

Analyse **en bref**

Numéro spécial 2012

Contexte macro-économique et financier, stratégies d'investissement et allocation d'actifs

Scénario macro et politiques monétaires

- Récession modérée en zone euro : croissance du PIB nulle en moyenne pour 2012. Croissance nulle en France et en Espagne, faible en Allemagne (0,8%) et contraction du PIB en Italie (-0,7%)
- Croissance molle aux États-Unis : 1,7% en 2012
- Poursuite de la baisse des taux directeurs de la BCE (0,5% à horizon 6 mois) et pas de hausse du taux des *fed funds* en 2012
- Ralentissement graduel des pays émergents en 2012 grâce aux politiques économiques accommodantes (6% de croissance prévu). Le pic de l'inflation a été dépassé.
- Pas « d'atterrissage brutal » de la Chine en 2012 : croissance autour de 8,5%

Marchés souverains

- Les taux longs (et surtout les spreads souverains) entre les mains des décideurs : gouvernements et banques centrales
- Des solutions à la crise de la dette permettront aux spreads souverains de se resserrer ... mais on ne reviendra jamais sur les niveaux qui prévalaient avant la crise
- Toute détente des spreads souverains sera limitée par des divergences réelles durables entre les économies
- Le sommet des 8 et 9 décembre laisse entrevoir une sortie par le haut, mais des actes concrets sont nécessaires pour renverser la tendance ... et inciter à mettre davantage de risque dans les portefeuilles
- Remontée graduelle des taux longs dans le noyau dur de la zone euro
- Vers une pentification de la courbe des taux en Allemagne
- Perte du AAA pour une majeure partie des pays de la zone euro

Marchés des obligations d'entreprises

- Les taux de défaut vont probablement atteindre un plus bas au cours des prochains mois, avant de s'inscrire en légère hausse aux 2^{ème} et 3^{ème} trimestres 2012
- Les spreads actuels intègrent déjà un taux de défaut de 9%, ce qui est excessif. Valorisation attractive.
- Le marché du crédit à la merci des gouvernements européens : plus la crise dure, et plus les risques de récession longue et sévère s'intensifient (et inversement)
- La trésorerie élevée des entreprises IG permettrait d'amortir un éventuel épisode de stress financier : la plupart des entreprises européennes devraient relativement bien résister en cas de récession plus forte.

Marchés des changes

- Euro : une baisse probable mais pas un effondrement, car il est devenu une devise trop importante dans les portefeuilles internationaux
- Stabilité du franc suisse et du yen : contrôlés par leurs banques centrales (BNS et BoJ)
- Stabilité des devises liées aux matières premières (CAD, AUD...)
- Remontée des devises asiatiques vs. USD dans un scénario d'apaisement, mais pas dans un scénario d'enlèvement : le dollar reste une valeur refuge en cas de risque extrême

Marchés d'actions

- Pour 2012, le risque est asymétrique : un fort rebond des marchés est possible compte tenu de la valorisation actuelle
- Déployer du risque sur les pays émergents (« reflation » et croissance), mais aussi sur la zone euro (à un moindre degré cependant)
- Consensus 2012 des résultats encore trop élevé : il évoluera, au mieux, vers une croissance quasi nulle
- Le désendettement étant un processus long, conserver un biais défensif en se défiant du consommateur européen
- Être constructif sur la thématique émergente à l'instar des Métaux et Mines
- Neutraliser la sous-exposition aux financières : elles connaîtront une embellie à la faveur d'une solution à la crise des dettes souveraines

Prévisions macroéconomiques et financières 2012- 2013 : voir pages 28-29

Achevé de rédiger le vendredi 23 décembre.

Tous nos meilleurs vœux pour l'année 2012.

En savoir 

1	Crise de la dette euro : une sortie par le haut reste possible Encadré 1 : le sommet de l'UE des 8 et 9 décembre apporte de vraies solutions	page 4 5
2	Allocation d'actifs en 2012 : vers un redéploiement du risque ?	page 6
3	Scénario économique 2012 : inflexion, élections, désinflation (et « reflation ») ... des mots clés	page 8
4	Politiques monétaires : maintien des taux bas pour encore au moins 2 ans Encadré 2 : BCE, injections de liquidité et QE, retour sur les termes du débat	page 11 12
5	Marchés obligataires : des vents contraires soufflent sur les souverains ! Encadré 3 : une mesure de la vulnérabilité des Etats	page 13 15
6	Besoins de financement des États en 2012 : quelques difficultés en vue	page 16
7	Marché du crédit Forte dépendance à la crise de la dette Encadré 4 : prévision des taux de défaut : principales approches alternatives	Page 17 18
8	Investment grade : baisse des marges, pas de désendettement, mais une solide liquidité	19
9	Marché des changes : le sort de l'euro va se jouer en 2012	page 22
10	Marchés d'actions Des risques asymétriques en 2012	page 23
11	Analyse sectorielle : maintenir un biais défensif en 2012	24
12	Marchés émergents en 2012 : vers un retour en grâce	page 25
13	Matières premières 2012 : une année, deux semestres !	page 27

SCENARIO	CONTEXTE ET CONVICTIONS	STRATEGIES d'INVESTISSEMENT d'Amundi
Avertissement	<ul style="list-style-type: none"> Quel que soit le scénario, la récession est en cours dans la zone euro : son ampleur dépendra de la durée de la phase d'enlèvement : plus elle est longue, et plus la probabilité que la récession soit sévère et longue est élevée, ainsi que la probabilité de voir les marchés se positionner dans l'attente d'un éclatement de la zone Quel que soit le scénario, la zone euro n'échappera à de nouvelles dégradations de notes de crédits souverains, y compris des pays actuellement AAA Les taux directeurs de la zone euro iront vers 0,5%, voire plus bas selon le scénario 	<ul style="list-style-type: none"> Nos portefeuilles sont encore défensifs car au-delà des probabilités, les risques associés au prolongement dans le temps du scénario d'enlèvement sont trop importants. Des mesures concrètes et viables sont nécessaires avant de renverser l'allocation d'actifs Le sommet européen des 8 et 9 décembre est prometteur ... pour la première fois, les pays de l'union monétaire apportent des solutions potentielles à l'ensemble des problèmes actuels : discipline, rigueur, règle d'or, système de vote, révision des traités, dispositif FESF, liquidité bancaire par BCE ... Il n'en reste pas moins vrai que la dette des pays avancés est excessive (cela est aussi valable pour les Etats-Unis, et Royaume Uni ou le Japon), et la zone euro n'échappera pas à une récession, même modérée
<p>Scénario 1 « ENLÈVEMENT »</p> <p>Situation qui prévaut depuis bientôt 2 ans</p> <p>30% de probabilité que cela se poursuive encore longtemps</p>	<ul style="list-style-type: none"> Pas de solution à la crise Poursuite de la contagion BCE : les marchés restent dans la crainte de voir les achats de dette souveraine interrompus Impossible d'accroître suffisamment la taille du FESF Défiance envers la zone euro dans son ensemble Euro fragilisé par la situation Les spreads souverains restent larges Les AAA de la zone euro sont vulnérables Certains pays (tous ?) perdent leur AAA « Deleveraging » supplémentaire, rapide et important des banques L'économie connaît un véritable « credit crunch » L'économie de la zone va vers une récession sévère Impact sur la croissance mondiale L'Allemagne reste le refuge au sein de la zone euro Le statut de valeur refuge de l'Allemagne sur le plan international est remis en question 	<p>STRATEGIES</p> <ul style="list-style-type: none"> Préservation du capital : être long cash et sous-pondéré actifs risqués Surpondérer les AAA actuels de la zone euro Être short euro contre dollar US Être sous-pondéré actions zone euro Être sous-pondéré financières Être sous-pondéré crédit Être sous-pondéré dette émergente locale Être sous-pondéré actifs réels (matières premières, notamment pétrole et métaux) Privilégier le cash et la liquidité dans les portefeuilles <p>FACTEUR DE RISQUE MAJEUR :</p> <ul style="list-style-type: none"> Transition inévitable vers un scénario d'apaisement ... ou d'éclatement ... l'enlèvement n'est pas un scénario stable
<p>Scénario 2 « APAISEMENT »</p> <p>Scénario cible des gouvernements de la zone euro et des banquiers centraux</p> <p>65% de probabilité que l'enlèvement actuel conduise à un scénario d'apaisement</p>	<ul style="list-style-type: none"> Gouvernements et banquiers centraux sont capables d'apporter des solutions crédibles et viables Dispositif anti-contagion combinant BCE, FESF et FMI Nouveau pacte de stabilité Discipline budgétaire inscrite dans les constitutions Amélioration de la gouvernance Modification des Traités Simplification des procédures de vote et accélération des processus de décision Harmonisation budgétaire et fiscale La BCE annonce la poursuite des achats de dette souveraine La BCE adopte du QE comme instrument de politique monétaire pour contrer les risques de déflation L'Allemagne relance sa croissance (le prix de la rigueur supplémentaire n'est pas une récession plus forte) Les autres pays adoptent des politiques de rigueur Défaut « ordonné » de la Grèce Recapitalisation « ordonnée » des banques La zone euro ne connaît qu'une récession « douce » 	<p>STRATEGIES</p> <ul style="list-style-type: none"> Redéploiement du risque dans les portefeuilles Sous-pondérer les AAA actuels de la zone euro Être long souverains périphériques : les rachats de short donneront une tendance positive Être short or Être long actions Être long financières Être long crédit Être long matières premières (énergie, métaux et matériaux de base) Pentification de la courbe allemande Surpondérer crédit vs souverains Réduire le cash dans les portefeuilles <p>FACTEURS DE RISQUE MAJEUR</p> <ul style="list-style-type: none"> Ne pas sous-estimer le fait que la zone euro est en récession (baisse des profits, baisse des marges ...) et que les ratings des pays du noyau dur restent en risque
<p>Scénario 3 « ECLATEMENT »</p> <p>« Scénario de l'horreur » que gouvernements et banquiers centraux veulent éviter</p> <p>5% de probabilité</p>	<ul style="list-style-type: none"> Entrée dans des territoires inconnus Anticipations d'éclatement de la zone euro Ou sortie d'un grand pays de la zone euro Ou fin de la zone euro Trois blocs en présence : un bloc de pays AAA (s'il en reste) n'ayant pas de problèmes de solvabilité; un bloc de pays en lutte pour éviter de faire défaut, et un bloc de pays ayant fait défaut Récession sévère pour les pays du 2^{ème} et du 3^{ème} bloc Récession moins forte pour les pays du 1^{er} bloc 	<p>STRATEGIES</p> <ul style="list-style-type: none"> Préservation du capital : long cash et sous-pondéré actifs risqués Être sous-pondéré dette européenne, y compris les AAA actuels Être short euro Être long or Être sous-pondéré actions Être sous-pondéré financières Être sous-pondéré crédit Être sous-pondéré actifs réels (matières premières) Privilégier le cash et la liquidité dans les portefeuilles Surpondérer crédit vs souverains Rester liquide <p>FACTEURS DE RISQUE MAJEUR :</p> <ul style="list-style-type: none"> Contagion généralisée (dette US, banques US) Isolement de la zone euro sur la scène internationale, renforcement de l'axe (économique et politique) « économies émergentes – Etats-Unis », et de l'axe « Chine – Etats-Unis ».

Introduction

2011 : un contexte de crise de dette et de fléchissement marqué de l'activité

L'année 2011 s'est terminée dans un **contexte de crise de dette publique**. Après la perte du AAA américain, ce fut le tour de l'ensemble des États européens de se retrouver dans le viseur des agences de notation, et cela pour trois raisons essentielles :

- D'une part, le **pooids de la dette publique** de certains pays, et notamment les différences de situation entre la France, par exemple, et les autres pays AAA de la zone euro (voir notre édition du mois de novembre);
- D'autre part, la **poursuite de la crise financière** sans que des solutions crédibles et viables puissent être adoptées par les États concernés. Ce déficit de gouvernance, qui avait été l'un des facteurs essentiels de la perte du AAA américain, a finalement pesé lourdement dans la balance, et ce d'autant plus que nombre de solutions proposées entraînaient un surcoût potentiel et donc une dette additionnelle pour les États sauveurs, dont certains avaient déjà des problèmes de gestion de leur propre dette.
- Enfin, la **dégradation de la situation économique** sous-jacente, qui a amené économistes et investisseurs à miser sur une récession en zone euro. La poursuite de la crise (ce que nous avons appelé le scénario de « l'enlisement ») a un effet direct sur l'activité : plus elle dure, et plus la récession a des chances d'être sévère. Autrement dit, à des problèmes de dette sont venues s'ajouter des inquiétudes sur la croissance.

Les anticipations de « normalisation de politique monétaire » entrevues en début d'année ont rapidement fait long feu, et c'est dans un environnement de crise de dette, de taux courts bas, de baisses de taux en Europe et d'attente d'un éventuel et nouveau programme de « Quantitative Easing » aux États-unis que s'est clôturée l'année.

Dans un tel contexte, les actifs risqués ont fortement souffert : les actions ont cédé 18% dans la zone euro au cours des 12 derniers mois, et reculé de 18% au Japon, 6% au Royaume-Uni, 19% en Chine, 27% en Italie, 11% en Corée, 26% au Brésil, 14% au Mexique. Seuls les États-Unis s'en sortent bien : 0% pour le S&P et +5% pour le Dow Jones... Dernier de la classe, sans grande surprise, le marché grec, qui a perdu plus de 90% depuis le début de la crise. Dans le même temps, la fuite vers la **qualité**, la recherche de **liquidité**, le **manque de visibilité** et la forte remontée de la **volatilité** (la correction d'une « énigme » de la première moitié de l'année) ont donné le coup de grâce au marché du crédit corporatif, et ce malgré la bonne santé des entreprises.

2012 : des enjeux majeurs

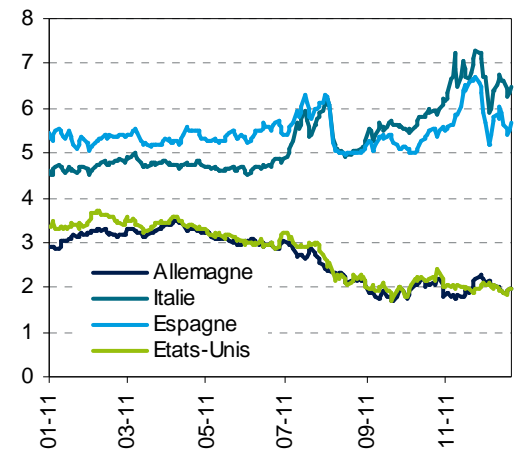
Le premier enjeu concerne la sortie de crise. L'équilibre actuellement est hautement instable, et même si gouvernements et banques centrales font tout leur possible pour éviter le scénario de l'éclatement de la zone euro (les engagements pris lors du sommet de la mi-décembre en témoignent), force est de constater que ce n'est pas encore suffisant. Améliorer la gouvernance, modifier les traités européens, modifier le système de vote, mettre en place un dispositif anti-contagion solide, donner un rôle central à la discipline budgétaire, favoriser une plus grande harmonisation fiscale, pousser à un peu plus de fédéralisme et à beaucoup moins de souveraineté ... tout cela est inévitable, mais la mise en place prend du temps, et le temps joue contre les décideurs.

Le deuxième enjeu concerne la croissance économique. La zone euro est en récession, et la question est d'une part de savoir jusqu'à quel point l'Allemagne peut être affectée par cette situation et jusqu'à quel point la discipline budgétaire peut « briser » la croissance de la zone, et d'autre part de connaître les impacts sur le reste du monde, notamment les économies dites « émergentes » qui ont démontré jusqu'ici le caractère autonome de leur croissance.

Le troisième enjeu, et non des moindres, concerne les actifs qui ont beaucoup souffert du contexte de crise. Il est aisé de montrer qu'en termes de valorisation, les actions ou le crédit, pour ne citer qu'eux, sont particulièrement bon marché. La valorisation de certaines entreprises n'a plus rien à voir avec leurs fondamentaux, leur santé financière ... Quant aux indices de crédit, comme en 2008-2009, ils intègrent désormais des anticipations de taux de défaut extrêmes et sans grand sens. C'est le comportement de capitulation qui a conduit à de tels niveaux extrêmes, favorisant la liquidité et la préservation du capital dans les portefeuilles. 2012 sera-t-elle l'année du redéploiement des risques ? Si tel est le cas, où et dans quel support faudra-t-il investir ?

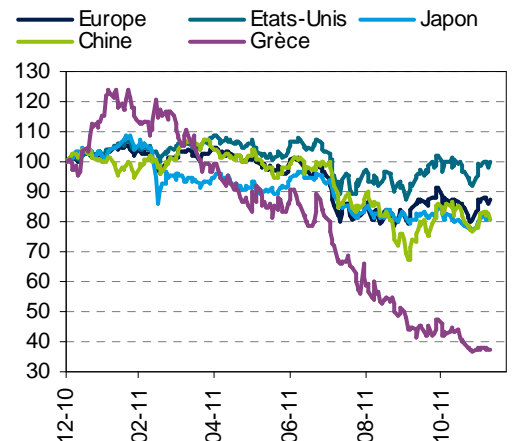
L'objectif de ce document est précisément de répondre à toutes ces questions ... et à bien d'autres encore. Nous vous souhaitons une bonne lecture ... et tous nos meilleurs vœux pour 2012.

Taux 10 ans souverains en 2011



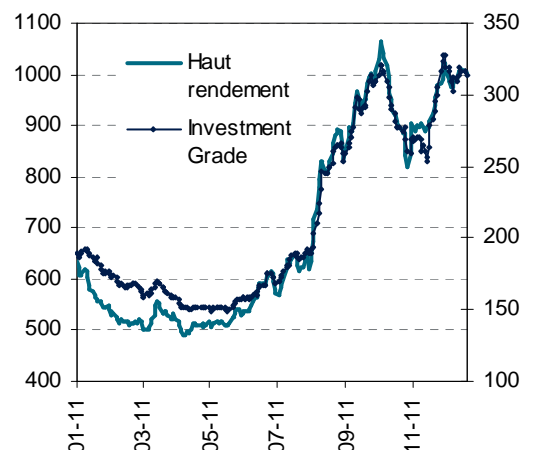
Source : Datastream, Stratégie Amundi

Actions : Europe, Etats-Unis, Japon, Chine et Grèce depuis janvier 2011 (base 100)



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Spreads de crédit : High yield (éch. G) et investment grade (éch. D) en 2011



Source : Bloomberg, Stratégie Amundi

1 Crise de la dette européenne : une sortie par le haut reste possible

2011 : une dégradation en continu de la crise de la dette

La crise de la dette a connu de nombreux développements en 2011. Même si tous les regards se sont tournés vers la zone euro, il faut bien admettre que la crise concerne en réalité la quasi-totalité des pays avancés. Le niveau de stock de dette (Japon et États-unis), la faible croissance économique (Japon), la trajectoire de la dette (États-unis, Japon ...) ou encore l'ampleur des efforts à faire pour ramener simplement le niveau de dette/PIB vers des niveaux raisonnables (États-unis, Japon, Royaume Uni sont sur ce point tous trois dans des situations bien pires que celle de la quasi-totalité des pays de la zone euro), le niveau des déficits courants (États-unis et Royaume Uni) sont autant de points négatifs. Ce qui a frappé en ce qui concerne la zone euro, c'est bien évidemment les niveaux de dettes ou de déficits (néanmoins bien inférieurs cependant à ceux du Japon ou des États-unis), mais surtout la défaillance en termes de gouvernance, la cacophonie entre les pays de la zone euro et la chronique incapacité à trouver des solutions crédibles et viables à des problèmes, parfois mal identifiés.

Ce qui n'était au début qu'une crise de la dette grecque est rapidement devenu un problème plus sérieux. Après l'Irlande et le Portugal (une crise aisément gérable en termes de poids de dette et de PIB), ce fut le tour de l'Espagne et de l'Italie. C'est à ce moment-là que la crise locale est devenue « systémique ». Durant cette phase, le noyau dur de la zone euro a joué le rôle de valeur refuge :

- Les taux allemands et ceux du noyau dur ont baissé en même temps que les taux américains, notamment durant les phases de fuite vers la qualité;
- Seuls les spreads de dette des pays périphériques se sont dégradés;
- L'euro est resté relativement solide, car les réallocations de portefeuilles s'effectuaient au sein de la zone euro tandis que le noyau dur jouait le rôle de valeur refuge.

La mise sous surveillance de la France par les agences de notation a ajouté du stress et la crise a pris une nouvelle dimension. La contagion aux pays du noyau dur (dépréciation de l'euro, dégradation de tous les spreads, déconnexion - même éphémère - des taux allemands et des taux américains) a montré que la défiance se portait désormais sur la zone euro, et il aura fallu une alerte sur l'Allemagne (des difficultés lors d'une adjudication de bunds) pour que la cohésion entre les pays européens reprenne le dessus.

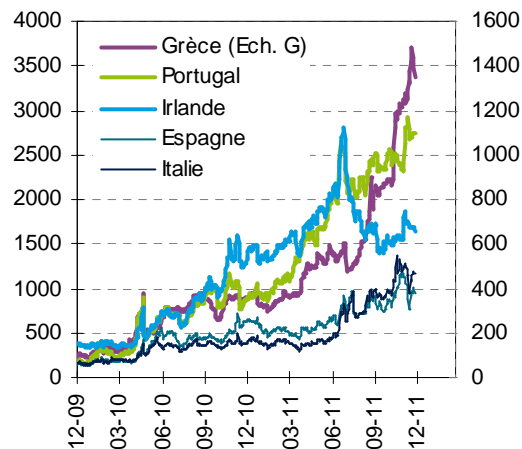
Le sommet européen des 8 et 9 décembre, s'est soldé par de véritables intentions, et surtout par la mise à plat de problèmes réels (voir encadré 1), sans compromis, comme en témoignent la « marginalisation » du Royaume Uni, les engagements écrits des 17 pays de l'Union ...

Trois scénarios pour 2012 ... mais de vrais espoirs de sortie par le haut

Le premier scénario est simplement la continuation de la situation qui prévaut depuis le début de la crise grecque. Dans ce scénario « **d'enlissement** », il n'y a pas de solution à la crise, la contagion se poursuit, il n'y a pas non plus de « quantitative easing » en zone euro, les marchés restent dans la crainte de voir les achats de dette souveraine interrompus. Il s'avère impossible d'accroître suffisamment la taille du FESF, ce qui génère une défiance envers la zone euro dans son ensemble. L'euro est fragilisé par la situation, les spreads souverains restent larges, les AAA de la zone euro restent vulnérables, les banques procèdent à un « deleveraging » supplémentaire, rapide et important, l'économie de la zone euro connaît un véritable « credit crunch » et va graduellement vers une récession sévère, avec un impact sur la croissance mondiale. L'Allemagne reste néanmoins le refuge au sein de la zone euro mais son statut de valeur refuge est remis en question sur le plan international.

