



Analyse en bref

- 1** **2013 et au-delà : quel(s) scénario(s), et quelle allocation d'actifs ?** L'année 2013 est une année charnière et non une simple année de transition : elle déterminera les tendances pour les années à venir. On saura si la bonne tenue des marchés financiers en 2012 reposait ou non sur des avancées solides. Mais les problèmes de déficits et de dette ne seront pas tous résolus. Nous ne tablons pas sur la fin des problèmes mais simplement sur la fin de la crise. Ce n'est déjà pas si mal et il faudra sans doute s'en contenter.
- 2** **2013 : l'économie mondiale encore sous contrainte budgétaire mais moins sous tension financière.** Contrainte par l'effort de désendettement des pays développés, l'économie mondiale ne renouera pas avec ses rythmes d'expansion d'avant crise. Nous tablons néanmoins sur une accélération de la croissance mondiale (de +3,1% en 2012 à +3,5% en 2013) grâce à un environnement financier plus propice qu'en 2012 (notamment en Europe). Les Etats-Unis devraient croître à un rythme légèrement supérieur à 2%, l'Europe stagner, le Japon connaître une croissance molle et les pays émergents un rythme d'expansion légèrement inférieur à 6%.
- 3** **Vers un report des cibles de déficit public pour la plupart des pays de la zone euro en 2013.** Si l'Allemagne devrait encore afficher un budget proche de l'équilibre, la France, l'Italie et l'Espagne dépasseront leurs objectifs de déficit public en 2013. La consolidation budgétaire de la plupart des pays de la zone euro devrait ainsi être davantage étendue dans le temps.
- 4** **Des politiques monétaires très durablement accommodantes.** Lors de la reprise de 2009-2010, l'une des questions-clés était celle de la normalisation des politiques monétaires. Trois années plus tard, la crise de l'euro est passée par là. La donne a changé en Europe. La croissance est jugée trop fragile et toutes les grandes banques centrales demeurent en mode d'assouplissement. Pendant combien de temps ? Nous résumons ici nos attentes.
- 5** **Marchés de taux : la remontée des taux sera très lente en 2013.** Avec des politiques monétaires durablement accommodantes et une conjoncture morose, les taux longs ne devraient remonter que graduellement en 2013. Les primes de risque de crédit devraient lentement converger vers des niveaux plus en accord avec leur valeur d'équilibre. Enfin, les segments courts de la courbe des taux devraient légèrement se pentifier.
- 6** **Marché des changes : vers une dépréciation plus prononcée du yen en 2013.** Après une année 2012 relativement calme, nous nous attendons à des variations limitées des parités EUR/USD et EUR/GBP. En revanche, la tendance de dépréciation du yen initiée fin 2012 devrait se confirmer en 2013. Avec l'amélioration conjoncturelle prévue, le franc suisse devrait, lui aussi, se déprécier en 2013 par rapport à l'euro. Le real brésilien et le renminbi pourraient, eux, s'apprécier mais les autorités locales veilleront à éviter tout mouvement excessif.
- 7** **Le crédit en 2013 : vers une normalisation des spreads ?** Après une année 2012 exceptionnelle, les rendements et le resserrement des spreads attendus en 2013 sont beaucoup plus faibles. Dans un univers de taux bas et de croissance faible, le crédit reste une classe d'actifs attractive. Les investisseurs continueront de privilégier les émetteurs qui offrent encore du spread (périphériques, financiers et haut rendement). En dépit du reflux du risque systémique dans la zone euro, les risques de nouvelles tensions financières n'ont toutefois pas disparu.
- 8** **Banques européennes : le rebond des bénéfices n'est pas pour tout de suite.** Le risque extrême entourant la crise souveraine s'étant réduit, le marché s'interroge sur la rentabilité sous-jacente des banques européennes et leur capacité à redistribuer le capital. Toutefois, il est encore trop tôt pour attendre un rebond des bénéfices des banques commerciales, qui sont particulièrement exposées à l'économie réelle et à une conjoncture toujours fragiles en Europe.
- 9** **Un net rebond de la collecte en 2012 : Après trois années de baisses successives, les flux financiers ont nettement rebondi en 2012.** Le monétaire et les actions ayant continué de subir des retraits, ce rebond provient des fonds obligataires. Pour 2013, le couple risque/opportunités des actions s'est amélioré ; un rééquilibrage des flux en faveur des actions devrait alors se produire, en démarant par les marchés sous-détenus, comme la zone euro et les émergents.
- 10** **La hausse des actions initiée en octobre 2011 se poursuivra en 2013.** En 2012, les banques centrales ont ravivé la reprise des actions qui avait démarré en octobre 2011. La hausse s'est faite essentiellement grâce à une revalorisation des PER alors que les profits décevaient, mis à part aux Etats-Unis. En 2013 les actions devraient profiter d'un mixte de faible croissance des profits et d'une poursuite même modérée de la revalorisation. Mais pour que les actions attirent vraiment les investisseurs, il faudra rassurer sur la soutenabilité de la croissance.
- 11** **Matières premières : une pause dans le « super-cycle » ?** L'année 2012 aura été une année record pour le prix des matières premières. Néanmoins, l'année 2013 devrait marquer un changement...

Achévé de rédiger le 7 janvier 2013.

En savoir +

NUMERO SPECIAL 2013

- | | | |
|-----------|--|---------|
| 1 | 2013 et au-delà : quels scénarios, quelle allocation d'actifs ? | page 2 |
| 2 | L'économie mondiale encore sous contrainte budgétaire mais moins sous tension financière
Encadré 1 : « Falaise budgétaire » : les Etats-Unis ouvrent le parachute
Encadré 2 : Chine : un pays, deux semestres | page 8 |
| 3 | 2013 : vers un report des cibles de déficit public pour la plupart des pays de la zone euro | page 17 |
| 4 | Des politiques monétaires très durablement accommodantes
Encadré 3 : retour sur les mesures non conventionnelles de la BCE | page 19 |
| 5 | Marchés de taux : la remontée des taux sera très lente
Encadré 4 : moins d'émissions d'emprunts d'Etat en 2013
Encadré 5 : un krach obligataire très peu probable en 2013 | page 26 |
| 6 | Marché des changes : vers une dépréciation plus prononcée du yen | page 30 |
| 7 | Le crédit en 2013 : vers une normalisation des spreads ? | page 32 |
| 8 | Banques européennes : le rebond des bénéfices n'est pas pour tout de suite | page 36 |
| 9 | Un net rebond de la collecte en 2012 | page 38 |
| 10 | La hausse des actions initiée en octobre 2011 se poursuivra en 2013 | page 39 |
| 11 | Matières premières : une pause dans le « super-cycle » ? | page 41 |

1 2013 et au-delà : quel(s) scénario(s), et quelle allocation d'actifs ?

