

Analyse en bref

- 1 **Risques de récession et crise de la dette euro : où en sommes-nous réellement ?** Après la crise de la dette et la mise en place de politiques budgétaires et fiscales, voici le net fléchissement de la croissance et les craintes de contraction supplémentaire du crédit. La crise de la dette euro est loin d'être terminée. La contagion a gagné l'ensemble des marchés au cours du mois de septembre, ce qui est sans doute un élément rassembleur dans la perspective du G20, le 4 novembre. Entretemps, il faudra éviter un défaut de la Grèce.
- 2 **Allemagne : ralentissement ou récession en 2012 ?** L'Allemagne ne peut échapper à un net ralentissement de son rythme de croissance car ses principaux partenaires commerciaux sont les autres pays européens. Néanmoins, l'Allemagne ne devrait pas retomber en récession, notamment parce que la baisse du taux de chômage enregistrée depuis deux ans devrait soutenir sa consommation domestique.
- 3 **Quand le « deleveraging » menace de faire chuter la croissance.** La crise actuelle est pour partie le résultat de l'envolée de l'ensemble des dettes (publiques et privées) au cours des 30 dernières années. L'endettement des agents est devenu excessif. La crise actuelle exacerbe la nécessité d'apurer les dettes. Le risque est alors moins de retomber dans une récession « classique » que de sombrer dans une dépression, accompagnée de pressions déflationnistes.
- 4 **Une récession modérée n'est plus un facteur de risque pour les actifs risqués européens.** Les marchés financiers traversent depuis l'été une crise de confiance. Au cœur des inquiétudes actuelles les pertes de marge de manœuvre des politiques économiques. Nous défendons l'idée que les actions et le crédit européens ont des profils de risque attractifs puisqu'ils intègrent déjà une récession imminente en Europe.
- 5 **Croissance ou récession : quel impact sur les résultats des entreprises en 2012 ?** Les problèmes rencontrés cet été dans la gestion de la dette souveraine des pays périphériques ont pu occulter les risques d'entrée en récession l'année prochaine. Nous tentons d'estimer la résistance de chaque secteur de la cote dans cet environnement économique instable et de voir quelle est la corrélation entre performance boursière et dépendance du secteur à la conjoncture macroéconomique.
- 6 **Que faut-il penser du plan « eureka » ?** Le plan allemand de sauvetage de la Grèce repose sur le modèle de la Treuhand, structure qui avait été créée lors de la réunification allemande et qui avait permis de vendre (à bas prix) plus de 8000 entreprises, de sauvegarder des emplois et de favoriser la croissance. Un plan intéressant pour la Grèce, mais qui ne règle pas les problèmes de contagion.
- 7 **Pour les obligations indexées à l'inflation, les crises se suivent mais ne se ressemblent pas.** Le comportement récent des indexées à l'inflation est très différent de celui qu'elles ont connu en 2008 : les point-morts d'inflation n'ont que légèrement baissé alors que les taux réels ont fortement chuté. Cette classe d'actifs est plus attractive aux Etats-Unis qu'en Europe.
- 8 **Quelle valeur attribuer aux primes de CDS ? Le cas de la courbe des CDS sur la Grèce** Comment traduire le niveau des primes des CDS souverains en anticipation de risque de défaut des pays analysés ? Nous allons regarder les CDS. Certes, ils sont souvent peu liquides, traités par une poignée d'intervenants, ils ont tendance à exagérer les situations réelles ... mais comme ils sont très regardés, il nous est apparu utile d'en présenter une grille de lecture.
- 9 **Les banques françaises sont-elles en mesure de faire face aux récentes difficultés rencontrées dans leur refinancement ?** Elles sont en mesure d'y faire face d'une part parce que les risques apparaissent limités sur le refinancement à court terme compte tenu de la volonté affichée par la BCE et des autres banques centrales d'injecter les liquidités nécessaires et du renforcement par le secteur de ses positions de liquidité, de ses capitaux propres ces trois dernières années.
- 10 **Marchés d'actions : quels marchés européens profiteraient le plus d'une nouvelle dynamique du côté des émergents ?** En 2008, la récession américaine avait entraîné un plongeon des marchés émergents. Cette perspective est dans toutes les mémoires. Si les pays développés arrivaient à éviter le scénario du pire, les marchés émergents pourraient entraîner avec eux certains marchés développés à la hausse.
- 11 **Transmission d'une crise de dette souveraine aux actions : l'exemple de l'opérateur télécom OTE.** OTE est l'opérateur télécom historique grec, qui réalise les deux-tiers de ses résultats en Grèce, le solde provenant de Roumanie, Bulgarie et Albanie. En tant que valeur très exposée à son marché domestique et poids important de l'indice local, l'évolution du cours d'OTE est emblématique de ce qui a pu être observé sur l'ensemble du marché des actions grecques.

Achevé de rédiger le 5 octobre 2011

En savoir +

- | | | |
|----|--|---------|
| 1 | Risques de récession et crise de la dette euro : où en sommes-nous réellement ?
Encadré 1 : Crise de la dette en zone euro, les dates à retenir
Encadré 2 : « Bear market rally » ... caractéristiques et mode d'emploi | page 3 |
| 2 | Allemagne : vers un ralentissement ou une récession en 2012 ? | page 8 |
| 3 | Quand le « deleveraging » menace de faire chuter la croissance | page 10 |
| 4 | Une récession modérée n'est plus un facteur de risque pour les actifs risqués européens
Encadré 3 : calcul de probabilité implicite de croissance négative | Page 14 |
| 5 | Croissance ou récession : quel impact sur les résultats des entreprises en 2012 ? | Page 16 |
| 6 | Que faut-il penser du plan « eureka » ?
Encadré 4 : La Treuhand ... un succès incontestable ? | page 17 |
| 7 | Pour les obligations indexées à l'inflation, les crises se suivent mais ne se ressemblent pas | page 19 |
| 8 | Quelle valeur attribuer aux primes de CDS ? Le cas de la courbe CDS grecs | page 20 |
| 9 | Les banques françaises sont-elles en mesure de faire face aux récentes difficultés rencontrées dans leur refinancement ? | page 22 |
| 10 | Marchés d'actions : quels marchés européens profiteraient le plus d'une nouvelle dynamique du côté des émergents ? | page 24 |
| 11 | Transmission d'une crise de dette souveraine aux actions : l'exemple de l'opérateur télécom OTE | page 27 |

CLASSE d'ACTIFS	THEMES d'INVESTISSEMENT et PERSPECTIVES	STRATEGIES d'INVESTISSEMENT d'Amundi
Allocation d'actifs	<ul style="list-style-type: none"> Les risques de crise systémique (crise de dettes souveraines, risques bancaires ..) vont désormais de pair avec des risques de récession. La probabilité de récession monte avec les craintes de credit crunch. Nous n'anticipons pas d'éclatement de la zone, ni de disparition de l'euro ... mais nous ne voyons pas non plus d'amélioration sensible rapidement. Le déficit de gouvernance et la faiblesse du dispositif anti-crise ne sont pas des éléments rassurants. Le réunion du G20 le 4 novembre sera sans doute un événement crucial. Pas de normalisation de politique monétaire, et poursuite d'un environnement de taux bas. Les divergences entre les pays de la zone euro perdureront encore quelques années. La croissance restera bien plus solide dans les pays émergents. 	<ul style="list-style-type: none"> Ne pas capituler sur les actions émergentes : zone de croissance autonome et plus solide, gouvernance plus crédible, dettes publiques sous contrôle, pic d'inflation atteint, devises fortes. Rester neutre duration. Préserver la liquidité. Conserver une surpondération cash. Ne pas augmenter (trop tôt) le budget de risque des actions : révision à la baisse de la croissance et des perspectives de profit, volatilité, crise de la dette ... Pas d'augmentation ni de réduction de la portion crédit et la portion dette émergente (toutes deux légèrement surpondérées actuellement).
Marchés monétaires	<ul style="list-style-type: none"> Les courbes forward continuent d'anticiper un statu quo monétaire aux Etats-Unis jusqu'en 2013 (en raison de l'engagement de la Fed de maintenir ses taux inchangés jusque là), et des assouplissements monétaires pour la BCE. Nous tablons sur une baisse des taux de 50pb voire 100pb d'ici mi-2012. 	<ul style="list-style-type: none"> Le taux Eonia conserve son profil heurté et la pression baissière. La Fed va conserver la taille de son bilan inchangée pendant les deux prochaines années. Les taux monétaires vont rester sous pression.
Marchés obligataires	<ul style="list-style-type: none"> Obligations nominales : l'environnement sur les taux longs reste globalement favorable, au moins pour les Etats-Unis. Beaucoup de volatilité dans la zone euro, y compris pour le noyau dur. Les taux devraient néanmoins rester bas, et cela pour différentes raisons : une croissance plus faible, des politiques monétaires plus accommodantes, des politiques budgétaire et fiscale plus restrictives. Pour les périphériques de la zone euro, pas d'amélioration en vue ... mais poursuite de la volatilité au gré des déclarations, plans de sauvetage et rumeurs. Obligations indexées sur inflation : nous ne détectons pas de perspectives intéressantes actuellement, même si les risques de récession sont déjà en grande partie dans les cours. Le climat reste nettement déflationniste, et cela ne plaide pas en faveur de cette classe d'actifs. 	<ul style="list-style-type: none"> Difficile de considérer que les rendements obligataires courts vont continuer de baisser : le risque est asymétrique. Rendements obligataires : rester neutre duration. Courbe des taux : trades trop directionnels et volatils, aussi bien le 2/10 que le 10/30.
Crédit	<ul style="list-style-type: none"> La volatilité reste élevée, la visibilité reste faible (impact de la crise de la dette), la liquidité s'étiolle, et les phases de fuite vers la qualité n'ont pas disparu. L'environnement devient extrêmement pesant pour les banques. La baisse continue des taux de défaut ne suffit pas. La qualité du crédit des entreprises reste supérieure à celle des souverains, mais la situation actuelle milite pour la prudence. La liquidité reste un enjeu majeur. 	<ul style="list-style-type: none"> Banques : il est plus prudent de continuer à rester à l'écart, même si les spreads peuvent paraître attractifs et si les récents rebonds sont parfois impressionnants (surtout sur les marchés boursiers). High yield : privilégier les valeurs défensives. Investment grade corporate : trop cher à ce stade du cycle. Pondération inchangée dans le portefeuille : pas d'incitation à sortir, pas de motivation pour investir davantage.
Actions	<ul style="list-style-type: none"> Beaucoup de volatilité et de rebonds spectaculaires Mais les marchés d'actions devraient continuer de souffrir dans l'environnement actuel. Nos thématiques préférées demeurent les mêmes : La thématique « émergents ». Préférer les entreprises fortement impliquées dans les marchés émergents, à potentiel de valorisation, dont certaines ont été affectées par la dégradation de la qualité de leur propre souverain; La thématique « financières ». La crise n'est pas terminée, et il est préférable de rester à l'écart; La thématique « commodities » : maintien – anormal – d'un grand écart entre les actions commodities et les commodities cash. 	<ul style="list-style-type: none"> Prudence sur le plan directionnel. Rester sous-pondéré en actifs risqués dans le portefeuille.
Marchés émergents	<ul style="list-style-type: none"> Très forte chute des marchés émergents en 2011, à l'image de ce qui s'était passé en 2008. La contagion gagne l'ensemble des marchés, ce qui donne de l'importance au prochain G20 (4 novembre). Ceci étant dit, la croissance va sans aucun doute rester plus solide dans les pays émergents que dans les pays avancés, forcés d'adopter des politiques budgétaires et fiscales procycliques, au moment même où les indicateurs économiques sont en repli. Certains ont une croissance autonome, des excédents courants, peu de dette, une politique monétaire désormais moins restrictive, des marges de manœuvre pour soutenir la croissance si besoin est ... Ce sont les pays à privilégier. 	<ul style="list-style-type: none"> Actions émergentes : privilégier les pays/zones convergentes, à croissance autonome, excédents courants ... (Asie, Amérique Latine). Dette émergente : rester à l'écart pour l'instant
Matières premières	<ul style="list-style-type: none"> Tant que la croissance chinoise reste solide, ainsi que celle des grands pays émergents, et tant que la liquidité reste abondante, les prix des matières premières devraient bien se tenir. C'est notre scénario central. Le chemin sera heurté compte tenu du ralentissement de l'économie mondiale prévu en 2012, et des risques de récession dans certains pays ou zones, notamment la zone euro. 	<ul style="list-style-type: none"> Le prix du pétrole restera élevé, probablement aux alentours de 100\$ le baril en 2012. L'or conserve de l'intérêt compte tenu de la poursuite de la crise financière.
Marché des changes	<ul style="list-style-type: none"> Euro : tant que le risque extrême sur la dette euro est sur le devant de la scène, l'euro sera en danger. L'euro reste surévalué contre le dollar. JPY : fortement surévalué et fragilisé par les commentaires et l'attitude de la banque centrale, il devrait néanmoins rester solide. CHF : son rôle de refuge se heurte désormais à l'arrimage à l'euro. GBP : la livre sterling est sous-évaluée, mais cela perdurera encore quelque temps Devises nordiques : ces devises sont chères, mais elles restent néanmoins intéressantes (croissance plus forte qu'en zone euro et qu'aux Etats-Unis, gouvernance non contestée...), et elles sont protectrices en cas de nouvelle dégradation de la situation en zone euro. Devises émergentes : malgré leur forte chute en septembre, c'est face aux devises émergentes que les devises des pays développés ont le potentiel de baisse le plus important. 	<ul style="list-style-type: none"> Nous sommes baissiers à court terme sur la parité EUR/USD. Le dollar reste globalement sous-évalué et l'euro est surévalué contre dollar US (valeur d'équilibre autour de 1.20\$). Nous sommes donc haussiers dollar vs euro à horizon 2-3 ans. Devises nordiques : positions longues NOK et SEK. Devises émergentes : conserver les positions longues vs USD, notamment en Asie, et spécialement dans les pays à excédents courants.

1 Risques de récession et crise de la dette euro : où en sommes-nous réellement ?

Le mois d'août avait assombri le scénario d'ensemble, les marchés craignant en même temps une récession économique et une nouvelle phase de contagion de la crise dans les périphériques de la zone euro. Le mois de septembre a été, quant à lui, un mois de contagion à l'ensemble des pays, y compris les émergents. Quant à l'Italie, une nouvelle fois dégradée par une agence de notation, elle est venue rappeler la fragilité de la zone euro sur le thème de la dette publique.

Croissance économique en zone euro : sur le fil du rasoir

Tous les indicateurs montrent que la croissance économique est en berne, et la probabilité d'une véritable récession (dure, longue) a fortement progressé depuis quelques semaines : nous l'évaluons à 35%, ce qui en fait un scénario de risque important, un risque dont il faut se protéger. Le mois dernier, nous avons révisé à la baisse les prévisions de croissance, aussi bien pour les Etats-Unis que pour la zone euro : ces révisions étaient plus fortes aux Etats-Unis en 2011 qu'en 2012 et plus fortes en zone euro en 2012 qu'en 2011, du fait notamment de l'impact décalé des mesures budgétaires et fiscales restrictives. Pourtant déjà plus pessimistes que le marché depuis de nombreux mois, nous avons encore revu à la baisse les perspectives de croissance. Certes, la croissance du PIB restera positive en 2011 et en 2012, mais en zone euro, la croissance restera atone tout au long du second semestre : au regard de nos prévisions et de l'acquis de croissance, notre prévision pour la zone euro implique simplement une croissance nulle au cours du second semestre. On n'échappera sans doute pas à des PIB trimestriels négatifs ce qui est, somme toute, assez fréquent en zone euro y compris en Allemagne (cf. section 4). Ce qui « sauve » la zone euro, c'est la croissance encore correcte dans les pays du noyau dur, elle-même « sauvée » par la croissance mondiale et plus spécialement la croissance des pays émergents, Chine en tête. La fragilité du scénario central vient donc de cette partie du monde ... et des pays de la zone euro qui ne sont pas actuellement en récession (voir ce qui concerne l'Allemagne en section 2). En fait, pour la zone euro elle-même, tout est écrit, ou presque. Trois zones se distinguent nettement :

- **Les pays périphériques « en difficulté »** (Grèce, Portugal, Irlande notamment) affectés par la faible compétitivité et la nécessité de mener des politiques économique et fiscale pro-cycliques connaissent depuis plus d'un an désormais une véritable récession, sévère et sans doute longue, avec des progressions de PIB de l'ordre de -3% à -6%.
- **Les pays périphériques « intermédiaires »** comme l'Espagne et l'Italie vont voir leur taux de croissance tomber vers des niveaux de l'ordre de -0,5% à +0,5%.
- **Les pays du « noyau dur »** ne forment déjà plus un bloc homogène (certains sont plus vulnérables que d'autres), mais leur taux de croissance oscillera entre 1 et 2%.

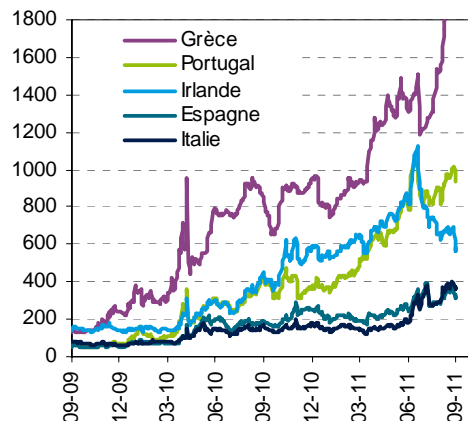
Au-delà de l'hétérogénéité de la zone, comment doit-on qualifier sa croissance ? Depuis les années 1930 et les conclusions du NBER, certains économistes ont l'habitude de qualifier de récession une période caractérisée par deux trimestres négatifs consécutifs. D'autres, plus pragmatiques, considèrent qu'une croissance ne permettant pas de réduire le chômage doit être assimilée à une récession (G. Mankiw, par exemple). Sans entrer dans des problèmes de définitions, on notera que la croissance de la zone euro va rester en-dessous de sa croissance potentielle, qu'elle sera nulle durant la seconde partie de 2011, que la situation sur le front de l'emploi va continuer de se dégrader, que cela poussera la BCE à assouplir sa politique monétaire. Tel est notre scénario central. Avec un risque important, et inchangé depuis quelques mois, celui de voir la situation se dégrader davantage. Il faut également miser sur la **poursuite des divergences en zone euro**, avec un impact des politiques budgétaires et fiscales sur la croissance dès 2012.

Dans notre scénario, la croissance restera plus forte dans les pays émergents (ceux à croissance autonome, faible endettement, excédents courants ...), du fait d'un cycle économique indépendant et de marges de manœuvre en termes de *policy mix*.

“ Les pays émergents accompagnent la croissance, les pays avancés le cycle ”

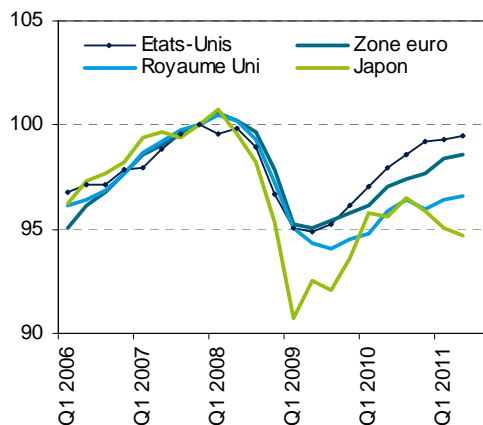
Un point important pour les entreprises et les secteurs européens qui pourraient bénéficier de la bonne tenue des émergents (cf. Section 10). Certes, le PMI chinois

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



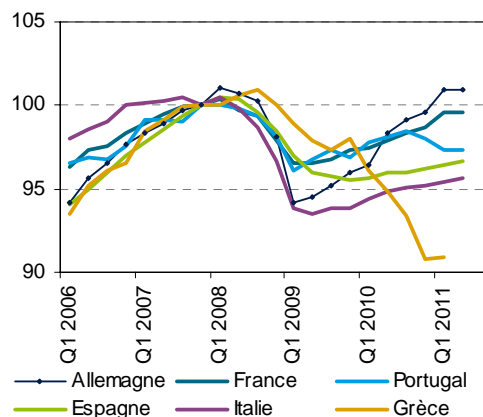
Source : Datastream, Stratégie Amundi

PIB en volume (100 au T4 2007)



Source : Datastream, Stratégie Amundi

PIB en volume (100 au T4 2007)



Source : Datastream, Stratégie Amundi

est resté en-dessous de 50%, mais la Chine a de la ressource pour soutenir la croissance si besoin est. Elle a d'ailleurs évité la crise de 2008 et la récession qui a suivi. Par leurs actions, les pays émergents « convergents » (voir notre édition du mois de septembre, section 8) accompagnent la croissance, tandis que les pays avancés endettés accompagnent le cycle économique (déjà en baisse). Malgré cela, les marchés émergents ont nettement sous-performé au cours du mois d'août dans leur ensemble.

