à un échange de dette, assorti d'un allongement des maturités de 7 ans. L'objectif est de donner davantage de temps à la Grèce pour faire ses preuves et mener à bien ses réformes structurelles.

Comment se positionnent les principaux protagonistes ?

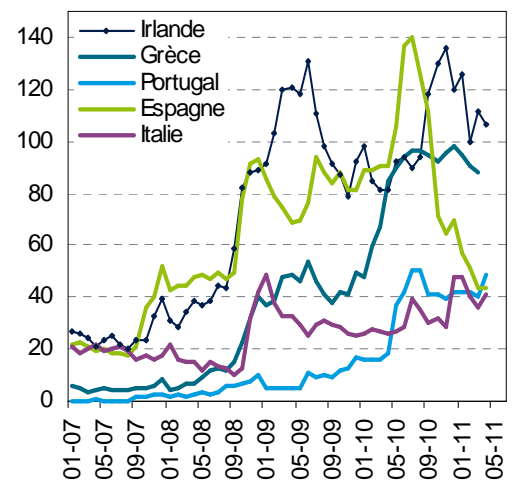
Du côté du secteur public, le parlement allemand, dans une motion votée le 10 juin, accepte de venir en aide à la Grèce à condition que le secteur privé participe au nouveau plan d'aide. Par ailleurs, l'initiative allemande a reçu le 12 juin un soutien du président de

Ratio des primes de CDS des pays périphériques avec la moyenne des pays AAA de la zone euro



Source : Bloomberg, Stratégie Amundi

BCE : Refinancement des pays périphériques de la zone euro (Mds €)



Source : Sites des Banques centrales, Stratégie Amundi

l'Eurogroupe, Jean-Claude Juncker, sous réserve (1) que l'accord repose sur la base du volontariat, (2) que les agences de notation acceptent de ne pas qualifier de restructuration ou d'événement de crédit une telle solution, et surtout (3) que la BCE continue de refinancer les banques hellènes, en acceptant en collatéral les emprunts d'Etat grecs. La condition *sine qua non* est l'agrément de la BCE. Or cette dernière est toujours fermement opposée à l'allongement des maturités au prétexte qu'il s'agit d'une forme de restructuration. Le vocabulaire alarmiste employé par ses membres illustre la profondeur du différend qui l'oppose à l'Allemagne. Seule concession faite par la banque centrale à ce jour, elle ne s'opposerait pas à l'option du simple roulement volontaire des positions des créanciers privés. Elle exclut toutefois d'y participer. Rappelons que ses statuts ne lui permettent d'acheter des titres souverains que sur le marché secondaire, pas sur le marché primaire.

“ Le vocabulaire alarmiste employé par la BCE illustre la profondeur du différend qui l'oppose à l'Allemagne ”

Du côté du secteur privé, il est intéressant de noter que les banques françaises et allemandes – qui sont les plus gros détenteurs étrangers de titres souverains grecs (si l'on exclut la BCE) – semblent accepter de participer à l'une ou l'autre des propositions. Le directeur de l'association des banques privées allemandes, Michael Kemmer, observe que la proposition de son gouvernement n'est pas « déraisonnable ». Et, selon le Financial Times, les banques françaises seraient prêtes à participer à un roulement de leurs avoirs, à condition que tous les créanciers en fassent de même.

Quel est l'agenda politique ?

Les prochaines dates clé sont la réunion de l'Eurogroupe le 20 juin, puis le sommet des chefs d'Etat et de gouvernement des 23 et 24 juin prochains. Les rencontres informelles vont se multiplier d'ici là. En Grèce, un plan fiscal de moyen terme a été ratifié par le Cabinet le 9 juin et envoyé au parlement le même jour. Ce dernier vise à économiser 28 Mds € d'ici fin 2015 et à mettre en place un programme de privatisations de 50 Mds €. Compte tenu de l'importance des enjeux, le Premier ministre Papandréou en a appelé dès le lendemain à « transcender les clivages partisans » afin de parvenir à un vote favorable du parlement avant le sommet des 23-24 juin. Toutefois, au regard de l'intensité des dissensions politiques locales, il paraît peu probable qu'un tel vote puisse voir le jour avant la fin juin.

“ Prochaine date clé : le sommet des chefs d'Etat et de gouvernements des 23 et 24 juin prochains ”

Un allongement de maturité constitue-t-il un événement de crédit ?

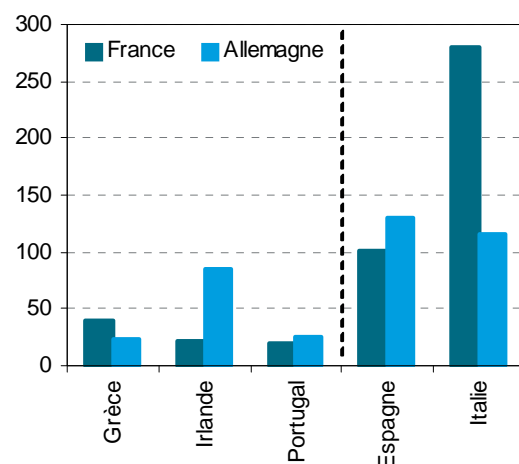
C'est ce que craint la BCE qui en fait la base de son argumentation pour rejeter cette option. Or il convient de noter que sur ce point fondamental les analyses divergent. Les agences de notation n'ont pas toutes les mêmes critères de jugement. Dans la décision finale, il y a nécessairement une part de subjectivité : il faut juger dans quelle mesure les porteurs d'obligations agissent ou non sous la contrainte. En outre, le caractère volontaire ne suffit pas à écarter le risque que l'une des agences qualifie d'événement de crédit l'accord trouvé. Il faut par ailleurs s'assurer que :

- La participation des investisseurs privés ne soit qu'un appoint à l'aide globale apportée : le plan d'aide du FMI et de l'UE doit, à lui seul, être jugé suffisant pour éviter le défaut de l'Etat grec.
- Les titres proposés en échange doivent être au moins aussi avantageux que ceux qu'ils remplacent.
- Tous les créanciers doivent être traités sur un pied d'égalité (ceux qui acceptent l'échange ne doivent pas avoir un statut différent de ceux qui le refusent).

A quelle(s) condition(s) les contrats CDS peuvent-ils être exercés ?

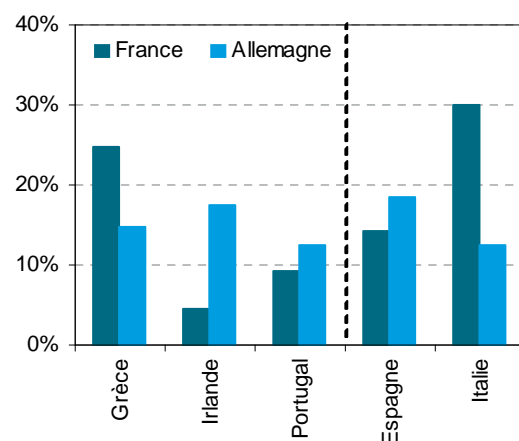
Les contrats CDS étant des contrats bilatéraux de gré à gré, il n'y a pas de règle générale quant à la nature de l'événement de crédit susceptible de déclencher leur règlement. Toutefois, l'association internationale des swaps et dérivés (*International swaps and derivatives association, ISDA*) a contribué à standardiser la définition d'un événement de

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



Source: BRI, Stratégie Amundi

Expositions française et allemande aux pays périphériques (en % des dettes détenues par des étrangers, T4-10)



Source : BRI, Stratégie Amundi

crédit dans les contrats *CDS* au cours des dernières années. David Geen, son directeur général, a tenu à préciser le 8 juin qu'un accord volontaire que ce soit pour réinvestir dans de nouveaux titres ou pour échanger des obligations avec d'autres d'une maturité plus longue, ne devrait pas constituer un événement de crédit. L'argument ultime pris en considération par l'*ISDA* est le règlement ou non de la dette le jour dit aux conditions prévues. Seul le manquement à cette obligation devrait générer un événement de crédit et déclencher le *CDS*.

La décision de rouler ses positions ou de procéder à un échange de dette avec allongement de maturité sur une base volontaire est un accord qui n'entame pas le capital. Le fait que les agences de notation qualifient de défaut ou d'événement de crédit un échange de dette ne suffit pas à déclencher les contrats *CDS*.

La BCE peut-elle accepter en collatéral des titres d'un Etat jugé en restructuration ?

La BCE se le refuse. Mais il s'agit sans doute d'une posture visant à faire monter la pression sur les gouvernements. En tout état de cause, la banque centrale est seul juge de la qualité des titres qu'elle accepte en collatéral. En cas de risque majeur pour la stabilité financière, la BCE pourrait faire volte face. Ce ne serait pas une première : au printemps 2010, et contrairement à ses déclarations initiales, la banque centrale avait en définitive (1) accepté d'acquiescer des emprunts d'Etat et (2) abandonné le critère de note minimale pour l'éligibilité des titres souverains acceptés en collatéral. C'est cette dernière décision qui lui a permis de continuer à refinancer les banques grecques et irlandaises depuis lors. Si l'une des agences de notation venait en définitive à qualifier de restructuration un allongement de maturité obtenu sur une base volontaire, le pragmatisme devrait une nouvelle fois l'emporter. Maintenir la stabilité financière de la zone entre dans le mandat de la BCE.

Y-a-t-il un risque d'effondrement du système financier grec ?

Tant que les résidents grecs sont convaincus de la viabilité de leurs banques, ils continueront de leur faire confiance et y maintiendront leurs dépôts. On observe depuis la fin 2009 une baisse marquée des dépôts bancaires des entreprises et des ménages. Rien de surprenant compte tenu de la montée du chômage qui a quasiment doublé depuis 2008.

“ On observe depuis la fin 2009 une baisse marquée des dépôts bancaires des entreprises et des ménages ”

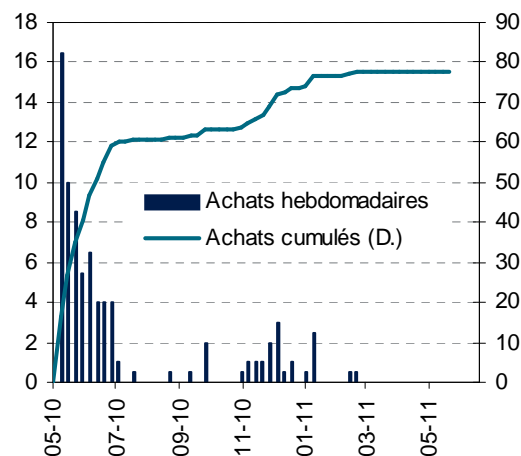
Toutefois, on note que le repli des dépôts (-17% depuis décembre 2009) dépasse de loin la contraction de l'activité économique. Il suffirait donc de peu pour accélérer le mouvement. Une panique bancaire (*bank run*) classique peut se produire si les déposants perdent confiance et commencent à craindre que leurs semblables ne retirent leurs dépôts. C'est en définitive cet argument qui rend la position de la BCE intenable.

A quoi faut-il s'attendre ?

Compte tenu de l'importance des enjeux, il y a fort à parier que les autorités européennes parviendront à un accord. Mais le bras de fer menace de durer jusqu'au tout dernier moment (fin juin/début juillet). En attendant, les déclarations des uns et des autres visent – pour faire pencher la balance à leur avantage – à maintenir une pression maximale sur les parties prenantes. Sans surprise, prendre ainsi les marchés à témoin se fait au prix d'une montée de l'instabilité financière. Les *CDS* de la Grèce, de l'Irlande et du Portugal s'envolent à leur plus haut niveau historique ; les *spreads* souverains s'élargissent sur toutes les maturités pour l'ensemble des pays périphériques (y compris Espagne et Italie) tandis que les emprunts d'Etat de pays du cœur de la zone euro servent de valeur refuge, tout comme le franc suisse qui atteint un nouveau record historique face à l'euro.

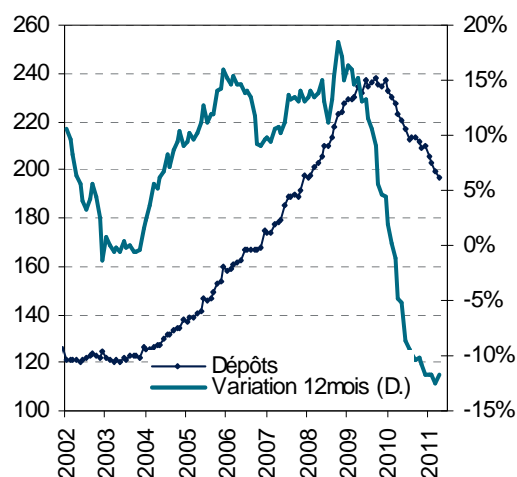
Ces mouvements sont sans doute temporaires : on observe que les progrès de l'Europe se sont souvent faits au prix de grandes tensions. En outre, la croissance tient bon dans les pays du cœur de la zone euro et la normalisation de la politique monétaire de la BCE va se poursuivre. Ceci dit, les prochaines semaines promettent d'être riches en déclarations. Des « à coups » imprévisibles sur les marchés financiers peuvent en résulter. Dans une telle configuration, il convient de s'en tenir aux fondamentaux. Mais par grand vent, il faut plus que jamais se couvrir : les stratégies longues de dollar vs euro et acheteuses de volatilité conservent tout leur intérêt.

Achats d'obligations souveraines de la part de la BCE (en Mds €)



Source: BCE, Stratégie Amundi

Dépôts des entreprises et des ménages auprès des banques grecques (en Mds €)



Source: banque centrale Grecque, Stratégie Amundi

2 Dette souveraine de la zone euro : contagion et crise systémique vs opportunités d'investissement

Depuis de nombreux mois, les perspectives – la nécessité pour certains – de restructurer la dette souveraine grecque est au centre des préoccupations. Un tel scénario est loin de faire l'unanimité, et les banques centrales ne manquent pas de mettre en avant les risques liés aux restructurations. Ce scénario, qualifié de « scénario de l'horreur » par Ch. Noyer, gouverneur de la Banque de France fait implicitement référence aux risques de contagion et de risque systémique. Dans le scénario du pire, on évoque la contagion à des pays dont le poids économique et la taille de la dette publique sont suffisamment importants pour faire vaciller l'économie et les systèmes bancaires de la zone euro. Il s'agit bien évidemment de l'Espagne et de l'Italie. L'attitude très stricte et les commentaires sévères des banquiers centraux – qui néanmoins attisent les craintes de contagion – ont notamment deux vocations : l'une est de convaincre les marchés financiers que la restructuration de la dette grecque n'est pas nécessaire, l'autre a pour ambition de convaincre qu'une telle issue serait désastreuse pour les économies et les marchés financiers.

Force est de reconnaître que jusqu'à présent, les mécanismes mis en place pour circonscrire la crise de la dette européenne n'ont pas vraiment convaincus ... comme en témoignent les mois d'avril (avec une forte dégradation du *spread* de l'Espagne contre Allemagne, sans événement particulièrement nouveau dans la péninsule ibérique) et de mai (dégradation de l'ensemble des *spreads* souverains).

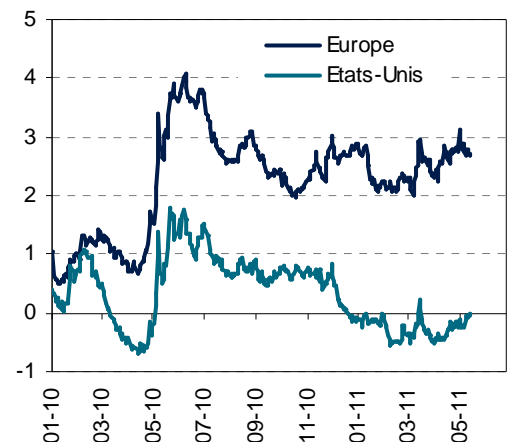
“ Les mesures et mécanismes adoptés n'ont pour l'instant pas totalement convaincu les marchés ”

Le programme de sauvetage de la Grèce décidé au tout début du mois de juin n'a pas suffi lui non plus à redonner confiance, comme en témoigne l'évolution des *spreads* de crédit souverains. La pire des contagions serait celle qui implique l'Espagne et l'Italie, compte tenu de leur poids économique et en termes de dette publique (cf. 1^{er} et 2^{ème} graphique). Il peut s'agir d'une contagion du stress financier, mais aussi d'une contagion les faisant considérer comme candidats à une restructuration de leur dette. Après tout, si la Grèce restructure et redevient solvable, quelle peut être la tentation d'autres pays à faire de même ? ou plutôt, est-il raisonnable de penser que les marchés financiers puissent se positionner dans l'attente de futures restructurations ?