En cette fin d'année, et après trois années de crises de dette aux profils de risque bien différents, il est utile de s'attarder sur les perspectives à venir, non seulement pour l'immédiat (2013), mais aussi pour les années à venir. L'objet de cet article est de présenter les différents scénarios et risques en vigueur, mais aussi d'en tirer les conséquences pour les prévisions macroéconomiques et financières, ainsi que pour les stratégies d'investissement.

2011 : l'année de tous les dangers...

De nombreux facteurs de risque ont émaillé toute l'année 2011. On peut les dénombrer aisément :

- Un défaut de la Grèce ;
- La décision de la Grèce de sortir de l'UEM ;
- La décision des pays européens, allemands et français en tête, de pousser la Grèce hors de la zone euro ;
- L'éclatement de la zone euro ;
- La faillite des banques, incapables de faire face à leurs besoins de liquidité ;
- Le refus de la BCE d'acheter des obligations souveraines ;
- L'incapacité de la Grèce de racheter sa dette ;
- L'incapacité des européens de trouver une solution passant par une restructuration de la dette ;
- L'incapacité des européens à mettre en place une telle solution, à supposer qu'elle existe ;
- L'impossibilité de restructurer la dette grecque sans effet de contagion majeur ;
- Le rejet de l'UEM par l'Allemagne ;
- Un défaut de l'Irlande ou du Portugal ;
- ...

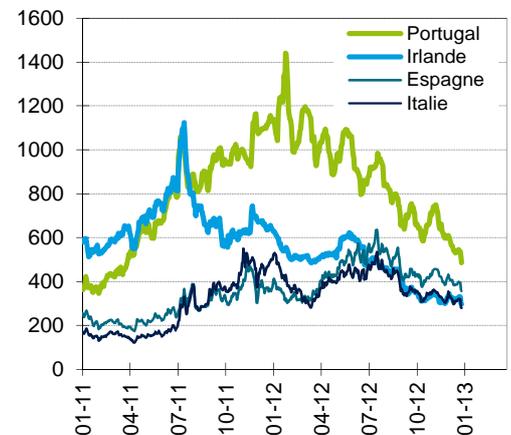
Ces facteurs de crise ont gagné de l'ampleur tout au long de l'année, et nous avons en conséquence assisté à des mouvements de marché violents :

“ 2011 : l'effondrement des marchés européens ”

- De très vastes élargissements des spreads de certains pays périphériques ;
- Une contagion graduelle de la Grèce vers l'ensemble des pays périphériques ;
- Des banques forcées de céder des actifs afin de réduire leur bilan et leurs risques (les banques des pays du noyau dur ont ainsi cédé des obligations souveraines des pays périphériques, ce qui a lourdement pesé sur les dettes souveraines) ;
- Un repli généralisé de la croissance économique européenne ;
- Une vulnérabilité de l'euro ;
- Une chute des marchés d'actions ;
- Une très forte volatilité sur les actifs risqués et sur les dettes souveraines ;
- Des politiques monétaires « anormalement » accommodantes ;
- Une très forte corrélation de l'ensemble des classes d'actifs, qui intégraient en fait le même facteur de risque ;
- Une très forte corrélation des marchés des pays composant la zone euro ;
- L'apparition d'un facteur unique de risque dans les portefeuilles, quels qu'ils soient... ce qui a très fortement handicapé les décisions d'allocations d'actifs ;
- L'apparition de divergences, dislocations et anomalies : nombre de valeurs ont ainsi clôturé 2011 avec des valorisations extrêmement éloignées de leurs valeurs d'équilibre ;
- Bref, un stress financier hors norme, bien pire que celui qui avait prévalu lors de la crise financière de 2008.

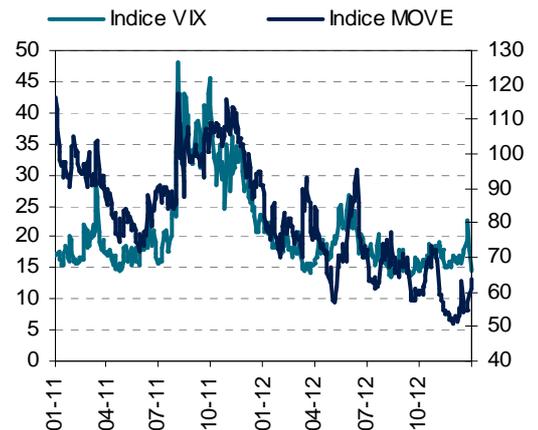
C'est dans ce climat que s'est terminée l'année 2011 : des valeurs et des marchés aux valorisations attractives, mais incluant des risques d'une ampleur parfois inconnue.