La crise de la dette euro n'est pas (pas encore ?) terminée ...

Les anticipations d'un très prochain défaut grec sont de plus en plus fortes et justifiées au regard d'un contexte actuel qui met en évidence dissensions politiques, blocages institutionnels ... Nous avons insisté à plusieurs reprises dans nos précédents numéros sur le fait que le dispositif anti-crise et anti-contagion est insuffisant : la BCE peut difficilement jouer le rôle de prêteur en dernier ressort, et les décisions de juillet visant à modifier le statut du FESF ne seront pas entérinées avant mi-octobre ... et pour arriver à un tel résultat, il aura encore fallu d'âpres négociations entre les Etats.

Encadré 1 : Crise de la dette en zone euro, les dates à retenir

Le FESF devrait voir sa nouvelle mission (décidée lors du sommet du 21 juillet) validée par tous les Etats avant la mi-octobre. La plupart d'entre eux ont voté les nouvelles prérogatives du FESF, à l'exception de ceux de Malte et de la Slovaquie. A noter, c'est pour la Slovaquie que l'incertitude est la plus importante.

- 10 octobre : Malte
- Entre le 11 et le 14 octobre : Slovaquie (retard possible)

A noter les deux autres rendez-vous importants :

- 17-18 octobre : rencontre des chefs d'Etat de l'Union Européenne
- 4 novembre se tiendra la réunion du G20 à Cannes (France), un rendez-vous crucial, l'ensemble des pays étant désormais frappés par la contagion.

Un défaut grec comporte des risques de contagion aux entreprises (voir le cas d'OTE, section 6), aux banques européennes, mais aussi aux autres souverains ... sauf si mise en place d'un dispositif anti-crise plus efficace que celui qui prévaut actuellement.

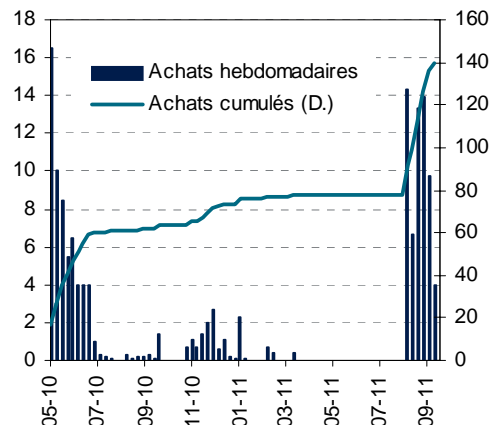
“ Un défaut grec comporte des risques de contagion ”

En dépit de ce que l'on peut lire ici ou là, **tout défaut grec se produira à l'intérieur de la zone euro** : si le Traité est respecté, aucun pays ne peut en effet être exclu de l'Union Européenne ou de la zone euro, et un pays ne peut sortir (de l'Union) qu'à sa demande. Pour cela, il faudrait donc que la Grèce décide de ne plus accepter la moindre aide des pays de l'Union Européenne. S'engageraient alors des négociations sur l'intégralité des dossiers de l'Union (bien avoir en tête que l'UEM est « seulement » un des trois piliers du Traité et que les négociations porteraient sur l'ensemble des chapitres du Traité), et la sortie devient effective au bout de 2 ans, sauf si prorogation des membres de l'UE. Un processus bien (trop) long au regard de la situation critique actuelle.

A noter que les risques sur les banques en termes de liquidités sont assez fortement exagérés. On ne peut en particulier pas se baser sur les prix des CDS pour déterminer des besoins de capitaux, comme a pu le faire le FMI. Dans un exercice venant stresser les banques européennes dans le cas d'un défaut de la Grèce, du Portugal, de l'Irlande, de l'Espagne, de l'Italie et de la Belgique, nous n'arrivons jamais au chiffre avancé par Christine Lagarde et le FMI (qui s'est rétracté par la suite, mais le mal était fait), et nous en sommes bien loin (section 9).

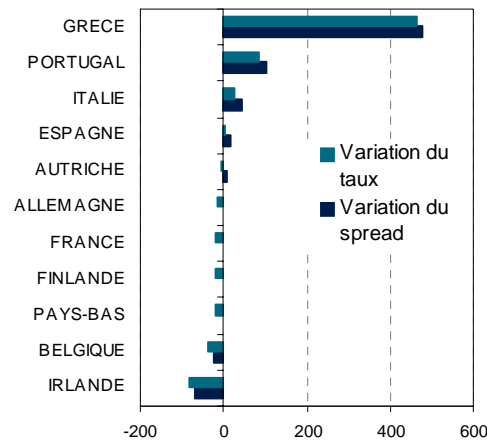
L'objectif des Européens pour la Grèce est « simple » (du moins pour certains Etats) : éviter un défaut (« le scénario de l'horreur » tel que défini par des banquiers centraux européens) et/ou la rendre de nouveau solvable ... un objectif impossible sans effacer une partie importante de la dette grecque. Il est de ce fait bien difficile de concevoir que la Grèce ne fera pas défaut à la fin. La question est bien de savoir quelle sera l'ampleur de ce défaut et du taux de recouvrement... Un défaut de grande ampleur (entre 20 et 40% de taux de recouvrement) affectera fortement les bilans du système financier européen (banques et assurances).

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



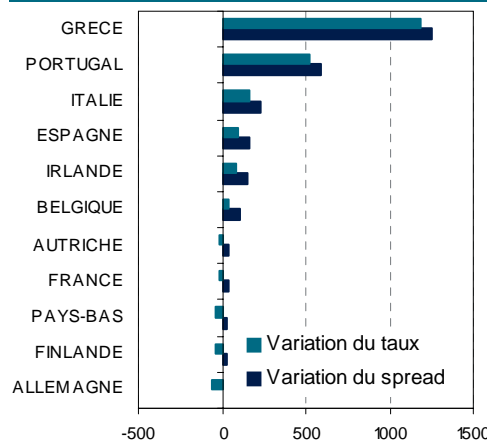
Source : Bloomberg, Stratégie Amundi

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



Source : Datastream, Stratégie Amundi

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



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Il raviverait également les risques de contagion sur d'autres pays périphériques. Un défaut de faible ampleur (un taux de recouvrement entre 70 et 80% aurait le mérite de ne pas affecter trop fortement les systèmes bancaires, mais il ne rendra pas la Grèce solvable pour autant ... et les marchés risquent bien de prévoir d'autres défauts, à l'image du Pérou qui avait dû procéder à plusieurs défauts à la suite.

Nous ne prévoyons pas le pire pour la zone euro, comme un éclatement de l'Union monétaire, la disparition de l'UEM et de l'euro ... un scénario qui irait sans aucun doute de pair avec une récession lourde et longue. Ce n'est pas notre scénario central. Il y a encore - selon nous - des solutions possibles : elles passent nécessairement par une meilleure coordination et gouvernance européennes, un dispositif anti-contagion plus significatif (avec notamment une plus grande contribution de la BCE et des Etats), des aides extérieures telles que celle proposée récemment par le Brésil ou similaires à celle qui a permis la fusion de deux banques grecques, des projets européens (voir section 6 pour le plan « eureka ») ... mais le climat actuel n'est pas au déploiement de risque dans les portefeuilles.

Déploiement du risque vs préservation du capital

Dans cet environnement difficile, une bonne nouvelle tout de même : les marchés anticipent d'ores et déjà une récession (section 4 pour la méthodologie et les résultats, section 5 pour l'impact sur les entreprises européennes), voire même un risque d'éclatement de la zone euro ... et le positionnement des asset managers (selon les enquêtes) est déjà très prudent, conformément à ce que l'on a pu observer dans les pires moments. Ce positionnement des portefeuilles montre que les actifs risqués (une fois les hypothèques institutionnelles levées) ont une capacité de rebond potentiel intéressant ... mais le rapport rendement – risque actuel n'est pas encore favorable, loin s'en faut. Il y a beaucoup trop de risques asymétriques sur les classes d'actifs risqués.

Certes, la valorisation de certains actifs est en apparence extrêmement attractive (actions, crédit notamment), parce que les taux longs sont bas (et vont le rester) et que la normalisation des politiques monétaires est remise à plus tard (bien plus tard). Le risque associé au scénario extrême est cependant encore trop fort. Si la crise de la dette se dégrade encore, on sera alors dans le scénario de risque extrême. Dans un tel contexte d'incertitude, il n'y a pas lieu de s'étonner de voir de nombreux « rally » de marchés d'actions. Cela est classique dans des marchés baissiers. L'encadré de la page suivante apporte un éclairage tout particulier sur ces « bear-market rally »

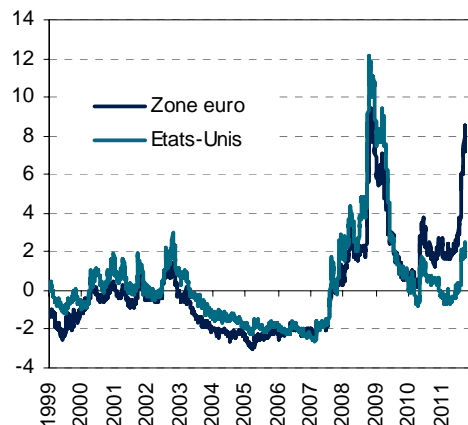
En conséquence, nous poursuivons notre attitude de prudence dans les portefeuilles du fait de la volatilité (négatif pour actions et crédit), du manque de visibilité (risques institutionnels forts), de la liquidité (négatif pour crédit, dont dette émergente), de la fuite vers la qualité (favorable aux titres du Trésor américains et aux emprunts d'Etat allemands (Bunds) contre tout autre souverain et classes d'actifs risqués.

“
Volatilité, visibilité, liquidité, fuite vers la qualité = prudence sur les actifs risqués
 ”

La remontée de la volatilité, la perte de liquidité, le manque de visibilité et les épisodes récurrents de fuite vers la qualité sont bien évidemment des facteurs qui donnent un momentum négatif à la classe d'actifs crédit ... mais comme la situation financière des entreprises est nettement meilleure que celle des Etats, on ne devient pas négatif pour autant sur le crédit. Les spreads de crédit vont sans doute redevenir attractifs. Mais il faut une issue à la crise souveraine (il y a plusieurs possibilités de sortie), ce qui permettra une meilleure évaluation des dommages collatéraux.

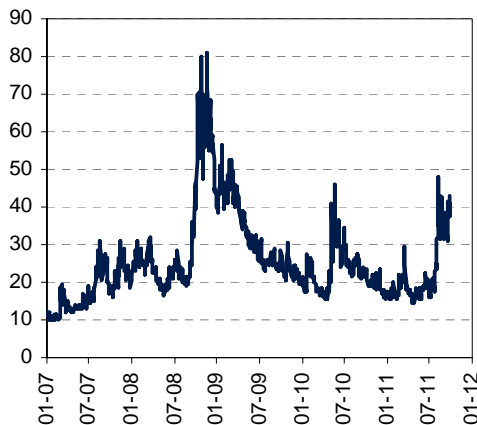
En revanche, dans le contexte de crise actuel, l'euro a du potentiel de dépréciation, d'autant qu'il est nettement surévalué par rapport au dollar (en termes de parité des pouvoirs d'achat, la parité d'équilibre de l'euro est proche de 1,20\$). Une autre façon de prendre en compte le facteur de risque actuel sur la zone euro, est d'acheter des devises comme les devises scandinaves. Le franc suisse est désormais arrimé à l'euro, ce qui donne plus de poids aux « alternatives » comme les couronnes norvégienne et suédoise.

Indicateur de stress financier : zone euro vs Etats-Unis



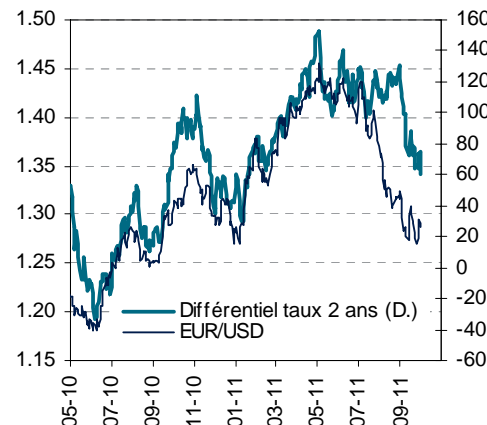
Source : Stratégie Amundi

Volatilité implicite du marché d'actions américain (VIX)



Source : Datastream, Stratégie Amundi

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



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Encadré 2 : Bear market rally ... caractéristiques et mode d'emploi

Le rebond du marché depuis le 22 septembre a réinsufflé de l'optimisme et un nombre croissant d'opérateurs s'interrogent sur la poursuite de ce mouvement. En cette occasion, on a vu refluer dans les commentaires, l'expression de « bear market rally » souvent utilisée de manière approximative. .

Notre propos est de préciser le sens de ce vocable et de comparer ses caractéristiques au Japon et en Europe afin de cerner s'il s'agit d'une notion investissable aujourd'hui en zone euro.

Pour bien saisir la signification d'un « bear market rally », rappelons au préalable comment s'articulent les principales phases de marché. Un trend « séculaire » est un trend - haussier ou baissier - d'une durée moyenne de 5 à 25 ans consistant en une série de trends primaires. Un trend « primaire » correspond à une tendance dominante de marché - haussière ou baissière - d'une durée moyenne de 1 à 3 ans. Un trend « secondaire » correspond à des changements de tendance - d'une durée moyenne de quelques semaines à quelques mois - s'inscrivant au sein d'un trend « primaire ». Un « bear market rally » est donc une variété particulière de « trend secondaire » consistant en un rebond momentané des cours avant que le trend primaire baissier plus long ne se remette en place.

Dans la pratique, on a relevé de nombreux « bear market rally » de l'indice Dow Jones après le krach de 1929, vers la fin de années 60 et au début des années 70. De 1990 à nos jours, malgré une baisse cumulée de 73% (hors dividendes), le MSCI Japon a également connu en plusieurs occasions de violents « bear market rally ». En Europe enfin, depuis le pic des années 2000, le MSCI Europe a baissé de 40% (hors dividendes) mais là aussi on a observé de multiples « bear market rally ».

La comparaison du MSCI Japon et du MSCI Europe est instructive :

- au Japon, on a distingué 6 épisodes de « bear rally » depuis 1990. Ceux-ci se caractérisent par leur grande amplitude avec +49% de hausse en moyenne et une durée relativement longue avec 11,5 mois en moyenne.
- en Europe les « bear rally » sont également courants avec pas moins de 7 épisodes depuis 2000. En revanche, ils sont bien moins amples avec +10% en moyenne et bien plus courts avec 1,8 mois en moyenne.

En d'autres termes, le même terme recouvre des réalités bien différentes. Et si le « bear market rally » japonais est suffisamment ample et puissant pour être investissable, le « bear rally » à l'européenne relève plus du rebond technique. Dans ces circonstances, l'investisseur fondamental sur le marché européen devra surtout veiller à capter les trends haussiers primaires et à gérer les trends haussiers secondaires ou « bear market rally ».

Sommes-nous aujourd'hui à la veille d'un trend haussier primaire, comme en mars 2009 (+67% en deux ans) ou d'un simple rebond technique ? La réponse demeure suspendue à la qualité des réponses des autorités européennes. Généralement, les trends haussiers primaires sont liés au rebond des secteurs cycliques, comme les matériaux de base, les industrielles ou la consommation discrétionnaire. Cette fois-ci, l'origine de la crise étant financière, la sortie de crise doit passer par un rebond des financières. Le rebond récent du marché reposait sur un espoir de résolution de la crise de la dette. Mais pour différencier un feu de paille d'une tendance, il faudra surveiller la détente du marché interbancaire, devenir plus insensibles aux rumeurs et observer une reprise des volumes.

Indice MSCI Japan

Marché baissier séculaire

début	fin	haut	bas	% évolution	durée en mois
01-janv-90	26-sept-11	1655.0	448.0	-73%	261.0

Rallye marché baissier

début	fin	bas	haut	% évolution	durée en mois
01-oct-90	18-mars-91	861	1155	34%	5.5
17-août-92	13-sept-93	672	987	47%	12.9
03-juil-95	29-avr-96	719	1032	44%	9.9
05-oct-98	07-févr-00	632	1045	65%	16.1
28-avr-03	26-avr-04	462	730	58%	12.0
09-mars-09	05-avr-10	435	623	43%	12.9
Moyenne				49%	11.5

Source : Datastream, Stratégie Amundi

Indice MSCI Europe

Marché baissier primaire

début	fin	haut	bas	% évolution	durée en mois
05-sept-00	11-mars-03	241.6	105.2	-56%	30.1
17-juil-07	03-mars-09	245.0	108.5	-56%	19.6

Rallye marché baissier

début	fin	bas	haut	% évolution	durée en mois
03-avr-01	22-mai-01	188.9	210.3	11%	1.6
25-sept-01	01-janv-02	152.8	180.3	18%	3.2
23-juil-02	27-août-02	126.5	144.6	14%	1.2
08-oct-02	26-nov-02	115.8	132.6	14%	1.6
28-août-07	30-oct-07	225.2	240.5	7%	2.1
18-mars-08	20-mai-08	193.6	211.9	9%	2.1
15-juil-08	02-sept-08	173.5	189.6	9%	1.6
Moyenne				10%	1.8

Source : Datastream, Stratégie Amundi

Les probabilités d'occurrence des scénarios alternatifs et du scénario central ont bien peu d'importance dans le contexte actuel. Cela est vrai aussi bien pour la dette de la zone euro que pour la probabilité de récession. C'est un phénomène autrefois connu sous le nom de « problème du peso mexicain » : dans les années 70, le peso et le dollar étaient liés par un cours de change fixe ... la probabilité de dévaluation était...

quasi-nulle, et les taux d'intérêt entre les deux devises montraient bien le risque qui s'est finalement matérialisé en 1976 avec le flottement du peso ... avec des impacts économiques et financiers importants.

A supposer que le scénario de risque extrême ait une faible probabilité d'occurrence (ce qui n'est pas vraiment le cas, faut-il le rappeler), lorsque les risques associés à ce scénario sont trop importants (risques type « tail risk »), il convient de se protéger. Cela veut dire qu'il faut éviter les obligations souveraines périphériques qui sont affectées par la contagion.

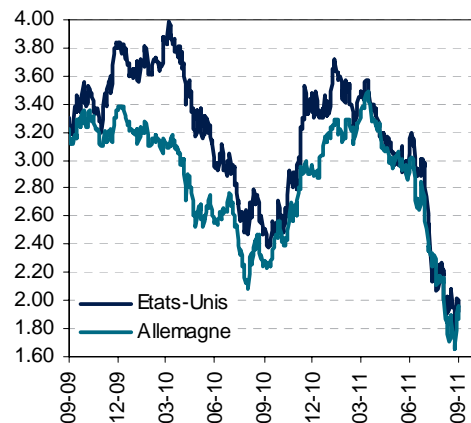
Le rapport rendement – risque de certaines obligations souveraines est ainsi peu intéressant. En cas de détente, les spreads de souverains fortement endettés se resserreraient dans doute de 100 pb ... mais en cas de matérialisation du risque, l'écartement du spread pourrait bien atteindre 500pb.

Rappelons que la réalité des marchés se situe depuis de nombreux mois entre le scénario central et le scénario de risque : la fuite vers la qualité a permis un repli de rendement obligataire 10 ans allemand de plus de 100pb, avec une hausse de tous les spreads européens contre Bund (y compris Pays-Bas, Finlande, France ...).