L'une des difficultés de la situation actuelle, c'est qu'aucune étude n'est en mesure de montrer que la Grèce peut redevenir solvable par elle-même. Il semble donc difficile de stopper les anticipations de restructuration, à brève ou lointaine échéance. Parmi les études les plus intéressantes, selon nous, on trouve celles du FMI et du Bruegel Institute. Ces deux travaux de recherche montrent l'effort que devraient faire les pays européens (mais aussi les Etats-Unis) pour revenir à des niveaux de dette gérables. En clair, elles calculent l'effort financier nécessaire pour que des pays comme la Grèce redeviennent solvables. Le moins que l'on puisse dire, c'est que ces efforts sont gigantesques. Selon Bruegel Institute, il faudrait que la Grèce dégage un surplus primaire (déficit budgétaire – service de la dette) de près de 11% entre 2010 et 2020, puis un excédent primaire annuel de ce montant pour parvenir à un ratio de dette/publique sur PIB de 60%. De même, un excédent primaire de 6% par an et une décote de 30% permettrait également de revenir à un ratio de 60% à horizon 2025 (cf. 1^{er} graphique, page suivante).

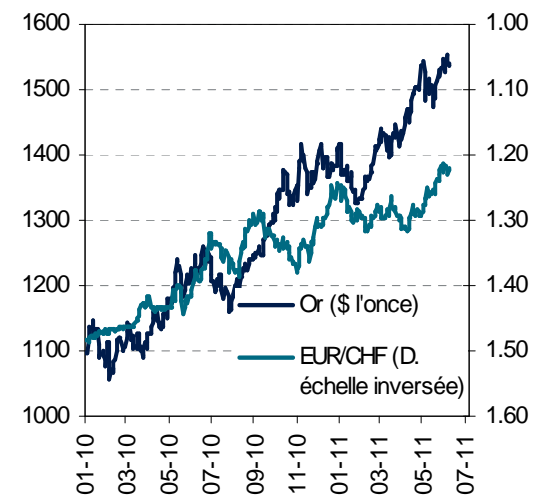
Quand on connaît le poids du service de la dette grecque, les efforts budgétaires et fiscaux déjà menés, mais aussi le poids de l'économie souterraine et de l'évasion fiscale, on voit bien qu'un tel effort est hors de portée. La Grèce porte une dette désormais avoisinant les 150% du PIB. Certes, la situation japonaise est bien pire (la dette sera de l'ordre de 250% en 2015), mais cela ne sera sans doute pas tenable non plus. Une très grande partie de l'épargne finance les émissions de *JGB*, mais cette épargne pourrait être utilisée pour la croissance et non pour le financement de la dette. Le Japon monétise sa dette, ce qui est une solution en soi à court terme, mais qui risque de faire peser bien d'autres risques à moyen et long terme. Notons qu'en zone euro, une telle monétisation n'est pas possible. Enfin, le poids de la dette est immense : la dette venant à maturité chaque année à laquelle on ajoute le déficit public annuel représente plus de 50% du PIB.

Indicateur de stress financier : Europe vs Etats-Unis



Source: Datastream, Stratégie Amundi

L'or et le Franc suisse à la hausse



Source: Datastream, Stratégie Amundi

Des restructurations ordonnées de dettes, sans contagion financière, sont-elles encore possibles ? C'est autour de cette question que les autorités européennes se divisent. Rappelons que c'est à cette seule fin que les Etats avaient définitivement entériné la mise en place de clauses d'actions collectives à compter de juin 2013. Conscients de l'insuffisance du dispositif et pour garantir un financement à moindre coût aux pays potentiellement en difficulté, les Etats européens avaient ensuite pérennisé le FESF sous la forme d'un supranational, un Mécanisme européen de stabilité (MES). A défaut d'opter pour un vrai fédéralisme budgétaire, l'Europe s'était ainsi *a priori* dotée d'un arsenal permettant d'endiguer une crise systémique du type de celle qui s'était produite au printemps 2010. Mais parier sur l'efficacité de ce dispositif, c'était implicitement parier sur un retour rapide de la confiance des investisseurs. Compte tenu du niveau d'incertitude, ces derniers ne sont pas prêts à signer un chèque en blanc aux Etats. Et ce d'autant moins que les autorités européennes continuent de se diviser sur les modalités de traitement de la crise. Les gouvernements ont dans un premiers temps suggéré d'organiser une restructuration en douceur (extension de la maturité des dettes de 7 ans), à laquelle participerait le secteur privé sur la base du volontariat.

En effet, lors du sommet des Chefs d'Etat des 11-12 mars, le taux d'intérêt – du prêt de l'UE – auquel s'endette la Grèce avait été nettement réduit (et la maturité de la dette allongée). Il ne s'agissait alors ni plus ni moins que d'une forme de restructuration de ce prêt. Mais seuls les créanciers publics – les Etats souverains – étaient alors concernés. Dès lors que l'on évoque la mise à contribution des porteurs privés, la donne change potentiellement en raison du risque de contagion. C'est pourquoi, la BCE s'oppose fermement à toute solution « non volontaire ». Enfin, les agences de notation menacent de considérer comme un événement de crédit toute forme d'extension des maturités. Cette « cacophonie » exacerbe les tensions sur les marchés.

Plusieurs niveaux de contagion. Quand on parle de contagion liée à une restructuration grecque, il faut préciser de quoi il s'agit. Il y a bien évidemment une gradation – plusieurs niveaux de contagion et de risque – dont on doit tenir compte dans les portefeuilles :

1^{er} niveau : un impact sur les banques grecques. Rappelons que la décote actuelle de la dette grecque – un peu moins de 50% est déjà dans les livres des banques – celles qui sont en *marked-to-market* – et au moins pour partie dans ceux des compagnies d'assurance, celles qui ont dû passer quelques provisions en fin d'année 2010. En revanche, tous les portefeuilles dits « *hold-to-maturity* » n'ont pas été affectés par la valeur actuelle de la dette grecque Remettre la Grèce dans les rails de la solvabilité ne serait pas forcément une mauvaise nouvelle en soi, mais cela comporte des coûts importants.

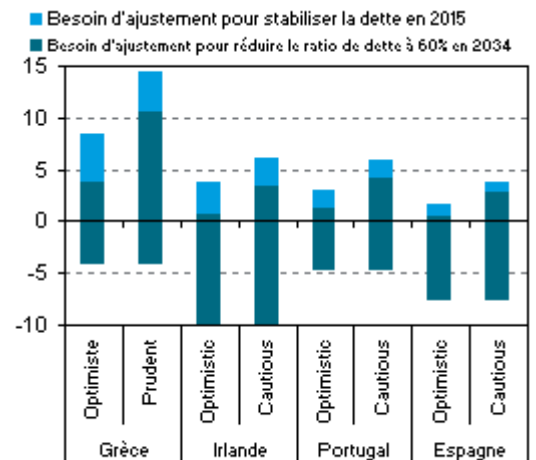
Ceci dit, un tel scénario impliquerait une attitude conciliante de la BCE. Rappelons que les banques grecques et irlandaises ne peuvent plus se refinancer dans le marché et demeurent « sous perfusion » de la BCE. La déclaration de la BCE selon laquelle elle n'accepterait plus en collatéral les titres de dette d'un pays qui aurait restructuré sa dette était une façon de fermer définitivement la porte à une restructuration « en douceur » de la dette grecque.

2^{ème} niveau : un impact sur les banques de la zone euro. Une restructuration – avec décote – de la dette grecque serait gérable pour les banques de la zone euro, mais serait un passage très difficile pour les banques grecques.

3^{ème} niveau : un impact sur les pays périphériques déjà en crise (banques et souverains). Les perspectives de restructuration ne manqueraient pas d'affecter Irlande et Portugal, les marchés se tournant désormais vers ces deux pays.

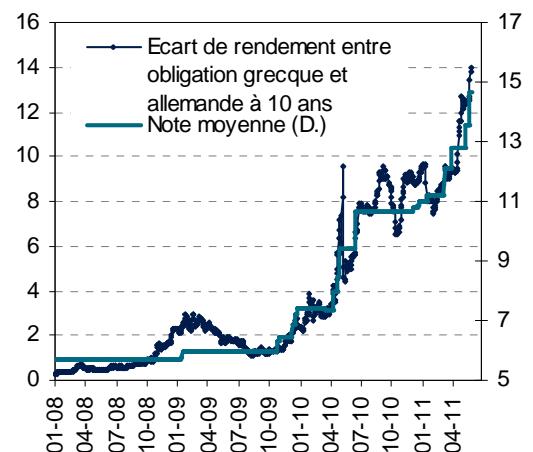
4^{ème} niveau : une contagion vers d'autres restructurations. Il n'est pas sûr – loin s'en faut – qu'une restructuration de la Grèce apaiserait la crise actuelle, car des pays pourraient être immédiatement candidats à une restructuration, Irlande et Portugal en tête. La crainte est d'ouvrir la boîte de Pandore au pire moment. Les pays en crise, devant l'immense difficulté de l'ajustement budgétaire à accomplir, pourraient être tentés de restructurer leur dette. Et quand bien même ce ne serait pas leur intention initiale, les marchés exigeraient très probablement des primes de risque de précaution pour se prémunir contre un risque de ce type. Pour des Etats fragiles, de telles prophéties deviendraient rapidement auto-réalisatrices, l'augmentation des taux d'intérêt augmentant les charges de la dette et risquant ainsi de rendre insoutenables des dettes qui ne l'étaient pas auparavant.

Ajustement requis du solde primaire (% du PIB)



Source : EPRU, Stratégie Amundi

Spread souverain grec avec le Bund 10 ans vs note de crédit moyenne



Source : Stratégie Amundi

5^{ème} niveau : une contagion vers d'autres périphériques dans lesquels la crise est encore maîtrisée mais qui sont dans le viseur des agences de notation (Espagne, Italie, Belgique). Voilà la contagion qui correspond au scénario de l'horreur. Les européens n'ont pas les moyens de venir en aide à l'Espagne et à l'Italie. Le premier représente 9% de la dette de la zone euro, mais le second représente à lui seul 25% de la dette. Les agences de notation viennent aggraver cette dynamique. La concomitance des écartements de *spreads* et de la dégradation des notes des agences illustre le rôle ambigu qui est le leur. Si elles agissent en avance, elles sont accusées de précipiter la crise. Si elles agissent avec retard, elles nourrissent la défiance des marchés. Un cercle vicieux se forme car les agences justifient souvent *a posteriori* les détériorations de notes en cascades par l'alourdissement des charges de la dette, elle-même induite par la détérioration des conditions de marché qu'elles ont contribué à générer ! En définitive, par leur comportement, les agences de notation peuvent dans certains cas augmenter la probabilité d'une contagion...

C'est ce 5^{ème} niveau de crise que craignent également nos banquiers centraux.

6^{ème} niveau : une contagion aux classes d'actifs crédit et actions de la zone euro.

Une augmentation brutale de l'aversion au risque, la mise en application de politiques de rigueur frappant l'ensemble des pays de la zone ... tout cela est de nature à affecter l'ensemble des classes d'actifs risqués de la zone euro. Pour l'heure, même si l'on observe une contagion sur les dettes européennes, visibles sur les niveaux de *spreads* de crédit, cette forme de contagion reste limitée. En revanche, la situation actuelle génère des situations anormales, en termes de valorisation, qui représentent (représenteront) sans nul doute des opportunités d'investissement intéressantes ...

7^{ème} niveau : une contagion menant à la sortie de pays de la zone euro ou à l'éclatement de la zone euro. N'en déplaise à ceux qui attendent cela depuis sa création, un tel événement a une très faible probabilité d'arriver, la solidarité entre pays permettant d'éviter une telle contagion.

La Grèce n'est pas en mesure de résoudre ses problèmes seule, c'est une chose entendue. Cela veut simplement dire que l'aide extérieure sera de nouveau indispensable. Cela veut dire aussi que le spectre de la restructuration (avec décote) et des risques de contagion ne vont pas disparaître rapidement. Autrement dit, il y a peu d'espoir de voir les *spreads* souverains des pays les plus vulnérables se resserrer dans un avenir proche ...

La dette souveraine pèse sur la valorisation de nombre d'entreprises. La crise de la dette entraîne une hausse des *spreads* souverains des pays, y compris ceux qui sont solvables. Dans ces pays, les marchés boursiers et la valorisation de nombre d'entreprises ne sont pas au niveau de leur véritable valeur, les perspectives de contagion, de restructuration ... représentant un risque important.

“ La zone euro offre des opportunités d'investissement extraordinaires dans les pays solvables ”

La zone euro est désormais composée de trois groupes de pays : les pays solides (comme l'Allemagne et le noyau dur), devenus chers en termes de valorisation boursière, les pays peu solvables, très bon marché, mais extrêmement risqués (Grèce et Irlande essentiellement), et enfin les pays intermédiaires, solvables mais touchés par la crise de la dette (comme l'Espagne ou à un degré moindre l'Italie). Dans un tel contexte, il est assez aisé de détecter les entreprises européennes ayant tout ou partie des caractéristiques suivantes :

- des entreprises (fortement) exportatrices hors zone euro
- des entreprises sous-valorisées
- des entreprises appartenant à des secteurs attractifs à ce niveau du cycle
- des entreprises dont la sous-valorisation actuelle est fortement liée aux problèmes que connaît leur souverain.

Sur ces critères, on retrouve bien évidemment des entreprises espagnoles et italiennes ... Nul doute que tout apaisement de la crise de la dette souveraine dans ces deux pays sera de nature à redonner de la valeur, non seulement à ces entreprises, mais aussi aux marchés d'actions de ces pays, dont la valorisation est attractive.

Exposition à la dette souveraine périphérique et au système bancaire (€ Mds), fin 2010

	GR	IR	PT	ES	Total
Dette publique totale (valeur faciale)	325	153	142	677	1297
dont la détention est :					
Banques domestiques	68	11	19	227	336
Autres banques zone euro	52	14	33	79	166
Autres banques	6	9	5	24	43
Non-banques	119	97	64	347	627
BCE	50	22	21	0	93
IMF, UE et prêteurs officiels	32	0	0	0	32
Exposition des banques étrangères aux banques	10	119	43	209	381
dont banques zone euro	6	66	37	154	264
Prêts BCE aux banques	95	132	41	65	333

Source: Stratégie Amundi

Charge de la dette (% du PIB)

	moyenne 2000-2009	2010	2011	2012
Portugal	1,4	3	4,2	4,8
Irlande	5,2	3,3	3,8	4,6
Italie	5,2	4,5	4,8	5,1
Grèce	2,2	5,6	6,7	7,4
Espagne	2,7	1,9	2,2	2,5
France	2,2	2,5	2,6	2,9

Source : Eurostat, Stratégie Amundi

3 Actions du secteur bancaire européen : une surperformance future conditionnée à la maîtrise des risques de la contagion

Les craintes liées à la dette souveraine dominent la scène bancaire européenne. Ces derniers mois, la performance boursière du secteur a été sous pression et étroitement corrélée aux *spreads* des CDS des pays périphériques. De nouveaux catalyseurs sont nécessaires pour voir une surperformance du secteur bancaire : 1/ une issue positive à la crise grecque évitant la contagion aux autres pays périphériques ; 2/ la poursuite des recapitalisations du secteur bancaire (qui seront ajustées en fin d'année avec la calibration finale concernant les exigences supplémentaires pour les banques dites systémiques ; 3/ le relèvement des prévisions de résultats du fait du « repricing » des crédits, de l'augmentation des taux d'intérêt et de la moindre pression des coûts de refinancement.