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



Source : Bloomberg, Stratégie Amundi

Indices de volatilité



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Les obligations souveraines en 2011	Le marché du crédit en 2011	Les actions en 2011
10 ans US : -140pb	Euro Investment Grade : 2,0%	DAX : -14,7%
10 ans allemand : -113pb	Euro High Yield : -2,5%	CAC 40 : -17,6%
10 ans Japon : -14pb	US Investment Grade : 7,5%	S&P 500 : 0,4%
10 ans français : -19pb	US High Yield : 4,5%	Nikkei : -17,3%
Spread France – All. 10 ans : +94pb		Hang Seng : -21,3%
Spread Italie – All. 10 ans : +3516pb		IBEX : -13,4%
Spread Portugal – All. 10 ans : +787pb		MIB : -26,2%
Spread Irlande – All. 10 ans : +32pb		MSCI World : -8,2%
Spread Grèce – All. 10 ans : +2357pb		MSCI EMG : -21,2%
Spread Espagne – All. 10 ans : +81pb		

2012 : du cauchemar à la réalité

Force est de reconnaître qu'aucune des craintes ne s'est réellement matérialisée. Il y a eu trois événements clés en 2012, des événements qui ont complètement changé la donne :

- En premier lieu, la **restructuration de la dette grecque** (fin 2011), de grande ampleur, mise en musique facilement et rapidement, et sans contagion. En somme, un événement jugé impossible quelques semaines auparavant. Certes, cela n'a pas rendu la Grèce solvable pour autant, mais la volonté et la cohésion européenne ont été démontrées.

- Ensuite, le **recours par la BCE aux LTRO**, qui a bien montré que le rôle d'une banque centrale (qui en doutait vraiment ?) est de fournir de la liquidité aux banques. Au-delà de cela, les deux programmes de liquidités ont considérablement amélioré la santé des banques sur ce point : la durée moyenne des prêts de la BCE aux banques est passée tout simplement de 30 jours à plus de 900 jours ! L'opération de février a également indiqué que l'opération de décembre n'était pas isolée. La BCE a montré sa grande détermination à préserver le système bancaire européen dans son intégralité.

- Enfin, la **perspective de la mise en place du programme OMT** a rassuré les détenteurs de dettes obligataires souveraines. Après la liquidité des banques, la BCE a montré qu'elle se tenait prête à assurer la liquidité des Etats. Certes, ses interventions seront conditionnelles, mais elles seront aussi théoriquement illimitées. En clair, la BCE est en mesure d'acheter des dettes souveraines de maturité 2 et 3 ans pour des montants illimités, au prix pour l'Etat qui en fait la demande, d'une mise sous tutelle économique. Les prévisions des Cassandre ne se sont donc pas réalisées : la Grèce est toujours dans l'UEM, celle-ci existe encore, l'Allemagne n'a pas « jeté l'éponge », les banques n'ont pas fait faillite, la BCE est bien le prêteur en dernier ressort effectif, la contagion a cédé du terrain ... et les marchés financiers ont montré en 2012 un tout autre visage :

“ 2012 : l'allocation d'actifs redevient possible ”

- Le stress financier a reflué en deux grandes vagues : la première était liée aux LTRO et la seconde aux perspectives des programmes OMT. Cette « BCE dépendance » montre à quel point cette institution est crédible, et à quel point les marchés avaient la conviction que la solution ultime devait passer par elle.

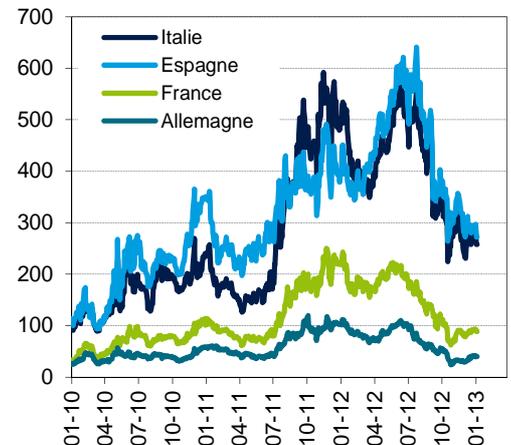
- Les spreads de crédit souverains se sont considérablement resserrés : il ont chuté de près de 600pb pour le Portugal, de plus de 200pb pour l'Italie, de 340pb pour l'Irlande, mais il a progressé de 70pb pour l'Espagne, qui a passé une année bien difficile.

- Les marchés boursiers ont livré une belle performance : + 29% pour le DAX, +15% pour le CAC, +23% pour le Nikkei, +13% pour le S&P500...

- Le marché du crédit a également livré une performance spectaculaire : +27% pour le High Yield européen (+15% aux Etats-Unis), +13% pour l'Investment grade européen (+10% aux Etats-Unis)...

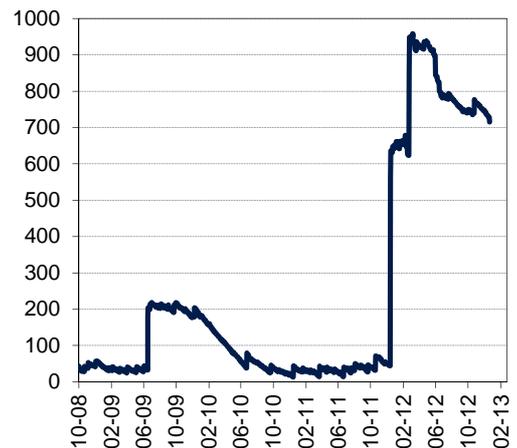
Il serait naïf de croire que ces performances sont liées à un retour de l'optimisme. La croissance économique, l'emploi, la gouvernance de la zone euro sont autant de risques qui n'ont pas disparu : pour preuve, malgré le repli du stress et l'éloignement du risque de crise extrême, les rendements des valeurs refuge n'ont guère souffert. Les taux longs allemands, français sont à leurs plus bas historiques, mais les spreads souverains se sont fortement repliés. La faible inflation, la faible croissance, les anticipations de politique monétaire, les fortes injections de liquidité tassent bien évidemment les taux d'intérêt vers le bas, mais cela ne suffit pas à expliquer le seul mouvement des spreads.

CDS souverains (5 ans, pb)



Source : Bloomberg, Stratégie Amundi

Durée moyenne des prêts de la BCE aux banques de la zone euro (en jours)



Source : BCE, Stratégie Amundi

On peut mettre en avant au moins trois raisons à la bonne tenue des marchés financiers européens en 2012 : d'une part les réels progrès des européens dans la gestion de la crise de la dette, d'autre part le regain de croissance dans le reste du monde (Etats-Unis, Chine et monde « émergent » en général), et enfin la prise de conscience que les sous-pondérations dans les portefeuilles étaient sans doute exagérées. Les crises ont pour vertu de générer des dislocations et des anomalies, des corrélations anormales, et donc des écarts de valorisations (absolues et relatives) injustifiés sur la seule base des fondamentaux. Le reflux du stress financier, la possibilité de sélectionner pays, secteurs, titres obligataires ou actions ont néanmoins redonné de l'intérêt aux stratégies de correction de ces niveaux anormaux.