Cela donne une idée précise de la sévérité de la crise. Trois pays ont vu à la fois leurs taux et leurs spreads se dégrader. Ces trois pays sont la Grèce, bien sûr, mais aussi le Portugal et l'Italie. L'Irlande et l'Espagne sont un peu mieux loties depuis quelques semaines seulement. La rigueur irlandaise porte ses fruits et l'Espagne a été en mesure d'asseoir sa crédibilité grâce à des mesures prises pour mieux contrôler les déficits des régions et de l'Etat. Elle a en effet inscrit la « règle d'or budgétaire » dans sa constitution, à l'image de ce qu'avaient fait les Allemands et en ligne avec ce qui a été préconisé lors d'un récent sommet européen. En cas de nouvelle phase de contagion, l'Espagne risque néanmoins de se retrouver une nouvelle fois dans l'œil du cyclone. Dans le même temps, depuis le mois de juillet environ, les financières se sont très fortement dégradées contre les non-financières sur le marché du crédit (et sur les marchés d'actions).

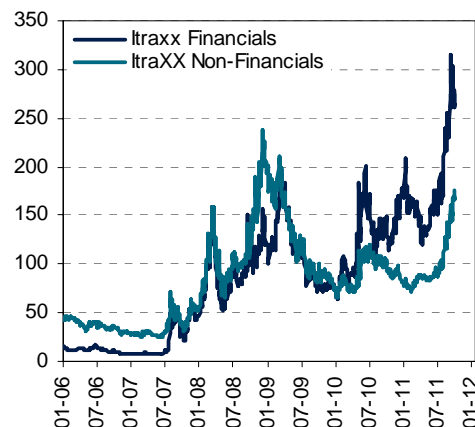
Tout ceci justifie sans aucun doute la prudence sur les actifs des périphériques « intermédiaires » (Espagne et Italie), mais aussi sur les titres des « financières ».

Taux d'intérêt 10 ans: Etats-Unis vs Allemagne



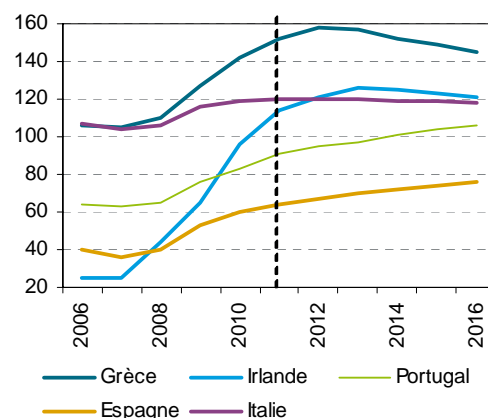
Source : Datastream, Stratégie Amundi

Primes de CDS des entreprises financières vs non-financières



Source : Bloomberg, Stratégie Amundi

Dette publique (% du PIB) : pays périphériques de la zone euro



Source : FMI, Stratégie Amundi

2 Allemagne : ralentissement ou récession en 2012 ?

L'Allemagne représente 30% du PIB de la zone euro. Sa contribution à la croissance de l'UEM a été de près de 65% en 2010. Au cours du premier semestre 2011, cette dernière s'est encore élevée à 51%. Fort de ce dynamisme, l'Allemagne s'attèle à retrouver en Europe une place politique davantage en ligne avec son poids économique. Ce facteur politique est clairement central dans les développements actuels liés à la crise des dettes souveraines. Au-delà de ces aspects, l'Allemagne restera clé en 2012 pour les perspectives conjoncturelles de l'UEM. Vu la baisse des marchés, la question aujourd'hui n'est plus de savoir si la zone euro va subir une contraction d'activité mais si l'Allemagne va retourner en récession.

L'investissement et les exportations vont se contracter au tournant de l'année 2012

En 2010, le concours des exportations nettes à la croissance allemande a été de 39%. La part des exportations allemandes à destination de la zone euro a été de 42%, et celle-ci s'élève à 70% en considérant l'ensemble de l'Union Européenne. Du fait de ses liens commerciaux, l'Allemagne peut donc difficilement s'affranchir de l'évolution de la situation des autres pays européens. En considérant les prévisions de croissance du FMI pour 2012 de ses principaux partenaires commerciaux et en postulant que l'Allemagne conserve les mêmes parts de marché dans le commerce mondial, la croissance des exportations allemandes ralentirait de près de 20% en 2012 par rapport à 2011.

Les entreprises allemandes subissent par ailleurs une dégradation de leurs conditions de financement du fait des regains de tensions constatés sur les marchés financiers. Moins de débouchés externes, davantage de stress financier, il devrait en résulter une diminution de l'investissement brut des entreprises. C'est d'ailleurs le signal envoyé par les enquêtes menées auprès des directeurs d'achat du secteur manufacturier. Le PMI manufacturier indique que la croissance annuelle des commandes devrait diminuer pour être quasiment nulle sur la fin de l'année. Cela veut dire qu'en glissement trimestriel, l'investissement devrait se contracter sur le tournant de l'année 2011/2012 d'environ -0.5%. L'Allemagne va donc sensiblement ralentir sur la fin de l'année du fait du choc sur le couple investissement-export mais ce pays devrait cependant éviter de retourner en récession grâce à la résistance offerte par sa demande domestique.

Une consommation domestique soutenue par la baisse du chômage

L'Allemagne a connu une croissance vigoureuse depuis 2009 et son rebond d'activité lui permet d'afficher un PIB supérieur à son niveau d'avant crise, contrairement aux autres principaux pays européens.

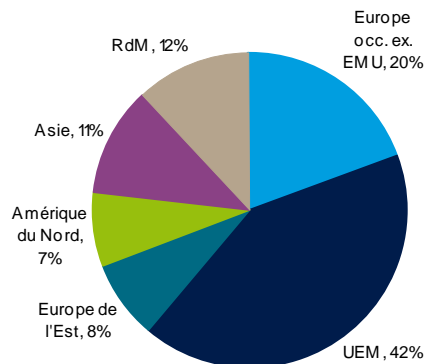
Le taux de chômage a alors reflué de 8.3% à 6.9% lors des deux dernières années. Ce niveau n'avait plus été atteint depuis 1992. Ajusté de la population active, le taux de chômage est au plus bas depuis la réunification.

“ Le taux de chômage allemand est au plus bas depuis 20 ans ”

Cette amélioration de l'emploi s'est néanmoins révélée limitée au regard des chiffres d'activité enregistrés. De ce fait, la productivité du travail a fortement progressé. Elle affiche une hausse de +3.8% sur les deux dernières années. Cette évolution est déterminante car elle devrait conduire l'économie allemande à continuer de créer des emplois malgré une croissance moins soutenue lors des prochains mois. En se basant sur les données du FMI, l'emploi total progresserait ainsi en moyenne annuelle de près de +0.5% jusqu'à fin 2012 malgré une croissance du PIB qui diminuerait de plus de la moitié. L'analyse des PMI révèle d'ailleurs une résistance bien meilleure de l'emploi par rapport aux composantes production ou nouvelles commandes.

Parallèlement, les premiers accords salariaux signés suggèrent une croissance des salaires par tête de l'ordre de +2.5% pour 2012, après un chiffre proche de 3% en 2011. L'augmentation du revenu nominal des ménages devrait au total être supérieure à 3% l'année prochaine, grâce à la contribution positive supplémentaire des heures travaillées.

Décomposition des exportations allemandes par zones géographiques



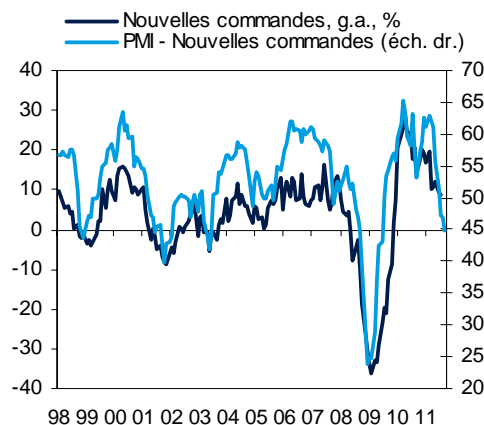
Source: Datastream, Stratégie Amundi

Nouvelles commandes à l'exportation



Source: Datastream, Markit, Stratégie Amundi

Nouvelles commandes

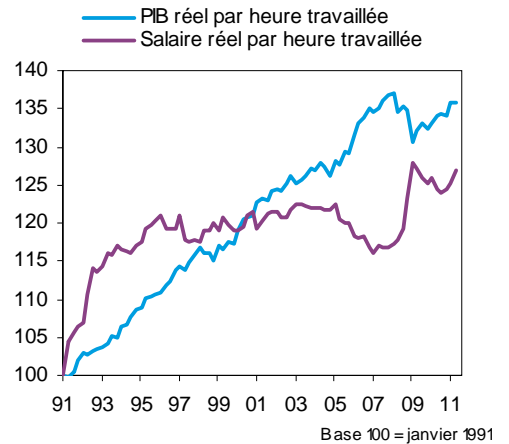


Source: Datastream, Markit, Stratégie Amundi

Selon nos prévisions, l'inflation devrait parallèlement refluer à +1.3% en moyenne annuelle. Les ménages allemands devraient donc bénéficier d'une progression de leur revenu salarial réel proche de 2% l'année prochaine. Même en projetant une remontée du taux d'épargne liée au choc sur la confiance des ménages, la consommation réelle devrait afficher une croissance proche de +1.5% en 2012.

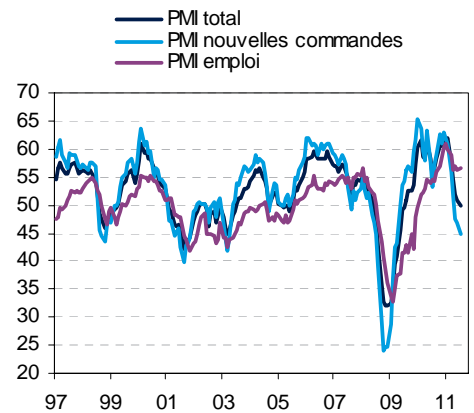
Il devrait donc y avoir un renouvellement des moteurs d'activité en Allemagne, avec une contribution nettement plus importante des dépenses des ménages dans la croissance l'année prochaine. Après une période de quasi stagnation de l'activité au S2 2011 (avec possiblement un T4 négatif), l'Allemagne ne devrait pas retourner en récession mais afficher une croissance molle (autour de +1.6% en moyenne annuelle), grâce au concours de la consommation. Le risque par rapport à ce scénario est naturellement que les tensions s'intensifient davantage encore dans la sphère financière et conduisent les acteurs financiers allemands à un rationnement marqué du crédit. Les entreprises seraient alors contraintes de couper beaucoup plus drastiquement leurs dépenses (investissement et emploi). La dynamique s'inverserait sur le marché du travail. La résistance attendue de la consommation allemande serait annihilée et le taux d'épargne monterait beaucoup plus brutalement. Il convient néanmoins de noter qu'il y aurait certainement à ce moment là davantage d'efforts budgétaires consentis pour soutenir la situation conjoncturelle domestique. Le déficit allemand ne s'élève qu'à -1.7% en 2011 et offre à ce pays le privilège de pouvoir mener une politique budgétaire contra-cyclique.

Productivité du travail et évolution des rémunérations



Source: Datastream, Stratégie Amundi

Dynamique des composantes de l'enquête PMI dans le secteur manufacturier



Source: Markit, Stratégie Amundi

	PIB (a/a, %)			Inflation (a/a, %)			Solde public (a/a, %)		
	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012
Etats-Unis	2.9	1.5	2.0	1.6	3.3	2.0	-8.9	-9.3	-7.3
UEM	1.6	1.6	0.8	1.6	2.5	1.5	-6.0	-4.1	-3.2
Allemagne	3.5	2.8	1.6	1.2	2.4	1.3	-3.3	-2.2	-1.8
France	1.4	1.7	1.2	1.7	2.1	1.3	-7.1	-5.9	-4.7
Italie	1.2	0.6	0.4	1.6	2.3	1.5	-4.6	-4.2	-3.7
Espagne	-0.1	0.8	0.6	2.0	3.0	1.4	-9.2	-6.9	-5.4
R.U.	1.3	1.2	1.2	3.3	4.3	2.0	-9.7	-8.1	-7.0
Japon	4.0	-0.7	2.5	-1.1	0.4	0.2	-9.5	-8.7	-9.1
Chine	10.3	9.3	8.8	3.3	5.6	3.8	-2.6	-1.7	-1.2
Inde	9.1	7.2	7.5	9.5	8.3	6.0	-9.0	-8.4	-7.4
Brésil	7.5	3.6	3.5	5.9	6.3	5.2	-2.9	-2.7	-2.9
Russie	4.0	3.7	2.0	8.8	7.7	10.0	-3.6	-2.1	-2.7

Source : Credit Agricole Groupe, Stratégie Amundi

3 Quand les excès de dettes menacent de faire chuter la croissance...

Risque de récession ou risque de déflation ?

La menace de récession a ressurgi avec la crise financière de cet été. C'est sans doute au sein de la zone euro qu'il faut prendre cette menace le plus au sérieux. L'intrication des bilans bancaires et des dettes souveraines y a transformé la crise des dettes des pays périphériques en une crise bancaire de grande ampleur. La menace d'assèchement ou de renchérissement du crédit (« *credit crunch* ») risque de provoquer une nouvelle récession. La menace est à prendre d'autant plus au sérieux que les économies ont été fragilisées par la récession de 2008-09 : à l'exception de l'Allemagne, aucune des grandes économies avancées n'avait, à fin du 1^{er} semestre 2011, retrouvé son niveau d'activité de la fin de l'année 2007. Or ni aux Etats-Unis, ni en Europe on n'avait observé de récession de cette ampleur depuis les années 1930...

Toutefois, c'est moins par son ampleur que par sa nature que le cycle économique actuel se singularise. La crise actuelle est pour partie le résultat de l'envolée de l'ensemble des dettes (publiques et privées) au cours des 30 dernières années. L'endettement des agents est devenu excessif. La crise déclenchée par la faillite de Lehman Brothers a conduit les agents à revoir leurs anticipations, exacerbant ainsi la nécessité d'apurer leurs dettes. Dans ce type de crise, la contraction ne concerne plus seulement la production et l'emploi, comme dans une récession normale, mais également la dette et le crédit. Et le risque est alors moins de retomber dans une récession « classique » (liée au cycle des affaires) que de sombrer dans une dépression longue, accompagnée de pressions déflationnistes. Or il ne faut pas s'y tromper : ce risque concerne aujourd'hui de nombreux pays avancés, pas seulement ceux de la zone euro. Dans le meilleur des cas, l'examen des crises financières passées montre que les économies ne se redressent que très lentement.

Dans un premiers temps (à compter de l'été 2009), les effets dépressifs sur l'économie réelle ont été masqués par l'impact stimulant de politiques économiques expansionnistes sans précédent, que ce soit sur le plan budgétaire ou monétaire.

La dette publique s'est substituée à la dette privée. Certains ont pu croire que ce transfert permettrait de ramener les économies sur leur sentier de croissance potentielle, celui qui prévalait avant crise. Mais c'était oublier que la dette, tous secteurs confondus, était excessive et que le désendettement des agents s'imposerait tôt ou tard, pesant sur la croissance.

« Tous secteurs confondus, la dette reste excessive ... et pèsera sur la croissance »

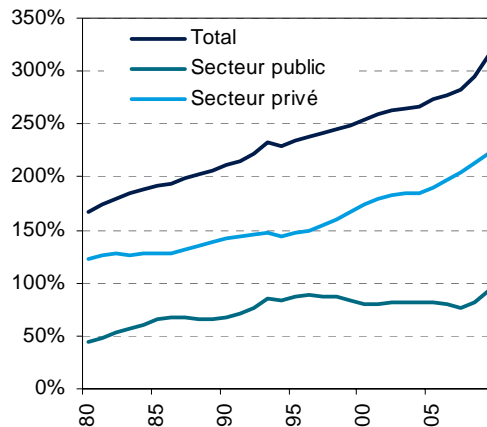
Une montée généralisée de la dette au cours des 30 dernières années...

L'accroissement de la dette – dette des ménages, des entreprises non financières ou des Etats – n'est pas un phénomène nouveau mais une évolution graduelle observée sur les 30 dernières années.

L'accumulation ne se limite pas à quelques grands pays avancés. La dette totale non financière excède 450% du PIB au Japon, 350% au Portugal et en Espagne et 300% dans la plupart des pays de l'OCDE. Il y a toutefois quelques grandes différences selon les pays dans la composition des dettes. Dans certains pays, les entreprises non financières sont plus endettées que les Etats (Belgique, Finlande, Norvège, Espagne et Suède). Tandis que dans d'autres pays, c'est clairement la dette publique qui l'emporte (Japon, Italie Grèce). Aux Etats-Unis, l'accumulation de dettes au cours des 30 dernières années est spectaculaire au regard de l'histoire. Entre les années 1940 et le milieu des années 1980, la dette non financière était restée stable aux alentours de 150% du PIB. Mais depuis lors, la dette publique et la dette privée ont augmenté de concert.

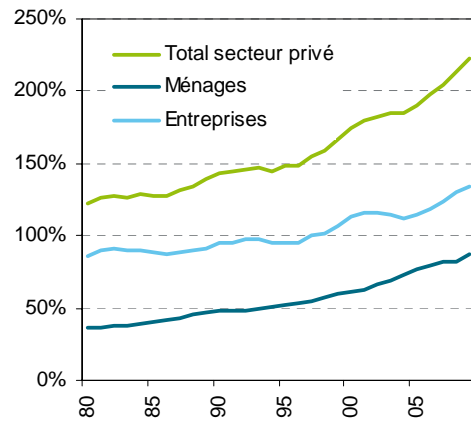
Selon les pays, les dynamiques par type de dettes ne sont naturellement pas les mêmes. Mais ce qui frappe avant tout, c'est le caractère concomitant de la montée des dettes dans les pays de l'OCDE.

OCDE : Dette du secteur non financier (% du PIB)



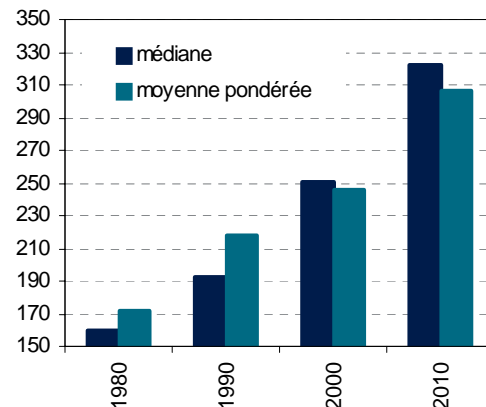
Source : Données de Cecchetti et al. (2011)

Répartition de la dette du secteur privé non-financier (% du PIB)



Source : Cecchetti et al. (2011), Stratégie Amundi

OCDE : Dette totale (médiane et moyenne pondérée par les PIB), % du PIB



Source : Données de Cecchetti et al. (2011)

Au total, le ratio dette/PIB (pour les ménages, les entreprises non financières et les Etats) est passé de 165% du PIB en 1980 à 310% aujourd'hui, soit un accroissement de 5 points de pourcentage (pp) par an au cours des 30 dernières années, avec une hausse de 45pp pour la dette publique, de 50pp pour celle des entreprises et de 50pp pour celle des ménages. Exprimée en termes réels (corrigée de l'évolution des prix à la consommation), la montée de la dette non financière est tout aussi impressionnante : depuis 1980, celle des entreprises non financières a été multipliée par 3,0 (soit un taux de croissance annuel moyen de 3,8%), celle des Etats par 4,5 (+5,1% par an) et celle des ménages par 6,0 (+6,2% par an).

...induite par la libéralisation des marchés, le progrès technologique et des cycles économiques moins heurtés

Avant de revenir sur l'impact économique à attendre de dettes « excessives », un bref retour sur les causes de la dette s'impose. Depuis le début des années 1980, le développement et la libéralisation des marchés financiers, couplés aux progrès technologiques (permettant de structurer des titrisations complexes), ont très clairement contribué à la montée généralisée de l'endettement. Et ce d'autant plus que l'environnement était porteur. D'une part, la baisse de la volatilité macroéconomique (i.e. des cycles économiques moins heurtés), le chômage contenu et la désinflation caractérisent une période connue sous le nom de « grande modération » qui va du milieu des années 1980 à la crise actuelle (qui débute en 2007). Dans cet environnement « rassurant », c'est tout naturellement que les agents économiques ont eu recours au crédit pour financer leurs dépenses.

D'autre part, la surabondance d'épargne dans les grands pays émergents a indirectement contribué à la montée des dettes dans les pays avancés, notamment au cours des 20 dernières années. Faute d'opportunité d'investissement locale et de régimes de changes flexibles, l'excès d'épargne (ex ante) des émergents a été recyclé via des achats d'emprunts d'Etat des grands pays avancés.