Le marché a besoin que la crise de la dette souveraine grecque soit totalement résolue. Trois scénarios ont toujours été au centre des débats : 1/ une restructuration « douce » (le rééchelonnement des remboursements des emprunts d'État grecs), 2/ une restructuration « dure » (avec application d'une décote dite « haircut ») et 3/ le support indéfectible se traduisant par des rallonges financières au prêt UE-FMI.

« Si les 5 pays périphériques restructurent leur dette, 42% de la capitalisation des banques européennes sont en risque »

Le sauvetage de la Grèce – y compris le récent « package » annoncé début juin – n'a pas porté ses fruits jusqu'à présent, même si cette solution (qui se traduit par une nouvelle injection de liquidités) paraît de nature à éviter une contagion aux autres pays périphériques. Elle n'a toutefois pas permis d'éliminer toute perspective de restructuration, sous une forme ou sous une autre. Or, d'après la BCE et les agences de notation, toute forme de restructuration (« douce » ou « dure ») serait mal accueillie par les marchés et se traduirait par le défaut de la Grèce, avec éventuellement des conséquences néfastes pour les autres pays périphériques (aux premiers rangs desquels figurent l'Irlande et le Portugal, suivis peut-être de l'Espagne et de l'Italie).

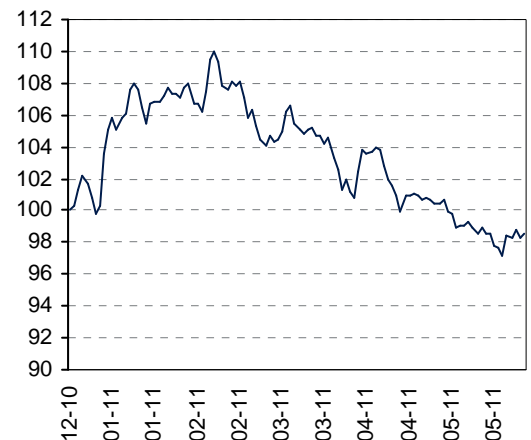
Les banques européennes possèdent 392 milliards € de d'obligations gouvernementales des cinq pays périphériques, dont 60 milliards € pour la Grèce (soit 7% des fonds propres 2011 des banques européennes) et 77 milliards € pour la Grèce, le Portugal et l'Irlande (soit 9% des fonds propres 2011 du secteur). Si les cinq pays périphériques procèdent à la restructuration de leur dette souveraine, nous avons estimé que 46% des fonds propres 2011 des banques européennes et 42% de leur capitalisation boursière pourraient être en risque. En conséquence, une contagion à l'Irlande et au Portugal dans un premier temps, puis éventuellement à l'Espagne et à l'Italie, pourrait être très douloureuse. La BCE a exprimé énergiquement son avis à l'encontre de toute forme de restructuration de la dette souveraine périphérique, précisant que les emprunts d'État grecs ne pourraient pas être utilisés comme collatéral en cas de rééchelonnement. Il nous a semblé intéressant de « stresser » le système bancaire européen par différents scénarios de restructuration de dette. Nous avons analysé un scénario de restructuration « douce » et deux scénarios de restructuration « dure ». Rappelons que les estimations de pertes ne tiennent pas compte d'effets induits sur l'économie (en particulier en cas de contagion aux autres pays).

1. Impact d'une restructuration « dure » de la dette des trois pays les plus vulnérables

Dans notre premier scénario, nous avons analysé l'impact d'une restructuration « dure » de la dette souveraine en partant du principe suivant : 60% de décote pour la Grèce, 40% pour le Portugal et 30% pour l'Irlande. En l'absence de contagion à l'Italie et à l'Espagne, et avec des pertes supplémentaires limitées sur l'exposition au crédit (qui se poursuivraient progressivement à la suite de la restructuration)

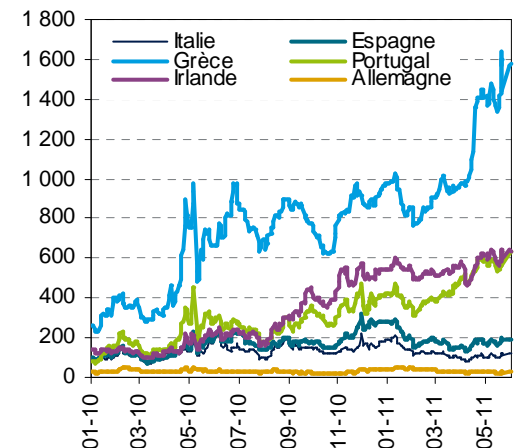
« La plupart des banques parviendraient à gérer l'impact d'une restructuration « dure » de la Grèce, du Portugal et de l'Irlande »

Banques : indice FTSE 300 / MSCI Europe



Source : Datastream, Analyse Actions Amundi

CDS souverains à 5 ans (en pb)



Source : Datastream, Analyse Actions Amundi

ce scénario demeure gérable pour la plupart des banques européennes, à l'exception des banques grecques.

Dans ce scénario, les banques grecques pourraient voir leur solvabilité considérablement réduite et souffrir d'un déficit en capital de l'ordre de 15,5 milliards € (sur la base d'une exigence réglementaire en capital de 10%). En conséquence, une grande partie du système bancaire grec pourrait être nationalisée.

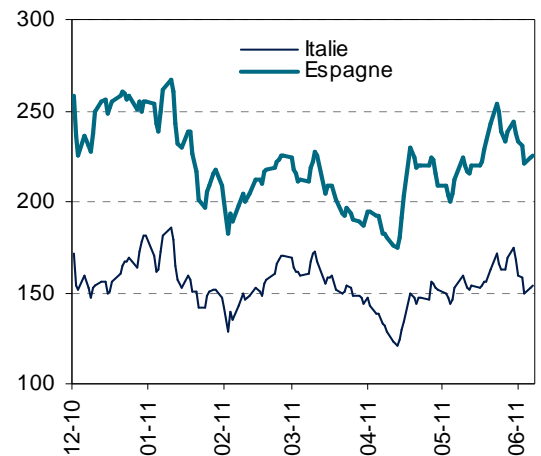
Au niveau européen, nous avons estimé que pour ces trois pays les plus mal en point, la perte nette issue d'une telle restructuration atteindrait 30 milliards €. Ce scénario pèserait à hauteur de 3,5% des fonds propres comptables des banques en 2011 et de moins de 3% seulement de leurs fonds propres réglementaires en 2012.

2. Impact d'une restructuration « dure » de la dette des cinq pays périphériques

Dans ce scénario, nous avons estimé l'impact d'une restructuration « dure » pour les cinq pays périphériques : 60% de décote pour la dette souveraine grecque, 40% pour le Portugal, 30% pour l'Irlande et 15% pour l'Espagne et l'Italie. Dans ce scénario défavorable, la perte totale après impôts du secteur bancaire atteindrait 63 milliards € (soit, en réalité, un peu plus du double de notre précédent scénario de restructuration « dure » concernant la Grèce, le Portugal et l'Irlande). Cela représenterait 7,5% des fonds propres comptables des banques européennes en 2011 et environ 6% de leurs fonds propres réglementaires en 2012. Une vague de recapitalisation plus vaste que notre estimation actuelle de 60 milliards € d'ici fin 2012 serait ainsi nécessaire pour la plupart des banques européennes. Il s'agit selon nous du scénario le plus défavorable (avec la sortie de la Grèce de l'UEM), et il doit être évité.

« Une restructuration « dure » de la dette souveraine des 5 pays périphériques impliquerait une importante vague de recapitalisation des banques »

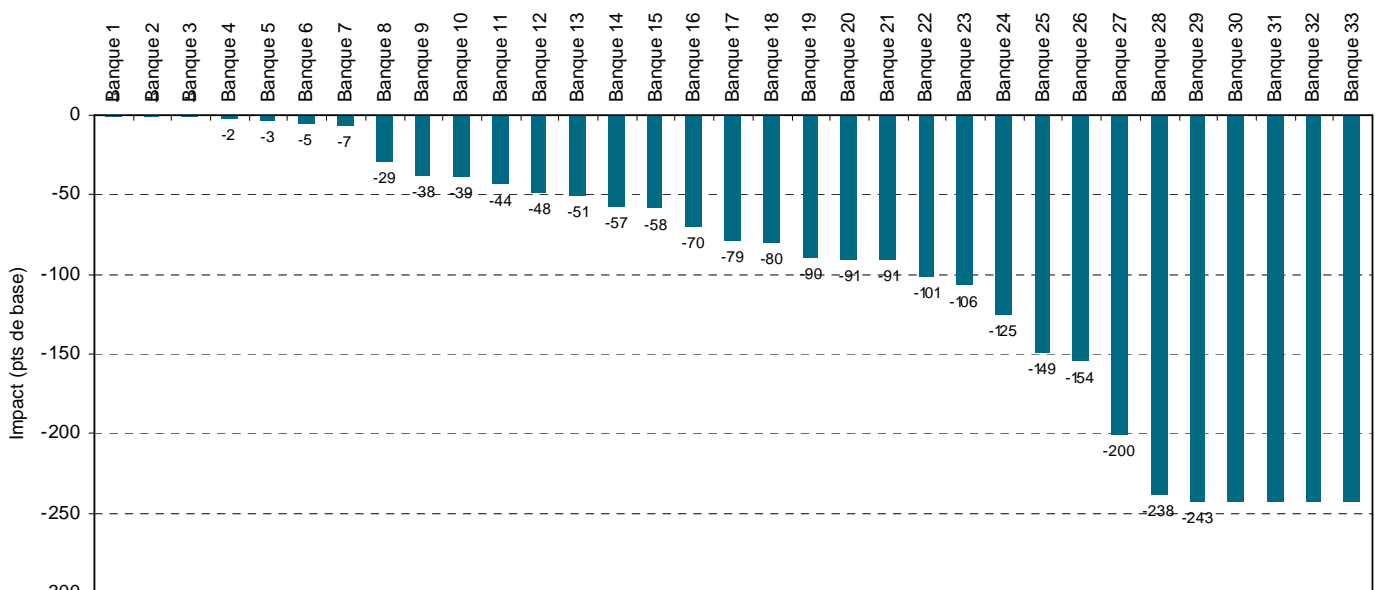
Spreads des obligations gouvernementales (en pb)



Source : Datastream, Analyse Amundi

Impact de la restructuration des dettes souveraines sur le ratio de solvabilité (points de base)

Hypothèses de décotes : Grèce 60% - Portugal 40% - Irlande 30% - Italie 15% - Espagne 15%



Source: Estimations Amundi

Banques européennes

3. Impact d'une restructuration « douce » de la dette souveraine grecque

Nous avons également analysé l'impact d'une restructuration « douce » de la dette souveraine grecque sur les banques européennes. Selon nous, il serait préférable pour ces dernières qu'elle soit rééchelonnée (c'est-à-dire que son échéance soit allongée) plutôt qu'une restructuration « dure » ne soit engagée.

Tout d'abord, une restructuration « douce » laisse plus de temps aux banques grecques pour se recapitaliser avant une éventuelle restructuration « dure ».

En outre, le rééchelonnement de la dette souveraine (avec l'allongement des échéances et le même paiement d'intérêts) n'impliquerait pas de dépréciation sur les portefeuilles à long terme (*Hold-to-Maturity - HTM*). Une grande partie des emprunts d'État helléniques détenus par les banques grecques semble être classée en tant que *HTM*, ce qui serait donc plus avantageux pour celles-ci.

“ *Le rééchelonnement de la dette souveraine hellénique serait préférable pour les banques grecques* ”

Il convient de souligner que cet effet bénéfique pourrait être limité car les banques grecques ont déjà reclassé en *HTM* une partie de leur dette souveraine détenue précédemment en tant que titres disponibles à la vente (*Available For Sale - AFS*). Dans ce cas, ces dettes pourraient être également dépréciées.

Quant aux autres banques européennes, la grande majorité de leurs encours de dette souveraine est classée en tant que *AFS*. En conséquence, l'allongement de l'échéance de leur dette souveraine pourrait engendrer des dépréciations et peser sur leurs fonds propres réglementaires. Nous estimons que cet impact potentiel d'une restructuration « douce » serait inférieur à celui d'une restructuration « dure » qui serait gérable par la plupart des banques européennes (comme discuté ci-dessus).

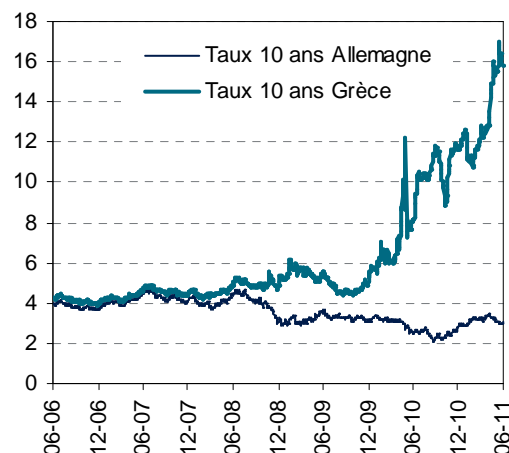
En conclusion, notre analyse suggère qu'il ne faut pas sous-estimer le risque de contagion aux cinq pays périphériques car l'impact sur le secteur bancaire serait très douloureux. Même si la BCE et les agences de notation sont contre toute forme de restructuration, il nous semble que les répercussions d'une restructuration « dure » de la dette souveraine grecque, irlandaise et portugaise pourraient être gérables pour la plupart des banques européennes (à l'exception des banques grecques). Ces dernières seraient nettement favorisées par une restructuration « douce » (avant une éventuelle restructuration « dure »), une option qui serait également moins douloureuse pour les autres banques européennes.

Nous sommes optimistes concernant le secteur bancaire européen car nous identifions un couple risque/rendement attrayant par rapport à la faiblesse actuelle des multiples de valorisation du secteur (6,2x le PER de 2013 et 0,9x la TBV de 2012) et nous attendons une issue à la crise grecque dans les prochaines semaines (lors de la réunion de l'Eurogroupe à la mi-juin).

Selon nous, le marché est en mesure d'absorber le processus de recapitalisation du secteur bancaire européen (60 milliards €, soit 6% de la capitalisation boursière actuelle des banques européennes).

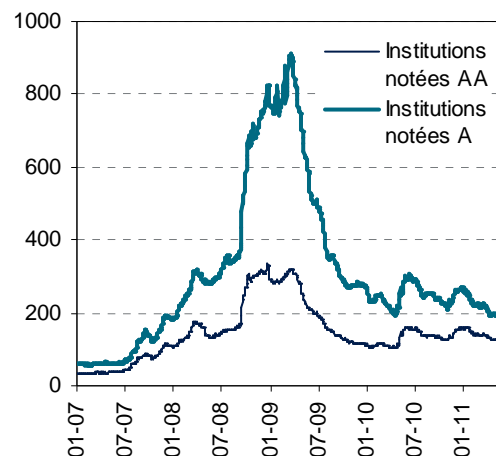
Enfin, nous tablons sur un relèvement des prévisions de résultats au second semestre 2011, du fait du « repricing » des crédits, de l'augmentation des taux d'intérêt et de la moindre pression sur les coûts de refinancement.