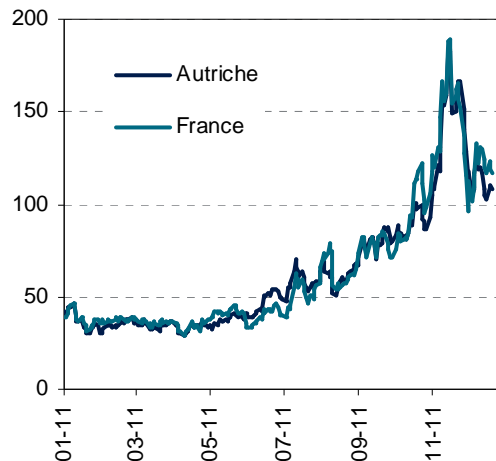
Dans le deuxième scénario (« **apaisement** »), gouvernements et banquiers centraux sont capables d'apporter des solutions crédibles et viables, et notamment un dispositif anti-contagion combinant BCE, FESF et FMI, un nouveau pacte de stabilité. La discipline budgétaire est inscrite dans les constitutions, les pays vont vers une meilleure gouvernance, avec une modification des Traités, la simplification des procédures de vote, une accélération des processus de décision, et une plus grande harmonisation budgétaire et fiscale. La BCE annonce la poursuite des achats de dette souveraine, elle adopte éventuellement le QE comme instrument de politique monétaire pour contrer les risques de déflation, elle fournit la liquidité nécessaire. L'Allemagne relance sa croissance, tandis que les autres pays adoptent discipline ou politiques de rigueur. Les pays organisent un défaut « ordonné » de la Grèce, et une recapitalisation « ordonnée » des banques. Au total, la zone euro ne connaît qu'une récession « douce ».

Ecarts de taux souverains à 10 ans avec l'Allemagne (pb)



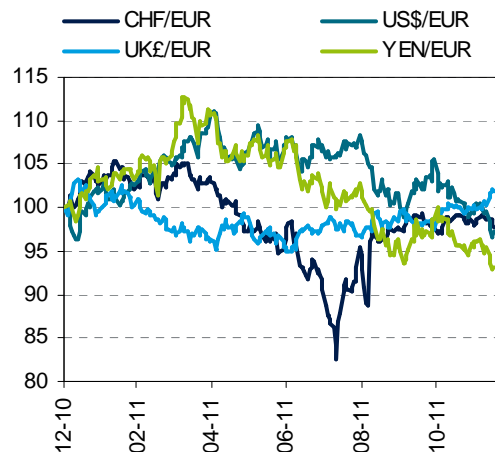
Source : Bloomberg, Stratégie Amundi

Ecarts de taux à 10 ans : Autriche et France vs Allemagne en 2011



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Evolution de l'euro vs yen, dollar, franc Suisse et livre sterling



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Entrer dans le troisième scénario signifie entrer dans des territoires inconnus. Il va de pair avec des anticipations **d'éclatement de la zone euro**, ou la sortie d'un grand pays de la zone euro ... ou encore la fin de la zone euro. On retrouverait alors vraisemblablement trois blocs de pays : un bloc de pays AAA (s'il en reste) n'ayant pas de problèmes de solvabilité, un bloc de pays en lutte pour éviter de faire défaut, et un bloc de pays faisant défaut. Dans un tel cas de figure, il faudrait s'attendre à une récession sévère pour les pays du 2^{ème} et du 3^{ème} bloc, et une récession moins forte pour les pays du 1^{er} bloc.

Nous avons tout au long de l'année 2011 conservé les mêmes probabilités d'occurrence des scénarios : 65% de probabilité pour le scénario d'apaisement, 30% de probabilité pour la poursuite de l'enlisement, et 5% de probabilité pour l'éclatement. En revanche, les portefeuilles sont plutôt restés positionnés selon les scénarios de risque, compte tenu des risques de pertes dans les scénarios alternatifs et des difficultés qu'ont eu les pays européens à proposer une sortie par le haut. La préservation de capital a de ce fait été primordiale ; ce n'est pas la première fois que les risques dominent les perspectives de rendement.

Encadré 1 : Les points clés du communiqué du Sommet des Chefs d'États – 9 décembre 2011

Les dirigeants de l'UE proposent un renforcement de l'architecture de l'UEM : Les chefs d'État reconnaissent la nécessité d'évoluer vers une authentique « union de stabilité fiscale » au sein de la zone euro. Ceci nécessite un nouvel accord entre les pays membres, avec des « règles ambitieuses » qui permettent de traduire l'engagement politique dans un cadre juridique légal. On retiendra notamment les 3 axes suivants :

1. L'adoption d'une nouvelle règle budgétaire

Les budgets publics devront être équilibrés ou en excédent : le déficit structurel (i.e. corrigé du cycle économique) ne doit pas excéder 0,5% du PIB nominal. Cette règle sera introduite dans la constitution ou « à un niveau équivalent » et définira un mécanisme automatique qui permettra de corriger tout écart. Ce mécanisme sera défini par chaque État sur la base de principes proposés par la Commission. La Cour de justice européenne vérifiera que la règle commune a bien été transposée correctement dans les juridictions nationales. Les pays en procédure pour déficit excessif devront soumettre à la Commission un plan de réformes structurelles. Sa mise en œuvre et le suivi seront assurés par la Commission et le Conseil. Il y aura un renforcement des règles sur la procédure de déficit excessif. Dès qu'un pays dépassera le seuil de 3% de PIB de déficit, il y aura des sanctions automatiques, sauf si une majorité qualifiée des pays membres de la zone euro s'y oppose. Les sanctions seront proposées par la Commission. Par ailleurs, sera mis en œuvre un mécanisme afin que les États membres puissent donner à l'avance des indications sur leurs plans nationaux d'émission de dette.

2. Un renforcement de la gouvernance et de la coordination

En particulier, l'engagement est pris pour progresser vers une « politique économique commune ». Une procédure sera établie pour garantir cette coordination. Des sommets Européens réguliers se tiendront au minimum deux fois par an.

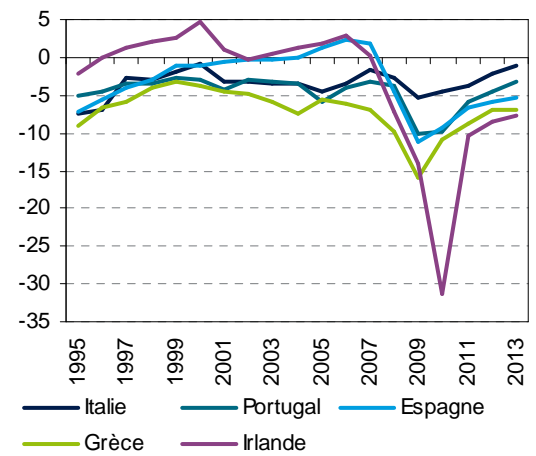
3. Un renforcement des outils de stabilisation

L'effet de levier du FESF (décidé le 27 octobre) sera rapidement mis en œuvre. La BCE s'est déclarée prête à intervenir comme agent du FESF en ce qui concerne les opérations de marché. Sera accélérée la mise en place du Mécanisme de Stabilité Européen (MSE). Ce dernier sera opérationnel dès que des États représentant 90% des engagements en capital l'auront ratifié. Entrée en vigueur prévue en juillet 2012 (au lieu de juillet 2013). Le FESF restera actif dans les programmes lancés avant la mi-2013. Le plafond du FESF/MES de 500 Mds € sera réexaminé en mars 2012. Les chefs d'État de l'UE tablent par ailleurs sur des contributions additionnelles de la communauté internationale via le FMI. Des clauses d'action collective seront mises en place pour préserver la liquidité de marché.

Afin de s'assurer que le MSE sera en mesure d'agir dans toutes les circonstances, les règles de vote seront amendées afin d'inclure une procédure d'urgence. La règle prévoyant une prise de décision d'un commun accord sera remplacée par une majorité qualifiée de 85% si la Commission et la BCE concluent qu'une décision urgente est requise pour garantir la stabilité économique et financière de la zone euro (sous réserve de confirmation du parlement finlandais).

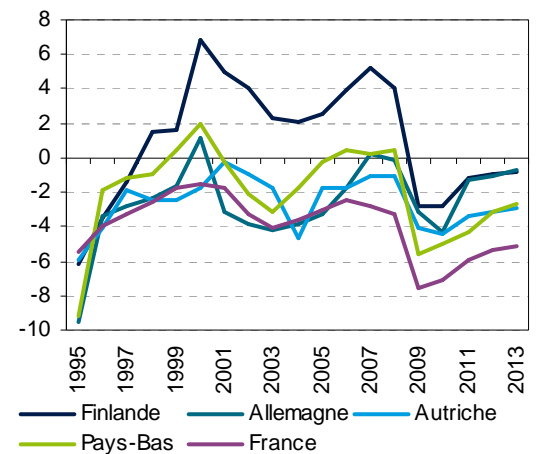
Enfin, en l'absence d'unanimité parmi les États membres de l'UE sur la façon d'intégrer les mesures décidées dans les législations nationales, il a été décidé de les adopter au moyen d'un accord international à signer en mars 2012 au plus tard. L'objectif est d'intégrer ces dispositions dans les traités de l'UE « le plus rapidement possible ». La Bulgarie, le Danemark, la Lettonie, la Lituanie, la Pologne et la Roumanie ont fait part de leur intention de s'associer au processus. La République tchèque et la Suède consulteront leurs parlements nationaux avant de prendre une décision.

Solde budgétaire (% du PIB) des pays périphériques de la zone euro



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Solde budgétaire (% du PIB) des pays du cœur de la zone euro



Source : Datastream, Stratégie Amundi

2 Allocation d'actifs en 2012 : Poursuite de la préservation du capital ou (enfin) un redéploiement du risque ?

2011 : une crise en continu, mais multiforme... et la nécessaire attitude de préservation du capital

Pour les allocataires d'actifs, l'année 2011 a mis en exergue plusieurs aspects :

- Tout d'abord, la nécessité d'adopter une **approche davantage en ligne avec la préservation du capital que le déploiement du risque**. En novembre, par exemple, toutes les classes d'actifs ont chuté. Les rebonds de marché ont été passagers, parfois significatifs, mais toujours éphémères.

- La **hausse de la volatilité**, plus particulièrement après l'été (une énigme qu'elle soit restée aussi faible pendant la première partie de l'année) a bien évidemment affecté le « beta » des classes d'actifs risqués. En période de hausse de volatilité, **les spreads de crédit** ont toujours tendance à s'écarter et ce marché, qui avait pourtant bien tenu pendant une bonne partie de l'année (la santé et la gouvernance des entreprises est bien meilleure que celle des États, ce qui a été un atout incontestable ...) a finalement rendu les armes, affecté par ailleurs par la recherche de liquidité et le manque de visibilité sur la crise de la dette. Le marasme a été tel que les indices de crédit indiquent désormais implicitement des taux de défaut ridiculement élevés. La capitulation des investisseurs a rendu les valorisations extrêmes. Quant aux **actions**, les chutes ont parfois été très douloureuses : -18% pour l'Eurostoxx50, -19% pour le CAC40, -15% pour le DAX, -18% pour le NIKKEI, -13% pour le MSCI Europe ...

- **Mention spéciale pour les valeurs financières** qui ont, en 2011, particulièrement souffert. Les banques européennes ont perdu entre 30% et 60% sur les marchés d'actions, si l'on met à part Dexia qui a, quant à elle, perdu 90% (comme le marché des actions grecques). Les banques américaines ont perdu entre 45% (Morgan Stanley, Goldman Sachs et Citigroup) et 60% (Bank of America). A noter que JP Morgan n'a cédé « que » 25%. En ce qui concerne les CDS, l'ensemble du secteur financier a fait l'objet d'une défiance particulière : que ce soit en Europe, au Royaume-Uni ou aux États-Unis, les primes de CDS ont nettement progressé (+80% à 90% pour HSBC, Lloyds, Crédit Agricole, Barclays, Citigroup, JP Morgan ...), voire parfois très fortement (elles ont triplé dans le cas de BNP Paribas, Unicredit...).

- **Les dettes souveraines ont évidemment vécu, de très loin, leur pire année en Europe**. Les spreads 10 ans contre Allemagne se sont envolés, à 125pb pour la France (+85pb sur l'année), 1100pb pour le Portugal (+750pb), 370pb pour l'Espagne (+120pb), 470pb pour l'Italie (+280pb), 3300pb pour la Grèce (+2450pb). La prudence à l'égard des dettes souveraines devait être l'un des grands choix d'allocation d'actifs en 2011. A noter cependant le cas très spécifique de l'Irlande qui, grâce à des efforts de discipline et des résultats au-delà des espérances, a réussi à ramener son spread à son niveau de décembre 2010, soit 600pb (après avoir atteint plus de 1100pb en milieu d'année). Autrement dit, les efforts peuvent être récompensés ... même par les investisseurs et les marchés financiers !

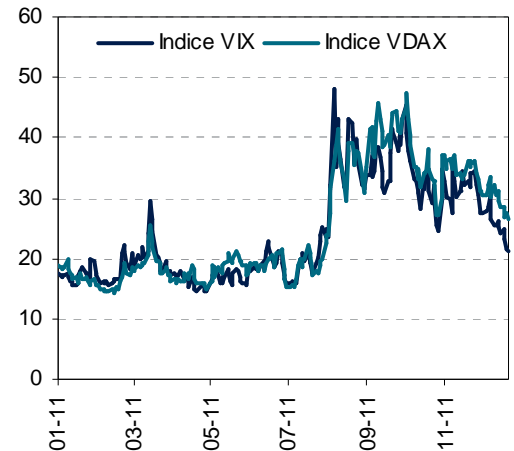
- **Les marchés émergents ont également rendu les armes** en 2011, affectés tout d'abord par l'envolée des matières premières (qui faisaient préférer les pays producteurs au détriment des pays consommateurs) et les poussées d'inflation dans bon nombre de ces pays, notamment à cause du prix des matières premières agricoles. Le ralentissement de la croissance et la chute des marchés d'actions en général, associée à la hausse de la volatilité a, une fois encore, affecté l'Asie et l'Amérique latine, et déconnecté performance des économies et performances des marchés d'actions.

L'euro a plutôt bien tenu en 2011, tant que les réallocations de portefeuilles ont été effectuées à l'intérieur de la zone euro (conduisant à de fortes sous-pondérations des périphériques et à de fortes surpondérations de pays du noyau dur).

« Réallocations de portefeuilles et euro : deux étapes bien distinctes »

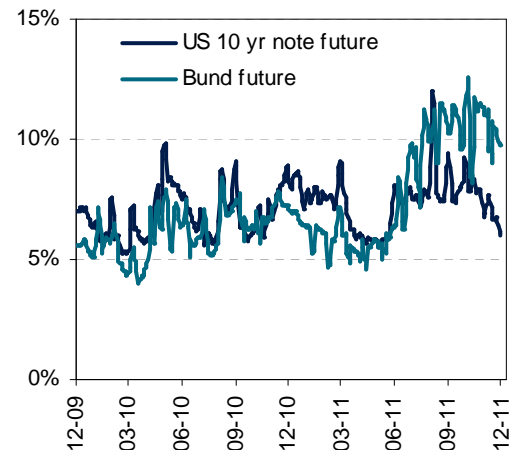
Lorsque la crédibilité de la zone toute entière est apparue, l'euro a pris un chemin baissier, et être short euro en « macro hedge » contre les détections de dette souveraines a enfin été payant.

Volatilité implicite sur les marchés d'actions S&P 500 vs DAX en 2011



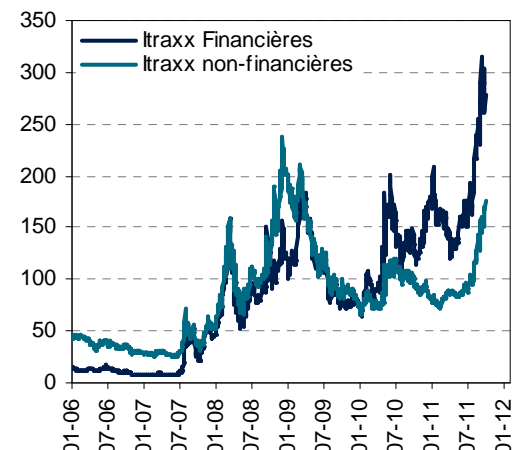
Source: Bloomberg, Stratégie Amundi

Volatilité implicite sur les bons du Trésor Etats-Unis vs Allemagne en 2011



Source: Datastream, Stratégie Amundi

Primes de CDS des entreprises financières vs non-financières



Source: Bloomberg, Stratégie Amundi

Autre caractéristique de 2011 : **les portefeuilles se sont souvent retrouvés avec un facteur de risque commun, voire unique** : la crise de la dette. Plus encore, les valeurs financières et les dettes souveraines ont fini par représenter le même risque. Comment, dans de telles conditions, diversifier ou protéger les portefeuilles ?

En fait, **le plus grand enseignement de 2011 sur l'allocation d'actifs réside dans le rôle des obligations souveraines dans un portefeuille** : considérés depuis longtemps comme un coussin permettant de prendre du risque ailleurs (d'où le terme d'actifs risqués, c'est-à-dire plus volatils mais de performance plus grande), ou encore comme une valeur refuge, ces actifs ont montré leurs limites. Depuis un peu moins de 10 ans, la situation est devenue très inconfortable : les actions ne livrent plus une très bonne performance à long terme, et les obligations souveraines ne jouent plus leur rôle de « coussin » d'amortisseur de risque. Comme, en plus, la diversification et la dé-corrélation ont également été battus en brèche par les crises successives, les grands concepts de construction de portefeuille se retrouvent contestés. La notion d'actif sans risque, à la base de nombre de constructions théoriques, est sans aucun doute à revoir. Dans ce contexte, que peut-on attendre de 2012 ?

2012 : 3 scénarios pour la zone euro, mais 2 allocations d'actifs type

Trois scénarios sont possibles pour 2012 (voir section précédente), mais un seul est en ligne avec du déploiement de risque dans les portefeuilles.

Scénario d'enlèvement : dans ce cas de figure, il convient de privilégier la préservation du capital (être long cash et sous-pondéré actifs risqués), de surpondérer les AAA actuels de la zone euro, d'être short euro contre dollar US, sous-pondéré actions zone euro, sous-pondéré financières, sous-pondéré crédit, sous-pondéré dette émergente locale, sous-pondéré actifs réels (matières premières, notamment pétrole et métaux), et de privilégier la liquidité dans les portefeuilles.

Le risque de ce scénario, c'est qu'il peut conduire à un scénario d'apaisement ... ou d'éclatement. L'enlèvement n'est pas un scénario stable.

Scénario d'éclatement : dans ce scénario également, il convient de préserver le capital (long cash et sous-pondération en actifs risqués), d'être sous-pondéré en dette européenne, y compris les AAA actuels, d'être short euro, long or, sous-pondéré actions, sous-pondéré financières, sous-pondéré crédit, sous-pondéré en actifs réels (matières premières). Il est également préférable de privilégier la liquidité dans les portefeuilles, de surpondérer le crédit vs souverains.

Le facteur de risque majeur est la crainte de voir la contagion se généraliser (dette US, banques US). Sur un plan politique, il y aurait un isolement de la zone euro sur la scène internationale, avec vraisemblablement un renforcement de l'axe (économique et politique) « économies émergentes – Etats-Unis », et de l'axe « Chine – Etats-Unis ».

Scénario d'apaisement : seul ce scénario est propice à un redéploiement du risque dans les portefeuilles. En cas de résolution de la crise de la dette ou d'avancées majeures, il s'agira de sous-pondérer les AAA actuels de la zone euro, et d'être long souverains périphériques : les rachats de short leur donneront une tendance positive (en taux et en spreads). Privilégier également les positions suivantes : être short or, long actions, long financières, long crédit. Il faudra également miser sur une pentification de la courbe allemande, surpondérer le crédit vs souverains, et enfin réduire le cash dans les portefeuilles. Il ne faudra cependant pas sous-estimer le fait que la zone euro est en récession (baisse des profits, baisse des marges ...), et que les ratings de tous les pays du noyau dur restent en risque. Ces deux risques sont néanmoins bien anticipés dans les prix.

Il est incontestable que les pays européens ont fait de réelles avancées lors du dernier sommet européen de l'année (8 et 9 décembre). Le fait que l'Allemagne ait eu des difficultés lors de sa toute dernière adjudication de bunds de l'année n'est sans doute pas étranger au changement de ton et à la détermination des Gouvernements et banques centrales.

“ De réelles avancées en décembre ... qu'il faut désormais valider par des actes ”

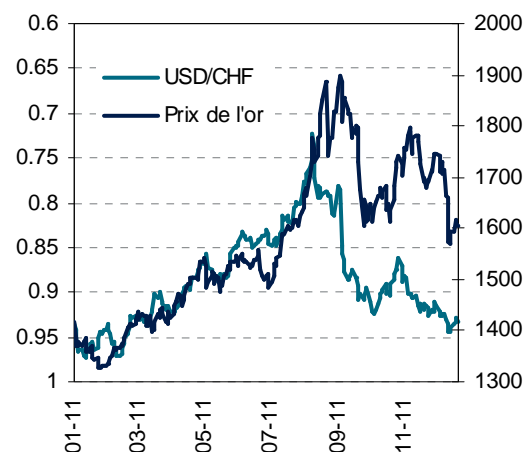
Mais il faut désormais valider concrètement ces bonnes intentions et les mesures annoncées. C'est seulement à cette condition qu'il faudra déployer du risque dans les portefeuilles et renverser une allocation d'actifs encore prudente.

Indice actions pays émergents (MSCI, 31/12/2010 = 100)



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Cours de l'or (Ech. D.) et taux de change USD/CHF (Ech. G.)



Source : Datastream, Stratégie Amundi

3 Scénario économique 2012 : inflexion, élections, désinflation (et « reflation » ?) ... des mots clés

L'économie mondiale frappée par une succession de chocs en 2011

La croissance mondiale est passée de +5.1% en 2010 à près de +4% en 2011, du fait de l'impact d'une succession de chocs :

- **La catastrophe de Fukushima**, survenue le 11 mars 2011, a provoqué la mort de près de 25 000 personnes et causé des dommages estimés à 200-300 Mds \$ par le FMI. Le PIB du Japon s'est contracté de plus de 2% au cours du 1^{er} semestre 2011 et les secteurs industriels de nombreux pays ont connu de sérieuses perturbations, étant donné que le Japon est présent dans 4.5% des échanges mondiaux. Aux Etats-Unis notamment, la production du secteur automobile a chuté de près de 16%. La reconstruction du Japon a permis un rebond d'activité au S2 2011 et une normalisation des chaînes productives. Au T3 2011, le PIB du Japon progressait ainsi de +1.4% en glissement trimestriel, tandis que la production du secteur automobile américain s'inscrivait en hausse de près de 25% en glissement trimestriel.

- Le dynamisme du monde émergent, la saturation des capacités de production, la liquidité injectée par les banques centrales et surtout le printemps arabe ont été autant d'éléments qui ont contribué à la poursuite de **l'envolée des prix des matières premières** au premier semestre. En juin 2011, l'indice CRB s'inscrivait en hausse de 30% sur un an. L'augmentation du prix des matières premières a amputé le pouvoir d'achat des ménages et les marges des entreprises de la plupart des pays, et ce d'autant plus qu'ils en étaient des utilisateurs intensifs. Aux Etats-Unis, la consommation n'a ainsi progressé que de 0.7% au cours du premier semestre 2011.

Par ailleurs, dans les pays émergents, la hausse du prix des matières premières a contraint les banques centrales à durcir leur politique monétaire pour juguler les tensions inflationnistes. En glissement annuel, l'Indice des Prix à la Consommation a atteint un pic à 6.5% en Chine en Juillet 2011, à +10% en Inde ou encore à +7.3% au Brésil en septembre 2011. Les interventions des banques centrales ont conduit à un reflux de l'inflation (+4.2% en Chine, +9.1% en Inde, +6.6% au Brésil pour le mois de novembre 2011) et à un ralentissement conjoncturel. La croissance du PIB a décéléré de +9.7% à 9.1% en Chine, de +7.8% à +6.9% en Inde et de +4.2% à 2.1% au Brésil entre les T1 et T3 2011.