“ La surabondance d'épargne dans les émergents a contribué à la montée des dettes dans les pays avancés ”

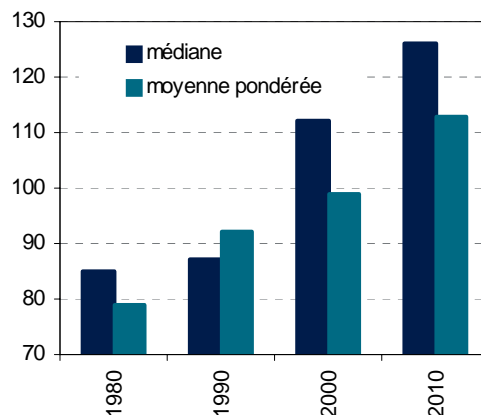
Ces investissements ont accentué la baisse des taux d'intérêt réels, nourri l'appétit pour le crédit des ménages et des entreprises et incité les établissements financiers à créer des produits financiers toujours plus innovants, avec un développement sans précédent de montages complexes permettant de tirer profit du bas niveau des taux.

L'accumulation des dettes publiques et privées menace la croissance...

Le lien entre endettement et croissance est complexe et sujet à controverse. Il est clair que de faibles niveaux d'endettement ne sont pas préjudiciables à la croissance, bien au contraire. Pour les ménages, le recours à l'endettement leur permet de lisser leur consommation sur leur cycle de vie. Pour une entreprise, la dette permet de mieux gérer les programmes d'investissement face à des ventes dont les fluctuations sont souvent imprévisibles. Enfin, la dette permet aux Etats d'optimiser la fiscalité en fonction d'objectifs de moyen terme, une partie des dépenses et recettes étant par nature cyclique. Avec le libre jeu des stabilisateurs automatiques, les fluctuations conjoncturelles sont plus lisses. Cela peut certes se produire au prix d'un dérapage des finances publiques, mais si ce dernier est contrôlé et temporaire, il ne pose pas de problème. Rappelons en outre que le recours à la dette permet aux Etats de financer des programmes de dépenses ambitieux (infrastructures, éducation, R&D) susceptibles de stimuler la croissance future et, ainsi, de bénéficier aux générations à venir.

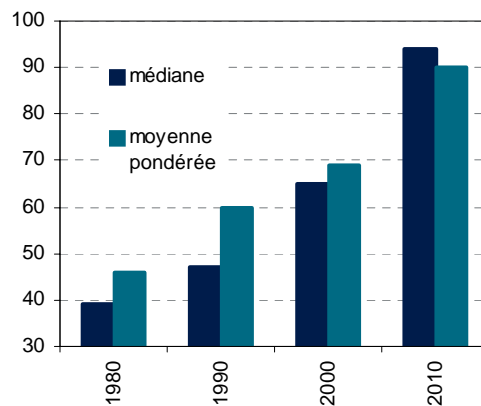
Au cours des 30 dernières années, on peut aisément soutenir que l'accumulation de toutes les dettes a participé au cercle vertueux de la « grande modération ». Ceci dit passé un certain seuil, les inconvénients de la dette finissent par l'emporter. Ce n'est guère surprenant : à mesure que les charges d'intérêt s'accroissent, la capacité des emprunteurs à honorer leurs dettes s'amenuise, leur probabilité de défaut augmente et les investisseurs demandent des primes de risque plus élevées. Ceci accroît encore davantage les charges d'intérêt et dégrade la position des débiteurs. Suite à un choc économique exogène, ces derniers peuvent alors rapidement devenir insolvables. Dit autrement, passé un certain seuil, non seulement la dette n'accroît plus l'efficacité du système mais elle devient source de fragilité financière et de volatilité macroéconomique.

OCDE : Dette Publique (médiane et moyenne pondérée par les PIB), % du PIB



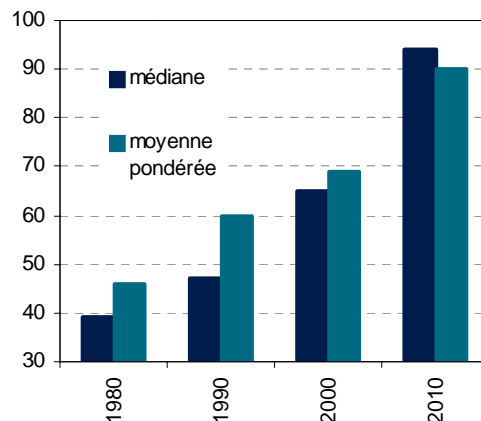
Source : Données de Cecchetti et al. (2011)

OCDE : Dette des entreprises non financières (médiane et moyenne pondérée par les PIB), % du PIB



Source : Données de Cecchetti et al. (2011)

OCDE : Dette des ménages (médiane et moyenne pondérée par les PIB) % du PIB



Source : Données de Cecchetti et al. (2011)

En peu de temps, le cercle vertueux par lequel un faible niveau de dette entretient voire stimule la croissance peut se transformer en un cercle vicieux, où la nécessité d'apurer les excès de dettes pèse durablement sur l'activité.

Dans des travaux retentissants, C. Reinhart et K. Rogoff (*) avaient déjà montré qu'au-delà d'un certain seuil de dette publique (90% du PIB), la croissance avait tendance à chuter. Leur conclusion avait d'autant plus retenu l'attention que – suite à la récession de 2008-2009 – les dettes publiques des économies avancées dépassaient déjà ou allaient bientôt dépasser ce seuil ! Plusieurs raisons, liées entre elles, peuvent être avancées pour expliquer la chute de la croissance : hausse des primes de risque exigées par les investisseurs et par ricochet du coût du capital, éviction de la demande privée, mise en place de politiques d'ajustement budgétaire qui pèsent sur l'activité économique...

Or les travaux récents menés par S. Cecchetti et al. (**) confirment non seulement l'existence de ce seuil mais concluent que c'est le niveau de dette totale qui vient briser la croissance, et pas seulement l'accumulation de dette publique. Il y a une interaction claire entre les dettes des Etats et les dettes privées. Quand ces dernières sont trop élevées et que l'endettement public est faible, ce dernier peut s'y substituer.

“ C'est le niveau de dette totale qui vient briser la croissance, et pas seulement l'accumulation de dette publique ”

La soutenabilité de la dette publique est, quant à elle, clairement liée à la capacité des Etats à récolter l'impôt. L'idéal étant que la montée de la dette de l'un des secteurs (secteur public, secteur privé) soit compensée par le désendettement d'un autre, laissant la dette totale inchangée. En ce qui concerne la dette publique, les auteurs trouvent que le seuil à partir duquel la croissance commence à chuter est compris entre 80 et 100% du PIB. Pour la dette des entreprises (hors secteur financier) le seuil est proche de 90%. Et pour la dette des ménages, l'ordre de grandeur trouvé est le même, avec toutefois davantage d'incertitudes sur la mesure. Or dans de nombreux pays avancés, ces niveaux sont atteints voire dépassés, ce qui suggère que les économies concernées vont connaître, au mieux, une croissance ralentie dans les années qui viennent.

Vers un régime de croissance molle dans les pays avancés ?

S'ils veulent pouvoir de nouveau faire face à un choc exogène, les Etats et le secteur privés doivent donc se désendetter sans tarder, et parfois simultanément. Du côté des Etats, la démographie va compliquer la tâche. Il convient de rappeler que la récession de 2008-09 n'a fait qu'accélérer l'histoire en portant les stocks de dettes publiques sur des niveaux qu'ils auraient inéluctablement atteints, en l'absence de réformes, une quinzaine d'années plus tard. En effet, on connaît de longue date les problèmes que posent la dérive tendancielle des coûts de la santé et le financement des retraites. Or vieillissement de la population et augmentation de taux de dépendance sont au rendez-vous. Ce problème touchera les pays avancés, bien avant les grands pays émergents.

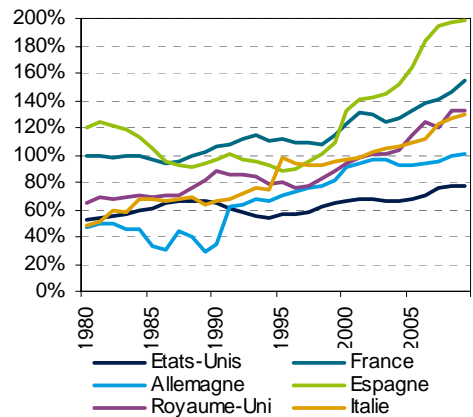
Si les menaces liées à un endettement public excessif sont bien connues, il semble en revanche que les autorités n'aient pas bien pris la mesure des risques qui pèsent sur les grandes économies avancées. Il n'est en effet plus possible de tabler sur la poursuite d'un cercle vertueux entre dette et croissance, que ce soit du côté de la dette privée ou publique. Le « modèle de dette élevée » était soutenable tant que la croissance était au rendez-vous. Avec le ralentissement de l'activité, les dettes deviennent rapidement insoutenables ce qui contraint les emprunteurs à se désendetter, parfois de façon précipitée, et entretient le ralentissement économique en cours, voire précipite une récession accompagnée de pressions déflationnistes.

En Europe, et notamment dans les pays périphériques, c'est la réduction de l'endettement public qui s'impose. Mais la phase de désendettement n'est pas sans danger. La mise en œuvre concomitante de politiques budgétaires restrictives dans une zone commerciale très largement intégrée va limiter la croissance dans la zone euro.

(*) C. Reinhart et K. Rogoff (2010): "Growth in time of debt", *American Economic Review Papers & Proceedings*, no 100.

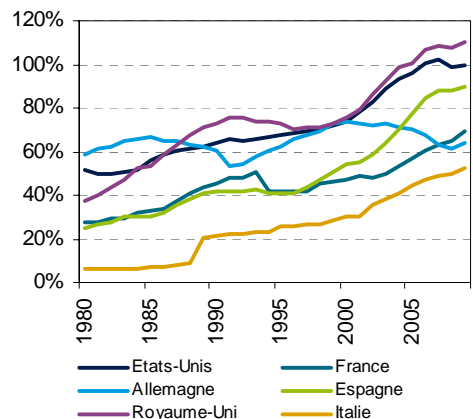
(**) S. Cecchetti, M. Mohanty and F. Zampolli (2011): "The real effects of debt", *BRI*, septembre.

Dette des entreprises non financières (% du PIB)



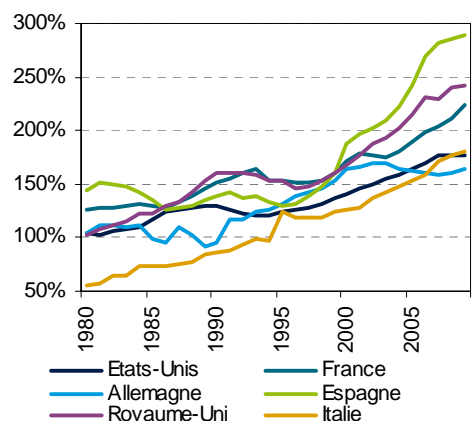
Source : Cecchetti et al. (2011), Stratégie Amundi

Dette des ménages (% du PIB)



Source : Cecchetti et al. (2011), Stratégie Amundi

Dette publique (% du PIB)



Source : Cecchetti et al. (2011), Stratégie Amundi

Le statu quo n'est plus possible. Ne pas se désendetter, c'est courir tout droit à la catastrophe. Précipiter une résorption accélérée des dettes, c'est prendre le risque de sombrer dans une « décennie perdue », à l'instar de celle qu'a connue le Japon dans les années 1990. Reste à opérer un désendettement très graduel, tout juste suffisant pour être visible et crédible, mais pas trop marqué pour ne pas casser la croissance. Il ne faut pas s'y tromper, il s'agit là d'un difficile chemin de crête ! Dans le meilleur des cas c'est une « croissance molle » qui attend les grands pays développés dans les années qui viennent. Aux Etats-Unis, le désendettement des ménages a commencé mais il est encore loin d'être achevé (leur dette est passée de 130% à 115% du revenu disponible mais restant très au dessus des 85% enregistrés en 1995). Quant au désendettement de l'Etat, il n'a pas encore commencé ! En Europe, le fardeau de l'ajustement budgétaire est aussi à venir. Tout au plus les autorités peuvent-elles tenter de lisser le coût économique de ces ajustement sur plusieurs années. Mais au final, il faut bien avoir conscience que le prix à payer des deux côtés de l'Atlantique sera une croissance molle et un chômage structurel plus élevé.

En conclusion, il convient de rappeler que les défis du « deleveraging » concernent davantage les pays avancés que les pays émergents. Le grand rééquilibrage de l'économie mondiale qui est en cours se fera au détriment des premiers et au bénéfice des seconds (dont la demande intérieure est appelée à se développer). Il s'agit peut-être d'une bonne nouvelle à moyen et long terme pour la stabilité de l'économie mondiale. Mais le chemin promet d'être douloureux dans les pays avancés et, dans ces conditions, les taux d'intérêt à court et long terme resteront durablement faibles.

Dettes de l'Etat, des ménages et des entreprises

% du PIB nominal	Niveaux				Variations		
	1980	1990	2000	2010	1980-90	1990-2000	2000-10
Etats-Unis	151	200	198	268	49	-2	70
Etat	46	71	58	97	25	-13	39
Ménages	52	64	74	95	12	10	21
Entreprises non financières	53	65	66	76	12	1	9
Japon	290	364	410	456	75	46	46
Etat	53	66	145	213	13	78	68
Ménages	60	82	87	82	22	5	-5
Entreprises non financières	176	215	178	161	39	-37	-17
Royaume-Uni	160	203	223	322	43	20	99
Etat	58	42	54	89	-16	12	35
Ménages	37	73	75	106	36	2	31
Entreprises non financières	64	88	93	126	23	6	33
Allemagne	136	137	226	241	1	89	15
Etat	31	42	61	77	10	20	16
Ménages	59	61	73	64	2	13	-9
Entreprises non financières	46	35	91	100	-11	56	9
France	160	198	243	321	37	45	78
Etat	34	46	73	97	12	27	24
Ménages	27	46	47	69	18	2	22
Entreprises non financières	99	106	123	155	7	17	32
Italie	109	180	252	310	71	72	58
Etat	54	93	126	129	39	33	4
Ménages	6	21	30	53	15	9	23
Entreprises non financières	48	66	96	128	17	30	32
Grèce	92	139	195	262	47	55	67
Etat	26	83	124	132	57	42	7
Ménages	8	9	20	65	1	11	45
Entreprises non financières	59	47	51	65	-12	3	15
Portugal	144	141	251	366	-2	110	115
Etat	36	68	63	107	33	-6	45
Ménages	15	23	75	106	7	52	31
Entreprises non financières	93	50	114	153	-42	63	39
Espagne	172	187	258	355	15	70	97
Etat	27	49	71	72	21	22	1
Ménages	24	41	54	91	17	13	37
Entreprises non financières	120	97	133	193	-23	36	60

Source : Stratégie Amundi, données tirées de Cecchetti, Mohanty et Zampolli (2011), "The real effects of debt", BRI, septembre.

4 Une récession - modérée - n'est plus un facteur de risque pour les actifs risqués européens

Les marchés financiers traversent depuis l'été une crise de confiance. Au cœur des inquiétudes actuelles les pertes de marge de manœuvre des politiques économiques dans un contexte d'aggravation de la situation de la dette souveraine européenne. Dès lors, pour les investisseurs, une préoccupation domine : faut-il maintenir une sous-exposition aux actifs risqués (actions et crédit) en attendant de gagner en visibilité à horizon 2012 ? Pour certains actifs risqués notamment les actions et le crédit européens, le profil de risque est devenu à moyen terme asymétrique à la hausse. A moyen terme seulement ... car à court terme, les risques de baisses supplémentaires demeurent.

Les actifs risqués sont structurellement sensibles aux perspectives de croissance

Les flux futurs des actifs risqués sont contingents au cycle des profits. Leur comportement est donc riche d'information sur la croissance future. Une hausse des anticipations de profits se traduit, le plus souvent, par une hausse des prix des actifs risqués via deux canaux :

“ Le comportement des actifs risqués est riche d'information sur la croissance future ”

- (i) **les flux futurs contingents aux actifs risqués** : augmentation des dividendes à taux de distribution constant, baisse des probabilités de défaut de paiement de dette.
- (ii) **une baisse des primes de risque** : une hausse des profits réduit l'incertitude qui alimente en retour une baisse des primes de risque attendues.

Sous cet angle, peu de choses différencient les actifs de crédit et les actions. Tout au plus une plus forte contingence des seconds par rapport aux premiers vis-à-vis des attentes de croissance : les instruments de crédit sont des actifs à rémunération fixe, et sont donc moins risqués que ne le sont les actions. Sans grande surprise ceci se traduit par une forte corrélation entre performance des actifs risqués et indicateurs de momentum macroéconomique (cf. graphique 2). Nous exploitons cette relation via un modèle probit (voir encadré 1) pour estimer la probabilité que le prochain trimestre où encore celui d'après puisse présenter une croissance négative aux Etats-Unis et en zone euro.

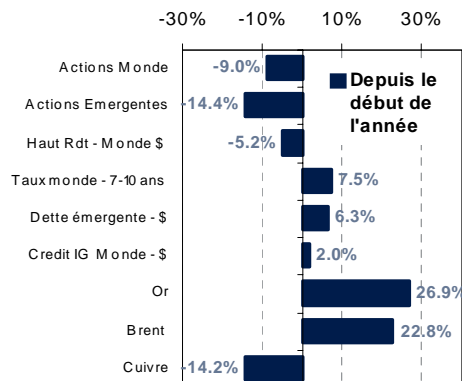
Encadré 3 : calcul de probabilité implicite de croissance négative

- Le modèle probit est une des spécifications les plus classiques des modèles binaires. Dans le cas de cette étude, nous essayons de déterminer la probabilité à un voire deux trimestres que la croissance soit négative aux Etats-Unis et en Europe.
- La spécification du modèle repose sur l'existence d'une corrélation linéaire élevée entre la performance excédentaire actions et crédit haut rendement contre emprunts d'Etat de maturité 10 ans et les performances économiques (cf. graphique 2). Le comportement des actions est donc analysé sous l'angle des anticipations économiques implicites aux prix des actifs.
- Formellement, le calcul de la probabilité repose sur un modèle latent de régression simple de la croissance du PIB par rapport à la performance excédentaire des actions ou du crédit contre emprunts d'Etat : $\Delta \log(\text{PIB}_{t+2}) = \alpha + \beta r_t$ où r est la performance excédentaire au cours des douze derniers mois des actions ou du crédit contre les emprunts d'Etat de la zone maturité 10 ans.
- Le modèle probit à proprement parler repose sur une variable binaire Y^* définie par $Y^*_t = 1$ si $\Delta \log(\text{PIB}_{t+2}) < 0$ et $Y^*_t = 0$ sinon, supposée gaussienne.
- Nous avons affiné notre modèle en conditionnant par le comportement des enquêtes conjoncturelles prises comme proxy des variables représentant « l'état du Monde ». Les probabilités implicites présentées le sont conditionnellement à deux états : les enquêtes sont à la hausse ou à la baisse. Formellement, les graphiques 4 et 5 correspondent à : $\text{Prob}(\Delta \log(\text{PIB}_{t+2}) < 0 / r_t, \Delta \text{ISM}_t)$ ou $\text{Prob}(\Delta \log(\text{PIB}_{t+2}) < 0 / r_t, \Delta \text{fo}_t)$

Le risque principal est celui d'un retour en récession

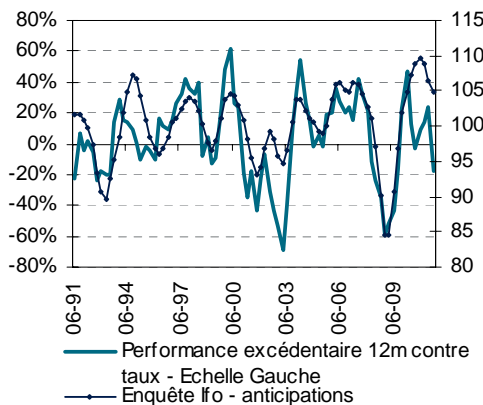
L'été aura été extrêmement violent. Depuis le début de l'année et dans un univers diversifié les seuls actifs dégagant un solde de performance positive sont : l'or, les emprunts d'Etat (hormis les périphériques européens) et les devises à faible rendement telles que le franc suisse ou le yen (graphique 1). La fébrilité actuelle découle en grande partie du fait que **les trajectoires de performances actuelles sont similaires à ce qui s'est passé en 2008** (graphique 3). Ce comportement est d'autant plus préoccupant que le panorama actuel présente bien des similitudes : une crise bancaire en Europe, des tensions sur les marchés monétaires, une perte de liquidité sur les marchés de crédit...