Taux 10 ans en Allemagne et en Grèce (en %)



Source : Datastream, Analyse Actions Amundi

Spread de dettes senior (en pb)



Source : ML BoA, Analyse Actions Amundi

4 Le dilemme des obligations d'entreprises de la zone euro : valeur actuelle vs. risque souverain

Parmi les classes d'actifs risqués, le crédit séduit encore avec son profil défensif par rapport à d'autres instruments alternatifs de l'univers obligataire. Au cours des dernières semaines, les obligations d'entreprises ont une nouvelle fois démontré leur résistance aux chocs externes, tels que les pics de volatilité exceptionnels des matières premières et marchés des changes, le regain de volatilité des marchés d'actions et enfin et surtout, le ralentissement de la dynamique macroéconomique et donc le recul des rendements obligataires. Cela dit, le risque souverain a de nouveau fortement progressé, notamment en avril et mai. Les financières ont été nettement moins pénalisées par le sauvetage du Portugal que par les deux crises souveraines de 2010, et ce pour diverses raisons : le plan de sauvetage de ce dernier avait déjà été largement intégré par les marchés, l'Italie et l'Espagne sont parvenues à opérer un découplage par rapport aux autres pays périphériques et surtout, les hausses de capital se sont fortement accélérées, ce qui a contribué au désendettement continu des établissements financiers (une tendance indubitablement favorable au crédit).

Cependant, les craintes de restructuration de la dette grecque constituent de nouveaux défis et limitent le potentiel de convergence des *spreads* des financières, d'abord du fait de la répercussion habituelle de la hausse des primes de risque souverain et ensuite du fait des risques non négligeables liés aux événements extrêmes. Nous concentrerons donc notre réflexion sur trois points principaux : 1) le thème revenu à la mode de la convergence des *spreads* des financières, 2) les scénarios suggérés par les valorisations actuelles et 3) l'analyse des risques directs et indirects d'une restructuration de la dette grecque pour la dette bancaire de l'UEM.

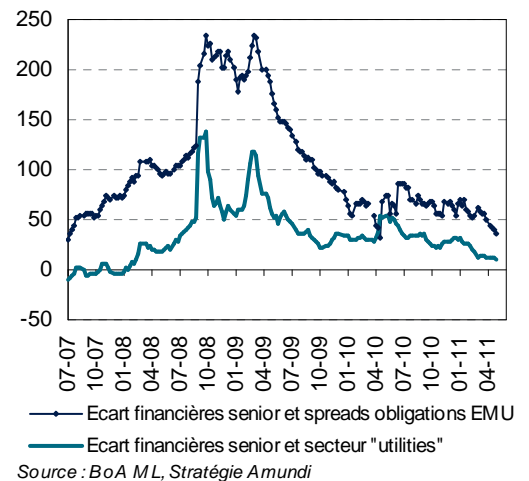
1) Illustrant l'évolution des financières depuis le tout début de leur redressement, le 1^{er} graphique synthétise l'ampleur de la convergence observée jusqu'à présent entre les financières et les obligations d'entreprises non financières défensives et les emprunts d'État de l'UEM. Comme le graphique l'illustre, les *spreads* des titres de créance privilégiée (senior) se sont resserrés après avoir atteint des sommets, mais ils continuent d'afficher une prime et avec la dette subordonnée, ils sont les plus attractifs de l'univers *Investment Grade*.

En particulier, comme le 2^{ème} graphique l'indique, la convergence par rapport à la dette publique est en partie en recul marqué de l'effet de contagion entre les pays périphériques, du moins jusqu'à ces dernières semaines.

L'effet de contagion n'a toutefois pas été le seul vecteur de surperformance : le mois dernier, nous évoquions déjà l'impact positif de la récente vague d'augmentation de capital des banques européennes sur le crédit. Depuis les tests de résistance de l'année dernière, celles-ci ont en effet annoncé ou mis en œuvre d'impressionnantes augmentations de capital auprès d'investisseurs privés (environ 55 Mds €). Parallèlement, les nouvelles injections de capitaux publics dans les banques périphériques ont atteint près de 60 Mds €. La plupart de ces opérations bénéfiques pour le secteur du crédit ont concerné les pays périphériques, avec notamment une contribution importante de l'Italie (12 Mds €) et de l'Allemagne (11 Mds €). Conjugués à une capitalisation supérieure, d'autres facteurs fondamentaux et techniques justifieraient la poursuite de la tendance à la convergence actuelle. Le désendettement des bilans a engendré une baisse nette substantielle de l'offre de nouvelle dette et donc réduit la pression sur les marchés primaires, tandis que les rachats considérables d'obligations remboursables par anticipation contribuent à limiter le risque d'extension d'échéance dans le segment de la dette subordonnée. Par ailleurs, les banques sont parvenues à satisfaire rapidement leurs besoins de financement en faisant appel au segment moins onéreux des obligations sécurisées. Ces facteurs pourraient expliquer la tendance relative illustrée dans le 3^{ème} graphique entre la stabilité relative des *spreads* entre les financières périphériques et celles de l'UEM d'une part, et les primes de risques supérieures récemment supportées par des emprunts d'État espagnols et italiens d'autre part.

“ Parmi les classes d'actifs risqués, le crédit séduit encore avec son profil défensif ”

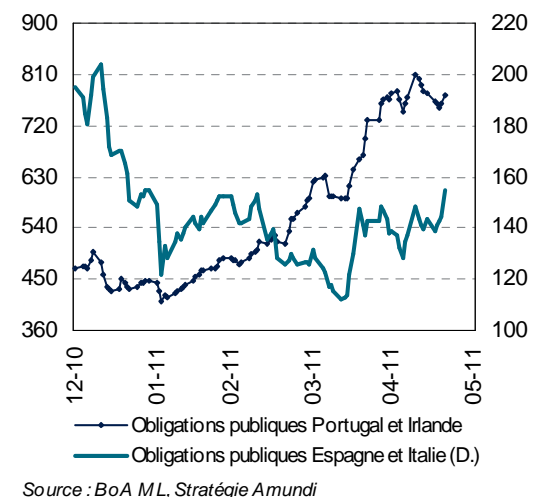
Convergence des écarts : financières vs obligations d'Etat et non-financières



Le risque systémique progresse de nouveau dans la zone euro (écarts en pb)



Banques zone euro et pays périphériques vs risque souverain (écarts en pb)



Enfin et surtout, la part des financières et des emprunts d'État des pays périphériques dans l'ensemble de la dette de l'UEM affiche des écarts marqués (cf. 1^{er} et 2^{ème} graphique) : l'Espagne représente ainsi plus de 10% de la dette souveraine de l'UEM, alors que les établissements espagnols ne comptent que pour 3,6% de la dette financière de l'UEM. Pour sa part, la dette italienne atteint respectivement 23,6% et 9,8% de la dette publique et de la dette financière de l'UEM. Enfin, les banques portugaises représentent aujourd'hui seulement 0,7% de la dette financière et 2% de la dette publique de l'UEM. L'exposition directe aux pays périphériques est donc plus limitée parmi les financières, et des établissements hors UEM (Royaume-Uni, Suisse et États-Unis principalement) ont émis une forte proportion de dette bancaire libellée en euro, ce qui permet d'expliquer en partie la résistance croissante de la dette bancaire à la prime de risque souverain. Tous les facteurs cités plus haut devraient contribuer au maintien de la surperformance des établissements financiers ces prochains mois et trimestres.

2) Compte tenu de l'amélioration du contexte, passons en revue les scénarios reflétés dans les valorisations actuelles. Dans les graphiques précédents, nous avons vu que les *spreads* des financières intègrent encore une forme de solution au problème grec qui est relativement favorable au secteur du crédit, du moins à court terme : une nouvelle aide subordonnée à un programme de privatisation substantiel ou une sorte de report/rééchelonnement des

“ *Les spreads de crédit reflètent une solution à court terme qui ne devrait pas être trop douloureuse pour les investisseurs* ”

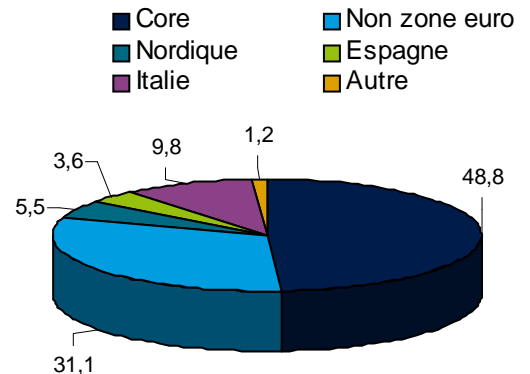
échéances avec le concours des investisseurs. Les risques liés aux événements extrêmes ont progressé ces dernières semaines, car la courbe des taux grecs reflète actuellement une plus grande probabilité de défaut ou restructuration pour les trois prochaines années. Parallèlement, la dette financière n'intègre actuellement pas d'effet direct et surtout indirect majeur susceptible d'être déclenché par un événement extrêmement défavorable sur la dette grecque. Les *spreads* de crédit reflètent une solution à court terme qui ne devrait pas être trop douloureuse pour les investisseurs, probablement parce que les responsables politiques tenteront de trouver un moyen d'éviter une nouvelle crise financière. Lorsque la deuxième vague de tests de résistance sur les financières de l'UEM entrera dans une phase plus active et délicate, la contagion pourrait faire voler en éclat les efforts de recapitalisation tant requis des banques. Par ailleurs, la solution de rééchelonnement semble hasardeuse en termes de CDS, car elle ne permettra probablement pas d'éviter qu'une décision des agences de notation ne déclenche une défaillance, ce qui constitue une crainte légitime des marchés et responsables politiques.

3) Ces considérations nous amènent aux risques liés à une éventuelle restructuration de la dette grecque. D'après les dernières statistiques publiées par la BRI, en termes d'exposition directe, les participations dans les emprunts d'État grecs semble assez concentrées : environ un tiers est détenu par des établissements financiers grecs, tandis qu'un autre tiers revient à des établissements

“ *C'est la probabilité et le caractère imprévisible d'un effet domino sur les financières qui est très dangereux* ”

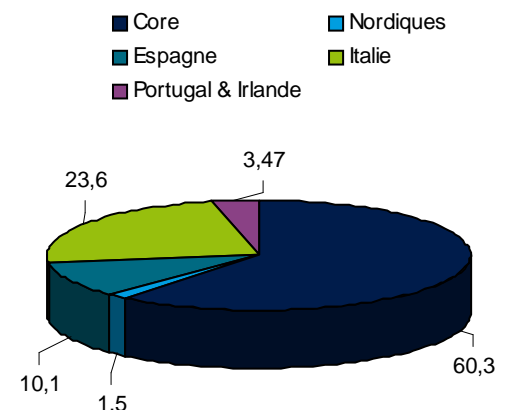
financiers de pays du cœur de la zone euro. La BCE possède pour sa part près de 14% de la dette publique grecque; à cela il faut ajouter son exposition aux banques grecques par le biais d'opérations d'injections de liquidité, ce qui justifie l'opposition marquée des responsables de la banque centrale en faveur de toute forme de restructuration. Au sein des systèmes bancaires, la plupart des obligations sont détenues jusqu'à leur échéance, ce qui pourrait contribuer à réduire les pertes liées à un rééchelonnement. Compte tenu de ces éléments, si le coût direct pour beaucoup de systèmes bancaires semble globalement gérable (hormis dans le cas de la Grèce), c'est la probabilité et dans une certaine mesure, le caractère imprévisible d'un effet domino sur les financières qui est très dangereux. Un facteur de déclenchement de CDS en particulier contribuerait à l'exposition directe des établissements financiers, ce qui aurait un effet très contagieux et plongerait davantage de pays et systèmes financiers dans ce cercle vicieux. En conclusion, même si les *spreads* des établissements financiers n'intègrent pas un tel scénario susceptible d'engendrer un mouvement bien plus vaste, compte tenu des éléments de réflexion ci-dessus, le risque de « scénario de l'horreur », tel que décrit par Christian Noyer, membre du Conseil des gouverneurs de la BCE, reste très faible.

Poids de la dette des financières en zone euro (en %)



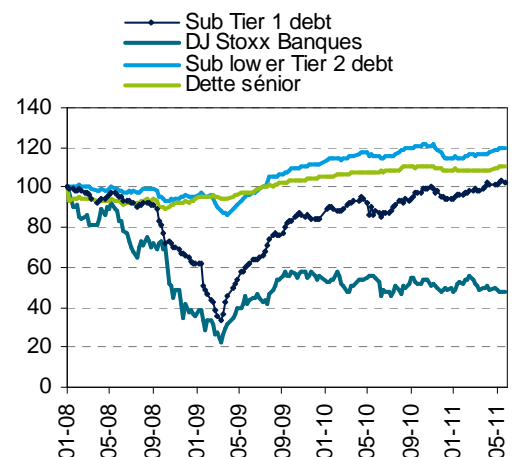
Source : BOA ML, Stratégie Amundi

Poids de la dette des emprunts d'Etat en zone euro (en %)



Source : BOA ML, Stratégie amundi

Rendement total des titres financiers : crédit vs actions



Source : BoA ML, Stratégie Amundi

5 Pays émergents : vers un pic de l'inflation cet été

Les risques de surchauffe inflationniste dans le monde émergent ont conduit les banques centrales à durcir leur politique monétaire et ont attisé les craintes des investisseurs au cours des derniers trimestres. Selon le FMI, l'*output gap*, creusé par la crise financière de 2007, s'est déjà refermé dans les principaux pays émergents qui affichent un rythme de progression du PIB proche de 6,5% en 2011. Cet environnement de croissance forte est propice à la propagation des hausses des prix des matières premières aux autres facteurs de production et, d'une manière générale, à l'ensemble des biens et des services. Dans le monde émergent, des boucles prix-salaires semblent ainsi s'être formées, suggérant le développement d'un mouvement haussier tendanciel sur l'inflation sous-jacente. En Chine, au Brésil et en Russie, les salaires nominaux attestent respectivement des progressions sur un an de 12%, 9% et 13% en 2010.

L'augmentation des coûts et des prix n'est néanmoins pas uniforme. Les produits alimentaires et énergétiques poursuivent des dynamiques nettement plus volatiles que les autres composantes des Indices de Prix à la Consommation, et peuvent donner à ces derniers des profils heurtés. Les prix alimentaires ont connu un mouvement de hausse violent au cours de l'été 2010, comme le montre l'indice *CRB food*. Si les prix restent proches de leur niveau actuel, d'importants effets de base négatifs vont impacter les glissements annuels des composantes alimentations des Indices des Prix à la Consommation au second semestre 2011. En mai, sur un an, le « *CRB food* » ressort en augmentation de 38%. Si son niveau demeure inchangé, sa variation annuelle connaîtra un pic à +43% en juin, puis déclinera à +19% en octobre et à +13% en janvier prochain.

La composante alimentation représente près de 30% des Indices des Prix à la Consommation dans les pays émergents (contre 12% pour les pays développés). Vu ce poids, les effets de base marqués qu'elle va subir devraient impliquer un déclin des indices totaux d'inflation au S2-2011. Au regard de la structure des indices de prix, le pic d'inflation devrait être franchi en juin pour la Chine, en juillet pour la Russie, et en août pour le Brésil. Toutes choses égales par ailleurs, les effets de base sur la composante alimentation impliqueraient une baisse de l'inflation totale de 1,5%, 0,6% et 1,6% respectivement pour ces trois pays d'ici la fin de l'année.

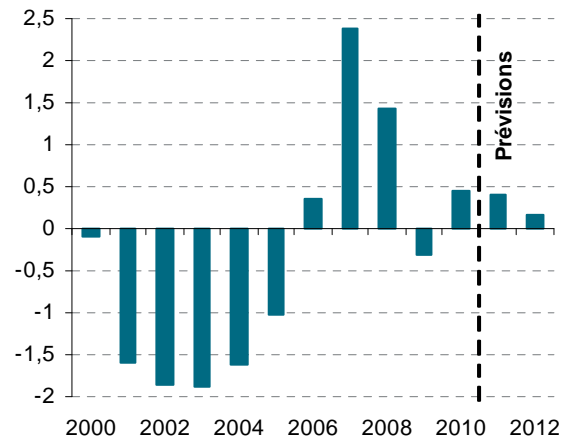
« L'inflation devrait décliner au second semestre du fait du repli attendu des prix de l'alimentation »

Le risque par rapport à ce scénario serait que la sécheresse, qui sévit actuellement dans de nombreux pays, nuise aux récoltes et engendre une nouvelle série de hausses des prix de l'alimentation, compensant les effets de base décrits précédemment. Néanmoins les matières premières alimentaires, dont les cours actuels intègrent logiquement la probabilité d'un tel risque, ne valident pas ce scénario pour le moment.