- A partir de l'été 2011, **d'importants problèmes de gouvernance** ont été relevés des deux côtés de l'Atlantique concernant la gestion des dettes souveraines.

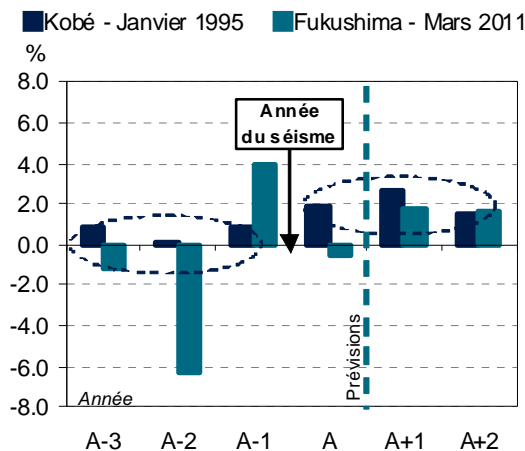
En Europe, le sommet du 21 juillet a engagé une restructuration de la dette grecque, sans qu'un prêteur en dernier ressort soit clairement identifié pour prévenir des attaques spéculatives contre les autres pays de l'UEM (le FESF n'était pas encore opérationnel et la BCE n'avait pas pour mandat de le remplacer).

“ **La croissance mondiale a perdu plus de 1% en 2011** ”

De vives tensions se sont alors développées dans la sphère financière et les conditions de financement des agents économiques se sont détériorées. Cela devrait impliquer une contraction des dépenses des entreprises dans un contexte où les perspectives de demande ressortent affaiblies par les mesures d'austérité annoncées. En Europe, l'activité s'est probablement contractée au T4 2011. Aux Etats-Unis, l'accord budgétaire nécessaire pour relever le plafond de la dette début août n'a été conclu qu'au dernier moment, laissant planer le spectre d'un défaut de paiement de l'Etat durant tout le mois de juillet et conduisant Standard and Poor's à dégrader la note américaine le 2 août. Cela a entraîné un choc sur la confiance des agents. Cependant, la politique monétaire très accommodante menée par la Fed a permis que le stress financier reste contenu et que la croissance américaine reste en territoire positif au S2 2011.

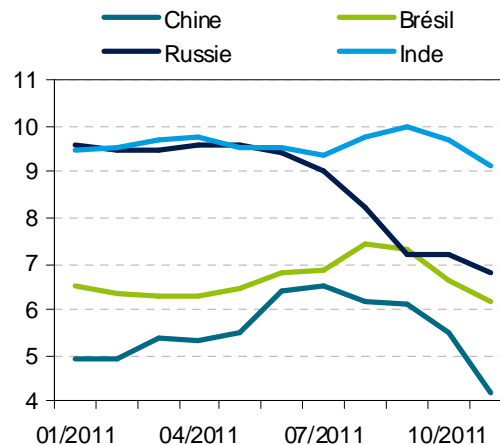
Les chocs précédents ont *in fine* conduit à un ralentissement de la croissance mondiale d'environ 1%. Les pays émergents sont néanmoins parvenus à afficher une croissance moyenne supérieure à 6.5% tandis que les pays développés n'ont crû que de près de 1.5%. L'année 2011 a donc confirmé que la croissance potentielle de ces pays avait été particulièrement affaiblie par la crise de 2007-2008. La révision des comptes publics a révélé que les Etats-Unis n'avaient retrouvé leur PIB d'avant crise qu'au T2 2011 tandis qu'une majorité de pays européens n'ont pas renoué avec leur niveau d'activité de 2007.

Croissance du PIB avant et après les séismes: Kobé vs. Fukushima



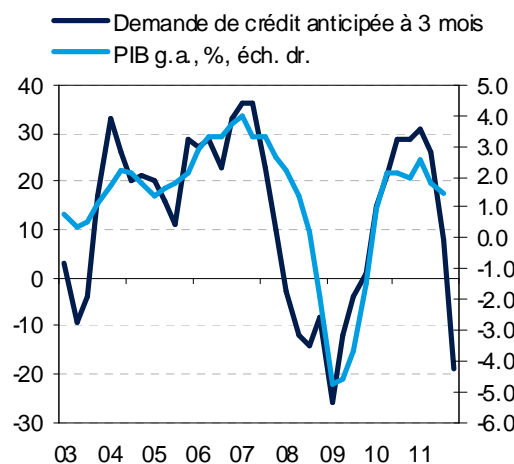
Source : Datastream, Stratégie Amundi

Inflation des BRICs en 2011 (IPC, g.a., %)



Source : Datastream, Stratégie Amundi

PIB et enquête BCE sur les conditions de crédit



Source : Eurostat, BCE, Stratégie Amundi

Inflexion, désinflation, élections (et « reflation » ?) ... des mots clés pour le scénario économique 2012

Inflexion... c'est le mouvement qui devrait encore caractériser la croissance mondiale en 2012. Après avoir perdu plus d'un point en 2011 (passant de 5.1% à 3.8%), nous prévoyons que la croissance mondiale continuera de ralentir en 2012, mais selon des rythmes différenciés entre zones géographiques :

Europe : récession modérée de l'UEM puis croissance atone à partir du deuxième trimestre 2012

Les tensions financières et les perspectives de demande affaiblies par les mesures d'austérité devraient entraîner une contraction des dépenses des entreprises lors des premiers mois de 2012. Les indicateurs avancés signalaient fin 2011 une baisse du PIB de -0.3% au T1 2012 après -0.5% au T4 2011. L'ampleur et la durée de la récession dépendront in fine du processus d'intégration fiscale en zone euro. La concrétisation de l'accord intergouvernemental du 9 décembre et l'appui de la BCE seraient favorables à une diminution des tensions financières au T1 2012. Cela permettrait à la croissance européenne de revenir en territoire positif à partir du T2 2012, tout en restant atone du fait du poids que feront peser les politiques d'austérité budgétaires sur la demande interne. Nous prévoyons zéro de croissance pour la zone euro en moyenne annuelle pour 2012. Du fait de ses liens commerciaux avec l'UEM et de sa propre politique d'austérité, le Royaume-Uni devrait afficher une croissance de seulement +0.6% pour 2012. Si le traité intergouvernemental se solde sur un échec, le stress financier continuera de se développer et l'Europe n'échappera pas à une récession longue et profonde.

Etats-Unis : croissance molle mais sans période récessive en 2012

La politique monétaire très accommodante menée par la Fed limite le développement du stress financier sur le système bancaire américain. Fin 2011, les chiffres de croissance des crédits, de l'emploi et les indicateurs avancés se sont révélés rassurants, éloignant le spectre d'un retour en récession. Les Etats-Unis devraient néanmoins débuter 2012 sur une note moins positive qu'au second semestre 2011. En effet, la vigueur de l'investissement s'explique pour partie par des facteurs temporaires : normalisation de la chaîne productive suite à la crise japonaise et effets d'aubaine avant l'arrêt des mesures fiscales d'amortissement accéléré fin 2011. Par ailleurs, la consommation croît plus rapidement que le revenu salarial réel des ménages au prix d'une diminution du taux d'épargne. Or, ces dynamiques relatives semblent difficilement pérennes, vu que la confiance des ménages reste sur des niveaux historiquement faibles, du fait des difficultés structurelles sur le marché du travail et sur le marché immobilier. Au cours de la seconde partie de 2012, si les accords européens permettent de rendre l'environnement économique moins incertain, le cycle des inventaires devrait contribuer positivement à la croissance car les stocks sont tombés sur des niveaux faibles au regard de la demande finale. En moyenne, nous anticipons une croissance de +1.7% pour 2012.

Pays émergents : une croissance proche de 6% en 2012

Si seule l'UEM retombe en récession dans le monde développé, le ralentissement du commerce mondial restera modéré et gérable pour les pays émergents. Ces derniers disposent des marges de manœuvre budgétaires et monétaires pour amortir le choc.

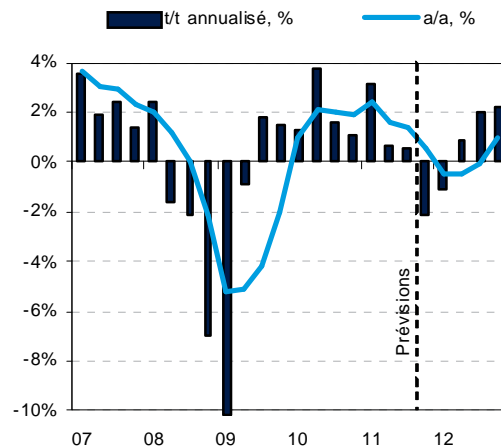
En Chine, d'importants déséquilibres internes (notamment sur le marché immobilier) doivent être corrigés. Cela se traduira par des à-coups sur l'activité mais il devrait y avoir peu d'impact sur le PIB en 2012.

“ La croissance mondiale devrait atteindre 3.3% en 2012 ”

En effet, la mise en œuvre du 12^{ème} plan quinquennal, via la construction de logements sociaux, l'augmentation des salaires, la réalisation de programmes d'investissements en infrastructures, devrait permettre que la Chine affiche une croissance supérieure à 8%. Les pays émergents devraient alors conserver une croissance proche de 6% en 2012, ce qui devrait permettre à la croissance mondiale d'atteindre +3.3%. Dans ce contexte mondial, la croissance du Japon devrait rester singulière du fait du processus de reconstruction (+1.8% prévue pour 2012).

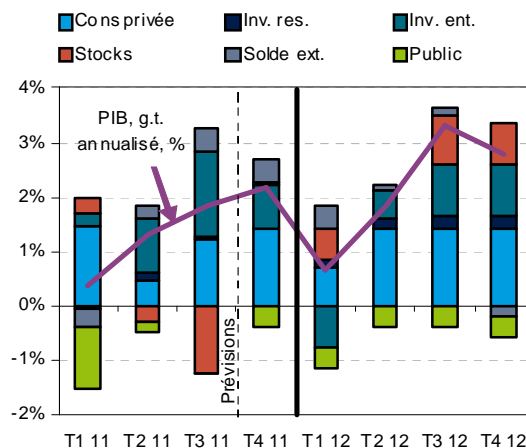
Désinflation... l'inflation a reflué dans la plupart des pays du monde depuis l'été 2011. Cette dynamique devrait se poursuivre au cours du premier semestre 2012 mais avec des réalités très différentes entre pays développés et pays émergents.

Zone euro : croissance du PIB réel



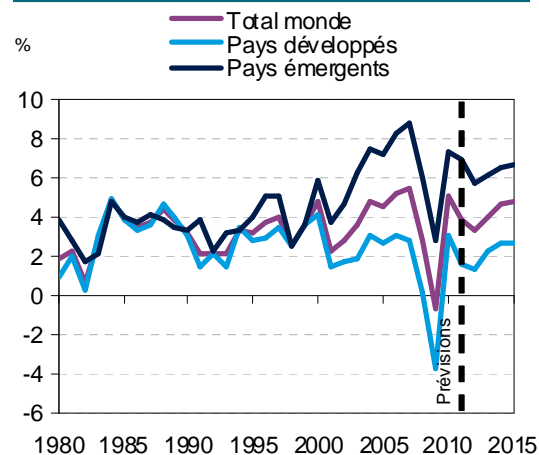
Source: Datastream, Stratégie Amundi

Etats-Unis : Contribution à la croissance du PIB réel



Source: Datastream, Stratégie Amundi

Croissance mondiale : PIB réel depuis 1980



Source: FMI, Stratégie Amundi (prévisions 2012-2013)

Zone euro : l'inflation sous la cible de la BCE au printemps et sous +1.5% fin 2012.

L'inflation est majoritairement importée (via les prix des matières premières) ou administrée (via la fiscalité et les hausses de TVA). Excepté en Allemagne où des hausses de salaires significatives sont en négociation pour 2012, des boucles prix-salaires ne se sont pas formées dans les économies européennes. L'inflation devrait alors diminuer du fait des effets de base sur les composantes énergie et alimentation et repasser sous la cible de la BCE au printemps 2012. Elle devrait terminer l'année 2012 sous 1.5%, en raison notamment du tarissement du crédit.

Etats-Unis : reflux de l'inflation au S1 2012 puis stabilisation autour de 2%.

Entre les mois de septembre et novembre 2011, la variation annuelle de l'Indice des Prix à la Consommation est passée de +3.9% à +3.4%. Cette baisse devrait s'accroître au cours du T1 2012 du fait des effets de base sur les composantes alimentaire et énergie. L'inflation totale devrait décliner vers 2.5% en mars puis 2% en juin 2012. L'inflation sous-jacente devrait en revanche rester proche de 2%. La persistance d'un taux de chômage élevé limite les pressions salariales. Par ailleurs, sur le marché immobilier, les excès de stocks (1.5 millions de logements) ne sont pas favorables à un rebond des prix et des loyers. Ces derniers devraient néanmoins se stabiliser, grâce à l'amélioration sensible des conditions d'accessibilité au logement et de la rentabilité désormais offerte par un investissement immobilier.

Pays émergents : baisse de l'inflation totale au S1 2012 mais persistance de l'inflation sous-jacente.

Le durcissement des politiques monétaires réalisé par les principales banques centrales des pays émergents et la stabilisation des prix des matières premières ont permis une inflexion de l'inflation à partir de l'été 2011. Cette dynamique devrait se poursuivre en 2012 du fait des effets de base sur les prix des matières premières. L'inflation des pays émergents devrait ainsi passer en moyenne de +6.2% en 2011 à +4.9% en 2012. En revanche, l'inflation sous-jacente devrait rester soutenue (hausse des salaires minimum réels de plus de 7% prévue en Chine, hausse des prix des biens manufacturiers de plus de 7.5% en Inde...).

Elections... 2012 sera une année chargée politiquement. Outre les sommets européens, les élections présidentielles aux Etats-Unis (6 novembre) et en France (6 mai) constitueront des événements clés dans la gestion de la consolidation budgétaire.

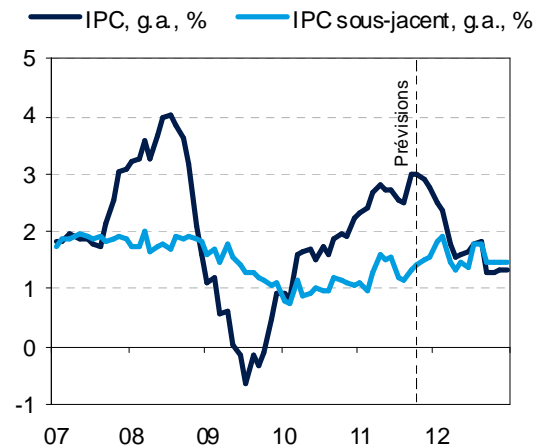
Etats-Unis : une croissance amputée de plus de 1% par la baisse de la demande publique en 2012 et des élections cruciales en vue de la loi budgétaire 2013. Les oppositions politiques incessantes entre démocrates et républicains en 2011 ont altéré la programmation de la loi budgétaire 2012. La demande publique devrait alors apporter une contribution négative à la croissance de plus de 1% l'année prochaine. L'échec du *super committee* a par ailleurs dégradé les perspectives pour 2013. Le non renouvellement des « baisses d'impôt Bush » coûterait 2 points de revenu aux ménages et les coupes automatiques de dépenses amputeront la croissance de -0.4%. Les élections seront donc cruciales pour lever les blocages politiques et amortir le choc.

Zone euro : des situations budgétaires hétérogènes mais moins divergentes entre Etats membres.

Les déficits publics devraient être réduits en zone euro mais les perspectives économiques dégradées ne devraient pas permettre d'atteindre les objectifs officiels en France (-5.2% vs -4.5%), en Espagne (-5.2% vs -4.4%) ou en Italie (-2.3% vs -1.6%). En France, l'effort budgétaire devrait davantage se centrer sur le second semestre 2012 du fait de la tenue de l'élection présidentielle en mai 2012, tandis que l'Espagne et l'Italie disposent de plus de latitudes du fait des changements de gouvernements en 2011. A noter en outre que le solde extérieur devrait s'améliorer en 2012 en Espagne (-3.5% vs -3.9% en 2011) et en Italie (-3.5% vs -4.2% en 2011) du fait de la baisse des importations, tandis qu'il devrait se stabiliser en France autour de -2.5%.

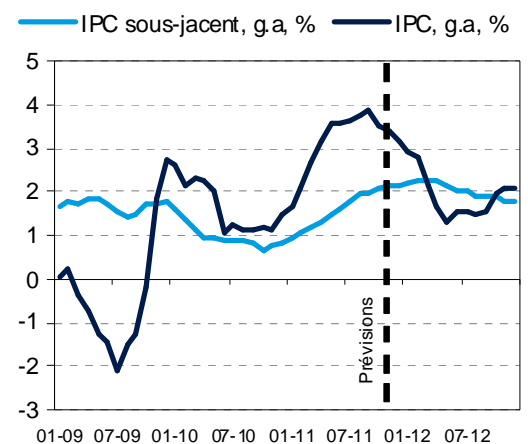
Inflexion, désinflation, élections... devraient donc être des mots clés en 2012. L'incertitude sur l'environnement économique devrait rester particulièrement élevée en début d'année. Les pays de l'UEM doivent préciser et concrétiser l'accord du 9 décembre 2011 en perspective du sommet européen des 1-2 mars (modalités d'application des sanctions pour déficit excessif, agenda pour la mise en œuvre de la règle d'or, adoption de l'accord par chaque Etat membre...) et les Etats-Unis devraient enregistrer un fléchissement de leur croissance au premier trimestre. En attendant de franchir ce cap, les banques centrales devraient intervenir massivement. La « **reflation** » pourrait alors devenir le principal mot clé de 2012 (cf. sections politique monétaire et matières premières).

Zone euro : inflation (IPC, g.a., %)



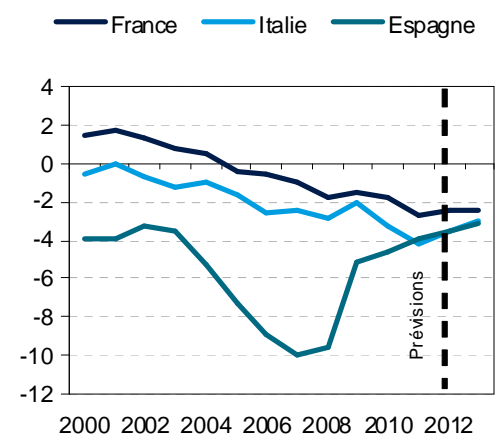
Source: Bloomberg, Stratégie Amundi

Etats-Unis : inflation (IPC, g.a., %)



Source: Datastream, Stratégie Amundi

France, Espagne, Italie : balances courantes (% du PIB)



Source: FMI, Stratégie Amundi

4 Politiques monétaires : maintien des taux bas pour encore au moins deux ans

2011 : le thème de la normalisation des politiques monétaires fait long feu

L'année 2011 avait débuté sur le thème de la normalisation. Les perspectives de croissance économique étaient relativement bonnes, les résultats des entreprises prometteurs, et les banques centrales avaient usé d'instruments non conventionnels qui avaient poussé les taux d'intérêt courts et longs vers des niveaux extrêmement faibles. Les grandes économies émergentes, pour leur part, avaient déjà entamé leur cycle de resserrement monétaire, notamment pour tenter de renverser une inflation qui devenait menaçante (le prix des matières premières agricoles, important dans leurs indices de prix, portaient une grande responsabilité dans la hausse générale des prix).

La fin du Quantitative easing aux Etats-Unis et dans d'autres pays (Royaume-Uni notamment) incitait la communauté financière à miser sur des resserrements monétaires soit pour revenir à des niveaux de taux « normaux », soit pour enrayer des craintes inflationnistes (pays émergents), soit les deux. Effectivement la BCE a entamé un cycle de resserrement monétaire, relevant par deux fois son taux directeur.

Au cours de l'été, la configuration de marché a changé de façon radicale. Les anticipations de politique monétaire ont été revues de façon très significative ; la poursuite de la crise de la dette en Europe et **le ralentissement économique général ont eu raison du thème de la normalisation.**

Parmi les éléments marquants, on notera le **débat intense autour du rôle de la BCE** dans la crise de la dette. La BCE a stoppé net son cycle de resserrement monétaire, et a remis en place un programme d'achats de dettes souveraines (programme SMP) ayant pour but de soutenir les dettes publiques en Europe (cf. encadré 2).

Pays émergents : du durcissement à l'assouplissement.

Les pays émergents ont cessé de durcir leur politique monétaire à l'été 2011. D'une part, parce que les pressions inflationnistes étaient moins vives. D'autre part, et surtout, parce qu'avec les tensions extrêmes sur les dettes souveraines, la crise a pris une dimension mondiale (montée de l'aversion pour le risque, chute des bourses y compris en Asie).

2012 : resynchronisation des politiques monétaires à l'échelle mondiale

Economies émergentes : les craintes de ralentissement l'emportent sur l'inflation.

C'est au Brésil que le ralentissement a été le plus marqué (croissance nulle au 3^{ème} trimestre). La banque centrale qui avait monté son principal taux de 10,75% à 12,50% (dernière hausse en juillet) a commencé à le baisser en août. Avec un taux directeur 11,0% en fin d'année (pour un taux d'inflation de 6,6%), le biais reste accommodant.

Volte face dans les pays émergents : les préoccupations sur la croissance l'emportent sur l'inflation

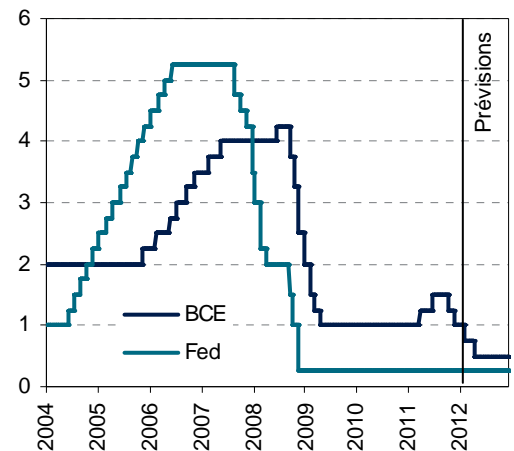
La banque centrale chinoise, qui avait augmenté au 1^{er} semestre 2011 le taux de réserves obligatoires (TRO) de 300pb (de 18,5% à 21,5% pour les grandes banques), a changé de cap début décembre avec une baisse généralisée de 50pb du TRO, laissant la porte ouverte à d'autres mouvements. On estime qu'une baisse de 50pb du TRO libère quelque 400Mds de yuans pour les banques (soit environ 1% du PIB chinois). Avec les craintes d'un atterrissage brutal de l'économie lié à éclatement de la bulle immobilière, nous tablons sur une baisse de 200pb au minimum du TRO en 2012. Enfin, **la banque centrale indienne**, bien que faisant face à une inflation beaucoup plus élevée (+9,4% sur un an en octobre), a d'ores et déjà adopté un biais accommodant en raison notamment de la baisse de la production enregistrée en fin d'année.