Les obligations souveraines en 2012	Le marché du crédit en 2012	Les actions en 2012
10 ans US : -12pb	Euro Investment Grade : +13%	DAX : +29,1%
10 ans allemand : -51pb	Euro High Yield : +27,2%	CAC 40 : +15,2%
10 ans Japon : -20pb	US Investment Grade : +10,4%	S&P 500 : +13,4%
10 ans français : -115pb	US High Yield : +15,5%	Nikkei : +22,9%
Spread France – All. 10 ans : -64pb		Hang Seng : +22,9%
Spread Italie – All. 10 ans : -210pb		IBEX : - 5,1%
Spread Portugal – All. 10 ans : -584pb		MIB : +7,8%
Spread Irlande – All. 10 ans : -339pb		MSCI World : +13,2%
Spread Grèce – All. 10 ans : -2255pb		MSCI EMG : +15,1%
Spread Espagne – All. 10 ans : +69pb		

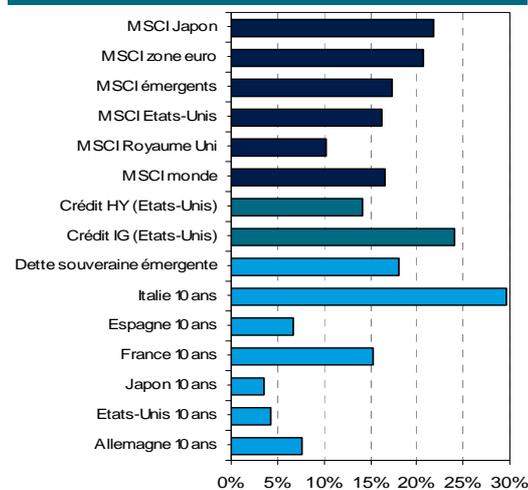
2013 : stop ou encore ?

L'année 2013 va débuter sous de bons auspices pour les marchés européens, au moins en apparence : un stress financier au plus bas depuis plus d'un an, des portefeuilles internationaux sous-pondérés en actifs européens, et particulièrement zone euro (ce qui signifie a priori que les marchés prennent déjà en compte les grands facteurs de risque et comportent de bons potentiels de hausse), une volatilité faible sur l'ensemble des classes d'actifs... Ne négligeons cependant pas les risques, et cela pour de nombreuses raisons : la volatilité – très basse – peut rapidement remonter, ainsi que le stress financier, et certaines classes d'actifs risqués ont délivré de très fortes performances en 2012... que peut-on attendre de plus en 2013 ?

Notre scénario central pour 2013 est associé à une probabilité de 60% seulement, est-on tenté de dire. Ce scénario, développé dans l'article 2, fait état d'une reprise de la croissance mondiale (de 3,1% à 3,5%), grâce aux économies « émergentes » et aux Etats-Unis, l'Europe restant nettement en retrait. L'Espagne connaîtrait une nouvelle année de récession, plus forte qu'en 2012. Les gains de compétitivité-coût tardant à se traduire par des gains de compétitivité-prix, l'Espagne ne bénéficierait pas tout de suite et pas totalement de l'impact de la hausse du commerce mondial, tandis que chômage, contraction du crédit et austérité des politiques budgétaires et fiscales continueraient à mordre dans l'activité économique (cf. article 3). Dans ce scénario, les banques centrales maintiennent des taux directeurs très bas, et ce partout dans le monde (cf. article 4). La remontée des taux longs serait ainsi faible et très progressive (cf. article 5), et ils ne reviendraient pas vers leurs niveaux d'équilibre, pas plus au Japon, aux Etats-Unis, en zone Euro qu'au Royaume-Uni. Malgré cela, et même si nous restons plus réservés que le consensus (trop élevé à notre goût) quant aux perspectives de profit des entreprises (cf. article 10), il nous semble raisonnable, notamment du fait de la forte sous-pondération des portefeuilles internationaux en actions européennes, de miser sur une performance à deux chiffres en 2013 pour les actions de la zone euro. Cela vaut aussi pour les marchés émergents.

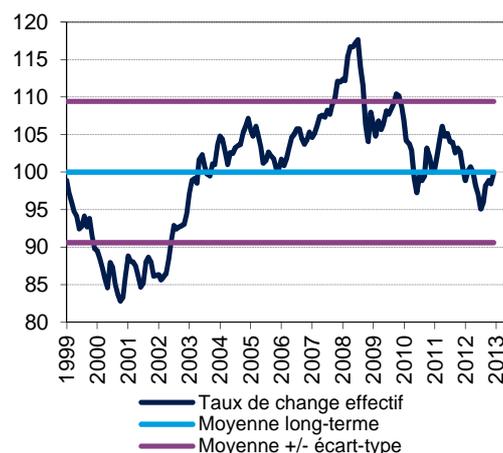
Le crédit reste attractif, mais la belle performance de 2012 (gain en capital et portage) a bien peu de chances de se renouveler en 2013, les gains en capital devenant sans doute plus faibles (cf. article 7). Par ailleurs, les expositions actuelles en zone euro sont assez généralement exprimées sur le crédit et non via les actions, et nombre de portefeuilles sont ainsi surexposés sur cette classe d'actifs. Autrement dit, il conviendra de se repositionner graduellement des obligations d'entreprises vers les marchés d'actions. Parmi les hypothèses relatives à ce scénario, on rappellera par exemple l'amélioration des conditions de solvabilité de l'Espagne (recours au programme OMT), la progression de dossiers européens tels que l'intégration ou encore l'arrêt des politiques d'austérité. Un premier signe a récemment été donné, FMI et européens avouant officiellement qu'il ne sera pas demandé davantage d'austérité à l'Espagne.