Même si le mouvement n'est dû qu'à des effets de base, un profil temporairement baissier des indices d'inflation pourrait offrir un peu de répit aux banques centrales et leur permettre d'abaisser l'intensité de leur resserrement monétaire, dans un contexte où l'activité a légèrement freiné et où l'expansion du crédit se montre moins vigoureuse. Attention cependant : dans de nombreux pays, les facteurs domestiques d'inflation sont conséquents (salaires, services ...), et un « simple » effet de base sur une composante certes importante (dans le poids des indices) mais relative à des produits importés ne change radicalement pas la donne. Dans ces pays, les resserrements monétaires vont se poursuivre, et cela tant que le fléchissement de la hausse des prix ne sera pas lié à ces facteurs domestiques.

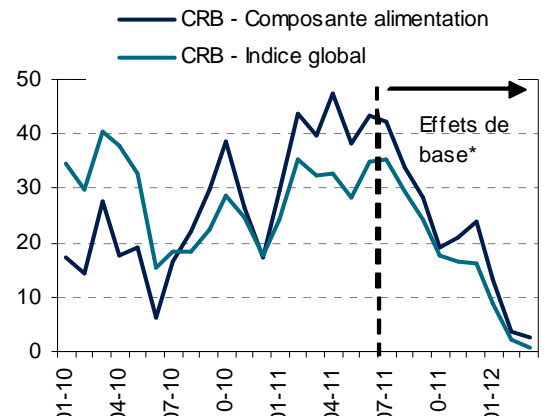
Pour les pays émergents, les pressions inflationnistes et les craintes associées, liées à la formation de déséquilibres ou à un atterrissage brutal de la croissance dans un contexte de resserrements monétaires, pourraient donc diminuer au cours des prochains mois. Si les investisseurs regardent moins l'inflation, c'est la situation de croissance qui pourrait davantage attirer leur attention. Sur ce point, ces pays présentent un précieux avantage par rapport à l'ensemble des économies matures, car ils n'ont pas les mêmes contraintes de normalisation de leur politique économique, particulièrement sur la dimension fiscale.

Asie émergente : Output gap (% du PIB potentiel)



Source : FMI, Stratégie Amundi

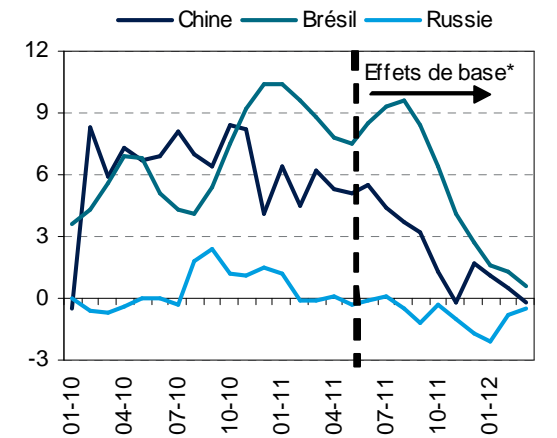
Indices CRB : Effets de base (en g.a., %)



*évolution du glissement annuel, à niveau actuel constant

Source : Datastream, Stratégie Amundi

Pays émergents : IPC Alimentation, Effets de base



*évolution du glissement annuel, à niveau actuel constant

Source : Datastream, Stratégie Amundi

6 Les matières premières sont-elles devenues des actifs financiers comme les autres ?

L'indice CRB^[1] accuse une baisse de 1% durant le mois de mai. En dépit de ce tassement, la progression enregistrée sur un an demeure saisissante, en hausse de 34% au mois de mai 2011 (cf. 1^{er} graphique), une variation bien supérieure à celle d'avant la crise financière de 2008. En niveau, l'indice CRB se retrouve ainsi 15% plus élevé que son plus haut d'avant- crise (août 2008).

Par ailleurs, ce même mois marque un rebond en termes de corrélation (sur 1 an glissant) avec le marché d'actions (représenté par l'indice S&P500). L'évolution des corrélations entre matières premières d'une part (cf. 2^{ème} graphique), et entre les matières premières et les autres classes d'actifs d'autre part, est pour beaucoup un indice voire une preuve de la « financiarisation » des matières premières.

De quoi s'agit-il ? On parle de financiarisation des matières premières quand les agents non commerciaux jouent un rôle de plus en plus important dans la détermination de leur prix que ce soit sur leur niveau ou sur leur volatilité. Le CFTC (*Commodity Futures Trading Commission*) définit trois groupes d'agents intervenant sur les marchés. Tout d'abord les commerciaux utilisant les *futures* pour se couvrir de l'évolution du prix des matières premières qu'ils détiennent et ce sont historiquement les plus anciens intervenants (XVI^{ème} siècle pour certaines matières premières) ; ensuite les non-commerciaux qui détiennent uniquement des positions sur *futures* ou options et non pas des matières premières physiques, puis enfin les « non-classifiables », principalement les « petits traders ».

“
La production mondiale de soja s'est échangée 43 fois en 2010
”

De nombreux indicateurs peuvent être mis en avant pour constater la financiarisation. On peut par exemple noter qu'à Chicago, les commerciaux sont devenus minoritaires, en positions ouvertes, sur les principales matières agricoles (blé, maïs et soja). La part des positions ouvertes des commerciaux décroît au profit des non-commerciaux, passant ainsi de 97% en 1991 à 77% en 2011^[2] pour le pétrole (cf. 1^{er} graphique, page suivante). Indice supplémentaire de financiarisation, on observe en 2010 que la production de maïs s'est échangée sur les marchés 16 fois et celle du soja 43 fois ! Le poids de plus en plus important des agents non-commerciaux dans les échanges de matières premières est ainsi démontré. Mais qu'en est-il de son impact sur le niveau des prix ? Cette question est primordiale et c'est dans la réponse à cette question que le consensus peine à s'établir.

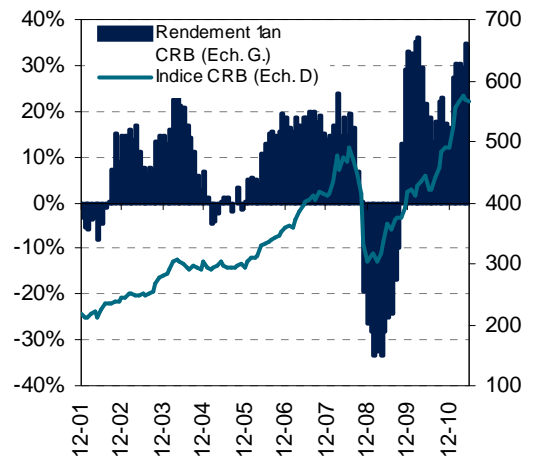
D'un côté, certains analystes soutiennent que la financiarisation accroît le rôle des financiers dans la détermination des prix d'équilibre. Ils s'appuient sur le lien croissant d'une part entre les matières premières entre elles et, d'autre part, entre les matières premières et les autres classes d'actifs. Dans la même veine, l'examen des corrélations permet de montrer que les matières premières se comportent comme tous les autres actifs, notamment en période de crise, ce qui n'était pas le cas avant la financiarisation. Sur le plan académique, l'article de Tang & Xiong (2009)^[3] montre que les prix des matières premières sont de plus en plus corrélés aux autres actifs financiers notamment pour celles incluses dans les indices.

[1] Indice composé pour 23% par les *softs* (matières premières constituées de l'ensemble des produits de culture ou d'élevage), puis à parts égales entre énergie, grains, métaux précieux (17,6%) et enfin les métaux industriels et la viande (11,8%)

[2] A noter, le poids des non-commerciaux est sous estimé à cause des *swap dealers* qui sont classés dans les commerciaux malgré une part de leur activité non-commerciale (au sens du CFTC).

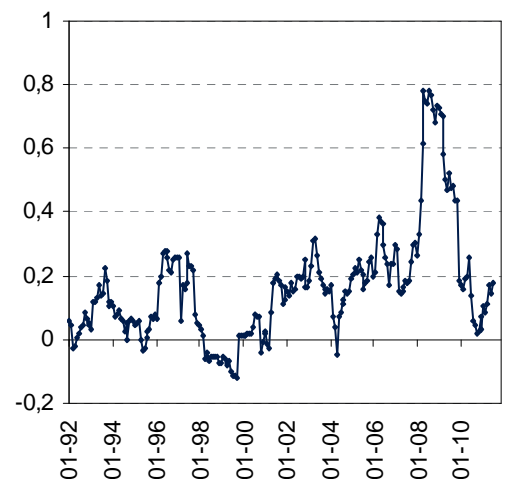
[3] K. Tang & W. Xiong, « *Index investment and financialization of commodities* », Working Paper, 2010 <http://www.princeton.edu/~wxiong/papers/commodity.pdf>

Indice CRB & Rendements du CRB
Sur 1 an glissant



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Corrélation entre matières premières
Sur 1 an glissant



Source : Datastream, Stratégie Amundi

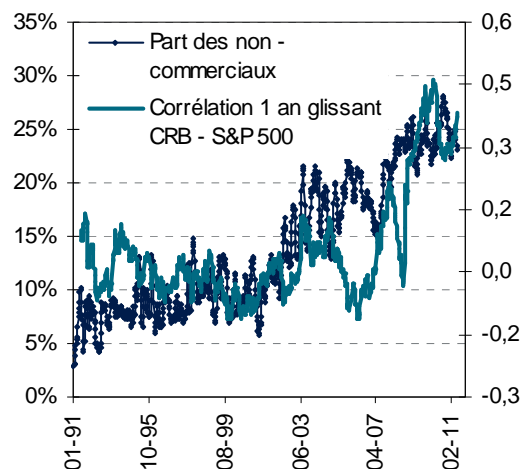
D'un autre côté, on trouve les sceptiques qui doutent de l'impact des financiers que ce soit sur les niveaux de prix des matières premières voire même sur leur volatilité et qui, ironie du sort, défendent leur position en s'appuyant sur le raisonnement même des financiers. En effet, pour autant que ces derniers décident de leurs investissements sur la base des seuls fondamentaux, ils ne feraient qu'ajouter de la volatilité sur un directionnel qu'ils ne maîtrisent pas. Ils peuvent ainsi tirer à la hausse (ou pousser à la baisse) les prix des matières premières mais seulement de façon temporaire. Le prix d'équilibre demeurant déterminé par les fondamentaux. Or, la volatilité croissante observée depuis 2006 a aussi été présente, et même supérieure, pour les matières premières non échangées sur les places financières. Ceci tend à démontrer que seuls les fondamentaux dirigent l'évolution des prix des matières premières (niveau et volatilité). L'article de Stoll & Whaley (2010)^[4] démontre formellement, *via* des tests de causalité, que la présence des non-commerciaux n'a que peu d'influence sur le niveau des prix.

En définitive, la financiarisation croissante des matières premières n'est peut-être pas responsable de la montée de leurs prix au cours des dernières années. Il apparaît toutefois clairement qu'elle a contribué à augmenter la corrélation entre les matières premières et les autres actifs financiers (cf. tableau ci-contre). En d'autres termes, et ce n'est pas le moindre des paradoxes, la financiarisation diminuerait ainsi le « pouvoir diversifiant » des matières premières dans un portefeuille d'actifs financiers, alors même que ce pouvoir diversifiant en était sans doute à l'origine. Dans ces conditions, des investisseurs rationnels pourraient alors finir par délaisser ces marchés ... Cependant, il convient de noter que l'on observe parallèlement une très nette baisse de la corrélation moyenne des matières premières entre elles depuis le pic atteint à l'été 2008 (cf. tableau). En creux, ceci signifie que même « financiarisées », les matières premières ne doivent pas être considérées par les investisseurs comme formant un bloc homogène.

“ *Un directionnel que les agents financiers ne maîtrisent pas* ”

[4] H.R. Stoll & R.E. Whaley, «Commodity index investing: Speculation or diversification?», Working Paper, 2010 http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1633908

Le rôle des non-commerciaux dans l'évolution de la corrélation



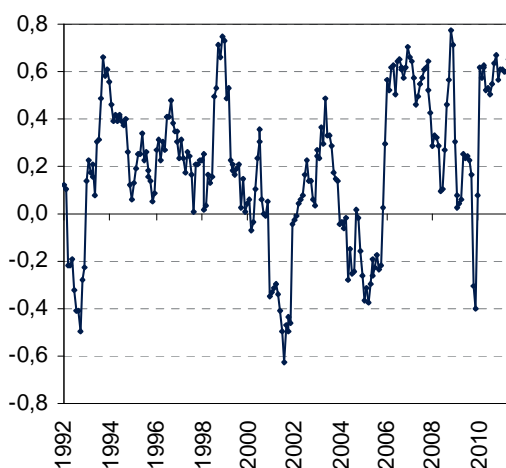
Source : Datastream, CFTC, Stratégie Amundi

Evolution des corrélations entre indice S&P500 et matières premières

Matières Premières	2001- Août 2008	Sept 2008 - Juin 2011	12 derniers mois
Pétrole WTI	-0,05	0,67	0,84
Gaz naturel	0,04	-0,01	-0,02
Blé	0,04	0,46	0,47
Cuivre	0,26	0,57	0,8
Sucre	0,03	-0,02	0,06
Or	0,09	0,04	-0,09
Platine	0,21	0,42	0,86
Moyenne	0,09	0,31	0,38

Source : Datastream, Stratégie Amundi

Corrélation glissante 12 mois des variations mensuelles EUR/US\$ / Prix du pétrole



Source : Datastream, Stratégie Amundi

7 Actions : le niveau élevé des marges est-il devenu inquiétant ?

Le niveau élevé des marges fait débat sur le marché. Les marges nettes des sociétés ont rejoint leur point haut à 8% aux Etats-Unis (source Worldscope – cf. 1^{er} graphique). Elles s'en approchent aussi en Europe. Seront-elles capables de les dépasser ? D'un côté, on note une forte hausse du coût des intrants et des difficultés de monter les prix dans un environnement compétitif. De l'autre, on peut argumenter que la part des ventes réalisée dans les pays émergents est désormais conséquente (25% des ventes des sociétés cotées européennes par exemple et 30% des profits – cf. notre édition de février). Il faut aussi considérer que 60 à 70% de la valeur ajoutée des sociétés sont liés à la main-d'œuvre et qu'un taux de chômage élevé permet aux entreprises de contenir ces coûts. Nous sommes ainsi plutôt enclins à penser que le second scénario, plus optimiste, devrait l'emporter sur le premier. Au-delà de ce débat qui n'est pas tranché, nous proposons plutôt d'analyser comment le marché réagit quand le pic des marges est atteint.

Afin de remonter sur une longue période, nous avons utilisé les données du BEA aux Etats-Unis et repris les profits macro avant impôt rapportés à la somme des valeurs ajoutées des sociétés dans le PIB. Soulignons que le BEA procède à quelques ajustements. Mais globalement, cette série suit assez bien celle des profits du S&P500 telle que reportée par Shiller (cf. 2^{ème} graphique). Au-delà des différences comptables, les profits macro sont certainement plus sensibles aux facteurs domestiques que ceux du S&P500, ce qui peut contribuer à expliquer le décalage des deux séries quand il a lieu, par exemple lors de la bulle internet.