Pays avancés : QE, injections de liquidité et baisse des taux au programme

Fed: la Fed a confirmé en décembre qu'elle maintiendrait ses taux à un très faible niveau jusqu'à la mi-2013. Par ailleurs, la Fed laisse la porte ouverte à un nouveau programme d'achats d'actifs (QE3) après le QE2 mis en œuvre entre l'automne 2010 et l'été 2011 (600Mds \$ de titres du Trésor achetés). Si un tel programme devait voir le jour, il porterait sans doute sur des titres adossés à des créances hypothécaires (MBS).

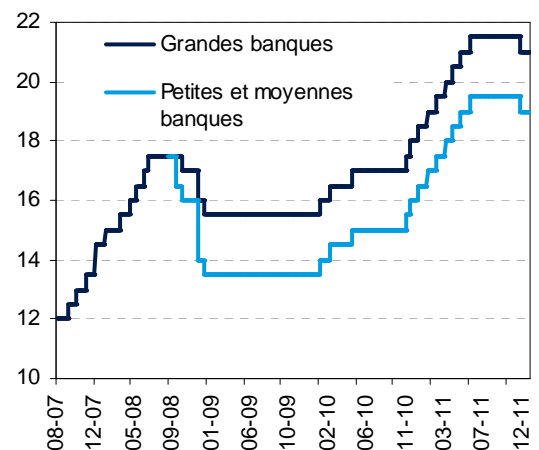
Banque d'Angleterre : la BoE table sur un ralentissement de l'inflation en 2012 en raison du ralentissement économique global et des coupes dans les dépenses publiques. Les minutes de son dernier comité de politique monétaire laissent clairement la porte ouverte à une extension de son programme d'achats de Gilts, actuellement fixé à 275Mds £.

Taux directeurs : BCE vs Fed



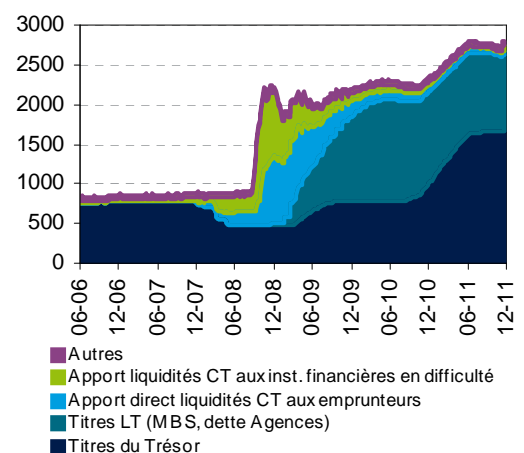
Source : Datastream, Stratégie Amundi

Chine : taux de réserves obligatoires (TRO) pour les banques



Source : Bloomberg, Stratégie Amundi

Actifs de la Fed (en Mds \$)



Source : Datastream, Stratégie Amundi

BCE: les pressions désinflationnistes devraient permettre à la BCE de mettre en place une politique de quasi taux zéro : nous attendons une baisse de son principal taux directeur à 0,5% au 1^{er} semestre 2012 puis un statu quo en 2013. Il lui faut en effet « accommoder » l'impact récessif des plans d'austérité budgétaire. Ceci dit, il convient de noter que ce n'est pas du côté des taux directeurs, mais du côté de la liquidité qu'il faut juger du caractère plus ou moins accommodant de la politique monétaire. Or sur ce plan, la BCE continue d'être particulièrement proactive.

Lors de son dernier comité de politique monétaire de l'année (8 décembre), la BCE a annoncé deux opérations de refinancement à 3 ans (LTRO) (21 décembre et 29 février) en élargissant la gamme des collatéraux pris en pension. La première injection a dépassé les attentes : la BCE a finalement alloué un montant record (489 Mds à 523 banques). Ces opérations visent surtout à encourager les banques (1) à prêter davantage au secteur privé (pour éviter que le *credit crunch* en cours ne persiste) et (2) à acheter des dettes souveraines des Etats en difficulté. Les opérations de la BCE viennent à point nommé atténuer les craintes sur la liquidité des banques, ce qui est très important dans le contexte actuel (cf. encadré 2).

Encadré 2 : BCE, injections de liquidité et QE, retour sur les termes du débat

Il convient de distinguer injections de liquidité (pour une durée déterminée) et « quantitative easing » (QE). Les statuts de la Fed, de la BoE ou encore de la BoJ leur autorisent d'acheter des titres publics émis par leurs Etats respectifs en créant de la monnaie. La taille du bilan de la banque centrale (en l'occurrence la monnaie potentiellement en circulation) s'accroît alors durablement. C'est la raison pour laquelle on parle d'assouplissement quantitatif. En effet, la banque centrale procède à des achats fermes de titres et l'objectif (*ex ante*) est de les détenir jusqu'à maturité (même si rien ne les empêche de les revendre si nécessaire). Dans une telle opération, les banques se voient ainsi créditées de réserves auprès de la banque centrale qu'elles peuvent utiliser par exemple pour faire du crédit au secteur privé. Les politiques de QE ne se sont pas, pour l'heure, révélées inflationnistes car les banques préfèrent thésauriser la liquidité créée dans les coffres de la banque centrale plutôt que de la prêter. Quoi qu'il en soit, la BCE n'est, quant à elle, pas autorisée à procéder de la sorte : il lui est formellement interdit d'acheter des titres sur le marché primaire en « faisant tourner la planche à billets ».

Le programme d'achats de titres souverains (SMP, pour *Securities Market Program*), créé au printemps 2010, ressemble à du QE... mais ce n'est pas du QE ! Ce programme est temporaire. Pour respecter la loi, la BCE n'intervient que sur le marché secondaire et stérilise ses achats de titres. En pratique, chaque semaine la BCE éponge la liquidité générée par ses achats de dettes souveraines en émettant des certificats de dépôts à une semaine. Dans la mesure où ces CD sont éligibles en collatéral pour obtenir des liquidités lors des opérations de refinancement, la liquidité drainée n'assèche pas la liquidité globale des banques. Dit autrement, la taille du bilan de la BCE s'accroît mais de façon temporaire (le temps des opérations de refinancement) et les conséquences potentiellement inflationnistes sont ainsi mieux contrôlées.

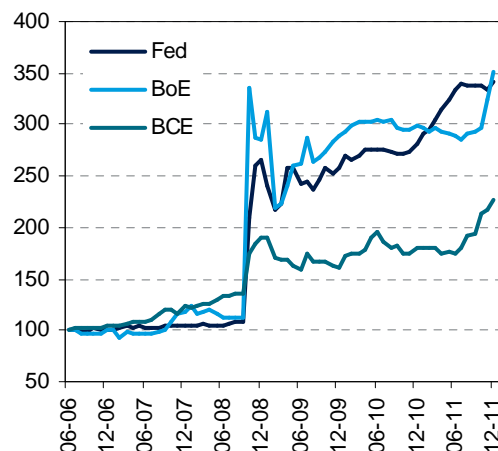
Le FESF puis le MES sont censés se substituer au SMP. Au moment de la création de ce dernier, le FESF n'existait pas. Depuis sa création (été 2010), la BCE n'a eu de cesse de répéter que les achats de titres souverains ne sont plus de son ressort. L'argument est limpide : il ne s'agit plus de politique monétaire mais de politique budgétaire. Il revient donc aux Etats de prendre leurs responsabilités et de doter le FESF des prérogatives pour intervenir. C'est chose faite - du moins sur le papier - depuis le sommet de l'UE du 21 juillet. La mise en place du MES avancée du 1^{er} juillet 2013 au 1^{er} juillet 2012 (décision prise lors du sommet du 9 décembre) va aussi dans ce sens. Rappelons que le MES sera doté en capital et pourra acheter des titres souverains sur le marché primaire. Dans ces conditions, le SMP n'aurait plus de raison d'être...

A l'été 2011, devant l'intensité de la crise, la BCE a néanmoins accepté – sous la contrainte des marchés – de réactiver le SMP. Mais cette « solution » est présentée comme temporaire. Depuis lors, la BCE a acquis pour environ 140Mds de titres (surtout italiens et espagnols). Les autorités allemandes multiplient néanmoins les déclarations pour dire que ces achats ne sont pas conformes à l'esprit des statuts de la BCE qui lui interdisent le financement monétaire des Etats.

La BCE peut-elle augmenter ses achats de titres en stérilisant ses interventions (i.e. sans faire de QE) ? Malgré les réticences allemandes, rien ne l'interdit. Il lui faudrait invoquer des dysfonctionnements majeurs. Aujourd'hui, les écarts de taux à 2 ans sont très élevés, ce qui est incompatible avec une bonne transmission de la politique monétaire. Pour rétablir les canaux de transmission, rien n'empêcherait la BCE d'augmenter ses achats de dettes souveraines au titre du SMP. Mario Draghi avait déclaré début décembre que la BCE pourrait acheter jusqu'à 20Mds € par semaine (ce qui correspond à un potentiel d'achat de plus de 1000 Mds en année pleine !), largement de quoi financer les besoins des Etats périphériques en 2012 (cf. section 6).

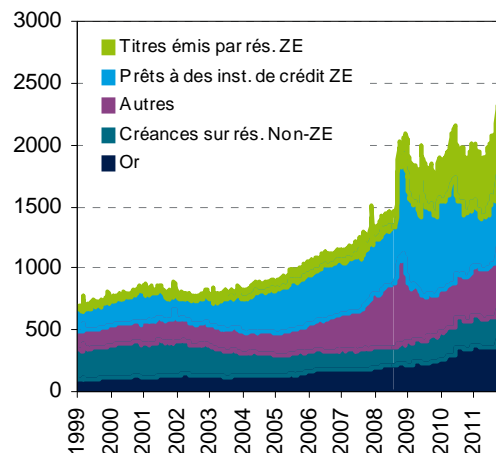
Des interventions stérilisées peuvent-elles être efficaces ? Jusqu'à maintenant elles ne l'ont pas été. Mais il faut sans doute blâmer davantage l'opacité du SMP (les montants ne sont jamais pré-annoncés) et une communication très maladroite. Si la BCE optait pour des objectifs clairs (ciblage de spreads par exemple, pour restaurer le canal de transmission de la politique monétaire), le résultat pourrait être différent. Couplés aux injections de liquidité, l'effet pourrait même être spectaculaire. Les banques seraient davantage enclines à acheter des dettes souveraines si la BCE donne l'exemple !

Taille du bilan des banques centrales du G3 (100 en juin 2006)



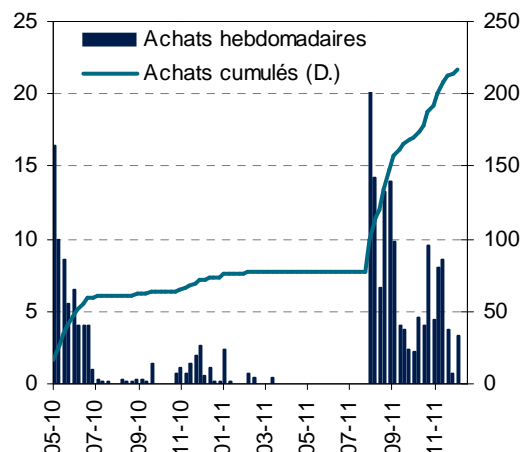
Source : Datastream, Stratégie Amundi

Actifs de la BCE (en Mds €)



Source : Datastream, Stratégie Amundi

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



Source : Bloomberg, Stratégie Amundi

5 Marchés obligataires : des vents contraires soufflent sur les souverains !

Deux forces contraires s'opposent dans les grands pays avancés : d'un côté, le ralentissement de la croissance et la désinflation devraient maintenir, toutes choses égales par ailleurs, les taux d'intérêt à un faible niveau. D'un autre côté, la dégradation des perspectives budgétaires dans la plupart des pays (et la dégradation des notes des Etats) pourraient pousser les primes de risque de crédit à la hausse.

Les économies avancées sont-elles tombées dans une trappe à la liquidité ? A leurs niveaux actuels, les taux d'intérêt n'offrent plus une rémunération suffisante pour protéger les investisseurs contre le risque de perte en capital. Le fait que les taux des titres des Trésors américain et allemand (les deux dettes publiques considérées comme les plus sûres au monde par les investisseurs) aient cessé de baisser au cours des derniers mois montre qu'un plancher a sans doute été atteint. A leur niveau actuel (environ 0,2% à 2 ans et 2,0% à 10 ans en Allemagne et aux Etats-Unis), les risques sont très clairement asymétriques (à la hausse). En effet, en cas de récession plus sévère dans la zone euro, les investisseurs privilégieraient sans doute des placements monétaires à des emprunts d'Etat, qui perdent progressivement leur statut d'actif sans risque.

Les forces contraires joueront à plein en zone euro en 2012.

1. La règle budgétaire adoptée est pro-cyclique. Le sommet du 9 décembre a conduit à adopter une règle budgétaire qui stipule que le déficit budgétaire (structurel) ne doit pas en moyenne excéder 0,5% du PIB. La règle sera inscrite dans la constitution ou à un niveau équivalent et des sanctions automatiques sont prévues (cf. encadré 1). La cible concerne le déficit structurel, ce qui permettra aux stabilisateurs automatiques de jouer et de limiter le caractère pro-cyclique des mesures d'austérité. Certes, la discipline budgétaire devrait rassurer les marchés et faire diminuer la prime de risque de crédit. Mais si les politiques budgétaires sont trop austères, elles menacent de faire davantage chuter la croissance (au moins dans un premier temps).

2. La réduction des bilans bancaires risque de peser durablement sur la distribution de crédit. Les tensions sur la liquidité interbancaire se sont très nettement intensifiées depuis l'été. Les injections de liquidité exceptionnelles de la BCE (490Mds € à 3 ans le 21 décembre, cf. section politique monétaire) n'ont pas permis de détente.

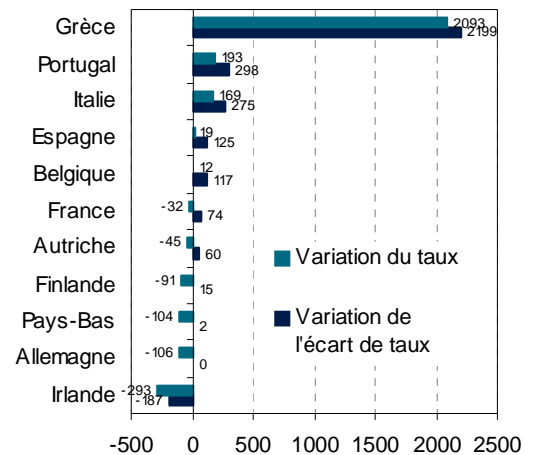
« Avec la réduction des bilans bancaires et des politiques budgétaires pro-cycliques, la déflation menace »

Les tensions sur la liquidité interbancaire sont la conséquence d'un mal profond. Les banques ont accumulé des tombereaux de dettes souveraines à leur bilan, dont la valeur diminue avec la montée des taux (comptabilisation en valeur de marché). Pour améliorer leurs ratios de fonds propres, les banques limitent les volumes de prêts octroyés. Les injections de liquidité, censées encourager les banques à prêter (au secteur privé mais aussi au secteur public) traitent l'effet pas la cause du mal. La crise de liquidité a pour origine des doutes sur la solvabilité des Etats. Sans éclaircie sur ce front, les banques persisteront dans leur stratégie.

En définitive, les politiques budgétaires et la réduction des bilans bancaires vont maintenir la croissance sous pression. Une récession est en cours et des pressions déflationnistes pourraient rapidement surgir en zone euro si elle s'intensifie. Le niveau de stress financier (cf. graphique) reste proche de son pic en zone euro, notamment en raison de la perception du risque bancaire. La fragilité de la situation macrofinancière européenne maintiendra l'aversion pour le risque à un niveau élevé. Il s'agit du meilleur rempart contre une augmentation brutale des taux d'intérêt dans les pays aujourd'hui AAA.

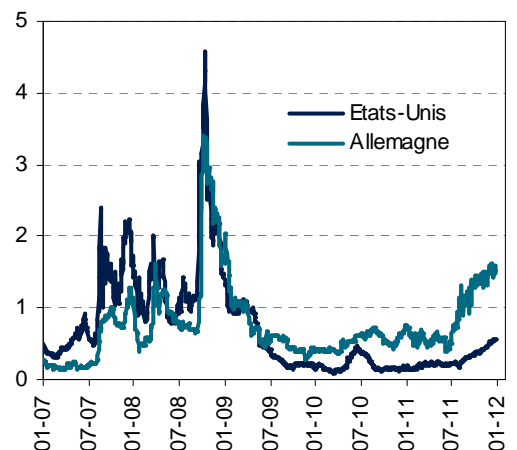
3. Dégradations de notes des Etats en perspective. La montée du risque de crédit peut en revanche pousser les taux à la hausse. Du côté des pays périphériques de la zone euro, le processus est déjà largement entamé. En revanche, plusieurs pays du cœur de la zone euro vont probablement perdre leur triple A en 2012. La France pourrait même être dégradée de deux crans. Ces évolutions sont pour partie escomptées dans les niveaux de taux actuels (le CDS de la France dépasse celui de la Colombie ou du Pérou!). Mais l'expérience montre que les dégradations de notes entretiennent la défiance des investisseurs. Pour les pays en difficulté (pays périphériques, Italie et Espagne), la hausse de la prime de risque de crédit arrive au pire moment. En effet, si les taux d'intérêt demeurent durablement supérieurs à la croissance nominale, les dettes deviennent insoutenables, ce qui contribue à augmenter encore davantage la prime de risque exigée par les investisseurs ...

Ecart de taux 10 ans avec l'Allemagne (variations au 2nd semestre 2011, pb)



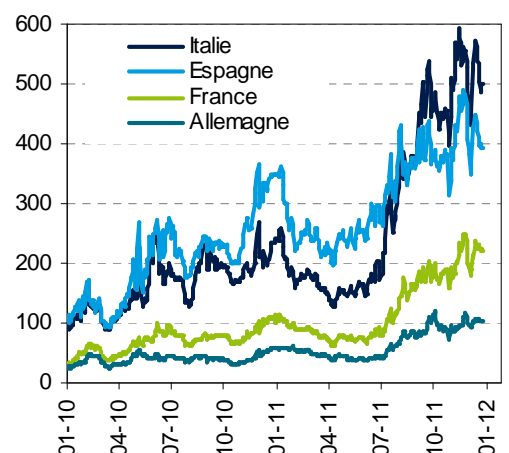
Source : Datastream, Stratégie Amundi

TED spread 3 mois : Allemagne vs Etats-Unis



Source : Bloomberg, Stratégie Amundi

CDS souverains (5 ans, pb)



Source : Bloomberg, Stratégie Amundi

Au final, dans un scénario d'apaisement, les forces contraires devraient en grande partie se neutraliser. Nous tablons néanmoins sur une remontée modérée des taux en Allemagne, en ligne avec la baisse graduelle de l'aversion pour le risque. La question centrale concerne l'évolution des spreads souverains.

Là encore des forces contraires s'exercent :

1. Le transfert de risques plaide pour des taux plus faibles à la périphérie, plus élevés au « cœur » : L'augmentation des garanties apportées par l'Allemagne et par les autres triple A pourrait conduire les investisseurs à reporter une partie du risque de crédit des pays en crise vers les pays dont les dettes sont les plus sûres. En particulier, l'option consistant à augmenter la capacité de prêt du FESF/MES reste ouverte et pourrait se traduire par une prime de risque plus élevée pour l'Allemagne (et par ricochet pour les autres triple A). Si l'on calcule le taux d'intérêt moyen auquel les pays de la zone euro s'endettent, on obtient 4,20% fin 2011 pour une maturité 10 ans (en pondérant les taux par les poids des dettes). Dans le cas (très improbable) d'une évolution vers une mutualisation totale des dettes (via la création d'obligations européennes), tous les taux d'intérêt de la zone euro devraient en théorie converger vers un taux unique, dont cette mesure est une bonne approximation. Cet argument milite donc pour des taux plus élevés au cœur et pour une compression des *spreads*. Même si la création d'une obligation européenne n'est aujourd'hui clairement pas au menu, ce calcul montre bien que toute évolution vers davantage de mutualisation des risques devrait, toutes choses égales par ailleurs, faire remonter la prime de risque de crédit de l'Allemagne.

2. Des divergences économiques réelles durables : En termes de compétitivité, de coûts salariaux unitaires, de solde extérieur ou encore de taux de chômage, les divergences se sont creusées entre les pays de la zone euro au cours des 5 dernières années. En l'absence de convergence réelle, la possibilité d'un éclatement de la zone euro continuera de hanter l'esprit des investisseurs qui continueront d'exiger des « primes de risque précaution ». On ne reviendra pas sur les primes de risque aussi comprimées que sur la période 1999-2008. Reste à savoir si les primes de risque offertes aujourd'hui seront jugées suffisantes par les investisseurs.

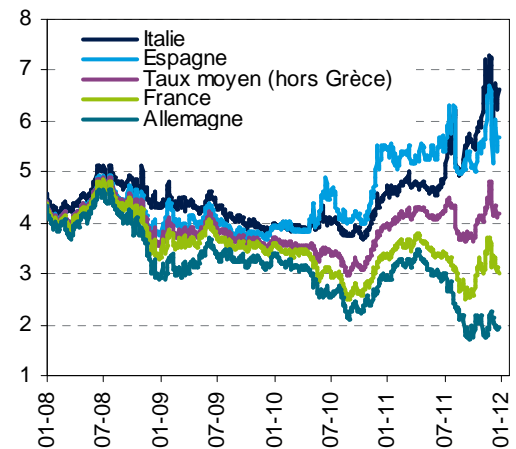
Quel niveau d'équilibre pour les *spreads* souverains? Pour la France, le *spread* avec l'Allemagne (à quelque 100pb) valorise la perte du triple A, guère plus. Pour les autres pays, de taille systémique (Italie et Espagne), tout dépendra de la crédibilité dans le temps des politiques budgétaires et fiscales mises en œuvre. Insuffisamment restrictives, elles ne permettront pas de contenir la dette publique et seront jugées trop laxistes ; trop restrictives, elles pourraient en revanche s'avérer contreproductives, avec une chute de la croissance et des recettes fiscales plus rapides que celle de la dette. Or l'Italie fait face à des besoins de refinancement importants en 2012 (cf. section suivante). Tous les investisseurs ont désormais à l'esprit que la zone euro pourrait finir par éclater en cas d'enlisement. Or les niveaux de *spreads* atteints en 2011 ne sont pas exceptionnels au regard de l'histoire. Dans la première moitié des années 1990, le *spread* moyen de l'Italie était en moyenne de 480pb et celui de l'Espagne de 420pb. A l'époque, les *spreads* de taux incorporent des anticipations de mouvements des devises nationales face au mark. Des primes de risque de change pourraient fort bien réapparaître en cas d'enlisement.

En outre, les indicateurs synthétiques qui mesurent la divergence réelles montrent que les *spreads* actuels correspondent à de vraies divergences économiques (cf. encadré 3).

Pente de la courbe de taux : vers une pentification. Les taux à court termes resteront ancrés à un très faible niveau (côté zone euro, pour les pays du cœur) par les banques centrales qui vont maintenir des politiques monétaires très accommodantes de part et d'autre de l'Atlantique. Nous n'anticipons pas de remontée de taux directeurs de la BCE, de la BoE ou de la Fed avant 2013, au plus tôt. Dans ces conditions, les mouvements de courbe seront avant tout directionnels et guidés par l'évolution des taux à long terme. Leur hausse sera contenue aux Etats-Unis et au Royaume-Uni par la possibilité de recours à des politiques d'assouplissement quantitatif. C'est en Allemagne que le potentiel de hausse des taux longs, et donc de pentification de la courbe, nous semble le plus marqué.