Performances pour l'année 2012



Source : Datastream, Stratégie Amundi

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



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Dans les pays périphériques, seule l'Italie a nos faveurs, mais le risque politique actuel doit être suivi de très près. La faible volatilité (généralisée) doit néanmoins être un sujet de préoccupation, alors que subsistent des risques similaires à ceux de 2011 et 2012, et que se profilent des élections à risque (Italie, Allemagne notamment). Autrement dit, compte tenu de la persistance de ces risques, la bonne tenue des marchés depuis un an doit-elle être interprétée comme un renversement de tendance ou une réelle complaisance ? Dans notre scénario, ce n'est ni l'un ni l'autre.

Les flux de capitaux vont sans doute être déterminants, surtout dans la première partie de l'année parce que les portefeuilles internationaux sont encore trop sous-investis en Europe, et plus particulièrement en actifs de la zone euro. Les conditions économiques restent cependant mauvaises, et la macroéconomie redeviendra – tôt ou tard – un des éléments essentiels de l'allocation d'actifs.

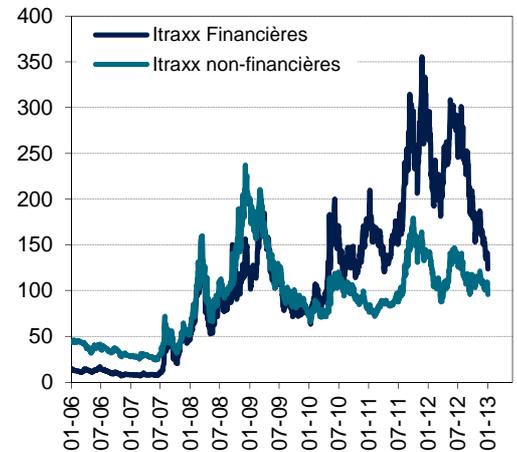
“ *La bonne tenue des marchés n'est pas de la complaisance... mais ne négligeons pas les facteurs de risque* ”

Le scénario de risque ayant la probabilité la plus forte (30%) est un scénario baissier, essentiellement en ce qui concerne la zone euro. L'Espagne est un facteur de risque majeur, mais ce n'est pas le seul : on peut ajouter notamment le secteur immobilier dans certains pays (en Espagne, bien sûr, mais aussi aux Pays-Bas par exemple), et la contraction du crédit. Le crédit bancaire est reparti aux Etats-Unis et le secteur immobilier contribuera positivement à la croissance en 2013, ce qui ne sera pas le cas pour la zone euro. L'emploi sera également un facteur essentiel, positif aux Etats-Unis, et défavorable à la consommation et à la croissance en Europe. Rappelons également que le cycle de deleveraging des banques n'est pas terminé, et que la contraction du crédit est très nette dans les pays périphériques. Le taux de rejet des crédits aux PME est en forte progression en France (contrairement à l'Allemagne), ce qui ajoute un effet négatif sur l'emploi, les PME représentant un bassin d'emplois et de créations d'emplois important.

Le dernier scénario est associé à une faible probabilité (10%). Il s'agit du scénario optimiste, mettant en avant une progression de la croissance globale, y compris en zone euro. Cette dernière bénéficierait dès 2013 de l'expansion du commerce mondial et de la croissance mondiale. Dans ce scénario, la crise européenne disparaît alors que les pièces manquantes du puzzle européen se mettent rapidement en place : union bancaire, intégrations politique, budgétaire et fiscale plus forte ; forte progression des obligations espagnoles (de maturité courte), mises sous la tutelle explicite et effective de la BCE... bref un plaidoyer fort pour les marchés d'actions, mais aussi pour la poursuite de la belle progression des marchés d'obligations d'entreprises. Dans un tel cas de figure, nous assisterions à une remontée plus rapide des taux longs, à une repentification des courbes LIBOR, et un resserrement des spreads des obligations gouvernementales jusqu'à leurs niveaux d'équilibre.

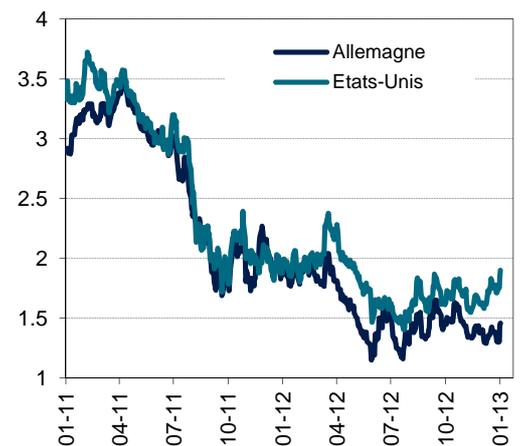
Les tableaux ci-dessous présentent de façon synthétique les scénarios en présence, ainsi que les stratégies d'investissement qui en découlent. **L'enjeu de 2013 concerne le scénario 2 : tout repli des craintes sur ce scénario sera d'autant plus favorable aux marchés européens – et notamment à la zone euro – que les portefeuilles internationaux sont sous pondérés Europe.** Il y a fort à parier que d'ici quelques mois, la probabilité des scénarios de croissance (S1 + S3) progresse au détriment de celle concernant S2... les marchés financiers pourraient dès lors se positionner dans l'attente du scénario 3, ce qui serait bénéfique à la fois aux actions et aux obligations crédit, favorisant ainsi une remontée plus rapide des taux longs souverains.