Si l'on se réfère à la série macro, on distingue nettement deux grandes périodes depuis les années 50 (cf. 3^{ème} graphique). Jusqu'au début des années 80, les marges ont eu tendance à baisser du fait de la hausse des coûts salariaux sous l'influence de puissants syndicats et de la hausse récurrente des taux. A partir des années 80, les marges ont cette fois-ci progressé de cycle en cycle, alors que les syndicats ont été affaiblis et que les taux étaient de plus en plus bas. Il convient aussi de prendre en compte d'autres facteurs comme le développement de la sous-traitance, la baisse de l'impôt des sociétés et surtout la financiarisation de l'économie. D'ailleurs, ce sont surtout les marges des sociétés financières qui en ont profité (cf. 1^{er} graphique, page suivante), alors que celles des sociétés non financières (cf. 2^{ème} graphique, page suivante) ont stoppé leur dégradation tendancielle pour évoluer de manière plus horizontale.

“ Des marges au plus haut ? ”

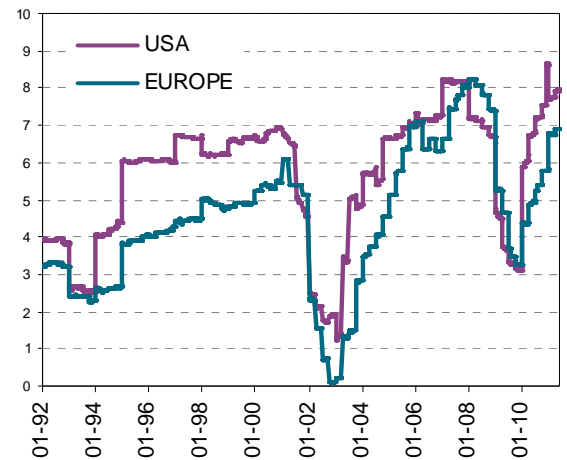
On constate qu'en moyenne (cf. tableau, page suivante), les pics de marges mesurés sur les données du BEA ont lieu tous les 6 ans. Les deux derniers cycles ont été plus longs (9 ans) et correspondent à des périodes de politiques monétaires particulièrement accommodantes qui ont débouché sur des bulles. Sur la base de la moyenne, on peut ainsi imaginer un pic des marges en 2012. Si l'on considère que la politique monétaire a été une nouvelle fois très accommodante, on pourrait même imaginer un pic des marges en 2015. Cette dernière hypothèse suggère cependant une forte reprise du crédit, ce qui n'est pas gagné alors que l'économie est justement en phase de désendettement structurel.

Après cette revue rapide du comportement des marges sur les 50 dernières années, intéressons-nous maintenant à la réaction des marchés après le pic des marges.

Pour traiter cette question, nous avons simplement relevé la performance des actions dans les 12 mois qui ont suivi le pic des marges tel qu'observé sur les données macro (cf. tableau, page suivante).

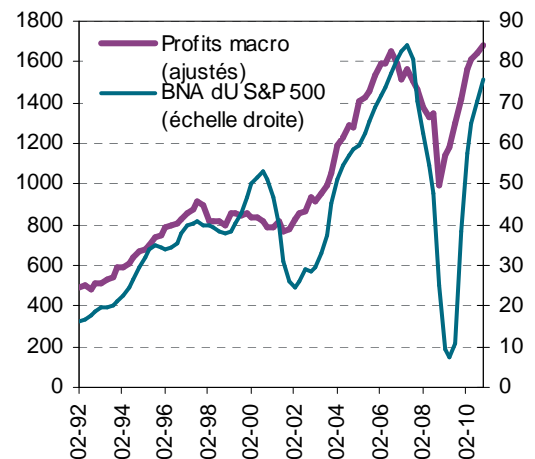
En moyenne sur l'ensemble de la période, on constate une hausse de 10,8% en nominal dans l'année qui a suivi et de 6,8% en termes réels. Ces ordres de grandeur nous semblent des références crédibles, compatibles avec une croissance des profits qui se normalise, hypothèse à laquelle nous souscrivons volontiers. Allons un peu plus dans le détail :

Les marges nettes sont de retour sur leurs plus hauts du dernier cycle



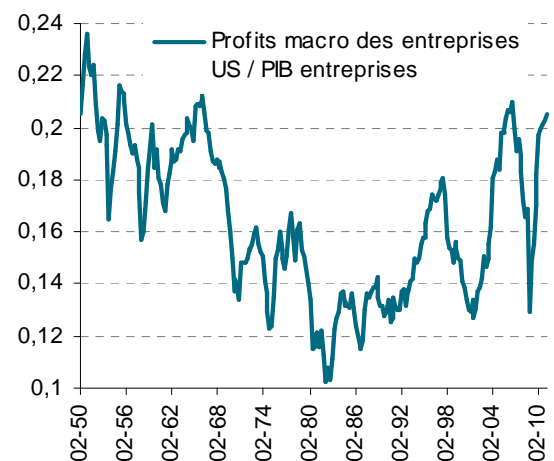
Source : Datastream, Worldscope, Stratégie Amundi

Etats-Unis : Profits macro et Bénéfices par Action



Source : Datastream, BEA, Shiller, Stratégie Amundi

L'évolution des marges se divise en deux grandes périodes



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Evidemment, la réaction des marchés ne dépend pas que des profits, mais aussi des taux. Après la phase de reconstruction post-2nde guerre mondiale, la période de pic des marges et de basculement du cycle s'accompagne par des mouvements modérés des taux influençant peu le marché d'actions qui continue sur sa lancée ou au pire se stabilise. A partir de la fin des années 60, les capacités de production ont été reconstituées et les tensions inflationnistes ont fait encaisser un double choc aux actions : celui de la compression des marges et celui de la hausse des taux. Les actions ont donc corrigé après le pic des marges, en termes réels, surtout en 1973. Puis à partir des années 80, les actions ont été dopées par la baisse des taux. En fait, la fin de cycle a même été plus avantageuse que la phase ascendante pour les actions durant cette période. Les actions ont alors enregistré des performances à deux chiffres après le pic. Le cas de 1997 a été perturbé par la crise asiatique, les actions sont néanmoins ressorties à la hausse. Enfin, en 2006, alors que les taux étaient déjà bas et ont peu évolué au cours des douze mois suivants, le marché a enregistré une performance proche de la moyenne historique.

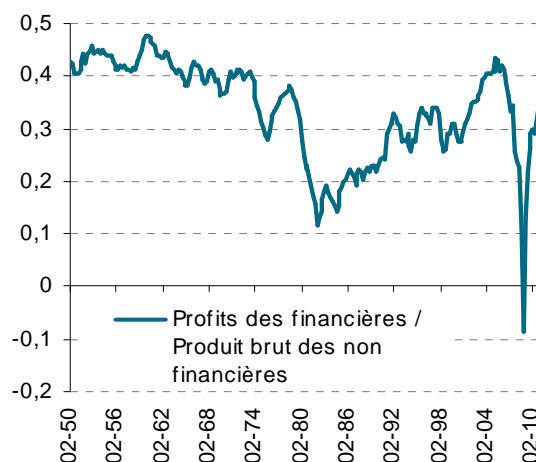
L'on constate ainsi que les marchés continuent à progresser après le pic des marges sauf quand les taux longs dépassent un certain niveau, à savoir environ 4,5%-5%, et sont sur une tendance haussière d'un cycle à l'autre. Nous avons déjà fait remarquer le mois dernier (cf. notre édition de mai, section « Que faire des actions émergentes ? ») que passée cette limite à la hausse, actions et taux sont en effet inversement corrélés alors qu'ils évoluent de concert en dessous. Hors krach obligataire, les taux longs ne devraient donc pas s'opposer à une poursuite, même modérée, de la hausse des actions une fois passé le pic des marges.

En conclusion, il est possible que le pic des marges ne soit pas encore atteint. Et même si c'était le cas, il resterait encore une progression possible sur les actions. Il n'y a donc pas à se précipiter pour prévoir la fin du cycle.

Alors que les publications de profits du 1^{er} trimestre se terminent, il est possible que les incertitudes (risque souverain européen, fin du QE2, inflation toujours forte dans les pays émergents, dysfonctionnement de la chaîne d'approvisionnement suite au drame japonais) prennent le dessus dans l'esprit des investisseurs et que les marchés d'actions corrigent dans les semaines à venir. L'analyse du comportement du marché après le pic des marges renforce notre idée qu'à ce stade, une correction ne serait pas le début d'une baisse prolongée des actions mais plutôt une opportunité. Tout cela sans être euphorique pour autant.

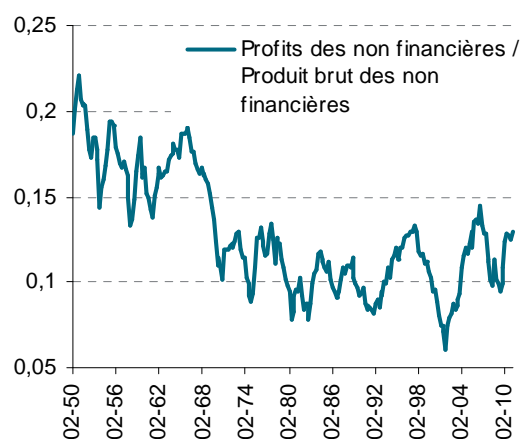
“
Ne pas se précipiter pour anticiper la fin du cycle
”

Les financières ont bien profité de la hausse des marges à partir des années 80



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Evolution des marges en dents de scie pour les non-financières à partir des années 80



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Performance des actions américaines 12 mois après le pic des marges depuis 1950

Année du pic des marges	Nbre d'années entre deux pics des marges	Performance sur les 12 mois suivants (en %)	Performance réelle sur les 12 mois suivants (en %)	Taux longs au pic sur les marges	Variation des taux longs sur les 12 mois suivants (en pb)
1950		18,5	11,8	2,5	12
1955	5	30,1	29,6	2,7	28
1959	4	-0,3	-2,0	4,3	-19
1966	7	0,6	-2,1	4,9	-33
1973	7	-13,3	-21,5	6,7	50
1977	4	8,0	-0,3	7,3	108
1984	7	23,4	18,9	13,6	-340
1988	4	26,1	20,5	9,1	-127
1997	9	8,9	7,3	6,2	-140
2006	9	13,6	10,6	4,7	-4
Moyenne	6	10,8	6,8	6,6	-53

Source : BEA, Shiller, Datastream, Stratégie Amundi

8 Japon : faut-il se réjouir du rebond à court terme ou craindre les risques à moyen terme ?

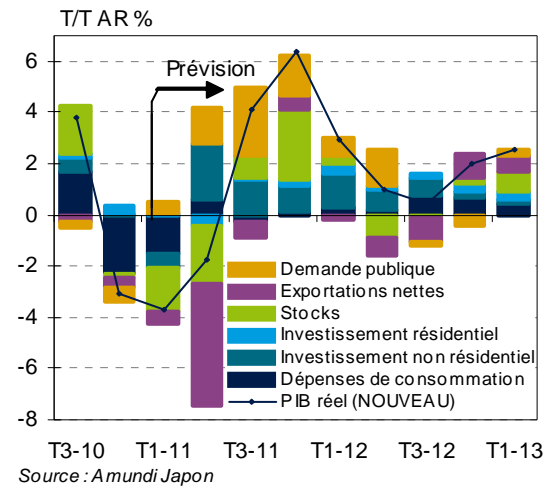
Le séisme et le tsunami qui s'en est suivi ont fait craindre de lourdes conséquences en matière d'équipements, d'activité économique, d'emploi et de radiations nucléaires. L'incertitude est inévitablement forte puisque plus de 120 000 citoyens ont perdu leur foyer et sont contraints de loger en refuges. Pourtant, conformément à la perception répandue selon laquelle une contraction économique est transitoire, l'intérêt des investisseurs s'est progressivement tourné vers le calendrier et l'ampleur du rebond de l'économie nipponne. Porté par des initiatives de reconstruction dans les secteurs public et privé, celui-ci interviendra en effet certainement en forme de V au second semestre. Le gouvernement a voté un budget supplémentaire substantiel en coopération avec la Banque du Japon, mais sa mise en œuvre a pris du retard en raison du rapprochement budgétaire. Par ailleurs, le paysage économique à moyen terme n'est toujours pas encourageant. Le secteur privé nippon est confronté aux risques de rupture de la chaîne d'approvisionnement internationale et de la gestion en flux tendus. Les exportations pourraient rester en berne le temps que les sociétés trouvent des moyens de renforcer leur stabilité à court terme.

Probabilité de redressement rapide : la plupart des indicateurs économiques publiés en mai confirment la récession japonaise. À elle seule, la stagnation observée sur les 20 derniers jours du mois de mars a totalement éclipsé la dynamique haussière de l'économie avant la catastrophe, et le PIB trimestriel de janvier à mars a reculé de 0,9% par rapport au trimestre précédent. Un mois après le séisme, le sentiment des consommateurs se dégradait encore. Le taux d'occupation de 19 grands hôtels tokyoïtes a chuté à 40,5% après avoir atteint 82,6% en février, du fait du sang-froid des Japonais et de l'anxiété des étrangers liée aux radiations et à l'accident nucléaire. La construction automobile a essuyé la plus forte baisse de 60,1% en glissement annuel (g.a.) en avril, en raison des perturbations au sein des chaînes hautement intégrées d'approvisionnement. En conséquence, les exportations ont plongé de 12,5% en g.a. sur le mois, ce qui a provoqué d'importantes pénuries de composants clés en Asie, en Europe et en Amérique du Nord. Parions que le PIB réel subira une nouvelle contraction en glissement mensuel entre avril et juin.

Malgré ces faiblesses sous-jacentes, rares sont ceux qui pensent que les choses peuvent se dégrader davantage. **1)** Les chaînes d'approvisionnement se sont reconstituées beaucoup plus vite que prévu. Toyota Motors par exemple, a avancé de 2 à 3 mois le délai de normalisation de sa production, alors que la société tablait précédemment sur octobre à décembre. **2)** Le gouvernement a revu ses recommandations de réduction de la consommation d'électricité cet été à la baisse de 25 à 15%, en raison de la reprise des activités dans les centrales thermiques. **3)** Les initiatives d'aide d'urgence soutenues par le budget supplémentaire de 4 000 Mds ¥ (soit 4 fois plus que le premier voté pour le séisme de Kobe en 1995) devraient entrer en vigueur immédiatement. **4)** Une enquête menée par le gouvernement a rassuré les investisseurs : contre toute attente, les commandes de machines ont bondi de 10% depuis le mois d'avril, ce qui signifie que l'effort de reconstruction et la demande d'équipements de production d'énergie a totalement compensé l'annulation et/ou le report des investissements. C'est pourquoi le gouvernement ne reconnaît pas officiellement que l'anémie actuelle est une récession, et il met l'accent sur le caractère temporaire du ralentissement économique. Cette reprise en forme de V devrait par ailleurs empêcher le repli des bénéfices d'entreprises. Le résultat avant intérêts et impôts devrait certes plonger de 13% en g.a. au 1^{er} semestre de l'exercice 2011, mais il s'envolera ensuite de 18% au 2nd semestre, ce qui débouchera sur une progression de 5% sur l'exercice. En termes de calendrier, d'ampleur et de répartition des dépenses de reconstruction, nous tablons sur une hausse de 0,2% du PIB sur l'exercice 2011 qui a débuté en avril (-0,6% sur l'année civile 2011), alors que le consensus attend une croissance quasi nulle. Nous nous éloignons sensiblement du consensus pour ce qui est des prévisions d'investissement des entreprises, puisqu'il prévoit une hausse de seulement 1,6%, contre 7,2% pour nous.