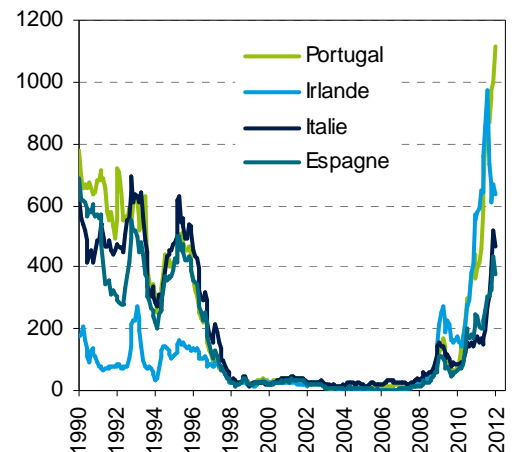
Obligations indexées sur l'inflation : peu ou pas d'opportunité en 2012. Les points morts faibles reflètent le ralentissement global de l'inflation attendu. Aux Etats-Unis, les points morts à 10 ans sont à peine inférieurs à leur moyenne des 10 dernières années (1,9% vs 2.10% en moyenne depuis 2000). En France, ils demeurent très en dessous (point mort à 1,5% vs 2.10% en moyenne depuis 2003). Compte tenu du ralentissement de l'inflation sur lequel nous tablons en Europe et aux Etats-Unis, cette classe d'actifs offre peu d'opportunité en 2012. Il faudra néanmoins surveiller de près l'inflation dans les pays émergents : les banques centrales privilégient la croissance, or les prix des matières premières pourraient rapidement rebondir avec les excès de liquidité (cf. section matières premières), et l'inflation sous-jacente ne ralentit pas (marchés du travail dynamiques).

Taux 10 ans des pays vs taux moyen de la zone euro (pondéré par les dettes)



Source : Bloomberg, Stratégie Amundi

Ecart de taux d'intérêt à long terme avec l'Allemagne (en pb)



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Encadré 3. Divergences réelles entre les pays de la zone euro : une mesure de la vulnérabilité des Etats

Si le niveau de dette rapporté au PIB fait toujours office, dans le débat public, de principal critère quant à l'état des finances publiques, cet indicateur a montré ses limites au cours de la crise des dettes souveraines. En effet, plusieurs des pays les plus affectés aujourd'hui affichaient, à l'aube de la crise, des niveaux d'endettement particulièrement bas qui semblaient les consacrer meilleurs élèves de la classe européenne, en matière de finances publiques. L'Espagne affichait, en 2007, un niveau d'endettement de seulement 37% du PIB et l'Irlande de 25%. Ainsi, la vision statique du niveau d'endettement ne pouvait pas révéler les dérives futures, liées à l'explosion de la bulle immobilière, à laquelle étaient adossés leurs modèles de croissance.

Il convient donc, pour évaluer la vulnérabilité des Etats face à la crise, de prendre en compte non seulement le niveau d'endettement mais aussi un ensemble cohérent de variables fondamentales. En vue de pouvoir effectuer des comparaisons globales entre les principaux pays de la zone euro, nous avons calculé un indicateur synthétique (de type z-score) reprenant :

- (1) le niveau d'endettement,
- (2) le déficit public, qui reflète la dynamique d'endettement public,
- (3) les coûts salariaux unitaires, comme indicateur de compétitivité,
- (4) la balance des transactions courantes, qui indique les besoins de financements extérieurs de l'économie,
- (5) le taux d'épargne nette, qui nous informe sur la résilience de l'économie en termes de financement.

L'indicateur montre une inertie importante au cours des dernières années. La Grèce reste, de loin, le pays le plus vulnérable. A l'opposé, on trouve un groupe de pays composé de l'Allemagne, de l'Autriche, des Pays-Bas et de la Finlande, structurellement excédentaires et tous notés triple A. Au sommet du groupe intermédiaire figurent la Belgique (dont la note a récemment été abaissée à AA3) et la France suivies de pays en plus grande difficulté tels que l'Espagne, l'Italie, l'Irlande et le Portugal.

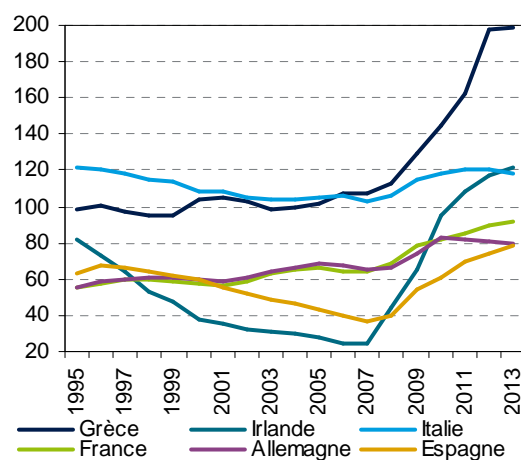
On retrouve bien cette catégorisation dans la perception des marchés, qu'il s'agisse des écarts de taux souverains ou des CDS.

	Indices de vulnérabilité			Ecarts de taux 10 ans avec l'Allemagne (pb), 11/2011	Primes de CDS (pb)
	2010	2011 (*)	2012(*)		
Allemagne	-4.1	-5.1	-5.1	0	104
Finlande	-3.8	-4.2	-4.0	58	122
Autriche	-3.8	-4.0	-3.8	67	79
Pays-Bas	-3.7	-3.9	-4.3	149	193
Belgique	-1.6	-1.4	-0.7	154	223
France	-0.8	-0.1	0.4	297	316
Espagne	0.4	1.1	1.4	430	395
Italie	1.7	1.9	1.3	519	505
Irlande	3.1	2.0	1.7	664	723
Portugal	4.3	4.5	4.1	1002	1093
Grèce	8.3	9.2	9.2	1605	10221

Comment lire cet indicateur ? L'indice de vulnérabilité, pour chaque pays et chaque année, est calculé comme la somme des contributions des différentes variables (endettement, déficit public, coûts salariaux unitaires, balance des comptes courants et taux d'épargne nette). La contribution de chaque variable à l'indice d'un pays est une valeur standard calculée en divisant l'écart de la valeur à la moyenne (sur tous les pays du classement) par l'écart type correspondant. Les valeurs correspondant au déficit public, à la balance des comptes courants et au taux d'épargne nette sont affectés d'un signe moins dans la somme conduisant au z score.

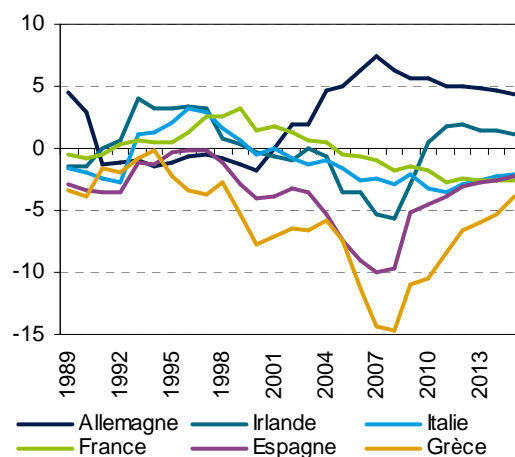
(*) prévisions Commission européenne, FMI et OCDE

Dettes publiques (% du PIB)



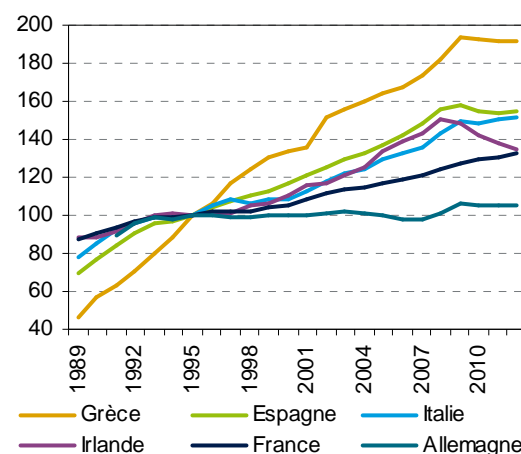
Source : Datastream, Stratégie Amundi

Balance des comptes courants (% du PIB)



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Coûts salariaux unitaires (1995=100)



Source : Datastream, Stratégie Amundi

6 Besoins de financement des États en 2012 : quelques difficultés en vue

La crise de la dette européenne a soulevé des problèmes de confiance et de crédibilité envers certains pays. La difficulté de bon nombre d'entre eux à montrer une véritable maîtrise de leurs finances publiques a entraîné de sérieux handicaps de financement. A noter que la Grèce n'a plus accès au marché des capitaux, et que les pays qui sont dans un programme d'aide du FMI et des pays de l'Union Européenne sont protégés.

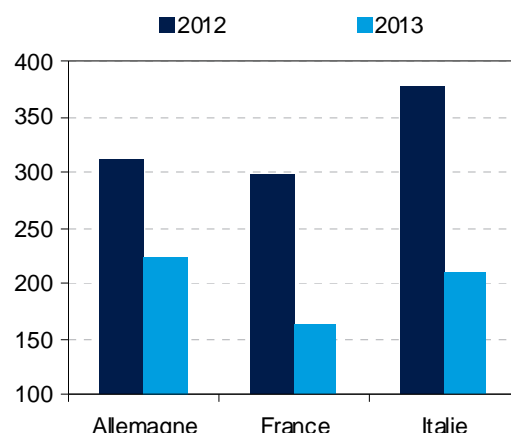
L'accès au marché des capitaux est crucial, car c'est tout simplement une garantie de pouvoir refinancer la dette venant à maturité. Dans le contexte actuel, cet accès est devenu particulièrement vital. L'Italie a connu en 2011 ses pires adjudications de BTP depuis l'introduction de l'euro en 1999, tandis que l'Allemagne elle-même a eu des difficultés en décembre lors de sa dernière adjudication de l'année.

2012 est malheureusement une année lourde en besoin de financement. Hors déficit budgétaire de l'année, les dix-sept pays de la zone euro devront trouver les ressources pour refinancer près de EUR 1.2 trillion ... simplement pour remplacer la dette qui vient à maturité. Si l'on exclut la Grèce, l'Irlande et le Portugal qui ont été intégrés dans un programme d'aide du FMI et de l'Union Européenne, les besoins de financement atteignent pas moins de EUR 1.16 trillion, dont EUR 508 Milliards de Bons du Trésor (BT).

“ 2012 : de lourds besoins de financement en zone euro ... ce qui n'est pas sans conséquences dans le contexte actuel ”

Ainsi que le montre le tableau ci-dessous, **les pays ayant les plus gros besoins de refinancement en 2012 sont - sans grande surprise tant leur stock de dette est le plus élevé - l'Italie, et à un degré moindre l'Allemagne puis la France.** L'Italie devra attirer les investisseurs domestiques et étrangers pour lever 376 Milliards d'euros, contre 312 Milliards d'euros pour l'Allemagne et 298 Milliards d'euros pour la France. **En 2013, en revanche, les besoins de l'Italie baisseront de façon significative et ils repasseront en-dessous des besoins de l'Allemagne.** L'une des raisons est que le montant de la dette italienne venant à maturité en 2013 est 50% plus faible qu'il ne l'est en 2012. A noter également que les besoins de financement de la plupart des pays de la zone seront moindres en 2013 : -44% pour l'Italie, -45% pour la France, -37% pour l'Espagne, -28% pour l'Allemagne ... et -39% pour la zone euro, hors pays sous programme d'aide du FMI et de l'UE. Il n'en demeure pas moins que l'année 2012 sera sans doute délicate en matière de refinancement ... sauf si la crise de la dette est rapidement derrière nous ...

Dettes à refinancer en 2012 et 2013 (Mds €)
Allemagne, France et Italie



Source : Bloomberg, Stratégie Amundi

EUR Mds	Dette à refinancer y.c. intérêts		Dette à maturité y.c. T-bills				Treasury Bills		Dette à maturité hors T-bills	
	2012	2013	2012		2013		2012	2013	2012	2013
			Principal	Intérêt	Principal	Intérêt				
Autriche	25,8	24,6	18,0	7,8	17,6	7,0	3,1	0,0	14,9	7,8
Belgique	72,4	41,0	60,3	12,1	30,3	10,7	32,3	0,0	28,0	12,1
Chypre	4,4	2,5	4,1	0,3	2,2	0,3	0,7	0,0	3,4	0,3
Estonie	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na
Finlande	17,3	8,5	14,8	2,5	6,3	2,2	7,5	0,0	7,3	2,5
France	298,3	163,4	256,9	41,4	126,2	37,2	155,2	0,0	101,8	41,4
Allemagne	311,7	222,6	276,0	35,7	192,2	30,4	58,0	0,0	218,0	35,7
Grèce*	56,2	38,0	44,6	11,6	27,9	10,1	11,0	0,0	33,6	11,6
Irlande*	9,9	9,8	5,9	4,0	6,0	3,8	0,0	0,0	5,9	4,0
Italie*	375,8	209,0	320,0	55,8	157,0	52,0	121,3	0,0	198,7	55,8
Luxembourg	0,5	3,3	0,3	0,2	3,2	0,2	0,0	0,0	0,3	0,2
Malte	0,9	0,7	0,8	0,2	0,5	0,2	0,3	0,0	0,5	0,2
Pays-Bas	70,3	39,4	60,9	9,5	31,0	8,4	31,3	0,0	29,6	9,5
Portugal*	28,8	15,4	23,7	5,2	10,8	4,6	10,3	0,0	13,4	5,2
Slovaquie	6,1	4,7	5,1	0,9	3,8	0,9	2,7	0,0	2,5	0,9
Slovénie	1,8	0,7	1,2	0,6	0,1	0,5	0,0	0,0	1,1	0,6
Espagne*	165,8	104,8	142,1	23,7	83,2	21,5	74,8	4,2	67,3	19,4
TOTAL	1446,1	888,4	1234,6	211,5	698,3	190,1	508,4	4,2	726,3	207,2
Total hors (*)	1351,1	825,1	1160,5	190,6	653,6	171,6	487,1	4,2	673,4	186,4

7 Marché du crédit : une forte dépendance à l'issue de la crise de la dette souveraine

2011 : la volatilité et la recherche de liquidité ont eu raison des obligations d'entreprises

La crise des dettes souveraines européennes a été la source principale de volatilité et le premier facteur d'écartement des spreads de crédit. Avec l'entrée de l'Italie dans la crise en août, les marchés ont enregistré un pic de volatilité et une forte aversion pour le risque, craignant de plus en plus l'apparition d'un cercle vicieux entre le durcissement des politiques budgétaires et le resserrement des conditions de crédit bancaire, avec pour conséquence potentielle une récession en double creux (*double dip*). Les titres à haut rendement et les signatures financières ont été les plus touchés et les valorisations actuelles intègrent déjà une récession. En l'absence d'issue politique déterminante, les spreads de crédit et la volatilité sont très élevés.

Le bêta a été nettement réduit dans les portefeuilles depuis cet été. Le volume de nouvelles émissions a baissé, en particulier sur le segment du haut rendement et financier. La liquidité du marché secondaire a beaucoup diminué.

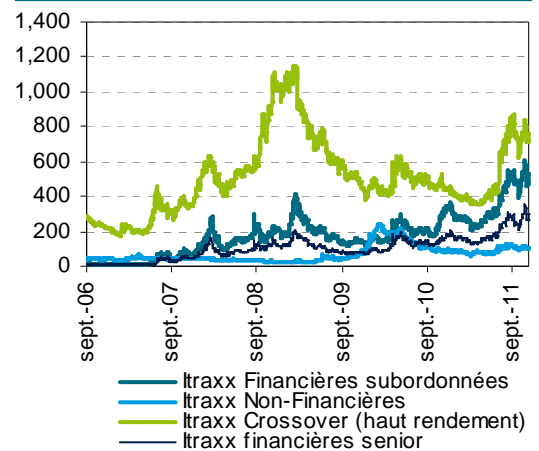
Perspectives 2012 : l'avenir du marché entre les mains des gouvernements européens

Un début d'année encore difficile pour les financières européennes. Malgré les dernières initiatives très positives de la Banque centrale européenne pour soutenir le système bancaire (accès à du financement en dollar et accès à du financement long terme), les financières devraient continuer à souffrir du risque politique et souverain. Les banques européennes subissent également la pression des régulateurs, qui les contraignent à se désendetter. L'Autorité Bancaire Européenne a porté à 9 % le ratio de fonds propres core Tier 1 qu'elle exige des banques d'ici juin prochain. Vendre des actifs est difficilement réalisable en raison des écarts de valorisation entre acheteurs et vendeurs et de l'absence de crédit disponible aux acheteurs pour financer leurs acquisitions ... mais cela semble inévitable. A noter que s'agissant des actifs « toxiques » à vendre, ce sont essentiellement des actifs en dollar américain. Une autre option en cours est le retrait de certaines activités consommatrices en capital comme le « trade finance » et le financement des projets, ce qui est susceptible d'avoir des conséquences en Asie, tant les banques européennes sont actives sur ces marchés. Une autre conséquence du désendettement des banques sera une diminution du crédit disponible aux entreprises et une hausse des coûts de financement. Les dernières enquêtes sur les conditions de crédit mettent déjà en évidence un durcissement dans la zone euro. En revanche, aux États-Unis, les banques sont toujours (légèrement) accommodantes.

En sus du risque souverain, les banques européennes subissent également la pression des régulateurs, qui les contraignent à se désendetter. L'autorité bancaire européenne a porté à 9% le ratio de fonds propres core Tier 1 qu'elle exige des banques d'ici juin prochain. Le choix de vendre des actifs dans le contexte actuel n'est pas évident (prix, financement). Par conséquent, le risque de refinancement de la dette des banques pour 2012 a sérieusement baissé mais le risque d'une diminution du crédit disponible pour les entreprises et d'une hausse de son coût n'est pas écarté.

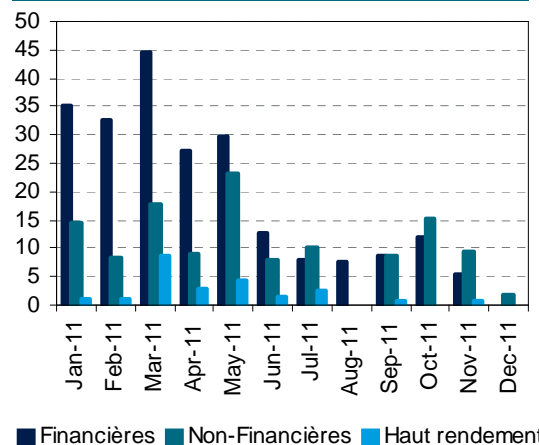
Durcissement de l'accès au crédit pour les entreprises européennes qui ont déjà subi plusieurs trimestres de réduction dans les dépenses (voir section sur les perspectives 2012 des émetteurs Investment Grade européens). Au cours des derniers trimestres, les entreprises ont pu préserver leurs marges grâce à de fortes réductions de coûts. Elles ont également limité fortement les investissements, ce qui leur permet aujourd'hui d'afficher des ratios d'endettement faibles et des niveaux de trésorerie corrects. Par contre, elles sont maintenant plus vulnérables à une faible croissance car continuer ces réductions dans les dépenses sera difficile sans affecter leur potentiel de création de valeur. Les émetteurs européens ont des besoins de refinancement significatifs en 2013 et 2014. Un marché obligataire dynamique est essentiel en 2012. Enfin, n'oublions pas que les émetteurs obligataires pourraient être affectés par les difficultés de fournisseurs ou de clients dont le système bancaire est l'unique source de financement.

Le haut rendement et les financières ont le plus souffert



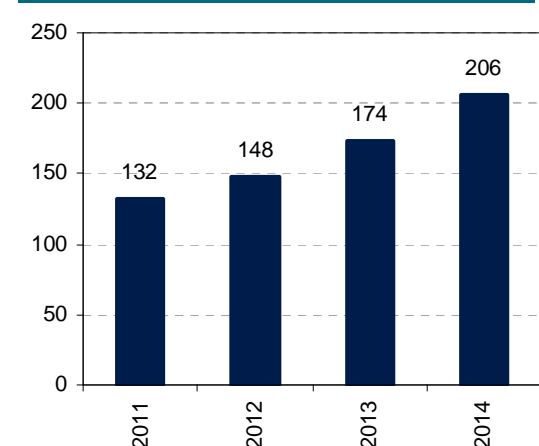
Source : Stratégie Amundi, Bloomberg

Baisse du volume des nouvelles émissions en Mds EUR



Source: Amundi Strategy

Besoin de refinancement important dès 2013 pour les émetteurs européens en Mds EUR



Source : Moody's, Stratégie Amundi

Les entreprises américaines sont dans une meilleure posture. Les entreprises ont des marges élevées et gèrent leur endettement avec prudence. Contrairement aux entreprises européennes, les perspectives de croissance sont plus élevées et l'investissement reprend légèrement. Surtout, elles n'ont pas de besoins de refinancement importants avant 2014 et sont moins dépendantes du système bancaire.

“ *Les émetteurs sont plus exposés au risque de refinancement en Europe qu'aux États-Unis* ”

La pression sur le refinancement des échéances des financières diminue. La demande des banques de la zone euro pour l'opération inédite de refinancement à 3 ans de la BCE a atteint un niveau record avec 489Mds € versé à 523 banques. Quelle sera l'utilisation de ces fonds ? Les banques vont utiliser cet argent pour faire face prioritairement à leurs échéances. Les banques européennes ont plus de 600Mds de dette à refinancer l'an prochain avec 230Mds sur le 1^{er} trimestre. Le marché primaire pour les financières a été quasi bloqué au 2nd semestre 2011.

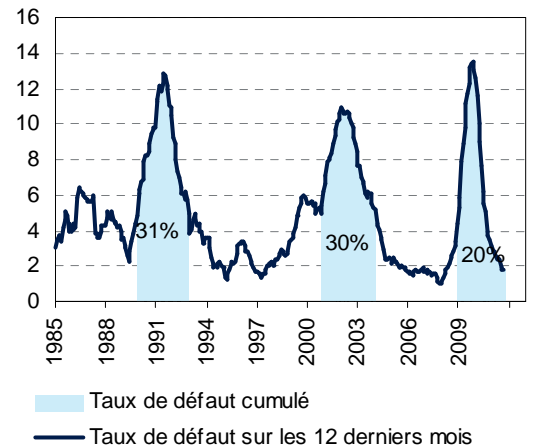
Le durcissement des conditions de prêt est un facteur déterminant de l'évolution des taux de défaut (cf. encadré ci-dessous). Pour les émetteurs de titres spéculatifs, le taux de défaut va atteindre très vite son point bas. Le 1^{er} graphique illustre le taux mondial de défaut des émetteurs de titres à haut rendement sur 12 mois glissants des 25 dernières années, soit les trois derniers cycles de crédit. Contrairement aux deux précédents, le dernier cycle s'est avéré remarquablement rapide, notamment à la baisse puisque les taux de défaut avaient atteint un pic de près de 14 % fin 2009 avant de retomber à près de 3 % en l'espace de 12 mois seulement. Fait intéressant, même si le pic de 14 % était supérieur aux deux précédents, le retournement plus rapide du cycle de défaut s'est traduit par un taux cumulé total inférieur. De fait, depuis juillet 2007, près de 400 émetteurs appartenant à un univers de 2 150 sociétés ont fait défaut : cela représente 21 %, contre les 30 % observés il y a dix et vingt ans. Au début des années 1990, quasiment quatre ans s'étaient écoulés entre le pic et le creux, et près de six ans lors du cycle suivant. Cette fois-ci, vingt mois seulement après que le pic ait été franchi, le creux ne semble plus si loin. Dans un scénario pessimiste (incluant notamment une baisse du PIB de l'ordre de -2,5 % et une contraction du crédit), les taux de défaut pourraient atteindre 7 % d'ici fin 2012 - début 2013, d'après nos modèles, alors qu'ils s'établissent actuellement à des plus bas de 2 %.