Primes de CDS des entreprises financières vs non-financières



Source : Bloomberg, Stratégie Amundi

Taux 10 ans : Allemagne vs Etats-Unis



Source : Datastream, Stratégie Amundi

2013 : Scénario central (S1 – 60%)

- Reprise modérée de l'économie mondiale
- Etats-Unis : croissance supérieure à 2%
- Croissance négative en zone euro
- Poursuite des divergences en zone euro
- Maintien des taux courts aux niveaux actuels aux Etats-Unis, Japon et RU
- Baisse de 25pb en zone euro
- Hausse lente et très graduelle des taux longs

2013 : Scénario de risque (S2 – 30%)

- Forte récession en zone euro
- Aggravation des divergences entre les pays de la zone
- Risques sur solvabilité, déficit et dette publics : retour au premier plan dans les débats
- Montée du stress financier
- Hausse généralisée de la volatilité
- Retour de la contagion
- Elargissement des spreads souverains
- Forte hausse des anticipations de taux de défaut
- Rechute des marchés d'actions et des obligations d'entreprises
- Chute de l'euro

2013 : Scénario de risque (S3 – 10%)

- Reprise plus prononcée de la croissance économique mondiale
- Le secteur des exportations améliore la croissance économique en zone euro
- Amélioration des situations de déficit et de dette publics
- Poursuite de la baisse du stress financier
- Anticipations de resserrement des politiques monétaires
- Correction des anomalies et des écarts par rapport aux valeurs d'équilibre
- Hausse des marchés d'actions et d'obligations d'entreprises

L'allocation d'actifs actuelle (colonne 2) fait référence aux recommandations d'investissement de la fin d'année 2012 et au positionnement des portefeuilles diversifiés d'Amundi. L'allocation selon le scénario 1 (S1) représente la cible actuelle, conformément au scénario central (+ signifie surpondéré ; = signifie neutre et - signifie sous-pondéré).

Classe d'actifs	Allocation d'actifs actuelle	Allocation d'actifs cible selon (S1)	Allocation d'actifs cible selon (S2)	Allocation d'actifs cible selon (S3)
CASH	-	-	++	--
ACTIONS	=/+	+	-	++
Euro	=/+	+	--	++
Europe	-/=	=	--	+
US	-/=	=	-	+
Japon	-	=	-	+
Emergents	=/+	+	-	++
OBLIG. SOUVERAINES	-	-	+	-
Cœur euro	-	-	+	-
Périphériques	-	+	-	+
US	-	-	+	--
Japon	-	-	=	-
Emergents	+	+	+/=	=/-
OBLIGATIONS CREDIT	+	+	--	++
IH euro	+	+	--	++
HY euro	+	+	--	++
IG US	+	+	-	+
HY US	+	+	-	+
Financières	+	+	-	++
EUR vs USD	-	=/-	--	+

2014 – 2015 : que peut-on espérer ?

2011 et 2012 ont été des années aux facteurs de risques similaires, mais aux trajectoires diamétralement opposées. 2013 est une année charnière, plus qu'une année de transition. C'est en effet en 2013 que nous aurons des réponses aux deux questions essentielles – et facteurs de risques majeurs – qui se posent en ce début d'année :

1. L'activité économique sombrera-t-elle en Europe ? Les gains de compétitivité-coût des pays périphériques se matérialiseront-ils en gains de compétitivité-prix ? La croissance mondiale sera-t-elle suffisante pour réduire les craintes relatives à la zone euro ? Le risque macro risque de (re)devenir dominant.

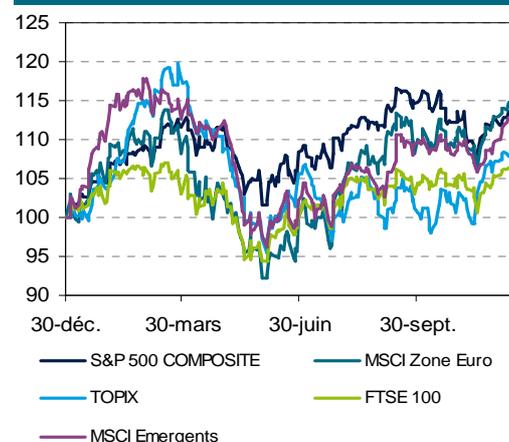
2. La crise de la dette continuera-t-elle de se muer en une situation dans laquelle les pays ne seront plus confrontés « qu'à » des problèmes de maîtrise de dépenses publiques et non plus à une situation de crise ? La remontée du risque systémique et de la volatilité sont dans ce contexte des risques majeurs.

Ces questions sont d'autant plus cruciales qu'elles concernent des portefeuilles déjà en mode « risk on ». Ce qui se passera en 2013 sera déterminant pour les allocations d'actifs des quelques années à venir. Les trois scénarios présentés ci-dessus génèrent des trajectoires bien différentes, aussi bien pour la croissance (européenne, américaine, mondiale...) que pour les taux d'intérêt, les cours de change, ou encore les allocations d'actifs.

Nous livrons ci-dessous un exercice prospectif de plus long terme, sur les croissances de PIB, les taux directeurs et les rendements obligataires.

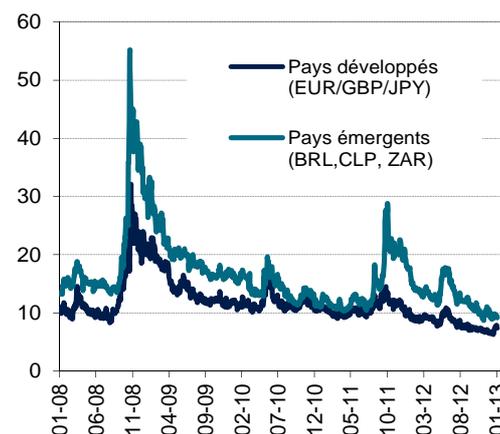
Le scénario 1 est notre scénario central, et l'on constate que la reprise économique reste graduelle. Le scénario 2 représente un scénario de faible croissance économique, y compris à horizon 3 ans. La « japonisation » des économies avancées devient effective. Seul le scénario 3 permet de garantir une croissance soutenable plus solide.