Performances par grandes classes d'actifs depuis le début de l'année



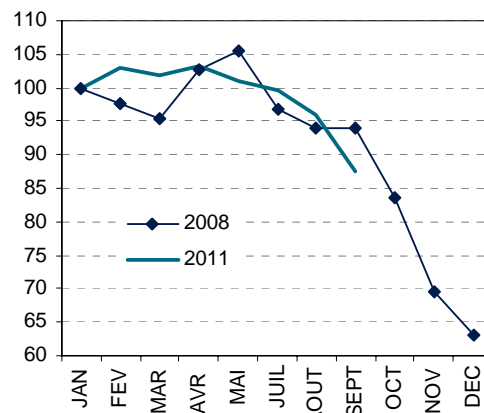
Source : Datastream, Stratégie Amundi

Performance excédentaire sur 12m des actions et enquête conjoncturelle



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Trajectoire de performance excédentaire des actions en 2008 et 2011



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Cependant, il existe aussi des dissemblances notoires à commencer par **un engagement des institutions internationales et des banques centrales dans des stratégies actives de stabilisation** (injection de liquidités, expansion de bilans, rachats d'actifs de dette fortement décotés...). Ce dernier point n'est pas des moindres, puisqu'au final si **l'on accorde quelque crédit à ces politiques** visant à contenir le risque systémique, **le pire des scénarios serait celui d'un retour en récession sévère et longue.**

Probabilités implicites de récession : les actifs européens se détachent

Quelle est la probabilité de récession et son ampleur que les actifs risqués intègrent ? On ne peut répondre exactement à cette question puisque nos modèles ne permettent que d'évaluer la probabilité implicite de croissance négative à un ou deux trimestres. Par ailleurs, comme expliqué dans l'encadré 1, nos estimations prennent en compte le contexte conjoncturel. En effet, une hausse de la probabilité implicite de récession est d'autant plus préoccupante que les enquêtes conjoncturelles se détériorent. On comprend bien pourquoi. Dans une telle configuration, une baisse de marché peut difficilement être associée à une simple consolidation technique.

Avant d'aborder l'analyse des estimations dont nous disposons, il convient de mettre en lumière quelques singularités régionales notamment dans le cas de l'Europe. Sur la période de référence 1988-2011, l'Allemagne présente en moyenne deux trimestres de croissance négative sur cinq. On observe plusieurs épisodes de très courte durée (un à deux trimestres) de croissance négative (cf. graphique 5). A contrario, aux Etats-Unis, la volatilité économique est plus faible, seuls trois épisodes récessifs bien distincts peuvent être répertoriés (1990-91, 2001, 2008) ce qui porte la probabilité empirique d'occurrence d'un trimestre de croissance négative à 15% aux Etats-Unis contre 20% en Allemagne et par extension en Europe.

Les prix des actifs risqués européens reflètent cette instabilité via des probabilités implicites de récession plus élevées. Il s'agit, somme toute, d'une autre formulation du constat que les actifs européens présentent des rendements plus attractifs que leur contrepartie américaine. La probabilité implicite de récession dérivant des comportements des actions et du crédit haut rendement est trois fois plus élevée en moyenne en Europe qu'aux Etats-Unis (30% contre 10%). Au sortir d'un été tumultueux, que ressort-il des probabilités implicites de récession à deux trimestres à savoir premier trimestre 2011 ?

Aux Etats-Unis, elle est en hausse, mais à 20% elle ne dépasse pas le pic atteint en mai 2010 lors de l'aggravation du risque souverain des économies périphériques européennes. En Europe, en revanche, la probabilité implicite de récession à deux trimestres est déjà revenue sur son seuil d'alerte 40% (actuellement de 38%).

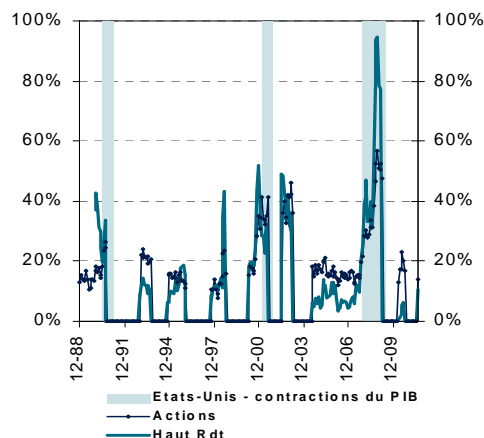
Le risque de récession est déjà intégré en Europe

Le pragmatisme doit primer sur l'opportunisme

Une correction, aussi violente soit-elle, n'est pas un argument suffisant pour redevenir acheteur sur une classe d'actifs. Les considérations relatives à la valorisation ne le sont guère plus dans un horizon tactique. En effet, plus de volatilité macroéconomique conduit inévitablement à des rendements de long terme attendus, ou des primes de risque, plus élevés. Il est d'ailleurs indéniable que, sur ce plan, les actions européennes sont attractives. Une arithmétique élémentaire peut illustrer le propos : le multiple prix-BPA ajusté du cycle s'affiche à 9x pour les actions européennes soit un rendement de long terme de 12,5 % (inverse du multiple augmenté d'une croissance de long terme de dividendes de 1,5%). Ce rendement est tout simplement bien supérieur à une volatilité tendancielle du PIB, donc des revenus, estimée aujourd'hui à 10%.

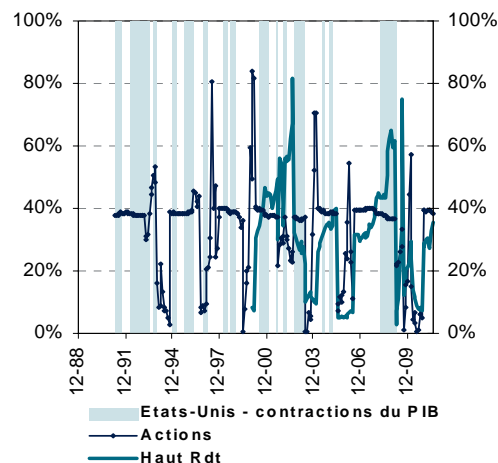
Ceci étant, le plongeon des actions européennes a conduit à une remontée significative de la probabilité implicite de récession à horizon premier trimestre 2012 ce qui place cet actif dans une position asymétrique. **Dans un horizon tactique, si la croissance de la zone euro devient négative avant la fin 2011 le potentiel de baisse des actions de la zone sera assez limité.** A contrario, un redressement de la conjoncture sous l'impact d'un choc exogène positif – résolution rapide de la crise souveraine – place cet actif en position d'être une opportunité de choix. Par opposition, les actions américaines ont des probabilités implicites encore trop basses au regard de leurs historiques. Le crédit haut rendement européen est dans une situation intermédiaire. Il devrait bénéficier d'un assouplissement de la politique monétaire de la BCE. Attention : **ces modèles ne permettent pas de répondre à la question cruciale relative à la sévérité de la récession ... précision utile dans le contexte actuel.**

Etats-Unis - probabilité implicite de contraction du PIB à 2 trim.



Source : Datastream, Calculs Stratégie Amundi

Zone Euro - probabilité implicite de contraction du PIB à 2 trim.



Source : Datastream, Calculs Stratégie Amundi

Primes de risque actions Euro contre taux 5ans



Source : Datastream, Stratégie Amundi

5 Croissance ou récession : quel impact sur les résultats des entreprises en 2012 ?

Les problèmes rencontrés cet été dans la gestion de la dette souveraine des pays périphériques ont pu occulter les risques d'entrée en récession l'année prochaine.

Afin de mieux appréhender les enjeux liés au scénario macroéconomique pour 2012, nous avons défini deux scénarios alternatifs par rapport à notre scénario de base : l'un, plus « pessimiste », qui table sur l'entrée en récession et l'autre, plus « optimiste », qui implique un rebond plus prononcé de la croissance.

L'objet de cette étude est d'estimer la résistance de chaque secteur dans cet environnement économique instable et de voir quelle est la corrélation entre performance boursière et dépendance du secteur à la conjoncture macroéconomique.

Les deux scénarios alternatifs choisis par Amundi sont les suivants :

- Entrée en récession avec (i) une croissance comprise entre -0.5% et 0% dans l'UEM, au Royaume-Uni et aux Etats-Unis et (ii) qui s'essouffle en Chine (7%);

- Une reprise plus prononcée avec une croissance de 2% dans l'UEM et au Royaume-Uni, 3% aux Etats-Unis et 9.5% en Chine.

Nous obtenons un différentiel de croissance de 28% (non pondéré des capitalisations boursières) entre le scénario le plus optimiste et le plus pessimiste. Les fortes corrections subies par les secteurs liés au cycle macro économique (Banques, Automobiles et Métaux /Mines par exemple) depuis le mois d'août illustrent les interrogations actuelles des investisseurs. Face à ce haut degré d'incertitude, ils se sont réfugiés vers des secteurs plus défensifs comme la santé et la consommation.

Quel sera le thème dominant de la rentrée : risque souverain ou risque de récession ?

Le graphique (voir ci contre) recensant la corrélation entre la croissance des résultats en cas de récession et la performance boursière sur le dernier mois témoigne de la prégnance de cette thématique (versus la problématique liée au risque souverain) au cours des dernières semaines.

En effet, les secteurs ayant récemment sous performé sont les secteurs les plus sensibles à une révision du scénario macro économique.

Il faut noter cependant que les Utilities, considérés traditionnellement comme défensifs, n'ont pu profiter de la résilience supposée de leur capacité bénéficiaire en cas de récession en raison de leur forte implication dans les problématiques liées aux dettes souveraines, autre thème boursier dominant de cet été.

“ *Le secteur des semi-conducteurs : est-ce un indicateur contrariant ?* ”

Les semi-conducteurs : une exception ?

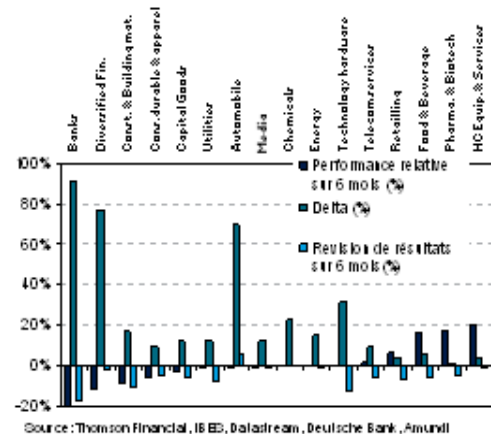
Le cas des semi-conducteurs est un cas à part, les révisions à la baisse qui ont débuté dès mars/avril, se sont accentuées depuis cette date. La récente surperformance traduit le fait qu'un bas de cycle pourrait être atteint au cours du second semestre de cette année (nous attendons d'ores et déjà -25% de croissance sur ce secteur en 2011).

La poursuite de cette surperformance sur la période Octobre/Décembre 2011, conditionnée selon nous à la prise en compte d'un scénario « optimiste » pour 2012, pourrait indiquer une sortie « par le haut » des indicateurs macroéconomiques. A suivre de – très – près.

Tableau de sensibilité des résultats aux scénarios macro économiques			
Scénario macro économique (croissance du PIB)	Zone Euro: 1%	Zone Euro: -0,5% / 0%	Zone Euro: 2%
	US: 2% UK: 1,2% Chine: 8,8%	US: -0,5% / 0% UK: -0,5% / 0% Chine: 7%	US: 3% UK: 2% Chine: 9,5%
Secteur	Croissance des profits en 2012		
Banques	26%	-45%	46%
Financiers divers	15%	-46%	31%
Immobilier	2,7%	2,5%	4%
Pharma. & Biotech	4%	3%	4%
HC Equip. & Services	13%	10%	14%
Aliment. denrée de base	14%	10,8%	13%
Ventes au détail	14%	11%	15%
Cons.durable & vêt.	15%	9%	19%
Alimentation et boissons	10%	6%	12%
Media	5%	-4%	8%
Chimie	6%	-5%	18%
Energie	8%	0%	15%
Métaux et minères	2%	-42%	16%
Const. & Mat. Constr.	13%	5%	22%
Biens d'équipement	9%	3%	15%
Services aux collectivités	7%	3%	10%
Infrastructures	5%	-5%	12%
Automobile	10%	-50%	20%
Telecom	3%	-4%	6%
Technologie	15%	-12%	19%
Logiciels & Services info.	9%	-8%	25%
Semiconducteurs	11%	-45%	76%
Photovoltaïques	12%	-54%	127%

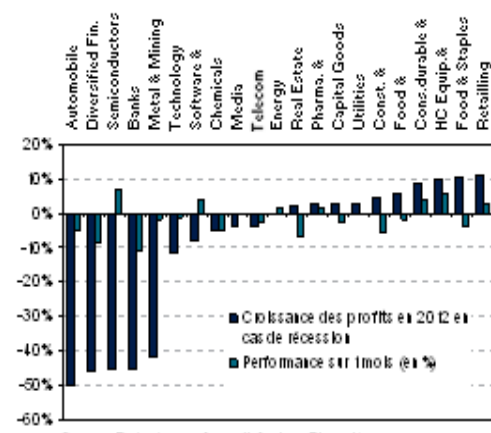
Source : Datastream, Analyse Financière

Sensibilité des résultats aux scénari vs performance et révisions sur 6 mois



Source : Thomson Financial, IBES, Datastream, Deutsche Bank, Amundi

Croissance des résultats en cas de récession vs performance sur 1 mois



Source: Datastream, Amundi Analyse Financière

6 Que faut-il penser du plan « eureka » ?

Un plan allemand (« plan eureka ») fait l'objet de toutes les attentions. Il est basé sur le principe de la Treuhandanstalt (« Agence fiduciaire » en français), qui était l'organisme de droit ouest-allemand, créé en juin 1990 et chargé de la privatisation des biens de la République Démocratique Allemande après la réunification de l'Allemagne. Elle avait alors organisé la privatisation de plus de 8000 entreprises est-allemandes, principalement entre 1990 et 1994, année de sa disparition. Ce plan est intéressant, surtout parce qu'il a fait ses preuves dans le cas de l'Allemagne.

Il confirme bien la volonté - et, sur ce dossier, le rôle dominant - de l'Allemagne : le fait que cela soit piloté à l'extérieur des instances européennes par le cabinet de consultant (Roland Berger Strategy Consultants) qui avait coaché la Treuhand en dit long. Il confirme également la difficulté qu'ont les Européens à trouver des solutions sur une base collective.

Les principales caractéristiques du plan « eureka »

- La Grèce logerait l'ensemble de ses actifs privatisables (banques, ports, entreprises, immobilier ...) dans cette structure. Ces actifs seraient évalués à quelques 125 milliards d'euros.

- Cette structure est achetée par une institution européenne financée par les Etats européens. Elle pilote la privatisation jusqu'à l'échéance qui serait fixée à 2025.

- Ces 125 milliards permettent à la Grèce de racheter immédiatement l'intégralité des obligations grecques du FESF et de la BCE, ce qui ferait passer son ratio de dette/PIB à moins de 90% (contre 150% actuellement).

- Comme dans le cas allemand, cette institution investirait dans certains actifs privatisables (on parle de 20 à 30 milliards, soit un équivalent de 8% du PIB grec) afin d'en augmenter la valeur de privatisation. Cet investissement aurait un effet positif sur la croissance et sur l'emploi, ce qui allégerait les ratios dette/PIB et déficit/PIB et atténuerait les problèmes sociaux (il éviterait par ailleurs la poursuite de l'austérité qui ne mène pas à grand-chose et ne résout pas le problème de fond : l'insolvabilité du pays). La Grèce s'engagerait également à poursuivre le rachat de sa dette : 1% équivalent PIB chaque année, ce qui ferait passer le ratio dette/PIB à 60% aux alentours de 2020.

- Les gains des privatisations par rapport aux estimations initiales (les 125 milliards de départ) seraient versés à la Grèce. En cas de perte, la Grèce en assumerait les coûts.

Si ce plan est adopté, il n'y a plus de défaut grec tel que décrit jusqu'à présent. Il n'évite toutefois pas les prises de pertes pour les détenteurs d'obligations. Par ailleurs, il pourrait permettre à la Grèce de revenir sur le marché des émissions, de renouer avec la croissance, de réduire ses ratios de déficits publics et de dette publiques, de réduire le montant nominal de sa dette ...

“

*Un plan pour la Grèce
... mais quid des autres
problèmes, notamment
de la contagion ?*

”

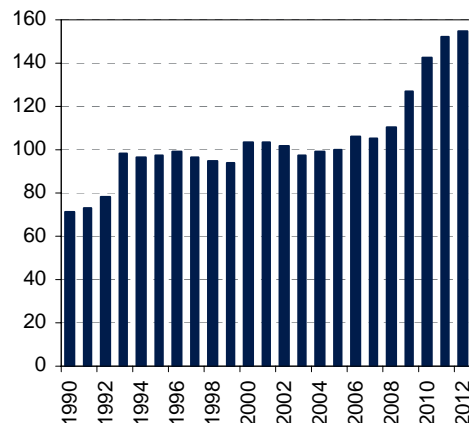
Où peuvent se trouver les points de blocage ?

- Le manque de temps (1) ... il convient de collecter quelques 125 milliards de biens publics privatisables ... à comparer aux 50 milliards identifiés jusqu'ici par le gouvernement grec ... et un montant souvent jugé optimiste.

- Le manque de temps (2) : la mise en place d'un plan impliquant la création d'une nouvelle institution européenne ou l'extension de son rôle actuel prend du temps (l'exemple du FESF est là pour le rappeler). Or la Grèce a besoin d'une solution rapide. Dans quelques jours, elle doit faire face à une échéance de paiement et pour l'heure, la 6^{ème} tranche n'a toujours pas été débloquée. Si ce n'est pas le cas, le défaut « sec » sera prononcé.

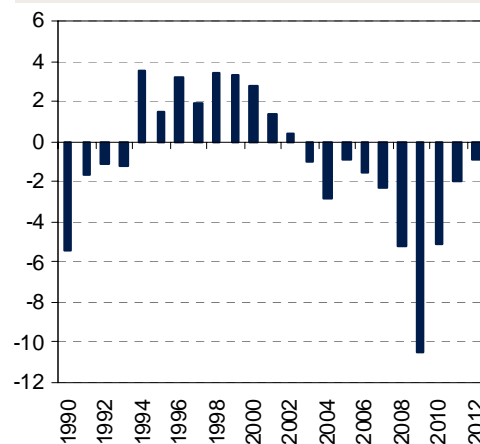
- Le consensus politique en Europe est fragilisé. Une remobilisation et une plus grande solidarité entre pays sont nécessaires pour l'adoption du plan. On notera quand même que ce plan a le mérite de ne pas engager les Etats directement, et donc le coût qui leur serait imputé. On peut imaginer que des pays jusqu'ici hostiles à toute forme de sauvetage de la Grèce (impliquant un coût pour le pays) deviennent plus favorables.

Grèce : dette publique (en % du PIB)



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Grèce : solde primaire (en % du PIB)



Source : Datastream, Amundi Stratégie

- Le prix de rachat de la dette grecque : ce point est crucial car il va déterminer l'impact sur la baisse de la dette publique et sur les comptes de la BCE.

- La perception de brader des entreprises grecques : au risque d'être brutal, l'objectif est bien de trouver des investisseurs jusqu'ici timides sur les actifs grecs. D'où l'idée de vendre à un prix attractif et/ou d'accroître la valeur de ces actifs via des investissements. Ainsi que le mentionnait Mme Birgit Breuel, la présidente de la Treuhand, « **l'objectif n'était pas de vendre des actifs, mais d'acheter des investisseurs** ». N'exagérons pas ... la Grèce n'est pas l'Allemagne de l'Est de la fin des années 1980 et l'on peut miser sur le fait que nombre d'entreprises et secteurs de l'économie grecque ont des atouts à faire valoir ... y en a-t-il pour 100 ou 125 milliards d'euros ? C'est une toute autre question.