Recommandation

Le marché du crédit va rester malmené tant que la crise de la dette souveraine reste en l'état. Les niveaux de spread reflètent les risques systémiques et demeurent élevés au regard des fondamentaux, en particulier dans le haut rendement et le secteur financier.

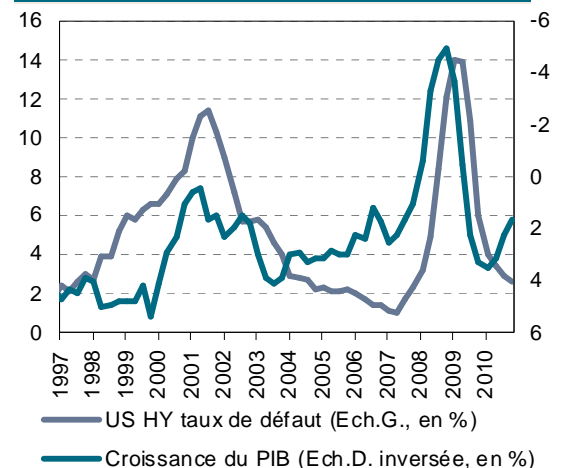
Nous renforcerons les expositions au crédit dès que les Etats européens mettront en application de façon concrète les mesures avancées lors du dernier sommet européen. Le marché devrait rester volatil. Les obligations financières senior offrent un potentiel haussier et des risques plus faibles que les autres actifs du secteur financier. Sur le segment non financier, nous favorisons les émetteurs exposés aux marchés émergents et ceux dont les besoins de refinancement sont faibles.

Taux mondiaux de défaut, sur 12 mois glissants et cumulés



Source : Bloomberg, Moody's, Stratégie Amundi

Croissance du PIB = indicateur avancé des taux de défaut (en moyenne deux trimestres)



Source : Fed, BoA ML, Stratégie Amundi

Encadré 4 : Préviction des taux de défaut – les principales approches alternatives

La grande majorité des modèles utilisés pour prévoir les taux de défaut, y compris les outils mis au point par Moody's et S&P, sont de type économétrique : ils sont fondés principalement sur une combinaison de facteurs économiques (croissance du PIB, emploi, production industrielle, etc.) et financiers (critères de prêt des banques, pente de la courbe des taux, etc.). Avec les indicateurs fondamentaux et financiers, ces modèles peuvent également inclure des critères spécifiques à l'environnement de crédit, comme l'évolution des notes de solvabilité ou les perspectives d'évolution des notes par les agences de notation, et/ou la proportion des émetteurs de titres spéculatifs dans l'univers de notation, ou encore la répartition des notes des nouvelles émissions.

Les modèles actuariels sont une alternative aux modèles économétriques en ce sens qu'ils appliquent la même approche aux émetteurs que les modèles basés sur la mortalité dans le secteur de l'assurance-vie. Professeur à l'université de New York, Edward Altman fait partie de ceux qui se sont concentrés sur le taux cumulé de défaut d'obligations assorties d'une note donnée et émises depuis un certain nombre d'années.

Enfin, les modèles basés sur les marchés sont une autre approche pouvant être utilisée avec des facteurs fondamentaux et financiers : les écarts de crédit (spreads) et ratios d'émetteurs en difficulté (distress ratio), ou encore la part des émissions affichant un spread supérieur à 1000pb, ont tendance à devancer le cycle de défaut.

Différentes approches peuvent déboucher sur des prévisions très différentes : à en juger par les données ex post, les modèles actuariels ont considérablement sous-estimé les défauts réels en 2009, tandis que les modèles basés sur les marchés les ont surestimés.

8 Entreprises Investment Grade : baisse des marges, pas de désendettement, mais une solide liquidité

Contrairement aux financières et aux souverains, les Corporates Investment Grade (IG) européens ont été relativement épargnés par les bouleversements de 2011, et ont été considérés comme des valeurs "refuge". Cette tendance est observable depuis plus de 2 ans : les entreprises ont séduit les investisseurs par leurs capacités de réduction des coûts et de renforcement des bilans et des situations de liquidité. Au départ, on pensait que 2011 serait une année de croissance régulière, qui permettrait aux entreprises de poursuivre leur développement et leur désendettement. Toutefois, avec du recul, on peut dire que 2011 a été l'année des anticipations contenues, et les sociétés sont encore inquiètes quant aux perspectives de croissance de 2012 et des années suivantes.

Malgré une amélioration globale de la situation des entreprises ces deux dernières années, l'endettement brut n'a pas beaucoup diminué (-6 % en moyenne par rapport aux sommets de 2008). En revanche, les ratios de couverture de l'endettement net ont été nettement relevés grâce à l'accumulation de trésorerie sur les bilans. C'est principalement la conséquence 1/ du succès de mesures de réduction continue des coûts et 2/ de la baisse des investissements et des dividendes, qui a permis de doper les niveaux de trésorerie.

Difficultés externes accrues

Les prévisions de croissance mondiale ont été révisées à la baisse en raison d'une série de chocs défavorables au premier semestre 2011, entraînant une activité affaiblie et inégale. Le séisme au Japon a perturbé la production industrielle, le Printemps arabe a tiré les prix du pétrole à la hausse, les troubles du système bancaire et la crise de la dette souveraine dans la zone euro ont détérioré les conditions de marché et la croissance économique a ralenti aux États-Unis.

Le séisme, le tsunami et l'accident nucléaire japonais de mars 2011 ont eu peu d'impact direct sur les entreprises de la sphère IG. À l'exception de Tepco et de trois utilities allemands qui ont été rétrogradés par les agences de notation, pour la plupart des sociétés la qualité du crédit n'a pas été affectée par ces catastrophes.

Les troubles politiques au Moyen-Orient ont eu un impact direct limité sur les résultats des entreprises IG. Très peu de sociétés (Lafarge, ENI, Dong) sont exposées de manière importante (>10 % du chiffre d'affaires) à la région. Dans ces cas particuliers, les pressions potentielles sur les résultats de l'exercice 2011 devraient être faibles, car les entreprises concernées ont des activités diversifiées et bénéficient d'une bonne empreinte géographique. Indirectement, en revanche, le Printemps arabe a entraîné une hausse du prix du pétrole qui pèse sur la rentabilité d'un grand nombre d'entreprises IG. Selon les dernières informations en provenance d'Égypte et de Tunisie, la situation ne paraît pas encore stabilisée.

L'aggravation de la crise des dettes souveraines de la zone euro affecte de plus en plus la qualité du crédit de la plupart des sociétés d'Europe périphérique, notamment dans les utilities et les télécommunications. La contagion de cette crise commence à s'étendre à d'autres pays. Les politiques d'austérité devraient faire baisser le pouvoir d'achat des ménages via la réduction des subventions et la hausse des impôts, tout en pénalisant les bénéfices des entreprises au travers de l'imposition directe. Le sentiment est peu susceptible de s'améliorer dans un avenir proche, et pourrait même encore se détériorer avec les rumeurs de sortie de certains pays de la zone euro.

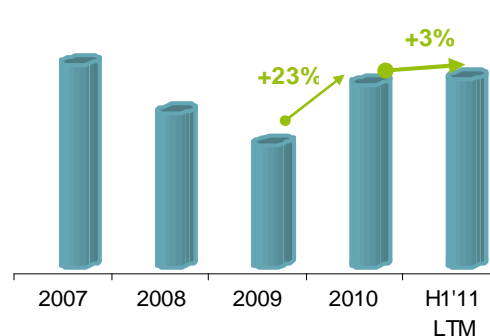
L'inflation des prix de l'énergie et des matières premières devrait ralentir avec le tassement de la croissance. Ainsi, les prix des principales matières premières (pétrole, cuivre, acier, coton, blé, etc.) diminuent depuis août 2011. Cette situation devrait limiter la contraction des marges bénéficiaires dans les 6 prochains mois, en particulier pour les sociétés qui ont réalisé des prix de vente plus élevés. Toutefois, les prix des matières premières sont toujours supérieurs à leurs niveaux de début 2009 et devraient continuer à peser sur la rentabilité des sociétés (ex.: secteur des transports).

Moindre croissance, baisse des marges d'EBITDA

Dans l'ensemble, les performances opérationnelles de 2011 faiblissent légèrement, la marge d'EBITDA des entreprises IG passant à 19,4 %, contre 19,6 % en 2010.

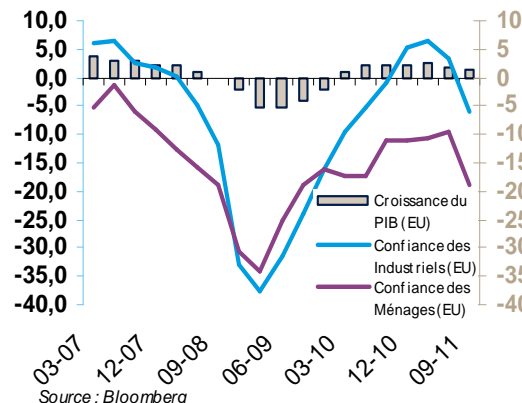
La croissance annuelle des chiffres d'affaires devrait nettement ralentir (hausse de seulement 4 % en 2011, après 12 % en 2010). De nombreuses entreprises ont annoncé qu'elles n'avaient pas constaté de reprise "réelle" de la demande après la dynamique très forte de 2010, qui tenait essentiellement à un effet de reconstitution des stocks.

Résultat Net en Mds €



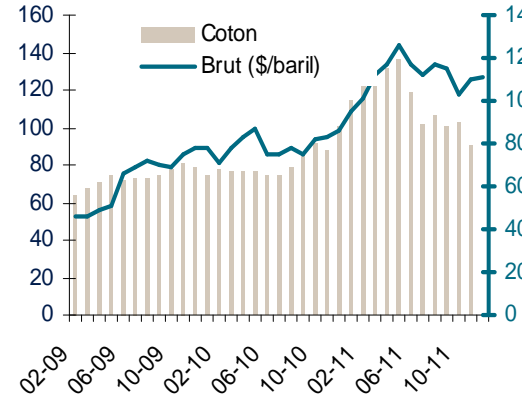
Source : Sociétés, Recherche Crédit Amundi

Europe : Croissance du PIB, Confiance des Ménages et des Industriels



Source : Bloomberg

Prix du Coton et du Pétrole depuis 3 ans



Source : Bloomberg

La croissance solide des marchés émergents devrait en partie compenser les faiblesses des économies matures. À peine 1/4 des CA des entreprises IG provenait d'économies en développement il y a trois ans, mais ce ratio devrait atteindre environ 1/3 d'ici la fin de l'exercice 2011. Les sociétés vont continuer à miser sur les opportunités de croissance à l'extérieur des marchés matures, car sur le long terme, les économies émergentes devraient se développer plus vite que l'Europe et les États-Unis.

Les programmes de réduction et de discipline des dépenses devraient compenser en partie le niveau élevé des coûts de production. Comme les contrats d'achats sont généralement négociés entre 3 et 6 mois à l'avance, la hausse des prix des matières premières qui s'est opérée au 1er semestre 2011 devrait se ressentir dans les résultats du S2 2011 et jusqu'à début 2012. Les entreprises présentes sur des marchés à forte croissance, dotées d'un positionnement solide et/ou offrant des produits innovants devraient disposer d'un pouvoir suffisant pour répercuter une grande partie de la hausse de ces coûts sur les prix offerts à leurs clients (ex. pneus haut de gamme, véhicules haut de gamme, alimentation et boissons, biens d'équipement à long cycle, produits de luxe). Les autres vont devoir poursuivre leurs efforts de réduction des coûts.

La rentabilité des sociétés cycliques a nettement rebondi depuis ses plus bas du dernier ralentissement économique, mais elle est toujours très inférieure à celle des entreprises non cycliques. En revanche, même si leur croissance résiste aux cycles économiques, les non cycliques voient leurs marges bénéficiaires évoluer en sens contraire de celles des sociétés cycliques. Il semble que la crise économique durable que nous vivons actuellement commence à affecter également la rentabilité des non cycliques, avec un décalage de 2 ans.

Compte tenu du ralentissement économique mondiale, les résultats des émetteurs IG devraient être ternes en 2012. La combinaison gagnante qui les aidera à préserver leur rentabilité est la suivante : 1/ forte présence sur les marchés émergents, 2/ produits haut de gamme ou très innovants et 3/ marge de manœuvre en termes de réduction des coûts.

En cas de répétition du scénario 2008-2009, c'est la capacité à générer des cash-flows libres (flux de trésorerie disponible) qui fera la différence

En 2011, les entreprises IG auront fait face à une hausse des besoins en fonds de roulement (BFR) et des dépenses d'investissement pour répondre à la progression de la demande et des chiffres d'affaires, en particulier sur les économies émergentes.

Les entreprises vont continuer à protéger la capacité à générer des cash-flows libres

Les dividendes ont augmenté de 17 %, après 2 ans de restrictions. Les entreprises ont généralement financé ces dépenses avec la trésorerie générée en interne, la plupart ayant dégagé des cash-flows disponibles positifs en 2011 (quoique moins élevés qu'en 2010).

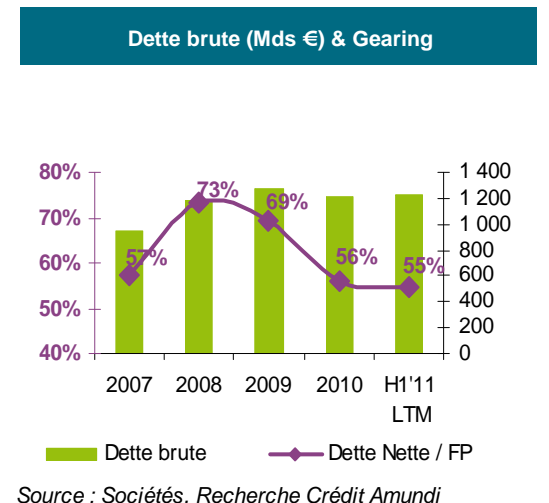
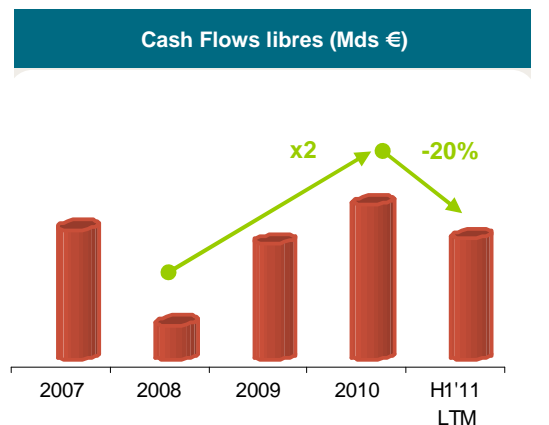
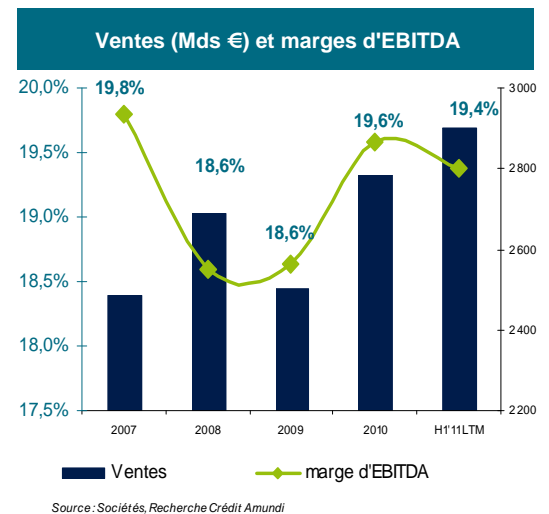
Une fois encore, les cycliques et non-cycliques se différencient par leur capacité de génération de cash-flow et la qualité de ce dernier : les cycliques peuvent générer plus de cash flow libre, mais les flux sont plus instables. Le principal moteur de leur cash flow libre est le BFR; dans le cas des non-cycliques, ce sont les investissements d'exploitation.

Pendant les 12 prochains mois, dans un environnement difficile, les entreprises devraient continuer à protéger leur capacité à générer des cash-flows libres en réduisant leurs dépenses d'investissement et leurs dividendes.

Pas de désendettement attendu en 2011 et 2012

D'ici fin 2011, l'endettement des entreprises IG ne devrait pas avoir beaucoup varié par rapport à fin 2010. L'endettement brut devrait rester stable, à un niveau élevé, et le ratio d'endettement devrait être plus faible grâce à la hausse des fonds propres (augmentations de capital et solidité des résultats nets). De façon générale, les entreprises s'endettent pour financer leur croissance externe (acquisitions) et/ou des investissements importants. Pour rembourser cette dette, elles peuvent soit vendre des actifs rapidement pour en tirer du cash, soit générer des cash-flows libres à partir de leurs investissements. Cependant depuis 2009, aucune de ces options n'a pu être (suffisamment) exploitée.

Toutefois, les ratios de couverture d'endettement se sont améliorés depuis fin 2009, sans pour autant revenir aux niveaux d'avant-crise. D'une part, la trésorerie des bilans a augmenté de 40 % depuis fin 2007, grâce à une forte génération de cash-flows libres (dette nette = dette brute - trésorerie), et d'autre part, la performance opérationnelle (EBITDA et flux d'exploitation) s'est sensiblement améliorée.



Compte tenu des incertitudes entourant les perspectives économiques, les entreprises devraient privilégier le maintien de la trésorerie au remboursement de la dette. Par ailleurs, la dette ne devrait pas non plus progresser car les activités de fusions-acquisitions seront limitées et les investissements et les dividendes pourront servir de variables d'ajustement. Le ratio de couverture de la dette devrait cependant se dégrader en raison de la baisse des cash-flows opérationnels.

Toujours une situation de liquidité solide

La position de trésorerie des entreprises IG est actuellement très solide. Nous l'évaluons à partir de deux axes d'étude simples : 1/ Un axe restrictif, qui compare la trésorerie à la dette à court terme (sans tenir compte du BFR potentiel et de la génération de cash flow libre). Fin juin 2011, les entreprises IG affichaient un ratio moyen trésorerie/dette à court terme de 2,7x, ce qui est un score honorable. 2/ Un axe incluant les investissements à court terme et les facilités de crédit disponibles confirmées : (trésorerie + investissements à court terme + facilités de crédit disponibles confirmées)/dette à court terme. Fin juin 2011, ce ratio de couverture était élevé, à 8,7x.

Les entreprises qui nous semblent être dans une position critique au regard de leur liquidité (trésorerie/dette court terme <70 %) sont parvenues à refinancer rapidement la dette arrivant à échéance, bien qu'à des taux d'intérêt beaucoup plus élevés.

L'accès au marché n'a pas été un problème pendant les périodes de resserrement de la liquidité, que ce soit après la faillite de Lehman Brothers ou pendant 2011. Même les entreprises d'Europe périphérique ont plutôt bien géré leurs émissions de refinancement, et chacune d'entre elles a été sursouscrite. Non seulement la plupart des sociétés IG ont géré avec succès le timing de leurs programmes de refinancement, mais en plus, le marché est resté très réceptif malgré la montée des tensions.

Selon nous, la trésorerie élevée des entreprises IG constituera un excellent tampon face aux tensions possibles sur le marché obligataire dans les prochains trimestres. D'autre part, nous pensons que la plupart des acteurs IG pourront accéder au financement obligataire, grâce à une capacité financière qui leur permet de supporter une hausse des taux d'intérêt. Cependant, si l'économie mondiale continue à se détériorer après 2012, la position en liquidité de ces entreprises va pâtir des refinancements importants prévus pour 2013 et 2014. Sans surprise, les émissions les plus fréquentes resteront celles des entreprises non cycliques et des constructeurs automobiles.

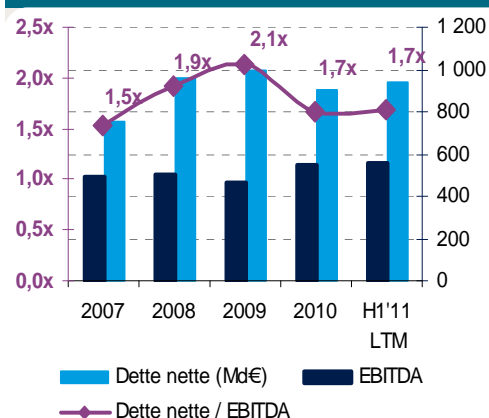
Conclusion

Les conditions opérationnelles devraient être plus difficiles pour les entreprises IG l'année prochaine en raison de la persistance de la crise des dettes souveraines de la zone euro, qui dicte en bonne partie les mouvements des marchés obligataires en euro (spreads et volatilité élevés). L'aggravation de la crise souveraine pourrait aussi provoquer des dégradations de notes de crédit pour certaines entreprises, notamment dans les télécommunications et les utilities, où un grand nombre d'acteurs sont vulnérables à la situation des États.

Toutefois, la majorité des entreprises IG européennes devraient relativement bien résister même en cas de répétition du ralentissement de 2008-2009, bien qu'une dégradation des profils de crédit soit possible. Elles bénéficieront de leur attitude prudente en 2011 (réduction des coûts, hausse modérée des dépenses d'investissement et des dividendes et acquisitions de taille mesurée). Leur bilan s'est assaini, même si le désendettement n'est peut-être pas encore à l'ordre du jour. La trésorerie accumulée jusqu'à fin 2010 ne devrait pas avoir beaucoup baissé fin 2011, et garantit une liquidité élevée pendant les 12 prochains mois.

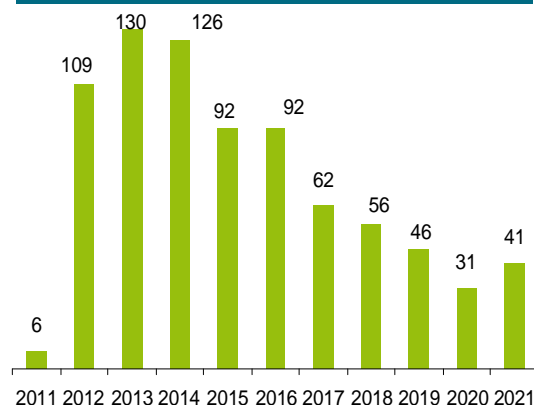
La plupart des sociétés ont géré astucieusement leur calendrier de refinancement et devraient poursuivre sur cette voie, malgré des taux d'intérêt plus importants. L'acceptation des émissions de corporate IG par le marché est très bonne, même si la hausse des spreads due à la propagation de la crise souveraine décourage les investisseurs du marché secondaire, ce qui contribue à de nouveaux élargissements des spreads.