Marchés d'actions en 2012



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Volatilité des devises



Source : Datastream, Stratégie Amundi

	Scénario 1		Scénario 2		Scénario 3	
	2013	2015	2013	2015	2013	2015
PIB en %						
Etats-Unis	2,30%	2,50%	0%	2%	3%	3%
Allemagne	1%	2,50%	0%	2%	3%	3%
France	0%	1,50%	-2,50%	0%	1%	2,50%
Italie	-0,70%	1%	-3%	0%	1%	1,50%
Espagne	-1,80%	1%	-4%	0%	0%	1%
Zone euro	-0,10%	1,50%	-2%	0%	1,50%	2,50%
Chine	8%	9%	6%	9%	9%	9%
Monde	3,50%	4,50%	1,50%	4,50%	4,50%	5%

Les trajectoires de taux directeurs sont bien évidemment diamétralement opposées, mais quel que soit le scénario, les taux courts restent bas. La normalisation des politiques monétaires se déroule graduellement dans le scénario 3, alors que les « politiques de taux zéro » se poursuivent dans le scénario 2 dans les pays avancés.

Taux directeurs	Déc. 2012	Scénario 1		Scénario 2		Scénario 3	
		2013	2015	2013	2015	2013	2015
Etats-Unis	0,25%	0,25%	2%	0,25%	0,25%	1%	3%
Zone euro	0,75%	0,50%	1%	0,25%	0,25%	1%	2%
RU	0,50%	0,50%	1%	0,25%	0,25%	1%	2,5%
Japon	0,10%	0,10%	0,10%	0,10%	0,10%	0,10%	1%
Chine	6%	6,5%	7%	5%	6%	6,5%	7%

Les taux longs ne peuvent pas revenir vers leurs niveaux d'équilibre si l'économie mondiale est conforme au scénario 2. Ils devraient même rester en-dessous de 2% aux Etats-Unis et en Allemagne. Plus la croissance est solide, et plus la normalisation sera rapide (voir nos éditions d'octobre et de novembre pour une estimation des taux d'équilibre 10 ans dans les pays industrialisés et des spreads d'équilibre des pays périphériques de la zone euro contre Allemagne).

Taux 10 ans	Déc. 12	Scénario 1		Scénario 2		Scénario 3	
		2013	2015	2013	2015	2013	2015
Etats-Unis	1,75%	2,40%-2,60%	4%	1%	2%	3%	4,50%
Allemagne	1,35%	2,20%-2,40%	3%	0,75%	1,50%	2,75%	3,50%
France	65pb	75pb	100pb	150pb	100pb	65pb	100pb
Italie	315pb	275pb	175pb	450pb	300pb	250pb	175pb
Espagne	400pb	375pb	250pb	600pb	400pb	325pb	250pb
RU	1,90%	2,40%-2,60%	4,25%	1%	2,50%	3%	4,50%
Japon	0,75%	1,00%-1,20%	1,50%	0,50%	1%	1,50%	2,50%

Conclusion

On retiendra que **l'année 2013 est une véritable année charnière et non une simple année de transition** : elle déterminera bien évidemment les tendances pour les années à venir, et elle fournira une conclusion sans doute définitive à la crise de la dette. On saura si la bonne tenue des marchés financiers en 2012 reposait sur des avancées solides ou sur une trop forte complaisance envers les solutions apportées par les pays européens (**risque systémique, rebond de la volatilité et risque macro sont les trois risques principaux**). Les problèmes de déficits et de dette ne seront pas tous résolus au cours des mois à venir... au mieux, la zone euro sera perçue comme le reste des pays avancés, des pays luttant pour améliorer leurs finances publiques et non luttant pour sortir d'une crise de dette. **Nous n'espérons pas la fin des problèmes, simplement la fin de la crise... et ce n'est déjà pas si mal.** Il faudra sans doute s'en contenter.

L'enjeu de 2013 concerne le scénario 2 : tout repli des craintes sur ce scénario sera d'autant plus favorable aux marchés européens – et notamment à la zone euro – que les portefeuilles internationaux sont sous pondérés Europe. Les marchés financiers pourraient dès lors se positionner dans l'attente du scénario 3, ce qui serait bénéfique à la fois aux actions et aux obligations crédit, favorisant ainsi une remontée plus rapide des taux longs souverains.

2 2013 : l'économie mondiale encore sous contrainte budgétaire mais moins sous tension financière

Bilan économique 2012 : « Believe me it will be enough... »

En décembre 2011, nous avons intitulé notre numéro sur les perspectives 2012 : « inflexion, élections, désinflation (et « reflation » ?)... des mots clés ». Ces mots ne se sont pas articulés aisément en 2012, c'est le moins que l'on puisse dire. Les difficultés politiques en Europe ont fait craindre un accident financier systémique et ont conduit les entreprises à couper leurs dépenses. Le commerce international a alors nettement ralenti et la croissance mondiale a subi une inflexion marquée (passant de +3,8% en 2011 à +3,1% en 2012). C'est finalement Mario Draghi qui a trouvé les mots pour que s'écrive plus favorablement le scénario 2012. En déclarant le 26 juillet à la Global Investment Conférence de Londres « ... And believe me, it will be enough », il signifiait aux investisseurs que la BCE s'apprêtait à combattre les dysfonctionnements de marché, afin d'assurer la préservation de l'euro. Le programme OMT (cf. article 4) en a découlé, offrant implicitement une garantie de refinancement aux Etats membres de la zone euro. Cela a rassuré les acteurs productifs sur l'évolution de l'environnement financier européen et a permis un rebond de la croissance mondiale au cours du second semestre 2012.

Une inflexion de la croissance de -0,9% dans les pays émergents

Si la crise des dettes souveraines a été l'événement majeur de l'année 2012, c'est paradoxalement dans le monde émergent que le ralentissement de la croissance a été le plus fort (-0,9% vs -0,3% pour les pays développés), le freinage du commerce international ayant accentué les difficultés spécifiques des principaux pays :

- **En Chine**, la croissance annuelle du PIB a chuté de 8,9% au T4 2011 à 7,4% au T3 2012, du fait de la correction du secteur immobilier et de la chute des exportations. La décélération de la croissance s'est donc montrée plus prononcée qu'anticipé et les autorités ont dû assouplir nettement la *policy mix* pour éviter un atterrissage brutal, notamment via de nouvelles dépenses d'investissement. Cela a permis à la croissance d'amorcer un rebond au quatrième trimestre, mais en contrepartie, 2012 n'a pas été l'année du rééquilibrage de l'économie vers la consommation, comme initialement prévu dans le 12ème plan quinquennal (cf. encadré 2).