- La perception de brader des entreprises grecques à l'étranger : Les privatisations allemandes (de l'Est) avaient été fortement souscrites par des allemands (de l'Ouest) ... dans le cas grec, il s'agirait très vraisemblablement d'entreprises non grecques ...

Que faut-il en penser réellement ?

- Le plan est pour l'instant une simple proposition ... certes bien plus intéressante que nombre d'idées qui ont circulé jusqu'à présent.

- Pour être crédible, il doit tout d'abord être « porté » par l'Allemagne et son gouvernement (les récentes déclarations de Wolfgang Schäuble, ministre fédéral des finances, peuvent laisser sceptiques).

- Il faut ensuite qu'il soit adopté par les Etats européens : il est de nouveau question de la création d'une institution européenne (à adopter, à structurer, à mettre en place ...) qui, certes, cette fois (voir cependant l'expérience de la Treuhand, encadré ci-dessous) pourrait ne pas perdre d'argent (elle achète des actifs qu'elle revend au prix d'achat). Les difficultés à ratifier le nouveau mandat du FESF depuis la fin juillet incitent à la prudence.

- Il faut que la Grèce et les Grecs acceptent une telle idée.

- Il adresse le problème de la Grèce mais pas celui de la contagion. Résoudre le problème grec ne garantit pas la fin des risques de contagion.

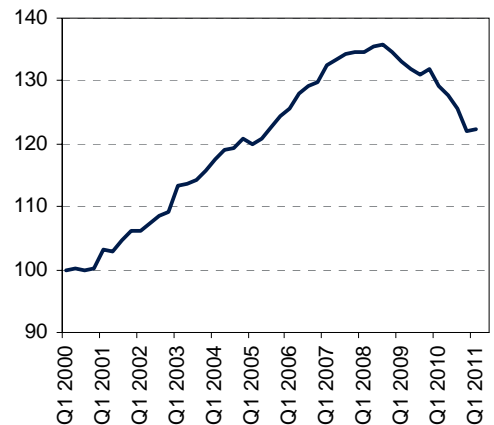
- Le vote du FESF reste une incertitude de taille, et la BCE ne semble pas en mesure d'annoncer un plan de soutien de grande ampleur aux périphériques. Le problème de la vulnérabilité d'autres Etats reste donc entier.

- La structure « à la Treuhand » est sans conteste intéressante, elle est a priori extensible à d'autres Etats ... mais elle restera cantonnée à la Grèce. Il est difficile d'imaginer la mise en place de structures du même type pour d'autres pays.

- Non seulement il faut trouver des actifs à vendre pour des montants importants, mais il faudra collecter un montant important afin de réduire de façon conséquente la dette de la Grèce.

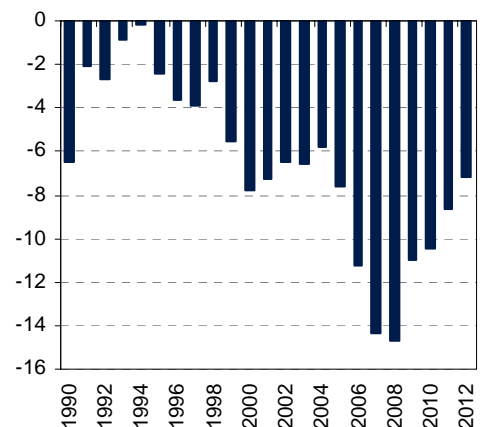
Autrement dit, la prudence reste de mise.

Grèce : PIB en volume (100 au T1 2000)



Source: Datastream, Amundi Strategie

Grèce : balance courante (en % du PIB)



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Encadré 4 : La Treuhand ... un succès incontestable ?

La Treuhand a accompli un travail important, c'est un fait : la privatisation de l'ensemble d'une économie, la restructuration et la privatisation de 8000 entreprises, la sauvegarde de très nombreux emplois (1,5 million), des investissements très importants ... mais à quel prix ? Celui d'un déficit colossal. En 1990, son Président, Detlev Rohwedder avait annoncé que les recettes des ventes des biens de l'Etat est-allemand rapporteraient quelques 600 milliards de marks (un peu plus de 300 milliards d'euros). Elles en auront finalement rapporté moins de 75 (38 Mds d'euros)! Le déficit de la Treuhand aura été de 270 milliards de marks (135 Mds d'euros), à la charge de l'Etat allemand ... et de ses contribuables. La Treuhand s'est évertuée, à grands coups de subventions, à sauvegarder des entreprises qui n'en valaient sans doute plus la peine, comme des chantiers navals, des complexes sidérurgiques ... Surévaluées dans les livres de comptes, et avec une parité de 1 pour 1 entre le mark de l'Ouest et le mark de l'Est, beaucoup d'entreprises est-allemandes ont été littéralement terrassées par l'unification allemande. Près de 3000 entreprises ont également fait l'objet de MBO (management buy-out) de la part des cadres est-allemands, une solution politiquement correcte (rien de mieux que la reprise d'entreprises est-allemandes par des est-allemands), mais un très grand nombre d'entre elles se sont très rapidement retrouvées au bord de l'asphyxie, et aidées par les entreprises qui, sous la tutelle du ministère allemand des finances, ont assuré la continuité de la Treuhand. Sans parler de divers scandales tels que des subventions touchées pour reprendre une entreprise ... aussitôt fermée. La Commission d'enquête sur la Treuhand n'a semble-t-il même pas pu mener correctement son enquête, les trois-quarts des dossiers étant classés « secret d'Etat ». Otto Kohler, dans un ouvrage qui a fait date, parle d'une « grande expropriation ». (« Die grosse Enteignung : wie die Treuhand eine Volkswirtschaft liquidierte », Munich, Knauer, 1994).

7 Pour les obligations indexées à l'inflation, les crises se suivent mais ne se ressemblent pas

Alors que d'autres classes d'actifs évoluent de façon très similaire à ce qu'elles avaient fait lors de la crise de 2008, les indexées à l'inflation ont actuellement un comportement très différent. Rappelons le principe de ces titres. Les flux financiers liés à ces obligations (coupons et principal) sont indexés à l'inflation future et leur évaluation par les marchés financiers dépend donc en partie des anticipations d'inflation. En particulier, on appelle point-mort d'inflation la différence entre le taux d'intérêt nominal et le taux d'intérêt réel, c'est-à-dire le taux d'intérêt actuariel des obligations indexées à l'inflation.

Après la chute de Lehman Brothers en septembre 2008, les point-morts d'inflation sont tombés à des niveaux extrêmement bas, surtout sur les maturités courtes. A titre d'exemple, le point-mort d'inflation à un an avait ainsi chuté à -7% lors du mois de décembre 2008. Plusieurs raisons permettaient d'expliquer cela. Tout d'abord, l'économie mondiale abordait sa plus grave crise depuis la fin de la seconde guerre mondiale, avec notamment une chute brutale du commerce mondial, et laissait entrevoir un risque très prononcé de déflation. Le marché a donc pu revoir fortement à la baisse ses anticipations d'inflation. Mais, surtout, de très importants mouvements de fuite vers les actifs liquides ont engendré une forte demande pour les obligations nominales qui a fait chuter les taux nominaux. Dans le même temps, les investisseurs se sont délestés d'actifs moins liquides comme les indexées, ce qui a fait monter les taux réels. La prime de liquidité des indexées a fortement augmenté. Rappelons qu'aux Etats-Unis, le marché des titres du Trésor est constitué à 89% d'obligations nominales et à 11% d'obligations indexées à l'inflation.

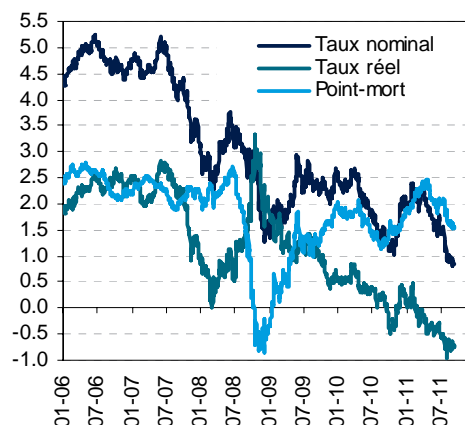
Où en est-on aujourd'hui? Une bonne partie de l'évolution des obligations indexées sur l'année écoulée est à mettre en relation avec le second plan d'assouplissement quantitatif de la Fed.

“ Le QE2 a fortement affecté les indexées ”

Dans le cadre de celui-ci, la banque centrale américaine a acheté 600 Mds \$ de titres du Trésor entre novembre 2010 et juin 2011. D'importantes masses de liquidités se sont reportées sur les actifs risqués et les matières premières, ce qui a fait grimper leur prix. Or les à-coups des prix des matières premières (notamment du pétrole) ont un impact sur l'évolution des points morts d'inflation (voir graphique), sans que l'on puisse pour autant en tirer une relation systématique. De plus, seuls 3% des 600 Mds \$ de titres du Trésor concernaient les obligations indexées (contre 97% d'obligations nominales) : cela a pu amener à plus de pression baissière sur les taux nominaux que sur les taux réels. Les points morts ont donc fortement augmenté jusqu'au printemps 2011. Depuis, les mauvaises nouvelles des deux côtés de l'Atlantique et l'intensification de la crise des dettes publiques ont amené les taux nominaux à baisser fortement, légèrement plus que les taux réels. Les taux à long terme nominaux et réels ont ainsi atteint des niveaux extrêmement bas (voir graphique). C'est ici que l'on peut notamment voir une très grande différence avec la crise précédente. En 2008, les taux réels avaient beaucoup augmenté et les points morts d'inflation s'étaient effondrés. C'est aujourd'hui tout le contraire : les taux d'intérêt réels ont chuté et les points morts, loin de s'effondrer, n'ont que peu baissé. Les taux réels sont passés en territoire négatif sur les maturités courtes aux Etats-Unis et au Royaume-Uni et sont proches de zéro en France et en Allemagne. L'Italie est, en revanche, dans une situation différente puisque les taux réels y sont très élevés (proches de 3.5% sur le 5 ans et de 4.70% sur le 10 ans).

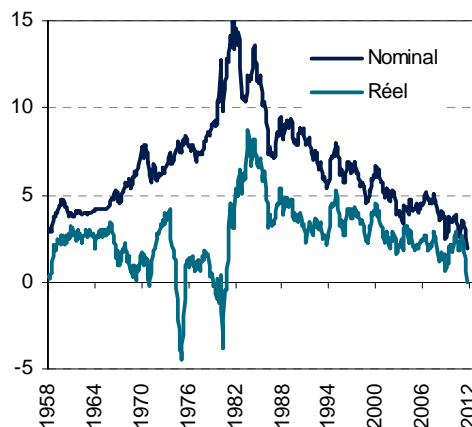
Actuellement, il est clair qu'à l'exception de l'Italie, les obligations indexées à l'inflation sont intéressantes du point de vue de la valorisation, particulièrement sur les maturités courtes, car les anticipations d'inflation données par le marché nous apparaissent trop faibles. Aux Etats-Unis par exemple, au cours du mois de septembre, le point mort d'inflation 1 an s'est approché de 1% alors que le point mort 10 ans est passé sous les 1.80%. Or l'enquête réalisée par la Fed de Philadelphie auprès de professionnels fournit des prévisions d'inflation à 1 an et 10 ans de respectivement 2% et 2.40%. L'enquête réalisée par l'Université du Michigan auprès des consommateurs américains fournit, elle, une prévision d'inflation à 1 an de 3.5%. En revanche, les opportunités d'investissement diffèrent nettement entre les Etats-Unis et l'Europe. Les taux d'intérêt réels étant censés mesurer les anticipations de croissance réelle, il nous paraît clair que les indexées sont bien plus attractives aux Etats-Unis que dans la zone euro. A la différence de la zone euro, les Etats-Unis peuvent compter sur un dollar faible, le plan Obama, la politique monétaire agressive de la Réserve fédérale et notamment un possible QE3. Dans la zone euro, les risques désinflationnistes voire déflationnistes sont plus marqués (section 2), ce qui rend moins attractives les obligations indexées.

Point-mort d'inflation 5 ans aux Etats-Unis



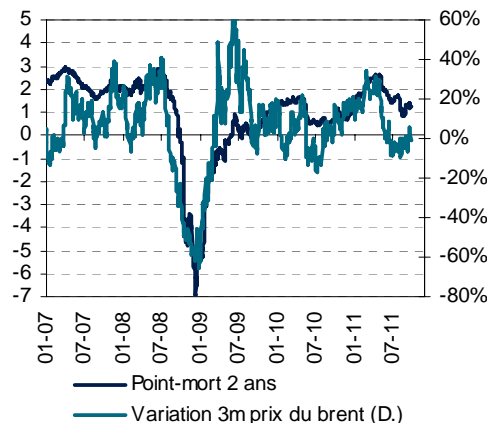
Source : Bloomberg, Stratégie Amundi

Taux longs nominaux et réels (déflaté par l'inflation sous-jacente) aux Etats-Unis



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Point-mort d'inflation 2 ans aux Etats-Unis et variation du cours du Brent



Source : Bloomberg, Stratégie Amundi

8 Quelle valeur attribuer aux primes de CDS ? Le cas de la courbe des CDS sur la Grèce

Cette section a pour vocation de mettre en avant les perceptions actuelles des marchés sur les dettes souveraines. Les CDS et les niveaux de spreads sont deux outils utiles. Nous allons regarder les CDS. Certes, ils sont souvent peu liquides, traités par une poignée d'intervenants, ils ont tendance à exagérer les situations réelles ... mais comme ils sont très regardés, il nous est apparu utile d'en présenter quelques grilles de lecture permettant de mieux comprendre ce qu'ils signifient réellement.

Nous posons comme hypothèse que, en cas de défaut, le taux de recouvrement (*recovery rate*) est estimé à 50% du principal de la dette (sensiblement plus élevé que l'historique pour les défauts souverains qui est plutôt à 30%).

1. Tableau de données et de résultats :

Pays	Rating	CDS 5 A en %	CDP 5 A implicite	CDP 5 A Moody's	Spread historique	prime de risque crédit	Pays/Rating
Autriche	Aaa	1,63%	15,04%	0,09%	0,009%	1,62%	Autriche/Aaa
Belgique	Aa1	2,55%	22,51%	0,14%	0,014%	2,54%	Belgique/Aa1
Finlande	Aaa	0,79%	7,60%	0,09%	0,009%	0,78%	Finlande/Aaa
France	Aaa	1,76%	16,14%	0,09%	0,009%	1,75%	France/Aaa
Allemagne	Aaa	1,03%	9,79%	0,09%	0,009%	1,02%	Allemagne
Grèce	Ca	60,22%	99,76%	70,18%	12,099%	48,12%	Grèce/Ca
Irlande	Ba1	7,35%	52,05%	7,29%	0,757%	6,59%	Irlande/Ba1
Italie	Aa2	4,60%	36,87%	0,20%	0,020%	4,58%	Italie/Aa2
Pays-Bas	Aaa	1,00%	9,52%	0,09%	0,009%	0,99%	Pays-Bas/Aaa
Portugal	Ba2	11,06%	66,91%	8,08%	0,843%	10,22%	Portugal/Ba2
Espagne	Aa2	3,76%	31,34%	0,20%	0,020%	3,74%	Espagne/Aa2
Royaume-Uni	Aaa	0,87%	8,33%	0,09%	0,009%	0,86%	Royaume-Uni/Aaa
Etats-Unis	Aaa	0,52%	5,07%	0,09%	0,009%	0,51%	Etats-Unis/Aaa

Dans l'univers du crédit, pour une prime de CDS donnée par le marché avec la maturité et l'émetteur correspondants, les analystes traduisent cette prime en probabilité cumulée de défaut (CDP) entre l'instant initial et la maturité du CDS, cette probabilité étant calculée dans un monde risque-neutre (c'est la même infrastructure technique qui permet d'établir la formule de Black and Scholes relative au prix des options). Cette traduction passe par la formule simplifiée suivante :

$$\text{Probabilité cumulée de défaut (horizon T)} = 1 - \text{exponentielle}(-(\text{prime de CDS} \times T) / (1 - \text{Recovery Rate}))$$

En appliquant cette formule on trouve les résultats colonne 4. Outre leur valeur spectaculaire pour la Grèce, le Portugal et l'Irlande), ces résultats sont logiquement (et faussement) comparés aux probabilités cumulées de défaut historiques données par les tables de mortalité fournies par l'agence Moody's et qui figurent en colonne 5 (les tables choisies sont celles qui correspondent à la période 1983/2009 car ce sont les plus granulaires en terme de rating). Ces CDP, issues du monde réel (historique des défauts par catégorie de rating) ne sont pas directement comparables aux CDP risque-neutre mais elles permettent en inversant la formule précédente de calculer des spreads de crédit issus du monde réel (colonne 6).

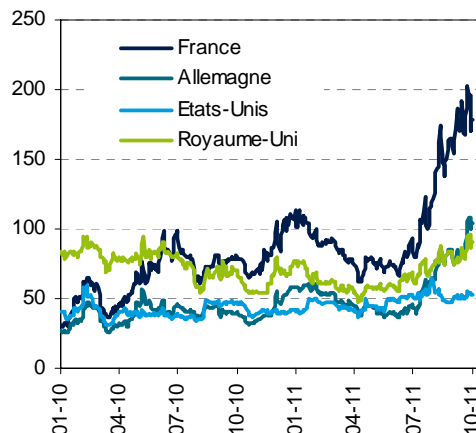
La différence entre la prime de CDS donnée par le marché et le spread issu des tables Moody's est analysée comme étant la prime de risque que le marché exige de tel ou tel émetteur pour une maturité donnée. Elle figure en colonne 7.

Les résultats obtenus sont à la fois logiques et surprenants :

Malgré la dégradation récente effectuée par S&P (de AAA à AA+), les Etats-Unis ont la prime de risque la plus faible avec 52 bp : les interprétations sont certainement nombreuses; la plus simple étant liée à leur poids dans le PIB mondial, au rôle du dollar dans le commerce mondial et au statut de valeur refuge qu'ils conservent malgré une situation financière très dégradée (à titre anecdotique les T-Bills 3 mois émis par le Trésor américain offrent un taux d'intérêt nul en ce moment).

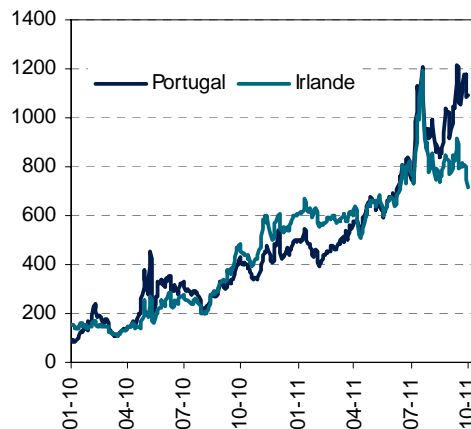
Pour les autres pays de rating Aaa, la prime de risque annuelle s'échelonne entre 80-102 bp (Royaume-Uni, Finlande, Allemagne, Pays-Bas) et 160/175 bp pour les Aaa (France, Autriche). Elle est nettement plus élevée que pour le 1^{er} groupe, ce qui laisse supposer que les ratings implicites donnés par le marché à ces 2 pays sont moins bons que Aaa. La prime de risque pour le Royaume-Uni est difficile à expliquer si ce n'est que la conjonction d'un resserrement budgétaire couplé avec un « laxisme » monétaire impressionnant est perçue comme susceptible d'être efficace.

CDS des Etats-Unis, du Royaume-Uni, de l'Allemagne et de la France



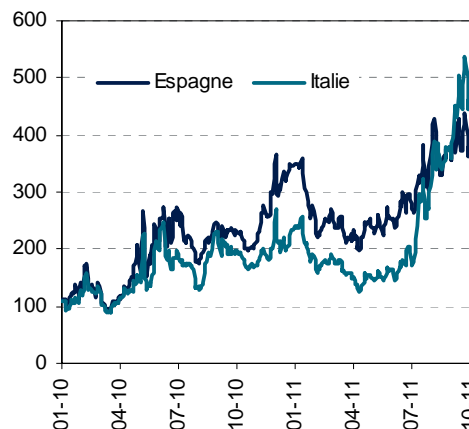
Source : Bloomberg, Stratégie Amundi

CDS du Portugal et de l'Irlande



Source : Bloomberg, Stratégie Amundi

CDS de l'Espagne et de l'Italie



Source : Bloomberg, Stratégie Amundi

Pour l'Espagne et l'Italie, qui sont Aa2, l'écart de 80 bp en défaveur de l'Italie est sans doute lié à la perception par le marché d'une forme de malaise politique et d'une croissance structurellement faible, deux facteurs qui ont motivé des baisses de rating au Japon et aux Etats-Unis.