Couverture Dette : Dette nette/EBITDA (x)



Source : Sociétés, Recherche Crédit Amundi

Echéancier de la dette obligataire (Mds €)



Source : Bloomberg

9 Marché des changes : le sort de l'euro va se jouer en 2012

2011 : un environnement de crise, mais un euro relativement stable

1. **L'euro** est resté à peu près stable en dépit de l'aggravation de la crise des dettes souveraines. Cela s'explique par l'augmentation des entrées nettes de titres de portefeuille enregistrées dans la zone euro (cf. analyse du n° de décembre 2011).

2. **Le franc suisse** a servi de valeur refuge évoluant de concert avec les spreads souverains périphériques. Il a atteint son plus haut niveau historique durant l'été, que ce soit face à l'euro ou en termes de taux de change effectif réel. Le seuil symbolique de la parité face à l'euro a même été franchi en août. Les pressions déflationnistes ont conduit la banque centrale (BNS) à intervenir, en fixant un plancher pour l'EUR/CHF (1,20).

3. **Le yen** s'est nettement apprécié suite à la catastrophe de Fukushima (mars). Les opérateurs ont anticipé que le yen s'apprécierait comme après le tremblement de terre de Kobé en 1995 (flux de rapatriements de capitaux notamment des assureurs). Pour éviter que ce scénario ne se reproduise, la BoJ est intervenue sur le marché des changes. Depuis l'été, le dollar/yen s'est stabilisé depuis lors au voisinage de 77.

4. **Les devises des pays émergents** se sont dépréciées face au dollar avec la montée de l'aversion pour le risque liée à la crise des dettes souveraines. On retrouve là le comportement observé dans les phases d'aversion pour le risque extrême, durant lesquelles le dollar joue les valeurs refuge. Même si les fondamentaux sont plus solides (croissance plus soutenue, nombreux pays en excédent courant), les investisseurs étrangers des pays avancés – en Europe ou aux Etats-Unis notamment – ont tendance à rapatrier les capitaux, ce qui pèse sur les bourses et sur les devises locales.

Deux scénarios pour 2012 : l'apaisement ou la poursuite de la crise

Scénario d'apaisement : il est difficile de tabler sur ce scénario sans une intervention plus proactive de la BCE. Que la taille de son bilan augmente ou non, l'euro pourrait en bénéficier. Les bourses de la zone euro ont en effet subi une décote liée à la crise. Les investisseurs étrangers seraient sans doute attirés par des valorisations attractives. Toutefois, le potentiel de hausse de l'euro serait limité. D'une part parce que l'euro est légèrement surévalué. D'autre part, parce que les phases de surréaction à la hausse (à 1,50 ou 1,60) ont correspondu soit à une hausse des taux directeurs plus marquée de la BCE, soit à une diversification accrue des portefeuilles des investisseurs étrangers (notamment asiatiques) vers la monnaie unique. Deux événements très improbables.

Scénario de risque : un enlèvement institutionnel, accompagné de tensions persistantes sur les souverains conduirait tôt ou tard à un délitement « désordonné » de la zone euro. Il est toutefois peu probable que l'euro s'effondre. Tout comme le dollar, l'euro est devenu une devise « too big to fall ».

“ L'euro est-il, comme le dollar, devenu « too big to fall » ? ”

En effet, les actifs en euro ont probablement pris trop d'importance dans les portefeuilles internationaux pour que les investisseurs s'en dessaisissent brutalement.

Concernant l'évolution des autres devises, on retiendra surtout :

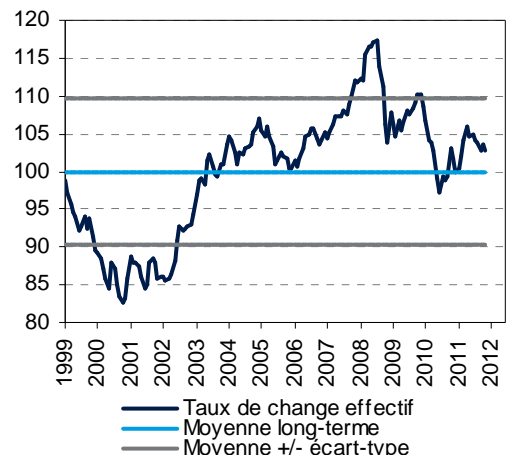
Yen : il y a peu de mouvements à attendre sur la devise. D'une part, parce que la BoJ ne laisserait pas la devise s'apprécier sans intervenir. D'autre part, parce que le maintien de politiques monétaires accommodantes aux Etats-Unis et en Europe ne permet pas de tabler sur une réappréciation du dollar, de l'euro ou de la livre face au yen.

Franc suisse : la devise est toujours très surévaluée. Au cours actuel, nous déconseillons toute position. A la hausse, car l'engagement de la BNS est crédible dans la mesure où elle s'engage à acheter un montant illimité de devises étrangères (d'euros) pour maintenir ce cours quitte à augmenter la taille de son bilan. A la baisse, car avec la crise des dettes souveraines, il nous paraît improbable que l'euro s'apprécie face au franc.

Devises « matières premières » (dollars australien et néo-zélandais, real brésilien) : elles se sont bien moins dépréciées que le prix des métaux par exemple (voir graphique). La prudence s'impose dans une phase de ralentissement de l'économie mondiale.

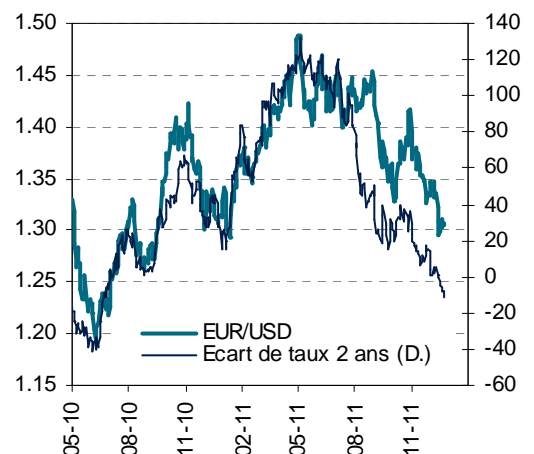
Devises asiatiques : dans un scénario d'apaisement en Europe, ce serait probablement les premières à se ressaisir. La dépréciation depuis septembre s'explique avant tout par la montée de l'aversion pour le risque. Il faudra toutefois suivre la conjoncture en Chine. Tout signal de ralentissement plus marqué que prévu maintiendrait une pression baissière sur les devises de la région.

Taux de change réel effectif de l'euro (100 = moyenne depuis la création de la zone euro)



Source : Datastream, Stratégie Amundi

EUR/USD vs écart de taux 2 ans (pb) entre l'Allemagne et les Etats-Unis



Source : Datastream, Stratégie Amundi

10 Marchés des actions : une forte baisse en 2011 et des risques asymétriques en 2012

2011, première année de performance négative des actions depuis le démarrage du cycle boursier en mars 2009

L'année 2011 se décompose en deux semestres bien distincts :

Au premier semestre, la problématique est celle de l'inflation et de la désynchronisation des politiques monétaires. Portés par le QE2 américain, les marchés absorbent la contagion de la crise européenne au Portugal, le tsunami japonais et le printemps arabe. Mais les marchés émergents souffrent d'une politique monétaire de plus en plus restrictive pour faire face à la montée des prix des matières premières.

Au second semestre le risque de récession pointe, alors que les politiques monétaires sont partout passées en mode attentiste. Les Etats-Unis déçoivent sur la croissance du PIB du deuxième trimestre et sur l'incapacité du congrès à se mettre d'accord, ce qui conduit à la perte du AAA et au décrochage des marchés en août. En Europe, le sommet du 23 juillet ne rassure pas. Le 26 octobre, l'Autorité Bancaire Européenne précise que les 9% exigés de Core Tier doivent tenir compte des dettes souveraines à leur valeur de marché, ce qui renforce le cercle vicieux. Le G20 du 3-4 novembre se solde par un échec. Enfin, pour la première fois dans ce cycle, les profits des sociétés au troisième trimestre déçoivent en Europe contrairement au cas américain.

Sur l'année, les marchés baissent (voir 1^{er} graphique). Etats-Unis et Royaume-Uni (QE et devises sous-évaluées) résistent. Les pays émergents (politique monétaire restrictive), la zone Euro (crise européenne) et le Japon (Tsunami) ferment la marche.

2012, année de la resynchronisation des politiques monétaires, marquera le retour en grâce des marchés émergents.

La levée du risque de contagion de la crise européenne, disons en début d'année, ouvrirait la possibilité d'une hausse intra-annuelle marquée des indices, avant qu'ils n'anticipent une politique nécessairement restrictive aux Etats-Unis en 2013, post élections de novembre 2012 (voir 2^{ème} graphique (a)). L'alternative à ce scénario serait une récession mondiale conduisant à un décrochage des marchés actions (2^{ème} graphique (b)). La perspective de ce second scénario n'incite pas à prendre de risque.

Si les actions doivent se reprendre, le moteur est à chercher du côté d'une reflation synchronisée des multiples. Au-delà d'une action nécessaire de la BCE, un QE3 est hautement probable aux Etats-Unis, alors que la Chine a initié sa première baisse du taux de réserves des banques. Quant aux profits, ils seront résilients au mieux ; une croissance globale de +3% est compatible avec une croissance nulle des profits en zone euro, ce qui nous semble un maximum. Les Etats-Unis et le Royaume-Uni devraient faire un peu mieux. Le Japon profitera d'un effet de base favorable au premier semestre et les pays émergents d'une croissance plus solide au second.

Pour 2012, nous avons bâti 3 simulations (3^{ème} graphique) en tenant compte de la tendance baissière à long terme des PER :

- 1) borne haute : résilience des profits et PER à 90% du dernier niveau de haut de cycle
- 2) résilience des profits et PER à 80%
- 3) borne basse : forte baisse des profits (récession globale) et baisse du PER à 70%.

“ *En 2012, renforcer les marchés émergents en cas de solution en Europe* ”

Ces simulations confortent notre vue relative :

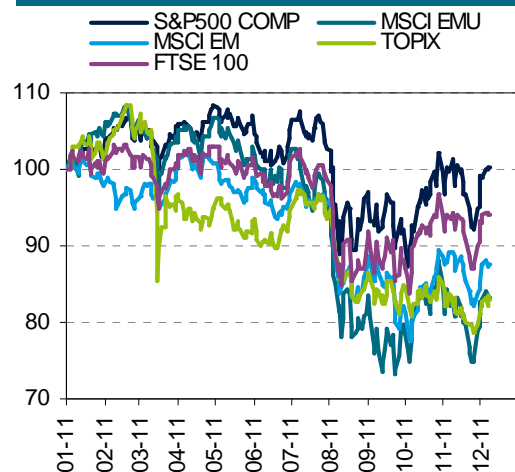
Nous préférons allouer une majeure partie du risque sur les **marchés émergents** (reflation plus croissance).

Les **Etats-Unis** et le **Royaume-Uni** (reflation et devises sous-évaluées) méritent une neutralité.

La **zone euro** (reflation sans croissance) surperformera dans le rebond (surtout les parties stressées : périphériques et financières) mais elle ne tiendra pas la distance (sous pondération) ... sauf si la récession en cours s'avère plus courte et moins sévère que prévu.

Le **Japon** (reflation mais devise forte) fera au mieux comme le reste du monde (sous pondération).

Baisse des actions en 2011 (base 100 au 01/01/2011)



Source : Datastream, Stratégie Amundi

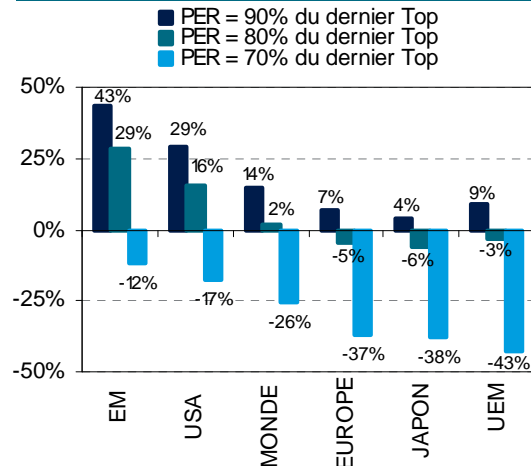
Deux scénarios asymétriques pour 2012 : le rebond ou la chute

Actions / Obligations - USA -



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Simulations de performances pour 2012 (Indices MSCI)



Source : Datastream, Stratégie Amundi

11 Analyse sectorielle actions : maintenir un biais défensif en 2012 ...

En Europe, les résultats ont décliné tout au long de l'année 2011

Après +12% au T1 et +8% au T2, les résultats ont baissé de 12% au T3, soit +3% en cumul. Ce décrochage est surtout lié aux financières dont les résultats ont baissé de 38% au T3 et de 14% en cumul. Une nouvelle détérioration étant à prévoir au T4 (-13%), 2011 devrait s'achever sur une baisse des résultats de 1% au lieu des +2% couramment estimés. Avec un MSCI Europe en baisse de 13% depuis le début de l'année (1^{er} janvier au 1^{er} décembre), **les secteurs défensifs ont tiré leur épingle du jeu** avec une baisse moyenne de 4%. Les cycliques ont baissé à l'unisson avec le marché (-12%) **quant aux financières, elles ont largement sous-performé** avec une baisse moyenne de 28%.

Parmi les **secteurs défensifs**, six sur sept ont surperformé et trois d'entre eux se détachent véritablement : la Pharmacie, la Santé et l'Alimentation & Boisson. A l'inverse, la Distribution alimentaire et les Services collectifs ont été sous pression.

Parmi les **secteurs cycliques**, la tendance est plus partagée. Les secteurs en retrait sont les plus sensibles au repli de la consommation ou de l'investissement (Auto, Services aux consommateurs, Transports, Matériaux de base et Industrie). La palme du recul revient à la Tech Hardware qui cumule le déclin de ses entreprises phares (Alcatel, Nokia...). Les cycliques qui se sont le mieux comportées sont celles dont les fondamentaux sont plus solides (Software et Luxe) ou la cyclicité moindre (Média, Services aux entreprises, Distribution). Les Semi-conducteurs constituent une exception. Ce secteur cyclique « avancé » a sous-performé plus tôt que les autres (T2 2011), les prévisions ont été rapidement coupées, puis, une fois l'essentiel des mauvaises nouvelles intégré, le secteur a rebondi. A mi-chemin entre cyclique et défensive, **l'Energie** est un secteur à part entière qui a nettement surperformé, protégé par son rendement et la résilience de ses profits.

En ce qui concerne les **Financières**, la sous-performance est surtout le fait des Banques et des Diversifiées, alors que l'Assurance et l'Immobilier ont évolué avec le marché.

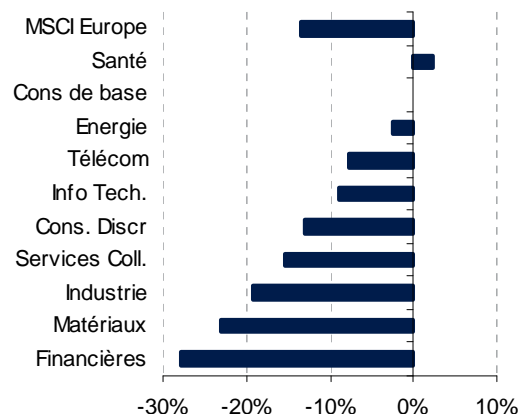
Perspectives 2012 : Conserver un biais défensif et, si possible, une forte exposition internationale

Le consensus table sur une croissance des résultats de +10% en Europe et +9% en zone euro. Compte tenu des menaces sur la conjoncture et le crédit, ceci semble optimiste, en particulier pour la zone euro. **Nos prévisions top down pour la zone euro n'excèdent pas 0%**. Et si la récession venait à être plus sévère, les résultats pourraient baisser de 10 à 15%.

La décomposition des résultats par secteur ci contre illustre la **fragilité des approches de type bottom up**. On relèvera tout d'abord qu'en masse, **la moitié du rebond des résultats 2012 repose sur les seules Financières, censées croître de 28%**. Mais ceci pourrait être battu en brèche par la remontée des provisions liées au ralentissement conjoncturel, l'assèchement du crédit interbancaire et le manque à gagner consécutif au *deleveraging*. De même, dans un contexte de tassement de l'investissement, **il est improbable que l'Industrie soit en mesure d'accélérer** sur le front des ventes et de doubler le taux de croissance de ses résultats (+11% contre 6%). Autre bizarrerie, hors Energie, **neuf secteurs sur dix sont censés améliorer leurs marges**. Malgré l'amorce de baisse des matières premières, ceci semble aléatoire compte tenu du ralentissement économique, des pressions tarifaires et de la remontée prévisible des charges de restructuration. De fil en aiguille, tout l'édifice apparaît bien fragile.

Compte tenu de ces incertitudes, **nous conservons un biais défensif**, notamment à l'égard du consommateur européen. **Nos secteurs favoris demeurent l'Energie, la Santé et l'Alimentation Boisson**. Ces secteurs sont également bien placés en matière de « géomix », avec une large part des ventes hors d'Europe. La Pharmacie présente en outre l'avantage d'être peu chère. Nous redevons positifs sur les **Métaux & Mines** qui devraient tirer parti de la résilience de l'économie chinoise ; un thème revenu en grâce avec la baisse des coefficients de réserve. **Nous sous-pondérerons les cycliques les plus vulnérables** comme l'Auto et les Services aux consommateurs, fragilisés par l'atonie de la demande domestique ou les Transports et Biens d'Equipement, sensibles au CAPEX. Nous demeurerons à l'écart de l'Immobilier qui sera affecté par le tassement de l'indexation des loyers, la baisse des taux d'occupation, et sa surexposition à l'Europe du sud. Les perspectives à long terme des Financières demeurent médiocres. En revanche, après le calvaire subi depuis deux ans, le secteur devrait bénéficier d'un coup de fouet si (et seulement si...) un début de solution à la dette souveraine venait à s'esquisser.

MSCI Europe: Performances par secteur du 1^{er} janvier au 1^{er} décembre 2011



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Europe: Prévisions de résultats 2011 et 2012

Résultats	2011	Delta	Var	2012	Delta	Var
Energie	75,349	15,485	26%	75,653	304	0%
Matériaux	80,173	13,883	21%	84,152	3,979	5%
Industrie	42,731	2,583	6%	47,444	4,714	11%
Cons. Discr	52,308	7,631	17%	56,696	4,388	8%
Conso de Base	49,865	2,138	4%	54,621	4,756	10%
Santé	45,353	649	1%	49,899	4,546	10%
Financières	118,484	-1,168	-1%	151,625	33,141	28%
Info Tech	11,781	1,584	16%	13,236	1,455	12%
Télécom	42,234	-1,307	-3%	46,540	4,306	10%
Services Coll.	24,050	-7,248	-23%	26,438	2,388	10%
Total	542,327	34,231	6.7%	606,303	63,976	11.8%

Source : Alpha Value, Stratégie Amundi

Europe: Préférences sectorielles 2012

Transport	Télécom	Pharma
Biens d'Equip.	Utilities	Alimentation Boisson
Cons. Services	Distri. alimentaire	Santé
Auto et Comp	Pers. Products	Energie
Immobilier	Comm. Services	Distribution
	Cons. Durables	Matériaux
	Medias	
	Info Tech	
	Financials ex RE	

Défensives Financières Cycliques

Source : Stratégie Amundi

12 2012 devrait marquer le retour en grâce des marchés émergents

2011 : inflation, resserrements monétaires et choc de croissance externe

L'année 2011 pour les économies émergentes aura débuté par de vives inquiétudes sur l'inflation pour terminer sur des craintes relatives à la stabilité financière. Au final, ces économies ont été confrontées à une détérioration de leurs conditions financières depuis septembre, après avoir enduré un long resserrement monétaire entamé début 2010.

Une inflation en pleine accélération en début d'année : la plupart des grandes économies émergentes ont démarré l'année avec de sérieuses préoccupations en matière d'inflation. Le taux d'inflation moyen pour ces dernières se situe alors au-dessus de 6% dans un contexte de forte hausse des prix des matières premières agricoles et du pétrole. En fin d'année, les profils d'inflation apparaissent plus éparés. Pour ne citer que deux économies, la Chine voit son taux d'inflation baisser, alors que l'Inde conserve un taux d'inflation élevé sur fond de creusement des déficits (Cf. graphique ci-contre).

Un durcissement rapide des politiques monétaires. Les pays émergents ont accéléré le rythme de resserrement malgré des flux de capitaux entrants importants. L'objectif affiché était d'évacuer le risque de formation de bulles domestiques.

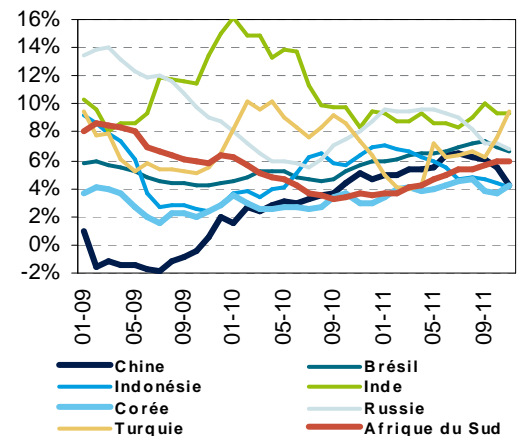
“ Les taux courts ajustés de l'inflation sont restés négatifs depuis 2010 ”

À titre d'exemple, la banque centrale de Chine aura augmenté 7 fois son taux de réserves obligatoires dont 6 fois sur le premier semestre par comparaison à 5 hausses sur l'ensemble de l'année 2010. Ce constat se généralise, d'ailleurs, à la plupart des grandes banques centrales émergentes. Cependant, malgré ce resserrement monétaire à marche forcée les taux courts ajustés des niveaux d'inflation courants – le taux moyen jour/jour dans le graphique ci-contre – sont restés en territoire négatif tout au long de 2011 (comme en 2010). En d'autres termes les biais des banques centrales sont demeurés très accommodants au regard de conjonctures plutôt vigoureuses.

D'un durcissement monétaire à un choc de croissance externe accompagné d'un risque élevé de retraits de capitaux : la crise européenne a induit un double choc pour les économies émergentes. En premier lieu, la montée du stress financier a conduit à une baisse de la demande externe. Les enquêtes industrielles menées auprès des directeurs d'achat en Chine, au Brésil, en Corée entre autres en témoignent, connaissant un repli quasi continu depuis leur pic de début d'année, pour terminer sous la barre des 50. En second lieu, l'aggravation de la crise souveraine en zone Euro a incité les banques de la zone à se délester de leurs actifs risqués non libellés en euro. Sans surprise aucune, au plus fort du stress émergent, les devises des économies les plus proches géographiquement ont été sévèrement impactées. Au mois de septembre, les monnaies ayant le plus fortement corrigé contre la monnaie unique ont effectivement été le Forint hongrois (-7%), le Zloty polonais (-6%) le Leu roumain (-3%).