“ *Le gouvernement met l'accent sur le caractère temporaire du ralentissement économique actuel* ”

Contribution à la croissance du PIB réel



Prévisions économiques japonaises

Année civile	2010	2011 (p)	2012 (p)
PIB Nominal	0,4	-12	2,3
PIB Réel	2,3	0,2	2,3
[consensus]		-0,8	3,0
(Déflateur du PIB)	-1,9	-1,3	0,0
<Demande domestique>	1,4	1,9	2,5
<Demande secteur privé>	1,4	0,8	1,7
Consommation	0,8	-0,5	0,6
Investissement résidentiel	-0,2	0,8	10,3
Investissement en capital	4,5	7,2	5,5
<Variation des stocks>	0,4	-0,3	0,3
<Demande publique>	0,0	1,1	0,8
Consommation gouvernementale	2,3	5,8	0,5
Investissement public	-10,0	-0,9	18,8
<Exportations nettes>	1,3	-1,4	-0,2
Exportations biens et services	17,0	-1,9	3,8
Importations biens et services	10,9	9,9	6,6

L'expérience du séisme de Kobe laisse supposer que les sociétés répareront et/ou remplaceront leurs capacités de production dans un délai de 2 à 3 ans. Cela correspond à la situation actuelle puisque les dégâts matériels causés par la catastrophe naturelle de mars s'élevaient à 16-25 000 Mds ¥. Puisque sur cette somme, 9 à 16 000 Mds concernent des équipements d'entreprises, les investissements de ces dernières devraient augmenter de 3-5 000 Mds, ce qui correspond largement à notre estimation de croissance de 7% environ.

Le défi du financement : parallèlement, l'investissement public réel ne devrait selon nous pas augmenter cette année (-8,1% sur l'année civile 2011, et -0,9% sur l'exercice 2011), tandis que le consensus table sur une progression de 5,3% sur l'exercice 2011. Le premier budget supplémentaire de l'exercice 2011 ne prévoit pas d'émission de nouveaux emprunts d'État japonais (JGB) car la plupart

des dépenses sont couvertes par la réduction de la contribution du gouvernement à la première tranche du régime de retraite. En revanche, destiné à financer l'effort de reconstruction plutôt qu'à apporter une aide d'urgence aux victimes du séisme, le deuxième budget supplémentaire nécessitera de lourdes dépenses. Une fois que le Conseil du gouvernement chargé de planifier la reconstruction aura publié une première proposition attendue fin juin, le gouvernement devra adopter le second budget en août. Bien que ce dernier n'ait pas encore fourni de détail sur son ampleur, les représentants (tant du parti au pouvoir que des partis d'opposition) attendent plus de 10 000 Mds ¥ (soit 2% du PIB). Cela dit, la Diète n'a pas encore approuvé la loi spéciale d'émission d'emprunts d'État qui permet au gouvernement d'émettre des JGB afin de couvrir des dépenses autres que les travaux publics prévus dans le budget de l'exercice.

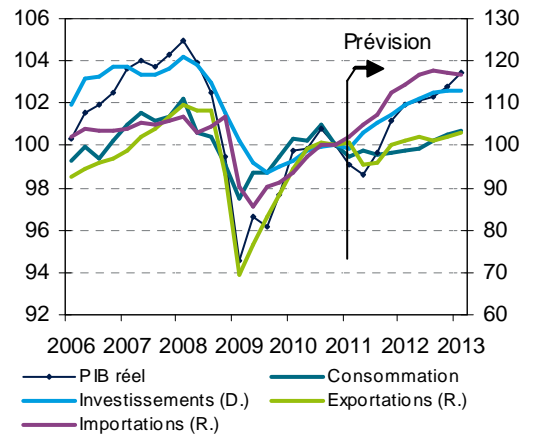
“ Le second budget adopté en août se traduira par un alourdissement des dépenses ”

des dépenses sont couvertes par la réduction de la contribution du gouvernement à la première tranche du régime de retraite. En revanche, destiné à financer l'effort de reconstruction plutôt qu'à apporter une aide d'urgence aux victimes du séisme, le deuxième budget supplémentaire nécessitera de lourdes dépenses. Une fois que le Conseil du gouvernement chargé de planifier la reconstruction aura publié une première proposition attendue fin juin, le gouvernement devra adopter le second budget en août. Bien que ce dernier n'ait pas encore fourni de détail sur son ampleur, les représentants (tant du parti au pouvoir que des partis d'opposition) attendent plus de 10 000 Mds ¥ (soit 2% du PIB). Cela dit, la Diète n'a pas encore approuvé la loi spéciale d'émission d'emprunts d'État qui permet au gouvernement d'émettre des JGB afin de couvrir des dépenses autres que les travaux publics prévus dans le budget de l'exercice.

La gestion budgétaire est un exercice de haut vol étant donné que 41% du budget initial de l'exercice 2011 de 92 000 Mds ¥ ont été financés par ces obligations destinées à combler le déficit. L'adoption de cette proposition de loi est essentielle pour que le gouvernement puisse envisager le second budget supplémentaire. Pourtant, reste à déterminer comment financer ce dernier. Le relèvement de la TVA est l'option la plus répandue et la plus efficace : une hausse de 1% générerait en effet 2 500 Mds ¥ de recettes. Le Conseil du gouvernement chargé de planifier la reconstruction pourrait recommander une telle option dans sa première proposition. Pourtant, une augmentation de la TVA ne remporterait pas un soutien politique général, puisque certains représentants du parti au pouvoir (PDJ) y sont fermement opposés et affirment que son caractère systématique pourrait freiner la reprise dans le Nord-Est du pays. L'autre option serait d'introduire un impôt solidaire à l'allemande, un concept qui conviendrait parfaitement aux efforts concertés de reconstruction. Une faible augmentation de l'impôt sur le revenu (1%) ne permettrait en revanche de lever que 0,700-1 000 Md ¥. Du point de vue politique, rares sont les observateurs qui pensent que le Premier ministre puisse faire une telle proposition dans la situation actuelle. En conséquence, nous estimons que le second budget d'urgence sera soit inférieur aux anticipations, soit adopté beaucoup plus tard que prévu.

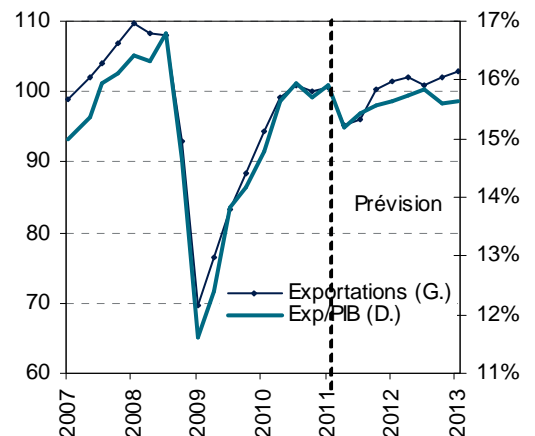
Léthargie attendue à compter de l'exercice 2012 : nos prévisions de croissance de 2,3% pour l'exercice 2012 (et +2,5% pour l'année civile 2012) sont largement inférieures à celles de 2,8% du consensus. Notre prudence est imputable 1) à la consommation en berne des ménages et 2) au niveau défavorable des exportations. Ces prochains mois, la combinaison d'une hausse des primes estivales (qui avaient déjà été décidées avant la catastrophe) et d'apaisement des Japonais devrait contribuer à doper la consommation. Cela dit, les dépenses de travaux publics d'urgence engagées en échange de la réduction des allocations familiales et du gel de certains péages autoroutiers devraient peser sur les ménages. La hausse récente des prix de l'énergie et des produits agricoles a aussi un impact négatif sur le pouvoir d'achat réel. Toutefois, la rupture des chaînes d'approvisionnement devrait inciter les entreprises à changer radicalement de comportement. D'après une enquête menée auprès des PDG des 100 premières sociétés nippones, 25% veulent augmenter leurs approvisionnements en composants et équipements hors du Japon afin de maintenir des flux verticaux, tandis que seulement

Evolution trimestrielle du PIB (100 = T4 2010)



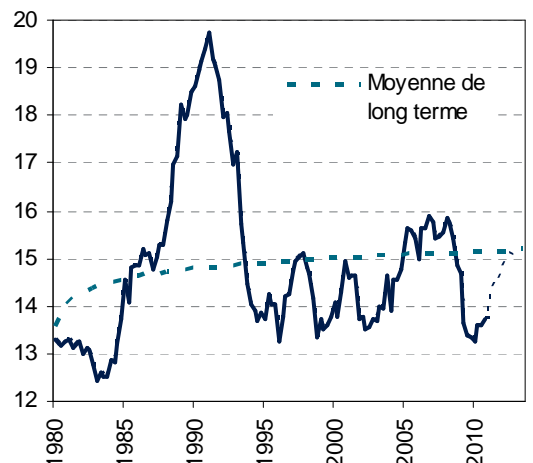
Source : Institut de Recherche Economique et Sociale, Amundi Japon

Japon : exportations (100 = T4 2010)



Source : Institut de Recherche Economique et Sociale, Amundi Japon

Dépenses d'investissement / PIB réel (en %)



Source : Institut de Recherche Economique et Sociale, Amundi Japon

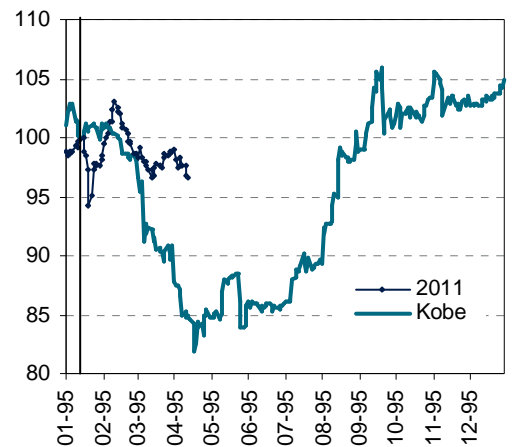
20% prévoient de se diversifier sur le marché japonais. Ce changement de comportement sera nocif pour l'emploi et les investissements jusqu'à ce que les sociétés restaurent la crédibilité internationale de leurs produits et services et identifient de réelles innovations pour retrouver leur compétitivité. Il est donc peu probable que l'investissement retrouve prochainement son niveau par rapport au PIB.

La Banque du Japon, dernier recours pour la politique budgétaire :

depuis le doublement de son programme de rachat d'actifs de 5 000 Mds ¥ au lendemain du séisme, la Banque du Japon n'a pas pris d'initiatives majeures en termes de politique monétaire. Elle vient de racheter près de 4 000 Mds ¥ dans le cadre de ce programme, ce qui laisse espérer une marge de manœuvre conséquente avant d'atteindre le plafond de 10 000 Mds ¥. Par ailleurs, elle ne ressent aucune urgence à assouplir davantage sa politique tant que l'économie suivra une trajectoire dans laquelle la banque juge que tout événement négatif sera transitoire et que les efforts de reconstruction favoriseront un rebond substantiel. Il est toutefois possible que l'impasse politique concernant la source des fonds du deuxième budget supplémentaire retardera son adoption malgré l'urgence de la reconstruction, et fera trembler les marchés financiers. L'autorité monétaire sera contrainte de doubler une nouvelle fois son programme afin d'échapper à l'argument en faveur d'une émission directe de JGB. Certains représentants du gouvernement envisagent l'émission « d'obligations de reconstruction », qui seraient gérées séparément et remboursées par le biais de recettes fiscales à court terme. La banque centrale devra racheter ces obligations sur le marché si la source du rachat obtient l'engagement politique, une possibilité qui pourrait intervenir pas plus tard que décembre, lorsque le gouvernement est censé présenter une réforme fiscale complète pour 2012.

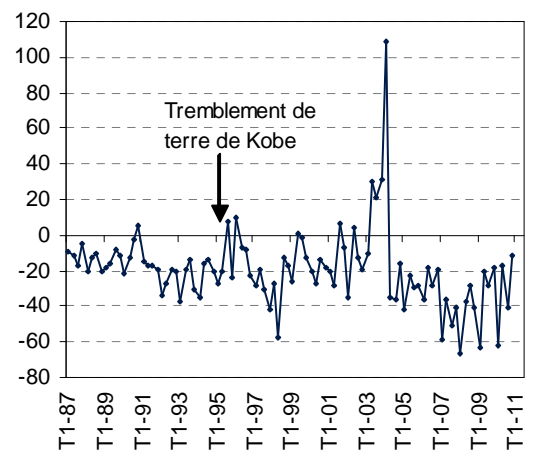
“
Vers un programme d'émissions d'obligations de reconstruction ?
”

US\$/JPY après le tremblement de terre : Kobe et 2011 (100 = tremblement de terre J-1)



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Japon : compte financier (Mds \$)



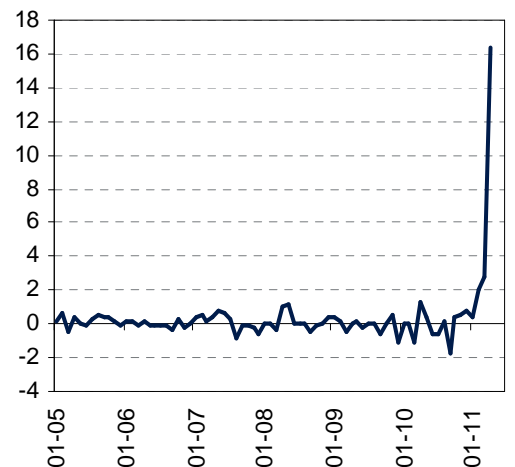
Source : Datastream, Stratégie Amundi

Encadré : Flux de capitaux au Japon : que font les investisseurs ?

Quelques mois après le tremblement de terre de Kobe en 1995, le yen s'était fortement apprécié (de près de 20% en 3 mois) suite aux rapatriements de capitaux massifs des résidents japonais afin de financer la reconstruction. Après le tremblement de terre dévastateur qu'a connu le Nord-Est du Japon en mars dernier, les cambistes ont dans un premier temps anticipé que le même phénomène se produirait. Le yen s'est alors envolé, ce qui a poussé les banques centrales du G7 à intervenir de façon coordonnée et ce pour la première fois depuis 2000.

A ce jour, des rapatriements de capitaux de la même ampleur vont-ils vraiment avoir lieu ? Selon les statistiques hebdomadaires de flux de capitaux publiées par le ministère des finances, il semble que non. Ces dernières semaines, les résidents japonais ont certes cessé d'acheter des actifs (principalement des obligations et des titres monétaires) à l'étranger mais ils ne sont pas devenus pour autant vendeurs nets d'actifs étrangers. A noter, les investisseurs étrangers n'ont, quant à eux, pas cessé d'acheter des actions japonaises. Par ailleurs, on observe que la Chine a, de façon étonnante, très fortement accru ses achats d'obligations du gouvernement japonais pour diversifier ses réserves de change (16,7Mds \$, cf. 3^{ème} graphique). Au total, il en résulte une légère pression haussière sur le yen (qui est passé en deçà de 80 yens pour un dollar), mais sans commune mesure avec ce qui s'était produit en 1995. Compte tenu de la récession en cours, les autorités resteront à n'en pas douter vigilantes.

Achats de la part de la Chine d'obligations japonaises (Mds \$)



Source : Datastream, Stratégie Amundi

9 Les devises nordiques sont-elles encore attractives ?

Après la chute de Lehman Brothers, les couronnes norvégienne et suédoise se sont dépréciées de 20% par rapport à l'euro en l'espace de quelques mois. Elles ont notamment été pénalisées en raison de leurs étroites relations économiques avec les pays d'Europe de l'Est. Leur très forte stabilité avec l'euro s'est rompue et elles ont connu des fluctuations contre la monnaie européenne jamais observées depuis la création de celle-ci. Maintenant qu'elles ont retrouvé leurs niveaux d'avant-crise, se retrouvant ainsi surévaluées en termes de parité des pouvoirs d'achat, il est naturel de s'interroger sur leur direction dans les mois à venir.