Trois pays sont « non investment grade » : l'Irlande, le Portugal et la Grèce). L'Irlande (659 bp soit 100bp à peine de plus que l'Italie malgré 5 notes d'écart) est perçue comme susceptible de remonter assez vite dans l'estime des marchés et surtout en rating. Le Portugal apparaît comme un pays pouvant mieux faire mais qui reste encore fragile pour le moment. En revanche, les marchés considèrent désormais que la Grèce ne pourra pas éviter le défaut : son CDS 1 an traite à 96% de prime soit une probabilité implicite de défaut de 86 % (avec la même hypothèse sur le recouvrement soit 50%).

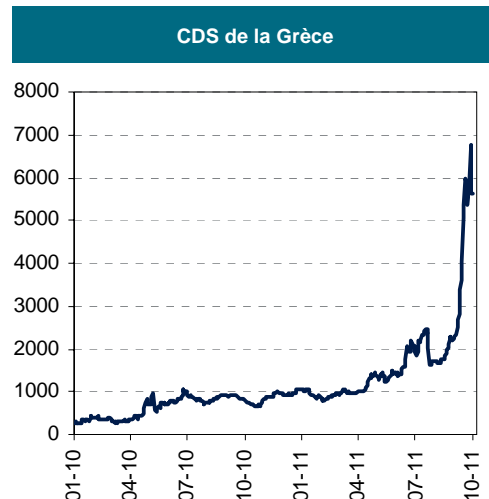
2. Etude spécifique sur la courbe des CDS pour la Grèce

Maturité	Prime de CDS par maturité	CDP implicite	CDP historique	Spread historique par maturité	Prime de risque par maturité
1	95,79%	85,28%	36,21%	22,48%	73,31%
2	77,36%	95,47%	48,44%	16,56%	60,80%
3	69,09%	87,42%	57,90%	14,42%	54,67%
4	63,72%	92,18%	64,58%	12,97%	50,75%
5	60,22%	95,08%	70,12%	12,08%	48,14%
7	53,98%	97,71%	74,76%	9,83%	44,15%
10	49,13%	99,26%	78,01%	7,57%	41,56%

Les probabilités implicites cumulées et annuelles de défaut sont des probabilités risqué-neutre alors que les probabilités de défaut historiques sont des probabilités réelles. Par hypothèse on garde le taux de recouvrement à 50%.

Les primes de risque sont très élevées mais aussi très inversées en fonction des maturités, avec un écart très important entre le 1 an et le 2 ans. L'explication la plus logique est que le marché anticipe un défaut très rapide (horizon du défaut inférieur à 1 an). Il est aussi probable que pour financer l'achat de protection à 1 an (prime de 96%), les opérateurs vendent de la protection sur les maturités supérieures à 1 an, ce qui fait baisser les primes correspondantes (entre 77% à 2 ans et 60% à 5 ans).

Une précaution s'impose toutefois : les CDS ne sont pas, loin s'en faut, un produit fiable. Peu liquides, traités par une poignée d'intervenants, davantage produit de spéculation qu'instrument de couverture, ils ne sauraient donner (à eux seuls) une image fidèle de la réalité. Il faut garder à l'esprit qu'en 2008, les CDS des entreprises indiquaient que la très grande majorité des « investment grade » américains allaient soit passer « speculative grade », soit plus simplement faire défaut. Rien de tout cela n'est arrivé, fort heureusement : les spreads se sont considérablement resserrés, et les taux de défaut ont chuté. En revanche, l'évolution des CDS est bien représentative et illustrative du niveau de stress du marché ... et c'est à ce titre qu'il faut s'y intéresser.



Source : Bloomberg, Stratégie Amundi

9 Les banques françaises sont-elles en mesure de faire face aux récentes difficultés rencontrées dans leur refinancement ?

Les banques européennes sont en mesure de faire face aux récentes difficultés rencontrées dans leur refinancement (accès plus difficile au financement en dollar, assèchement des liquidités sur le marché interbancaire et forte aversion au risque sur les marchés de dettes à long terme). A l'origine, ces difficultés résultaient des tensions autour des dettes souveraines européennes, elles se sont accentuées par le risque croissant d'un retour de la récession dans les pays développés. Notre confiance réside sur deux points essentiels :

- les risques apparaissent limités sur le refinancement à court terme compte tenu de la volonté affichée par la BCE et par les autres banques centrales d'injecter les liquidités nécessaires sur tous les marchés (expérience tirée des événements ayant suivi la faillite de la banque Lehman Brothers en Octobre 2008) ;
- le secteur bancaire a considérablement renforcé ses positions de liquidité et ses capitaux propres ces trois dernières années.

Face à la crise de confiance sur le marché interbancaire intervenue à l'automne 2008, la BCE a changé sa politique en proposant l'injection de liquidités en quantité illimitée à un taux fixe et pour des maturités plus longues (6 et 12 mois). Début août 2011, à la suite de nouvelles tensions sur le marché interbancaire (provoquées par de nouvelles inquiétudes sur l'exposition des banques européennes aux dettes souveraines), la BCE a décidé d'ouvrir aux banques une ligne de crédit sur une durée de 6 mois et s'est à nouveau engagée à injecter une quantité illimitée de liquidité à court terme (sous contrainte d'apport de collatéraux éligibles) aussi longtemps que nécessaire et au moins jusqu'à janvier 2012.

Le montant des actifs éligibles au refinancement de la BCE en Europe s'élève à 14.000Mds d'euros d'après le gouverneur de la Banque de France contre 580 milliards aujourd'hui « gagés » à la BCE à des fins de refinancement. C'est pourquoi nous pensons que les risques liés au refinancement sont limités au niveau du système bancaire européen. Bien évidemment, un établissement bancaire peut toujours faire appel à sa banque centrale nationale dans le cadre du dispositif d'urgence d'injection des liquidités : les banques irlandaises et, plus récemment, la banque du Pirée ont déjà sollicité ce dispositif ce qui leur a permis d'éviter une faillite en dépit de stress de liquidité autrement plus aigu que pour Lehman Brothers. A fin août, le montant des refinancements auprès de la BCE était inférieur au niveau relevé à la suite de la faillite de Lehman.

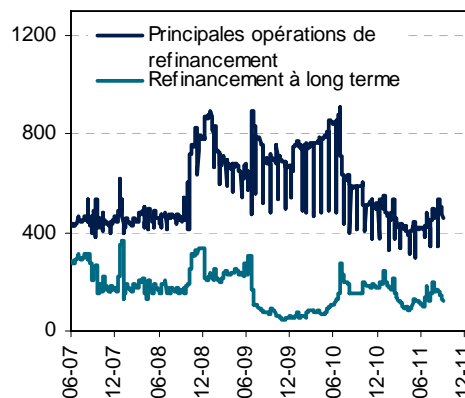
Le secteur bancaire a considérablement renforcé ses positions de liquidité et ses capitaux propres ces trois dernières années

Depuis 2009, les banques ont renforcé leur liquidité ainsi que leurs capitaux propres, principalement du fait de l'augmentation du coût de refinancement et des difficultés d'accès aux marchés de dettes à long terme et, de la pression réglementaire (durcissement des ratios de solvabilité et des règles en matière de liquidité sous Bâle 3).

« Depuis 2009, les banques ont renforcé leurs capitaux propres et leur liquidité »

- Après la faillite de Lehman Brothers, la croissance des dépôts a été supérieure à celle des crédits dans la plupart des banques européennes permettant d'atténuer légèrement leur dépendance vis-à-vis des marchés de dettes (baisse du ratio des crédits sur dépôts et baisse du volume des émissions de dettes).
- Les banques ont décidé de mieux aligner les maturités de leurs actifs et de leurs passifs en émettant des dettes à maturités plus longues (moins de transformation que par le passé).
- La crise financière fin 2008 a incité les banques à augmenter la taille de leurs portefeuilles de liquidités.
- Elles ont anticipé de façon opportuniste leurs besoins de financement sur les marchés pour l'année 2011 (91% du programme d'émission réalisé à l'issue du 1er semestre 2011).
- Pour conclure, suite à une importante vague de recapitalisations et de restructurations, les banques européennes affichent désormais des ratios de solvabilité historiquement élevés.

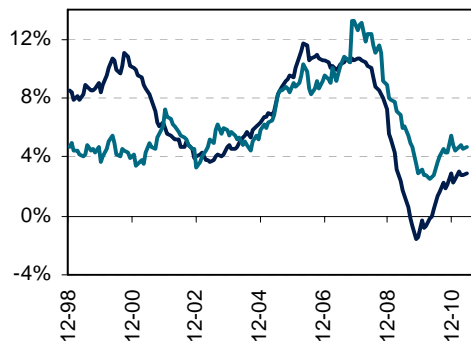
Opérations sur les marchés de la Banque centrale européenne



Source: European Central Bank, Amundi Financial Analysts

Ces dernières années, les dépôts croissent plus vite que les prêts dans la zone euro

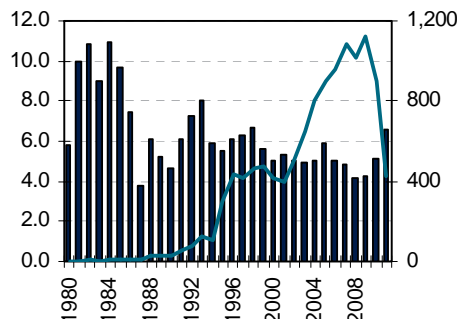
- Croissance des prêts (Eurozone 11) - a/a
- Croissance des dépôts (Eurozone 11) - a/a



Source: Goldman Sachs, Amundi Financial Analysts

Zone euro : Tendances des émissions de dettes bancaires et leurs maturités

- Moyenne pondérée des maturités
- Emission de dettes (en trillion \$)



Source: Moody's calculations, Amundi Financial Analysts

Les banques européennes sont mieux capitalisées qu'avant Lehman, mais est-ce suffisant pour absorber des pertes exceptionnelles ?

Les investisseurs s'interrogent sur la solvabilité des banques en cas de pertes supplémentaires sur les dettes souveraines et d'augmentation du coût du risque lié à une nouvelle récession. Ces craintes sont d'autant plus aiguës que les marges de manœuvre des Etats pour sauver leurs systèmes financiers respectifs ont diminué depuis 2008.

Si nous complétons les « stress-tests » publiés par l'EBA en juillet 2011 en appliquant les décotes suggérées par les marchés de dette aux portefeuilles d'obligations des pays périphériques sous pression (Grèce, Portugal, Irlande, Italie, Espagne et Belgique), nous arrivons à un besoin de recapitalisation pour les grandes banques européennes cotées égal à 40 milliards d'euros, ce qui est significativement inférieur aux 200 milliards d'euros évoqués par le FMI. Ces 40 milliards représentent moins de 10% de la capitalisation boursière du secteur. En cas de scénario extrême (aucun appétit pour le papier bancaire et incapacité des gouvernements à souscrire aux augmentations de capital) le FESF (dont les capacités doivent être élargies sur approbation par les 17 parlements de la zone euro d'ici la fin de l'année) pourrait financer la recapitalisation des institutions financières à travers l'octroi de prêts à leurs gouvernements.

Les banques françaises sous pression

Le secteur bancaire français, comme le secteur bancaire en Europe, a été sous pression au cours des dernières semaines sur fond de crise de liquidité impulsée par la méfiance des gérants monétaires américains envers le secteur bancaire européen exposé aux problématiques de dettes souveraines des pays périphériques (Grèce, Irlande, Portugal, Espagne, Italie). Les craintes notamment d'une dégradation de la notation de la France après la perte du AAA des Etats-Unis ont ajouté du stress supplémentaire au secteur bancaire français. **Face à cette situation d'inquiétude du marché sur la solvabilité et la liquidité des banques françaises, celles-ci ont fait preuve de transparence et ont tenté de rassurer les investisseurs :**

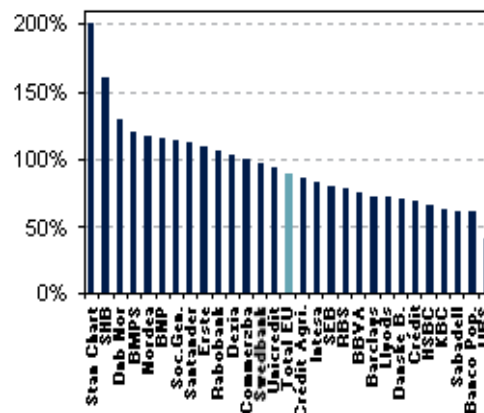
1. Les banques françaises ont dévoilé leurs expositions aux dettes souveraines et ont déprécié d'au moins 21% leur exposition brute de maturité inférieure à 2020 en obligations d'Etat grec éligibles au plan de soutien au pays.

2. Les banques françaises ont donné des éclairages sur leurs besoins de refinancement tant à court qu'à plus long terme. Lors de la publication de leurs résultats au premier semestre 2011, elles ont indiqué avoir réalisé en moyenne environ 90% de leur besoin de refinancement à moyen long terme en 2011, montrant ainsi une avance assez importante à la mi-année. Néanmoins dans un contexte de renchérissement du coût de la liquidité, les banques françaises vont devoir poursuivre leur effort en termes de collecte de dépôts (épargne bilancielle) et de rallongement de la « duration » de leur dette (émissions de « covered bonds »).

Les médias ont beaucoup communiqué récemment sur la dépendance des banques françaises vis-à-vis des fonds monétaires américains (traditionnellement acheteurs nets de papiers à court terme émis par les banques françaises). Les banques françaises ont montré dernièrement qu'elles avaient des actifs liquides suffisants pour compenser les retraits de liquidité des fonds monétaires américains. Dans l'hypothèse d'une poursuite de la crise souveraine et d'un stress sur la liquidité, les banques françaises pourraient faire appel à la BCE qui reste un rempart en dernier recours. A ce stade, la situation nous paraît toujours gérable. En effet Crédit Agricole a une exposition limitée aux fonds monétaires américains (25 Mds€, à comparer à des réserves de liquidité disponible de plus de 120 Mds€). Société Générale a fortement réduit son exposition à ces derniers (exposition résiduelle de 53 Mds€ à comparer aux 105 Mds€ de réserves de liquidités).

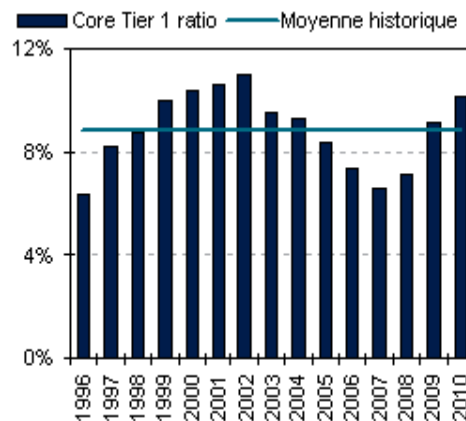
En conséquence, nous considérons que **les banques françaises ont su réagir rapidement à ces conditions de stress.** Elles apparaissent particulièrement bien positionnées dans un scénario d'une crise longue de la dette souveraine en Europe. Elles ont ainsi accentué la diversification de leur refinancement court terme en dollar vers l'Asie et le Moyen-Orient afin de réduire leur dépendance vis-à-vis des fonds monétaires américains. Les banques françaises ont, dans un premier temps, des réserves liquides importantes et elles peuvent toujours, dans un second temps, faire appel à la BCE (hypothèse aujourd'hui peu probable). Dans ces conditions, **les crispations du marché sur les banques françaises nous semblent exagérées.**

Dettes à long terme refinancées au premier semestre 2011



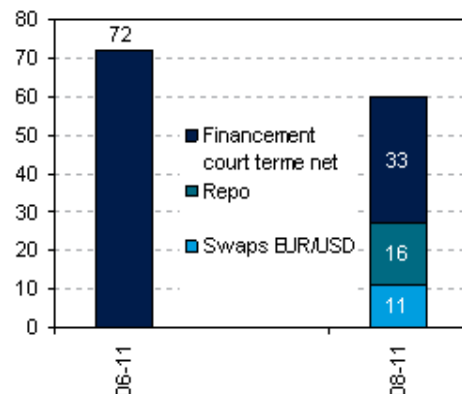
Source: Deutsche Bank estimates, Company data, Amundi

Ratio Core Tier 1 (% actifs pondérés des risques)



Source: Citiv estimates, Amundi Financial Analysts

La Société Générale réduit son besoin de financement court terme en dollar (en Mds €)



Source: Company data, Amundi Financial Analysts

10 Actions : quels indices européens profiteraient le plus d'une nouvelle dynamique côté émergent ?

Les marchés d'actions ont décroché au mois d'août. D'un côté, les autorités européennes et américaines peinent à convaincre de leur capacité à résoudre la crise structurelle de l'endettement. De l'autre, le monde émergent, en croissance structurelle mais en lutte contre l'inflation, était encore en mode restrictif. Ce « no man's land » en termes de leadership économique, alors que le risque de récession devenait palpable de part et d'autre de l'Atlantique, a causé la chute des marchés, développés et émergents.

Maintenant que le pic cyclique de l'inflation est passé, les pays émergents devraient mettre fin au biais restrictif de leurs politiques. Le Brésil a tiré le premier, baissant ses taux de 50pb. Certes, il est essentiel d'être rassuré d'abord sur le fait que les Etats-Unis et l'Europe ne s'enfoncent pas en récession, et n'entraînent pas les marchés d'actions émergents dans leur chute, comme en 2008. Mais il est aussi possible que les pays développés finissent par trouver une solution suffisante pour éviter la contagion, permettant au contraire aux pays émergents d'entraîner une partie des marchés actions du monde développé à la hausse. Cette proposition, loin d'être consensuelle, créerait la surprise. C'est le cas que nous vous proposons d'examiner dans cette étude, surtout centrée sur les marchés européens.

En effet, n'oublions pas que les sociétés des pays développés, notamment européennes (voir notre édition du mois de septembre, section 9) sont très exposées à la croissance des pays émergents. Il faut alors bien faire la différence entre celles qui sont affectées par le thème séculaire du désendettement et celles qui bénéficient de la croissance émergente. Les premières pourraient profiter d'un puissant rebond de court terme si le scénario du pire est évité. Mais les secondes en bénéficieraient plus longtemps et seraient donc finalement plus intéressantes.

Pour ce faire nous avons mené une analyse structurelle des indices boursiers européens sous 3 angles :

- La tendance à très long terme des cours en devise locale de ces indices, en utilisant conjointement des moyennes mobiles de 10 ans, 4 ans et 1 an,
- L'exposition aux pays émergents, en retenant la part des cycliques et des financières exposées aux pays émergents,
- L'exposition au désendettement, en retenant la part des valeurs financières non exposée aux pays émergents.

Pour l'exposition des sociétés, nous nous servons des données fournies par le bureau d'analyse financière d'Amundi.

Les tendances « séculaires » des marchés d'actions

Examinons les différents arguments en commençant par l'analyse des tendances des indices à très long terme, encore appelées « tendances séculaires ».

Vus sous cet angle, les marchés émergents sont effectivement les mieux orientés (voir graphiques à droite) : la moyenne à 10 ans progresse. Même la moyenne à 4 ans (durée moyenne d'un cycle économique) est orientée à la hausse, en dépit de la correction récente.

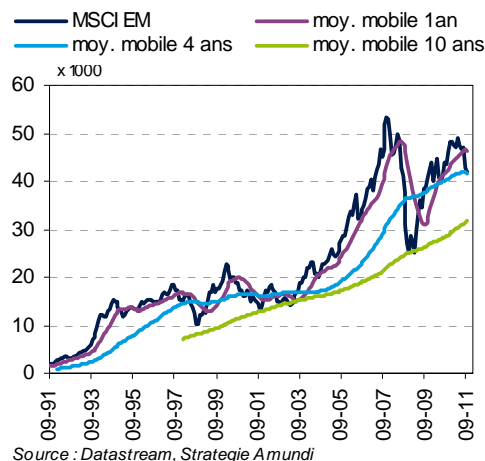
Le marché américain est sur une tendance déjà plus fragile : en effet, la moyenne à 4 ans est en baisse. Mais elle reste au dessus de celle à 10 ans qui s'est d'ailleurs retournée à la hausse et pourrait peut-être servir de support.