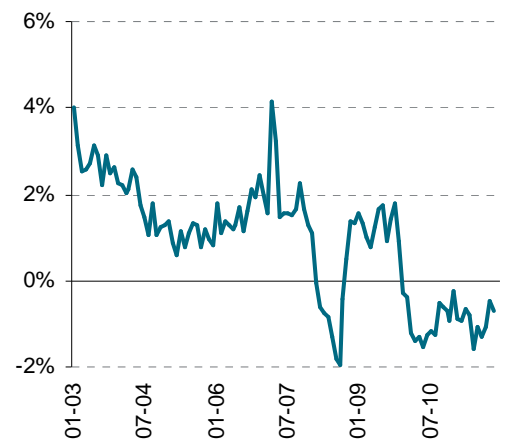
Les actifs émergents ont montré comme en 2008 les limites de leur caractère diversifiant. Les devises émergentes européennes n'ont pas été les seules à avoir souffert. Le Real brésilien ou le Rand sud africain ont concédé autant de terrain que le Forint. De même, l'indice JP Morgan-Bloomberg des principales devises asiatiques contre dollar est en repli de 1.5% sur l'année. Il est intéressant de le comparer au rythme d'appréciation annuel moyen des devises asiatiques contre dollar depuis 2002. Celui-ci s'élève à 2%. Qui plus est, le décrochage récent aura été plus violent (un rythme de chute deux fois supérieur) à l'épisode de 2008 mais aussi de plus courte durée (2 mois contre 7). Globalement, les actifs émergents finissent l'année sur une note plutôt médiocre. En devises locales, l'indice actions MSCI émergent est en recul de 10% alors que l'indice actions MSCI Monde affiche une baisse de 5.5% ou que l'indice FTSE des valeurs internationales concède moins de 3% (entreprises dont plus de 30% du chiffre d'affaires est réalisé hors de leur marché domestique). Le crédit haut rendement émergent perd 3%. Certaines thématiques actions tirent, malgré tout, leur épingle du jeu comme le secteur de la consommation courante qui finit l'année à près de 9%. En devises locales et en dollar, les obligations enregistrent des soldes de performance positifs supérieurs à 8%. Toutefois, ces performances ne sont pas supérieures à celles des titres du Trésor américain qui, eux ont connu la première dégradation de leur note de crédit de leur histoire par l'agence Standard & Poor's en mai 2011.

Taux d'inflation des économies émergentes



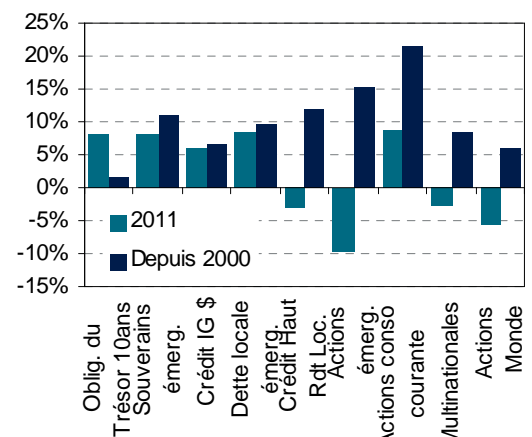
Source : Bloomberg, Stratégie Amundi

Taux moyen Jour/Jour ajusté de l'inflation courante



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Performances 2011 des actifs émergents



Source: Bloomberg, Stratégie Amundi

2012 : des marges de manœuvre pour les politiques économiques

La qualité des fondamentaux économiques ne doit pas être remise en cause. Les perspectives de long terme ont peu évolué : les économies émergentes disposent toujours d'un potentiel de croissance plus important que celui des économies développées, tout autant que des fondamentaux économiques plus robustes. S'il ne fallait qu'un argument pour s'en convaincre, il suffirait de rappeler que le montant total d'actifs de réserve de la Chine, de l'Inde, de la Russie et du Brésil réunis avoisine les 4 200 milliards de dollars soit près d'un tiers du PIB des Etats-Unis. Le secteur privé, quant à lui, n'est pas non plus en reste. Au cours de la décennie, le nombre de révisions à la hausse des notations de crédit des trois principales agences de notation (S&P, Moody's et Fitch) pour les entreprises des BRICs étaient en moyenne toujours plus important que celui des révisions à la baisse. Les entreprises américaines, par comparaison, ont pâti d'une dynamique inverse.

Les tendances sur les marchés émergents au cours de l'année écoulée reflètent une perception d'émiettement du caractère diversifiant des actifs émergents. Les inquiétudes des investisseurs se cristallisent sur la capacité des économies émergentes à pouvoir s'immuniser contre une détérioration économique et financière des économies développées.

“ *Le caractère diversifiant des actifs émergents a été remis en question* ”

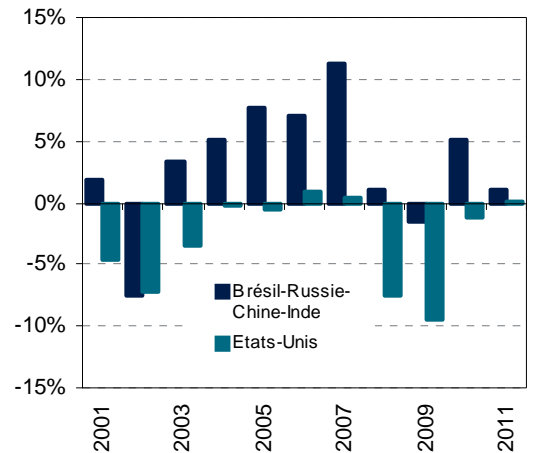
Trois facteurs seront déterminants à moyen terme : les marges de manœuvre de politique économique, la volatilité des devises et la robustesse du secteur financier.

Tous trois procèdent d'une logique contra cyclique. Une forte volatilité de la devise risquerait de déstabiliser des anticipations d'inflation de moyen terme. La Turquie est déjà victime de ce mécanisme. Un secteur bancaire fragilisé serait dommageable pour la transmission du biais de politique monétaire. Les valorisations relatives des banques des économies émergentes sont encore trop élevées (un ratio de prix/fonds propres de 1.9x contre 1.0x aux Etats-Unis). Cependant, selon le Fonds Monétaire International dans une économie systémique comme celle de l'Empire du Milieu la présence de réserves de capitaux au sein du système financier (le ratio prudentiel des plus importantes banques serait proche de 11%), comme les capitaux mobilisables par les fonds souverains domestiques limitent fortement le risque d'un incident du type Lehman même en cas d'une correction sérieuse du marché immobilier.

Le stress financier pourrait-il venir de l'Europe ? Dans son rapport du quatrième trimestre 2011, la Banque des Règlements Internationaux (BRI) estime que l'impact d'un désendettement des banques européennes sera contingent aux besoins de capitaux de ces dernières. L'Autorité Bancaire Européenne (ABE) estime les besoins de recapitalisation à près de 115 mds d'euros. Les régions émergentes, néanmoins, ne seront pas toutes affectées de manière identique. Les voisins les plus proches Pologne, Hongrie, Roumanie – Europe émergente – sont de loin les plus vulnérables. Les banques européennes y fournissent 42% de l'offre totale de crédit au secteur non financier pour maturités courtes (un tiers des créances sont de moins d'un an) et via des actifs de dettes non négociables. A contrario, l'Asie émergente comme l'Amérique Latine apparaissent moins exposées du fait que les établissements européens ne participent qu'à hauteur de 0.5% pour la première et 10% pour la seconde à l'offre de crédit au secteur non financier.

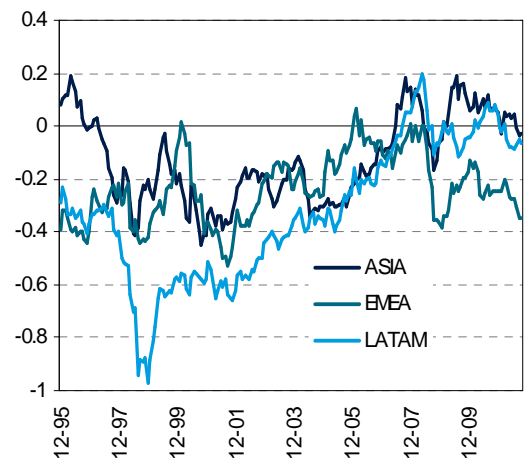
Quelles stratégies pour 2012 ? Dans le scénario central que nous retenons (une récession européenne et un ralentissement mondial, sans récession mondiale), les devises émergentes en particulier asiatiques devraient se réapprécier contre le dollar, ce qui est un élément de soutien pour les actifs de maturité longue en devises locales (dettes et actions). Dans cette perspective, les actions émergentes sont les actifs les plus intéressants. Elles présentent une liquidité supérieure aux actifs de dette émergents – un atout appréciable dans un contexte de crise souveraine. Leur valorisation relative par rapport aux actions des économies matures (européennes y compris) est devenue attractive que ce soit en termes de dividendes ou de multiples prix -fonds propres ou prix-bénéfices. À leur niveau de fin d'année, les actions émergentes intègrent d'ores et déjà un net ralentissement mondial. Par ailleurs, une exposition à la dette souveraine libellée en dollar nous semble appropriée. D'une part, parce que sa valorisation (relativement aux obligations du Trésor américain) est redevenue attractive et, d'autre part, parce que le dollar s'apprécierait sans doute en cas de remontée brutale du stress de marché.

Proportion de révisions nettes de notation de crédit à la hausse



Source : Bloomberg, Stratégie Amundi

Ecart de valorisation aux actions développées (DY, P/B, P/CF, P/E)



Source : Datastream, Stratégie Amundi

13 Matières premières en 2012 : une année, deux semestres !

Rétrospectives 2011 : Après +12% au T1, les T2, T3 affichent tous les deux une baisse de -9% et -11% respectivement. Depuis octobre, les prix des matières premières sont en hausse de 10%, ce qui devrait permettre à ces dernières de finir l'année comme elles l'ont commencée. Toutefois, les différents secteurs composant cet indice ont connu des trajectoires bien différentes.

Les deux secteurs qui ont le plus souffert sur l'année 2011 sont les secteurs des métaux industriels et l'agriculture. Les métaux industriels affichent une baisse de 20% qui s'explique par l'effondrement du prix du cuivre et de l'aluminium. Le cuivre s'échange à 7763\$/MT au premier décembre alors qu'au début de l'année, il était de 9650\$. Du côté de l'agriculture, on assiste également à une chute de l'indice qui comme celui des métaux industriels est en baisse de 20% sur l'année. Toutefois la dispersion entre matières agricoles est restée forte avec un prix du blé en baisse de 20% alors que dans le même temps, le prix du maïs est resté stable par rapport au début de l'année.

Le secteur de l'énergie est en hausse de 7% mais l'année a été marquée par l'évolution de l'écart de prix entre Brent et WTI. En effet, l'écart de prix entre les deux valeurs a atteint un pic historique, 29\$ en septembre, pour finalement s'établir à 7\$. Le baril de Brent est ainsi en hausse de 17% alors que le WTI n'augmente que de 9% sur l'année 2011. Le marché pétrolier a aussi été marqué par le « printemps arabe » qui a eu un impact sur le pétrole notamment en Lybie où 1,7mb/j ont manqué sur le marché.

Le secteur qui a eu **les performances les plus élevées est de loin celui des métaux précieux.** Ces derniers sont en hausse de 20%. Un climat d'incertitude croissant sur la sortie de crise de la zone euro et les perspectives de récession dans cette même zone ont permis à l'or de voir passer son prix de 1406\$ à 1745\$. En termes réels, l'or a frôlé son plus haut historique atteignant les 1900\$. L'argent, bien que plus volatil que l'or, a également connu une hausse de 8% sur l'année.

Perspectives 2012 : La demande de pétrole sera tirée vers le haut par les économies émergentes alors qu'elle sera en baisse pour les pays OCDE. Avec une croissance mondiale en hausse de 3,5%, on estime que la demande pour l'année 2012 sera en hausse d'environ 1mb/j pour s'établir à 90mb/j. Le principal risque associé à ce scénario est la contagion de la récession de la zone euro aux Etats-Unis et aux économies émergentes. Dans ce cas, la demande pourrait être en baisse sur l'année 2012. L'impact de cette récession sur le pétrole et sur les matières premières en général sera amorti par les baisses de taux des banques centrales. Dans ces conditions, nous sommes légèrement négatifs sur le pétrole même si un mouvement de hausse devrait apparaître en seconde partie d'année et après une baisse marquée au premier semestre.

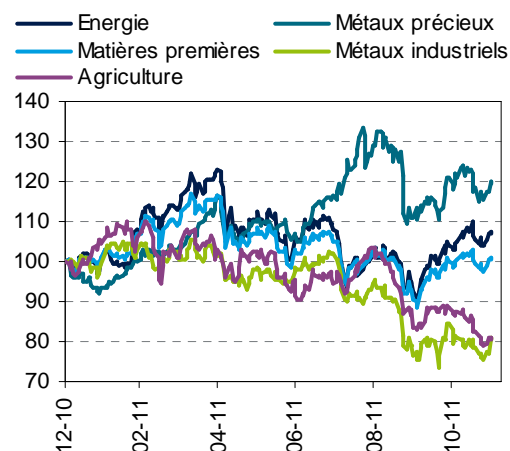
“ Une deuxième partie d'année positive pour les matières premières ”

Les métaux industriels sont les matières premières les plus liées à l'évolution de la croissance et à l'activité industrielle. C'est la Chine qui est le principal pays importateur et consommateur (notamment pour le cuivre et le nickel). La croissance mondiale ralentissant, nous attendons une baisse de la demande de métaux et donc des prix.

L'or sera soumis à des forces contraires en 2012. D'un côté, la sortie de crise devrait diminuer son attractivité en tant que valeur refuge. Mais, d'un autre côté, les taux réels négatifs aux Etats-Unis, le rôle de diversification qu'il joue dans les portefeuilles et le fait que les banques centrales seront probablement, comme en 2011, de gros acheteurs seront des facteurs de soutien en 2012. Dans l'ensemble, nous estimons que le cours de l'or se maintiendra à un niveau élevé.

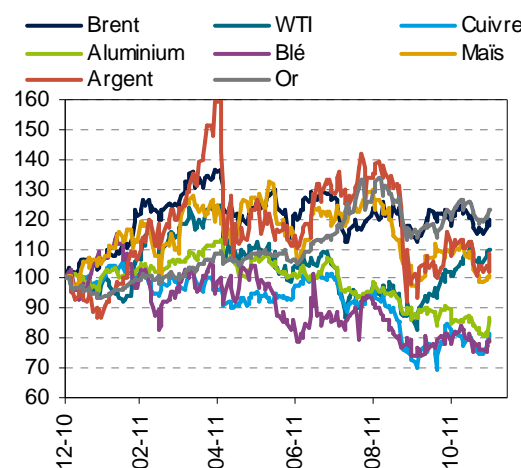
Une baisse des prix des matières premières (à l'exception de l'or) en première partie d'année suivie d'un rebond en seconde partie notamment grâce aux différentes politiques (monétaires et budgétaires) mises en œuvre pour sortir de la crise est notre scénario pour 2012. Naturellement, ceci pourrait être largement modifié par des facteurs de risque tels qu'une propagation de la crise euro, une hausse des tensions au Moyen-Orient avec des arrêts de production dans un pays majeur de l'OPEP, un resserrement fiscal plus important que prévu aux Etats-Unis, ou encore un scénario d'atterrissage brutal en Chine.

Performance par secteur Du 1^{er} janvier au 1^{er} décembre 2011



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Performance par matière première Du 1^{er} janvier au 1^{er} décembre 2011



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Prévisions 2012

En dollar	23/12/2011	% variation	2012
Or (once)	1605	0 / +10%	1600-1800
Argent (once)	29	0 / + 5%	30-31
Brent (baril)	109	-5% / 0	104-110
WTI (baril)	100	-5% / 0	95-100
Cuivre (MT)	7640	-10% / -5%	6900-7300
Aluminium (MT)	2015	-10% / -5%	1800-1920

Source : Bloomberg, Stratégie Amundi

Prévisions macroéconomiques et financières - Amundi

Moyennes annuelles	Croissance du PIB réel, %			Inflation (IPC, %)		
	2011	2012	2013	2011	2012	2013
Etats-Unis	1.7	1.7	2.5	3.1	2.1	2.0
Canada	2.2	1.7	2.2	2.9	1.7	1.9
Japon	-0.4	1.8	1.7	-0.3	-0.4	0.1
Zone euro	1.5	0.0	1.6	2.7	1.8	1.4
Allemagne	2.9	0.8	2.6	2.4	1.5	1.4
France	1.5	0.0	1.6	2.2	1.5	1.3
Belgique	2.0	0.0	1.5	3.3	1.8	1.8
Italie	0.6	-0.7	0.4	2.7	2.0	1.7
Espagne	0.6	0.0	1.4	2.9	1.2	1.2
Grèce	-6.0	-3.5	0.2	3.0	1.8	2.7
Portugal	-1.9	-3.0	1.1	3.3	1.2	0.9
Irlande	1.1	0.9	2.3	1.1	0.7	1.2
Royaume-Uni	0.9	0.6	1.5	4.5	2.4	2.0
Suède	4.7	1.4	2.3	2.9	2.0	2.3
Norvège	1.7	2.6	2.7	1.4	1.5	1.9
Suisse	1.8	0.8	1.2	0.4	0.0	1.0
Turquie	6.5	3.5	5.0	6.5	6.5	6.5
Europe Emergente	4.0	2.0	3.0	5.9	6.6	6.1
Hongrie	1.1	-0.5	1.8	4.0	4.5	4.2
Pologne	3.8	2.1	2.5	4.2	2.5	2.8
Russie	3.9	1.7	2.5	6.9	9.0	8.0
Asie hors-Japon	7.7	6.8	7.2	6.0	4.1	4.7
Chine	9.5	8.4	8.0	5.4	3.6	4.0
Inde	7.2	6.5	7.7	9.3	5.7	7.4
Corée du Sud	3.7	3.6	5.0	4.4	3.5	4.2
Australie	2.5	3.1	3.2	3.5	3.3	2.8
Amérique Latine	4.2	3.5	3.8	6.0	5.9	5.8
Mexique	3.9	3.3	3.8	3.4	3.3	3.4
Brésil	3.1	3.5	3.9	6.3	5.8	5.0
Pays développés	1.6	1.3	2.3	2.7	1.8	1.7
Pays émergents	6.7	5.6	6.1	6.2	4.9	5.2
Total	3.8	3.3	4.0	4.2	3.2	3.3

Source : Stratégie Amundi, groupe Crédit Agricole

Soldes courants, soldes publics et dettes publiques

% du PIB	Solde courant		Solde public		Dettes publiques	
	2011	2012	2011	2012	2011	2012
Etats-Unis	-3.3	-3.2	-9.7	-7.9	100.0	105.0
Zone euro	-0.7	-0.5	-4.1	-3.4	88.0	90.5
Allemagne	5.0	4.8	-1.3	-1.0	81.7	81.2
France	-2.5	-2.4	-5.8	-5.2	85.6	89.4
Belgique	2.4	2.1	-3.6	-4.6	97.2	99.2
Italie	-4.2	-3.5	-4.0	-2.3	121.1	121.4
Espagne	-3.9	-3.5	-6.2	-5.2	69.0	73.0
Portugal	-7.6	-5.0	-5.8	-5.1	102.0	111.8
Irlande	0.7	1.5	-10.3	-8.9	109.3	115.4
Grèce	-9.9	-7.9	-8.9	-7.0	165.6	189.1
Royaume-Uni	-0.6	0.1	-9.4	-7.8	84.0	88.8
Japon	2.1	2.3	-10.3	-9.4	233.1	238.7

Source : Stratégie Amundi, groupe Crédit Agricole

Taux de change			Prévisions fin 2012	Valeurs d'équilibre					
vs EUR	Moyenne 2011	22/12/2011		BEER *		PPA (prix conso.)		PPA (prix prod.)	
			Niveau	% vs comptant	Niveau	% vs comptant	Niveau	% vs comptant	
EUR/USD	1.39	1.31	1.25	1.14	14%	1.19	10%	1.20	9%
EUR/GBP	0.87	0.83	0.80	0.66	26%	0.74	12%	0.65	29%
EUR/SEK	9.03	8.97	9.00	9.66	-7%	8.26	9%	8.30	8%
EUR/CHF	1.23	1.22	1.25	1.44	-15%	1.40	-13%	1.27	-4%
EUR/CAD	1.37	1.34	1.25	1.38	-3%	1.59	-16%	1.43	-7%
EUR/JPY	111	102	106	115	-11%	108	-5%	109	-6%
vs USD									
USD/JPY	80	78	85	101	-22%	91	-14%	91	-14%
GBP/USD	1.60	1.57	1.56	1.73	-9%	1.56	1%	1.79	-12%
AUD/USD	1.03	1.01	1.00	0.88	15%	0.64	58%	0.64	58%
USD/CAD	0.99	1.02	1.00	1.20	-15%	1.45	-29%	1.60	-36%

*Behavioural Equilibrium Exchange Rate (taux de change d'équilibre fondamental)

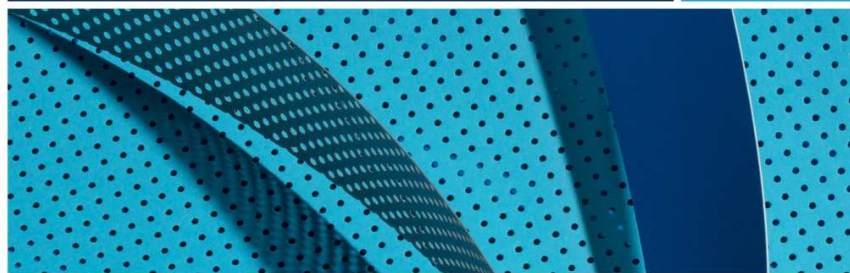
Source : Bloomberg, Stratégie Amundi

Taux directeurs et taux obligataires (en %)		Moyenne 2011	22/12/2011	Prévisions fin 2012
Etats-Unis	Taux des fed funds	-	0.25	0.25
	2 ans	0.44	0.28	1.00
	10 ans	2.78	1.97	2.75
	Courbe (10a-2a, pb)	234	169	175
Zone euro	Taux refi, BCE	-	1.00	0.50
	2 ans	1.11	0.21	0.50
	10 ans	2.66	1.93	2.75
	Courbe (10a-2a, pb)	155	172	225
Royaume-Uni	Taux BoE	-	0.50	0.50
	2 ans	0.88	0.34	0.80
	10 ans	3.02	2.03	3.00
	Courbe (10a-2a, pb)	214	169	220
Japon	Taux BoJ	-	0.10	0.10
	2 ans	0.17	0.14	0.20
	10 ans	1.12	0.97	1.25
	Courbe (10a-2a, pb)	95	83	105

Source : Bloomberg, Stratégie Amundi

Cross asset investment strategy

Stratégie et recherche économique



Correspondants

Rédacteur en chef

Philippe Ithurbide – Directeur Recherche, Stratégie et Analyse – Paris
+33 1 76 33 46 57

Rédacteur en chef adjoint

Didier Borowski – Responsable Stratégie & Recherche Economique – Paris

Contributeurs

Valentine Ainouz – Stratégie Crédit – Paris

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

Sergio Bertocini – Stratégie Crédit – Milan

Didier Borowski

Rémi Bourgeot – Stratégie & Recherche Economique – Paris

Delphine Georges – Stratégie Actions et allocation d'actifs – Paris

Philippe Ithurbide

Rémy Lambinet – Stratégie & Recherche Economique – Paris

Lai Ly – Analyse crédit – Paris

Eric Mijot – Responsable Stratégie Actions & Allocations d'actifs – Paris

Florian Roger – Responsable Macroéconomie – Paris

Ibra Wane – Stratégie Actions – Paris

Support

Pia Berger – Recherche, Stratégie et Analyse – Paris

Florence Dumont – Recherche, Stratégie et Analyse – Paris

Xiaofei Ma – Stratégie & 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 584 710 755 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.