Plusieurs éléments permettent de penser que l'appréciation des devises nordiques face à l'euro devrait se poursuivre. D'un point de vue fondamental, la Norvège et de la Suède connaissent de larges et récurrents excédents courants depuis de nombreuses années (environ 13,5% du PIB pour la Norvège en 2010 et 6% pour la Suède) ce qui, toutes choses égales par ailleurs, plaide pour une appréciation réelle et significative de leurs devises. En particulier, de vastes gisements pétroliers situés en Mer du Nord procurent d'importants revenus d'exportation à la Norvège (12^{ème} producteur mondial de pétrole), ainsi une nouvelle hausse des cours du Brent devrait bénéficier à la couronne norvégienne. Cette relation entre cours du Brent et couronne norvégienne, souvent jouée par les cambistes, s'avère toutefois très instable à travers le temps.

La conjoncture économique de ces deux pays est très favorable et constitue un facteur supplémentaire d'appréciation de leurs devises. Le chômage est à un niveau faible (Norvège) ou en décroissance rapide (Suède). Les chiffres de la croissance suédoise sont même bien meilleurs qu'en Allemagne dont les performances économiques sont pourtant très solides. Et cela devrait se poursuivre dans les trimestres à venir. L'une comme l'autre, la Norvège et la Suède sont des partenaires économiques privilégiés de l'Allemagne et bénéficient de sa bonne santé. De plus, en ces temps de crise de la dette souveraine en zone euro, il est intéressant de noter que ni la Norvège ni la Suède ne sont confrontées à des difficultés de finances publiques, accumulant au contraire des excédents budgétaires.

“ Les devises nordiques, protègent-elles d'une aggravation de la crise de la dette souveraine en zone euro ? ”

Dans ces conditions, ces deux pays ont engagé leurs resserrements monétaires bien avant la BCE. Si la hausse des taux est très graduelle en Norvège, la banque centrale suédoise a déjà augmenté six fois ses taux depuis juillet 2010 (le taux directeur passant de 0,25% à 1,75%) et devrait continuer à ce rythme au moins jusqu'au début de 2012 selon ses propres projections. En effet, l'inflation en Suède (3,3% en glissement annuel en avril) est désormais au-dessus du haut de la fourchette d'inflation ciblée par la Riskbank (de 1 à 3%) et l'inflation sous-jacente devrait continuer à se redresser compte tenu de la vigueur de la croissance. En revanche, les pressions inflationnistes sont plus limitées en Norvège (inflation à 1,3% en avril pour une cible à environ 2,5%).

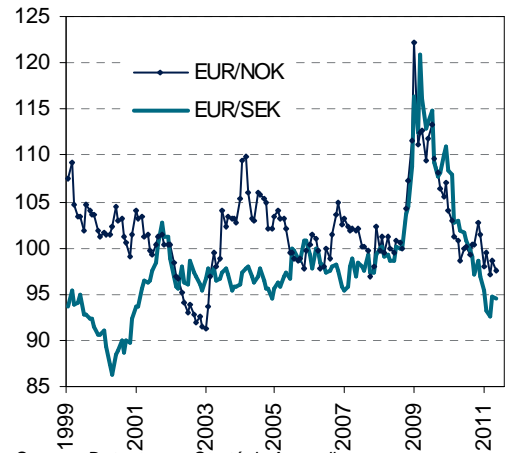
Indépendamment des fondamentaux économiques, il est intéressant de noter que lors des dernières grandes phases de dépréciation de l'euro par rapport au dollar (en particulier au printemps 2010), les devises nordiques se sont moins dépréciées par rapport au dollar que la monnaie européenne. Elles pourraient donc s'avérer protectrices en cas d'aggravation de la crise de la dette souveraine en zone euro.

Principaux chiffres économiques

	Taux de croissance			Inflation			Chômage			Balance courante		
	1999/2010	2011	2012	1999/2010	2011	2012	1999/2010	2011	2012	1999/2010	2011	2012
Suède	2.5%	3.8%	3.5%	1.7%	2.0%	2.0%	6.5%	7.4%	6.6%	6.5%	6.1%	5.0%
Norvège	1.8%	2.9%	2.5%	2.1%	1.8%	2.2%	3.6%	3.6%	3.5%	13.8%	16.3%	16.0%
Zone euro	1.5%	1.6%	1.8%	2.0%	2.3%	1.7%	8.7%	9.9%	9.6%	0.2%	0.0%	0.0%

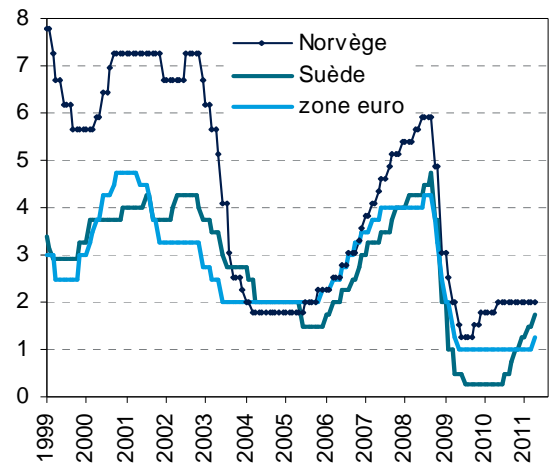
Source : World Economic Outlook, OCDE, Stratégie Amundi

Evolution des couronnes norvégienne et suédoise face à l'euro (base 100 : sept 2008)



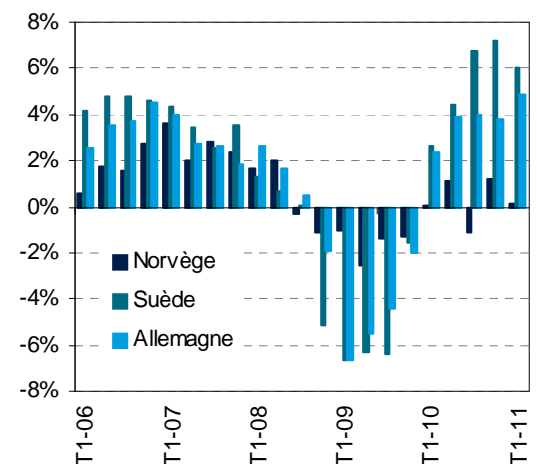
Source : Datastream, Stratégie Amundi

La Norvège et la Suède engagées dans un resserrement monétaire bien avant la BCE



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Croissance (a-o-a) dans les pays nordiques

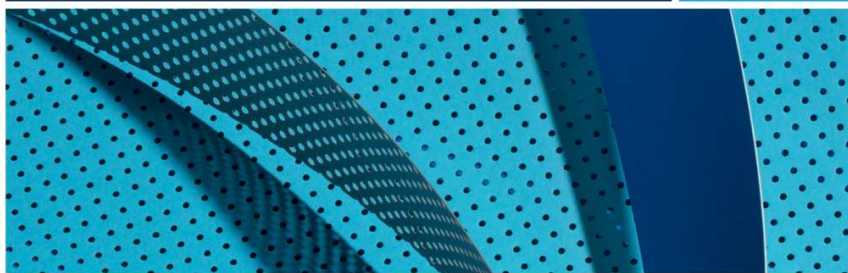


Source : Datastream, Stratégie Amundi

Sujets traités récemment	Auteur(s)	Date	Format
Public debt, long term perspectives and economic impact	Philippe ITHURBIDE	16-juin-11	PPT
La BCE s'oppose fermement à un rééchelonnement de la dette grecque proposé par le gouvernement allemand	Didier BOROWSKI	15-juin-11	DOC
Dette souveraine de la zone euro : contagion et crise systémique vs opportunités d'investissement	Philippe ITHURBIDE	15-juin-11	DOC
Actions du secteur bancaire européen: une surperformance future conditionnée à la maîtrise des risques de contagion à la périphérie de la zone euro	Thomas LAPEYRE	15-juin-11	DOC
Le dilemme des obligations d'entreprise de la zone euro : valeur actuelle contre risque souverain	Seregio BERTONCINI	15-juin-11	DOC
Pays émergents : vers un pic de l'inflation cet été	Florian ROGER	15-juin-11	DOC
Les matières premières sont-elles devenues des actifs financiers comme les autres ?	Rémi LAMBINET	15-juin-11	DOC
Actions : le niveau élevé des marges est-il inquiétant ?	Eric MIJOT - Ibra WANE	15-juin-11	DOC
Japon : faut-il se réjouir du rebond à court terme ou craindre les risques à moyen terme ?	Akio YOSHINO	15-juin-11	DOC
Les devises nordiques sont-elles encore attractives ?	Bastien DRUT	15-juin-11	DOC
Stratégies d'investissement : une normalisation sans heurts ?	Didier BOROWSKI - Philippe ITHURBIDE	10-juin-11	PPT
Inflation, normalisation et crise de la dette souveraine	Philippe ITHURBIDE	10-juin-11	PPT
Inflation, Normalisation & Public Debt crisis: Cross Asset Investment Strategy	Philippe ITHURBIDE	08-juin-11	PPT
Toward sustained inflationary pressure: how will central banks react?	Didier BOROWSKI	06-juin-11	PPT
Stratégies d'investissement : une normalisation sans heurts ?	Didier BOROWSKI - Philippe ITHURBIDE	13-mai-11	PPT
Dette souveraine américaine ... pas mieux que certains périphériques de la zone euro ?	Philippe ITHURBIDE	06-mai-11	DOC
Comment résorber une dette excessive ?	Philippe ITHURBIDE	06-mai-11	DOC
Grèce: une restructuration inévitable ?	Philippe ITHURBIDE - Soti VARTANESYAN	06-mai-11	DOC
La fin du quantitative easing (QE) incite à la plus grande prudence	Philippe ITHURBIDE	06-mai-11	DOC
La BCE peut-elle faire dérailler la croissance en zone euro ?	Philippe ITHURBIDE	06-mai-11	DOC
Pourquoi l'euro monte-t-il et jusqu'où peut-il grimper ?	Didier BOROWSKI	06-mai-11	DOC
Quelles perspectives de croissance mondiale ?	Florian ROGER	06-mai-11	DOC
Inflation chinoise : quelques bonnes nouvelles, mais les dangers demeurent	Philippe ITHURBIDE	06-mai-11	DOC
Matières premières : l'or et l'argent s'envolent, jusqu'où ?	Didier BOROWSKI	06-mai-11	DOC
Crédit : le bêta fait la différence sur les marchés du crédit	Sergio BERTONCINI	06-mai-11	DOC
Saison des publications : les tendances du 1er trimestre sont encourageantes	Ibra WANE	06-mai-11	DOC
Actions : que faire des actions émergentes ?	Eric MIJOT	06-mai-11	DOC
Inde : résultats du dernier recensement décennal	Aashish WAKANKAR	06-mai-11	DOC
Exchange Rate determination: how to determine equilibrium values	Philippe ITHURBIDE	22-avr-11	PPT
Dette européenne euro : une Europe à plusieurs vitesses	Philippe ITHURBIDE - Soti VARTANESYAN	08-avr-11	DOC
Défauts, restructurations de dettes : que nous enseigne l'histoire ?	Philippe ITHURBIDE	08-avr-11	DOC
Japon : perspectives de l'économie et des marchés après le séisme	James HEGARTY - Masanaga KONO - Shizuko OHNI - Akio YOSHINO	08-avr-11	DOC
Quel devrait être l'impact de la catastrophe japonaise sur l'économie mondiale ?	Florian ROGER	08-avr-11	DOC
La crise nipponne : des effets à court terme déjà bien intégrés par le marché	Stéphane TAILLEPIED	08-avr-11	DOC
Conséquences des crises géopolitiques dans le monde : malgré la proximité avec l'Afrique et le Moyen-Orient, l'impact direct est limité pour les sociétés européennes	Stéphane TAILLEPIED	08-avr-11	DOC
Change : que nous disent les évolutions des stocks d'actifs détenus sur l'étranger quant à l'évolution des taux de change ?	Didier BOROWSKI	08-avr-11	DOC
Crédit : les ratios d'endettement des entreprises américaines continuent de s'améliorer, comme le démontrent les dernières données de la Fed	Sergio BERTONCINI	08-avr-11	DOC
La montée des risques exogènes ne remet pas en cause l'investissement en actions mais milite pour la diversification	Eric MIJOT	08-avr-11	DOC
Nouvelle version des stress tests bancaires	Richard BUTLER - Xavier GOT	08-avr-11	DOC
Focus on inflation	Bastien DRUT	02-avr-11	PPT
Equity Strategy Views on Sectors	Ibra WANE	29-mars-11	PPT
Crédit Investment Grade « financières » versus « industrielles » du point de vue des assureurs européens	Sergio BERTONCINI - Sylvie de LAGUICHE	18-mars-11	DOC
Hausse du prix des matières premières : quel impact sur la croissance mondiale ?	Florian ROGER	07-mars-11	DOC
Peut-on connaître un nouvel épisode d'envolée du prix des matières premières ?	Pauline ABADIE - Emmanuel MARTIN	07-mars-11	DOC
Les « devises matières premières » et la « maladie hollandaise »	Bastien DRUT	07-mars-11	DOC
La BCE s'apprête à monter ses taux, la Fed non ! Conséquences sur la courbe des taux et sur l'euro	Didier BOROWSKI - Philippe ITHURBIDE	07-mars-11	DOC
Fin du quantitative easing et tensions au Moyen-Orient... mêmes conséquences pour les actifs risqués ?	Philippe ITHURBIDE	07-mars-11	DOC
La normalisation du bilan des résidents américains contiendra la remontée des taux.	Didier BOROWSKI	07-mars-11	DOC
Saison des publications : des résultats solides, mais le plafonnement des marges se précise	Ibra WANE	07-mars-11	DOC
Actions émergentes : comment tenir le choc ?	Ibra WANE	07-mars-11	DOC
Dette souveraine des pays avancés : quel impact sur les pays émergents ?	Philippe ITHURBIDE	07-mars-11	DOC
L'offre en obligations à haut-rendement est soutenue par la vigueur de la demande... ce qui fait sensiblement baisser le risque de refinancement	Sergio BERTONCINI	07-mars-11	DOC
Japon : la dégradation des perspectives de la dette souveraine marque-t-elle un tournant dangereux ?	Akio YOSHINO	07-mars-11	DOC
Le cycle du crédit et la relation entre obligations et actions	Sergio BERTONCINI	06-mars-11	DOC
Documents mensuels	Auteur(s)		Format
Macroeconomic Views	Florian ROGER		PPT
Fixed Income Strategy Views	Didier BOROWSKI - Bastien DRUT		PPT
FX Strategy Views	Didier BOROWSKI - Bastien DRUT		PPT
Equity Strategy Views	Eric MIJOT - Ibra WANE		PPT
Credit Strategy Views	Sergio BERTONCINI		PPT
Investment Strategy Views	Philippe ITHURBIDE - Didier BOROWSKI		PPT

Cross asset investment strategy

Stratégie et recherche économique



Correspondants

Rédacteur en chef

Philippe Ithurbide - Directeur Recherche, Stratégie et Analyse - Paris

+33 1 76 33 46 57

Rédacteur en chef adjoint

Didier Borowski - Responsable Stratégie et Recherche Economique - Paris

Contributeurs

Sergio Bertoncini - Stratégie Crédit - Milan

Didier Borowski

Bastien Drut - Stratégie Changes et Taux - Paris

Philippe Ithurbide

Rémy Lambinet - Stratégie & Recherche Economique - Paris

Thomas Lapeyre - Analyse Actions - Paris

Eric Mijot - Responsable Stratégie Actions - Paris

Florian Roger - Responsable Macroéconomie - Paris

Ibra Wane - Stratégie Actions - Paris

Akio Yoshino - Recherche Actions et Stratégie - Tokyo

Support

Anne-Charlotte Paret - Stratégie et Recherche Economique - Paris

Julien Moussavi - Stratégie et Recherche Economique - Paris

Marc Joseph-Lokel - Stratégie Actions - Paris

AVERTISSEMENT

Directeur de la publication : Pascal Blanqué

Rédacteur en chef : Philippe Ithurbide

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

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

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

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