« Une tendance séculaire plus favorable pour les marchés émergents »

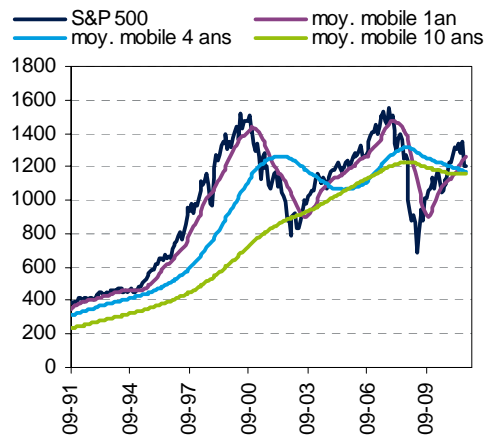
La zone euro présente la configuration la plus désavantageuse : les moyennes à 10 ans, 4 ans et 1 an sont baissières. La reprise du marché depuis mars 2009 est venue s'échouer sur ce croisement défavorable de moyennes mobiles.

Pourtant, au sein de l'Europe, il existe des configurations très différentes. Certains marchés à tendances séculaires haussières : l'Allemagne, la Suède et le Royaume-Uni. D'autres ont un profil séculaire baissier : l'Italie, la Belgique, le Portugal, la Grèce, l'Irlande mais aussi, la Finlande, la Suisse, la France et les Pays-Bas (voir graphiques sur les 2 pages suivantes et tableau de synthèse en dernière page de l'article).

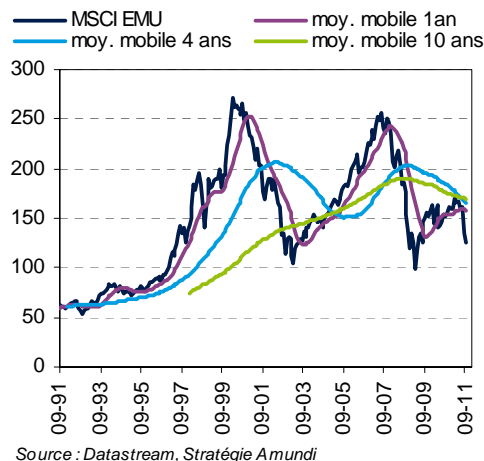
MSCI Emergents : tendance séculaire à la hausse



S&P500 : tendance séculaire plus fragile



MSCI UEM : la configuration la plus désavantageuse



Exposition des indices boursiers européens à la croissance des pays émergents (% Capitalisation boursière) x (% des ventes réalisées dans les pays émergents)

	Indice	Défensives	Cycliques	Pétrole & Gaz	Financières
Zone Euro	24%	7%	12%	2%	4%
Allemagne	23%	2%	20%	0%	1%
France	25%	8%	11%	4%	2%
Pays-Bas	22%	9%	9%	4%	0%
Italie	19%	4%	4%	8%	3%
Belgique	14%	7%	4%	0%	2%
Espagne	31%	12%	3%	4%	13%
Portugal	39%	16%	11%	9%	2%
Autriche	38%	5%	1%	12%	21%
Grèce	22%	2%	0%	0%	19%
Irlande	9%	2%	7%	0%	0%
Finlande	22%	2%	20%	0%	0%
Europe ex Zone Euro	24%	8%	7%	3%	6%
Royaume-Uni	26%	7%	5%	5%	9%
Suisse	22%	13%	9%	0%	0%
Suède	28%	4%	23%	0%	1%
Norvège	15%	6%	4%	4%	1%
Danemark	18%	16%	1%	1%	0%

Une première lecture (voir première colonne du tableau ci-dessus) permet de conclure que **le Portugal, l'Autriche et l'Espagne ont les indices les plus exposés** avec plus de 30% de leur capitalisation boursière concernée par cette thématique. A l'inverse, l'Irlande, la Belgique et la Norvège sont les moins concernés.

Précisons que **certains indices sont fortement influencés par un petit nombre de valeurs**. Ainsi, Novo Nordisk représente 67% de l'exposition danoise, Nokia 59% dans le cas finlandais, Ericsson, 42% dans celui de la Suède, Inbev, 77% de l'exposition du Bel20, CRH 80% pour l'Irlande, Unilever et Heineken 50% pour les Pays-Bas.

Enfin, remarquons que **le profil sectoriel de cette exposition est aussi très différencié** d'un indice à l'autre. L'exposition cyclique est clairement plus forte en Allemagne, en Suède et en Finlande. Pour le pétrole, c'est l'Autriche qui ressort. Quant aux financières, l'Autriche, la Grèce et l'Espagne sont les plus sensibles.

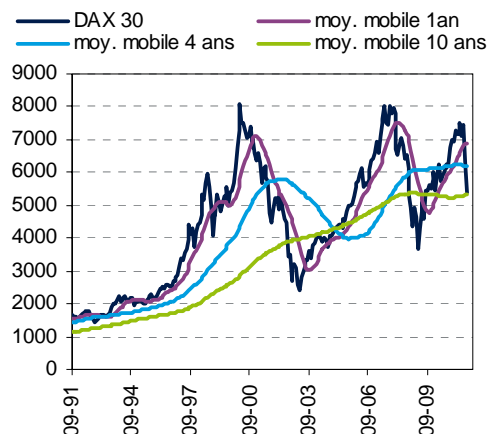
“ L'exposition aux émergents peut être plus ou moins cyclique ”

Nous avons choisi dans cette analyse de dégager l'exposition cyclique aux pays émergents et l'exposition à la thématique de désendettement

Pour faire ressortir les indices les plus susceptibles de profiter d'une relance économique du monde émergent, nous avons donc compilé la part des valeurs cycliques avec celle des valeurs financières les plus exposées à ces économies (voir tableau page suivante): la Suède, l'Autriche, l'Allemagne et la Finlande ont une exposition cyclique significative sur la zone émergente. Rappelons que nous nous plaçons ici dans un scénario post krach, ce qui justifie de faire la part des choses, y compris au sein des financières.

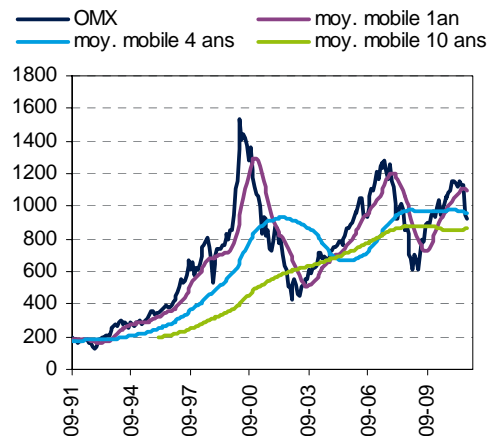
A l'opposé, pour mettre en relief l'exposition au thème du désendettement, lui aussi séculaire, nous retenons dans la colonne de droite la part de la capitalisation des sociétés financières non exposée au thème émergent. La Grèce et l'Autriche sont les plus concernées.

Allemagne : tendance séculaire haussière



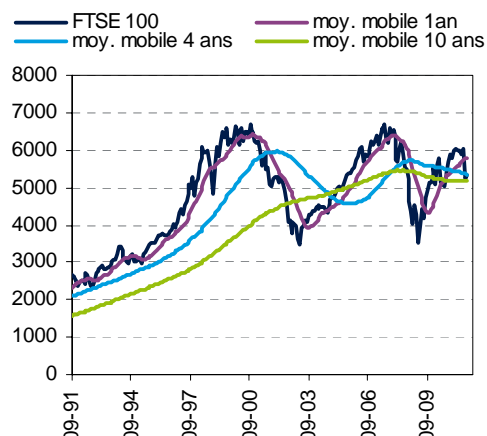
Source : Datastream, Stratégie Amundi

Suède : tendance séculaire haussière



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Royaume-Uni : tendance séculaire haussière



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Le tableau suivant compile la tendance « séculaire » des indices européens, l'exposition au cycle des pays émergents et l'exposition au désendettement.

	Tendance séculaire	Cycliques & Financières	Financières Non EM Expo	Conclusion
Zone Euro		15%	19%	
Allemagne	Hausse	21%	15%	Positif
France	Baisse	14%	15%	Neutre
Pays-Bas	Baisse	9%	20%	Négatif
Italie	Baisse	7%	23%	Négatif
Belgique	Baisse	7%	24%	Négatif
Espagne	Neutre	16%	20%	Neutre
Portugal	Baisse	13%	11%	Neutre
Autriche	Neutre	22%	27%	Neutre
Grèce	Baisse	19%	33%	Neutre
Irlande	Baisse	7%	0%	Neutre
Finlande	Baisse	20%	14%	Neutre
Europe ex Zone Euro		13%	11%	
Royaume-Uni	Hausse	14%	10%	Positif
Suisse	Baisse	9%	18%	Négatif
Suède	Hausse	24%	17%	Positif
Norvège	Hausse	5%	15%	Neutre
Danemark	Hausse	1%	11%	Neutre

Conclusion

Rappelons que nous cherchons à mettre en évidence les marchés européens les plus capables de profiter d'une relance des pays émergents dans le cas où le monde développé rassure suffisamment pour ne pas entraîner les pays émergents dans leur chute.

“ *Le trio Royaume-Uni, Allemagne et Suède ressort en tête* ”

Les marchés les plus attractifs sont donc ceux dont la tendance séculaire est positive, dont l'exposition cyclique aux pays émergents est la plus forte et l'exposition à la thématique du désendettement la plus faible.

Selon cette approche, le Royaume-Uni, l'Allemagne et la Suède ressortent en tête.

A l'opposé, l'Italie et la Grèce sont les moins bien servis. Le poids trop important des banques domestiques devraient les empêcher d'inverser une tendance séculaire baissière.

La tendance de **l'Irlande** n'est pas non plus prometteuse même s'il n'y a plus de banque dans l'indice.

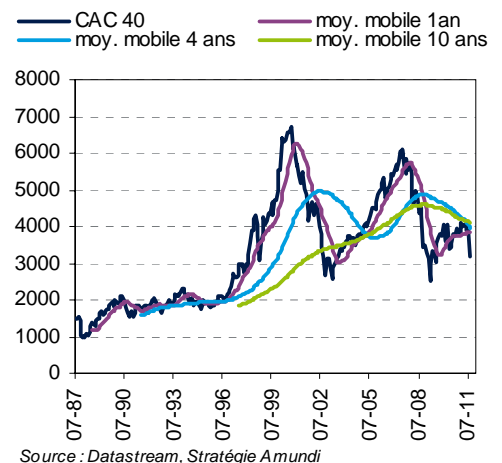
Plus surprenant peut-être, la **Belgique et les Pays-Bas** ressortent mal (peu d'exposition cyclique aux émergents, exposition non négligeable au thème du désendettement). Là aussi il sera difficile d'inverser une tendance séculaire négative sur ces indices.

Enfin, **la Suisse**, pas assez exposée au thème de la croissance cyclique émergente, pâtit de plus structurellement de la force de sa devise qui pèse sur les profits des sociétés et la tendance séculaire de ce marché.

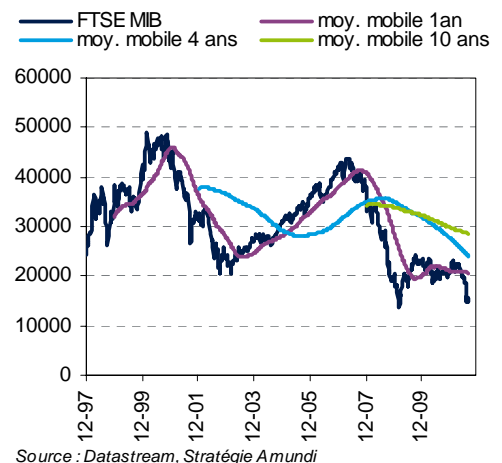
Entre les deux, on va trouver la France, l'Autriche, la Finlande, l'Espagne et le Portugal, la Finlande, la Norvège et le Danemark.

Au final, si les marchés émergents étaient prêts à enclencher un nouveau cycle boursier, les marchés allemands, suédois et anglais auraient de bonnes chances de figurer parmi les vainqueurs de cette nouvelle donne, au-delà d'un simple rebond. Un beau volte-face en perspective. Le marché anglais, moins cyclique et profitant d'une devise sous-évaluée, est certainement le moins risqué des trois. Avis aux amateurs !

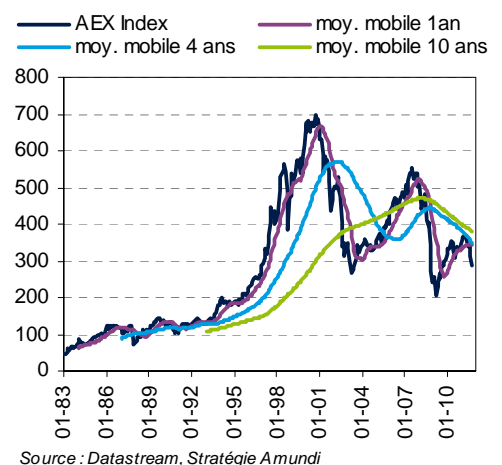
France : tendance séculaire baissière



Italie : tendance séculaire baissière



Pays-Bas : tendance séculaire baissière



11 Transmission d'une crise de dette souveraine aux actions : l'exemple de l'opérateur télécom OTE

OTE est l'opérateur télécom historique grec, qui réalise les deux-tiers de ses résultats en Grèce, le soldé provenant de Roumanie, Bulgarie et Albanie. En tant que valeur très exposée à son marché domestique et poids important de l'indice local, l'évolution du cours d'OTE est emblématique de ce qui a pu être observé sur l'ensemble du marché des actions grecques.

De juin 2010 à juillet 2011, le titre OTE s'est traité avec une relative stabilité autour des 6 euros. Il a certes bénéficié de mars à juin 2011 d'une période de spéculation, les investisseurs anticipant un possible rachat des minoritaires d'OTE par Deutsche Telekom, déjà actionnaire à 40% du groupe, notamment suite à l'annonce de la cession par l'opérateur allemand de sa filiale américaine T-Mobile US. Mais le management de Deutsche Telekom ayant déclaré début juin 2011 qu'il ne comptait pas racheter les minoritaires d'OTE tant que l'environnement sur la dette souveraine grecque restait trop incertain, la prime spéculative qui avait poussé le cours d'OTE jusqu'à plus de 8 euros en avril 2011 a disparu courant juin 2011, le titre revenant aux 6 euros déjà observés un an plus tôt.

A 6 euros, le cours d'OTE reflétait un CMPC (Coût Moyen Pondéré du Capital) ou WACC pour les activités grecques du groupe d'environ 12% et des spreads souverains grecs d'environ 1000bp. Ce niveau implicite était en ligne avec ce que l'on observait sur le marché de la dette souveraine grecque entre juin 2010 et mars 2011, les spreads souverains grecs à 10 ans ayant varié de 800bp à 950bp sur cette période pour s'établir à 900bp en moyenne.

Cependant, une décorrélation a commencé à apparaître à partir du mois d'avril 2011, les spreads souverains grecs à 10 ans augmentant de 950bp à fin mars 2011 à 1250bp à fin avril 2011 pour rester dans une fourchette de 1250 à 1350bp jusqu'à fin juillet 2011, alors que le cours d'OTE continuait de refléter des spreads souverains grecs de l'ordre de 1000bp.

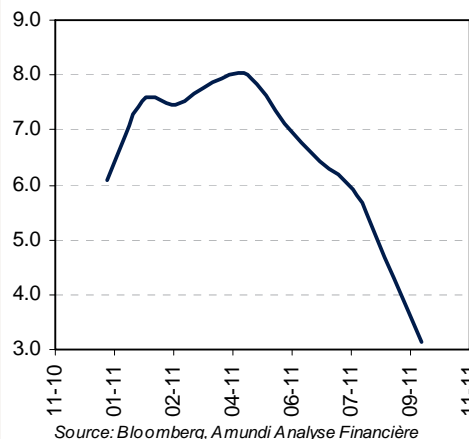
L'ajustement du cours d'OTE s'est finalement fait en deux temps. Le titre a connu un premier ajustement brutal la première semaine d'août, avec une baisse du cours d'environ 30% de 5.8 à 4.2 euros, cours auquel le titre s'est stabilisé jusqu'à la fin août 2011. A 4.2€, le cours d'OTE impliquait un WACC pour les activités grecques du groupe de 14.8% et des spreads souverains grecs de 1520bp selon nos estimations.

« Après plus de 3 mois de déni, le cours d'OTE s'est finalement ajusté à la dette souveraine grecque ... »

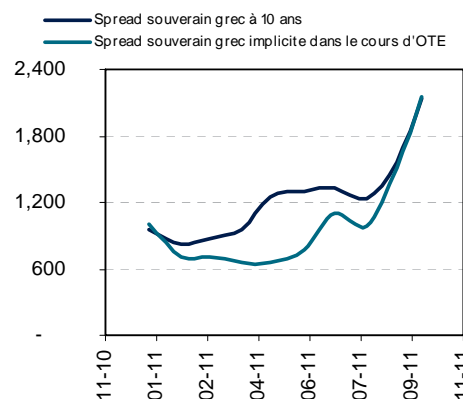
On notera que les spreads souverains implicites s'étaient alors à peu près réalignés sur le niveau des spreads souverains réels à 10 ans valant 1560bp à fin août. Le cours d'OTE a connu un second train de baisse d'environ 25% étalée sur tout le mois de septembre, ramenant le cours de 4.2 à 3.1 euros aujourd'hui. A 3.1 euros, le cours d'OTE implique un WACC pour les activités grecques du groupe de 17.0% et des spreads souverains grecs de 2160bp selon nos estimations, là encore à peu près alignés avec les spreads souverains grecs à 10 ans observés actuellement à 2140bp.

En conclusion, alors que le cours d'OTE a nié jusqu'en juillet 2011 l'aggravation de la crise souveraine grecque telle qu'elle était reflétée par la tension apparue dès avril 2011 sur les spreads souverains grecs, l'ajustement de la valorisation à un scénario de défaut grec de plus en plus probable s'est fait en un temps très court – à savoir la première semaine de mois d'août. Depuis, le cours d'OTE reflète de manière quasi-parfaite l'élargissement continu des spreads souverains grecs qui s'est poursuivie sur le mois de septembre, le risque souverain étant devenu la variable principale de mouvement sur le titre, qui ne réagit plus au flux de nouvelles micro-économiques pourtant positifs (rumeurs de consolidation du marché mobile grec, annonce d'un accord sur le temps de travail des employés grecs...).

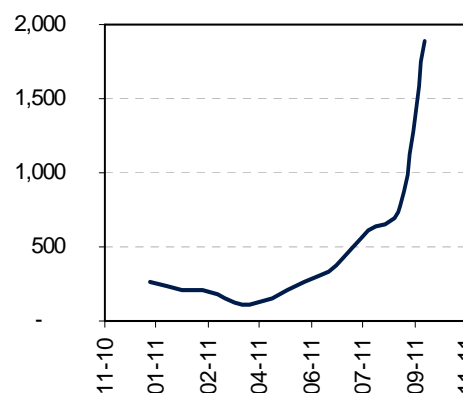
Evolution du cours du titre OTE depuis le 31/12/10 (en €)



Spreads souverains grecs implicites versus observés dans la valorisation du titre OTE depuis le 31/12/10 (en pb)



Spread observé sur la dette d'OTE échéance 2016 (en pb)



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

Ingrid Allemand – Analyse financière – Paris
Marc-Ali Ben Abdallah – Stratégie Actions et Allocation d'Actifs – Paris
Didier Borowski
Yasmine de Bray – Analyse financière – Paris
Bastien Drut – Stratégie Changes et Taux – Paris
Romain Levrini – Analyse financière – Paris
Philippe Ithurbide
Thomas Lapeyre – Analyse financière – Paris
Eric Mijot – Responsable Stratégie Actions et Allocation d'Actifs – Paris
Florian Roger – Responsable Macroéconomie – Paris
Raymond Roupbaël – Recherche, Stratégie et Analyse – Paris
Stéphane Tailleped – Responsable Analyse Financière – Paris
Ibra Wane – Stratégie Actions et Allocation d'Actifs – Paris

Support

Cédric Huguenin – Stratégie et Recherche Economique – Paris
Antoine Réau – Stratégie et Recherche Economique – 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.