- **En Inde**, l'inflation n'a pas reflué comme en Chine, restant proche de 10% et empêchant la banque centrale d'assouplir sa politique monétaire. Les difficultés de gouvernance (entre Etat central et autorités locales) ont par ailleurs obstrué la mise en œuvre de politiques budgétaires expansionnistes. La croissance annuelle du PIB a alors chuté de 6,1% au T4 2011 à 5,3% au T3 2012. Pour le T4 2012, les statistiques mensuelles et les indicateurs avancés montrent un regain d'activité, provenant des exportations.

- **Au Brésil**, la croissance s'est également avérée décevante (se situant seulement entre +1% et +1,5% sur l'année). Le niveau toujours élevé de la devise (malgré la dépréciation en 2012) a accentué le recul des exportations et n'a pas permis que les baisses de taux directeurs se traduisent réellement par des conditions monétaires et financières assouplies.

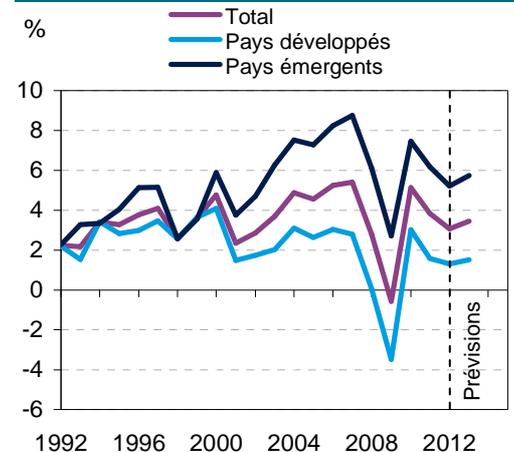
« Le 26 juillet 2012 a été un tournant pour l'économie mondiale »

Les Etats-Unis en expansion, le Japon en reconstruction et l'Europe en récession

Le choc du commerce mondial a affecté le **Japon**, d'autant que les tensions politiques avec la Chine ont débouché sur des sanctions commerciales. Pour la première fois depuis 30 ans, le Japon a alors affiché des déficits commerciaux récurrents en 2012. Malgré la reconstruction du pays, opérée suite à la catastrophe de Fukushima, la croissance du PIB a été inférieure à 2%, obligeant la BoJ et le gouvernement de Shinzo Abe à engager une politique économique très expansionniste sur la fin d'année (cf. article 4).

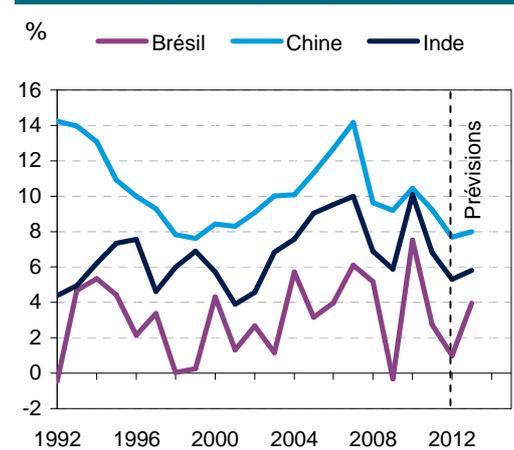
Dans ce contexte, l'accélération de la **croissance américaine** de +1,8% en 2011 à +2,3% en 2012 ressort comme une performance satisfaisante. Les freins du crédit et de l'immobilier, qui pénalisaient la reprise depuis 3 ans, se sont desserrés et la Fed a assoupli encore davantage sa politique monétaire.

Croissance mondiale (g.a., %)



Source : FMI, Stratégie Amundi

Croissance des principaux pays émergents (g.a., %)



Source : FMI, Stratégie Amundi

Le principal risque pour les Etats-Unis a trait aujourd'hui à la gestion de la consolidation budgétaire, avec un accord sur le *fiscal cliff* qui a été conclu seulement au tout dernier moment (cf. encadré 1).

Enfin, pour achever ce tour d'horizon 2012 en revenant à l'**Europe** et en se concentrant cette fois-ci sur les performances économiques, 2012 aura été une année noire. La croissance du PIB devrait ressortir à -0,5% en moyenne, ayant enchaîné trois trimestres consécutifs négatifs.

Perspectives 2013 : vers une accélération de la croissance mondiale autour de 3,5%

La consolidation des finances publiques continuera de peser sur la croissance mondiale en 2013. Le FMI prévoit une réduction du déficit public de 0,6% pour l'ensemble du monde, soit un effort deux fois supérieur à celui de 2012. En considérant un multiplicateur budgétaire unitaire (pour simplifier sur de telles données agrégées), le potentiel de croissance de l'économie mondiale serait abaissé d'environ +4,5% à +3,9%. Les pays émergents s'étant engagés à maintenir un déficit public vers 1,5% de leur PIB, c'est sur la demande finale des pays développés que se concentrera l'effort budgétaire :

- **Aux Etats-Unis**, l'accord conclu le 1^{er} janvier sur le *fiscal cliff* est incomplet. La plupart des allègements fiscaux ont été reconduits mais aucune solution pérenne n'a été obtenue concernant l'évolution des dépenses publiques (voir encadré 1). Cette question donnera lieu à de nouveaux débats entre démocrates et républicains et un arbitrage doit être rendu pour le fin du mois de février 2013. **Selon nous, les parlementaires signeront in fine un compromis limitant l'impact croissance de la consolidation budgétaire à -1%/-1,5%.**

- **En Europe (Royaume-Uni y compris)**, les Etats ont pour objectif de ramener, en moyenne, le déficit public de 4% à 3%, selon les chiffres officiels. Selon nous, les cibles budgétaires ne seront pas atteintes dans la plupart des pays car les hypothèses de croissance sous-jacentes sont trop optimistes. Cependant, les Etats ne devraient pas engager des mesures d'austérité supplémentaires pour combler le déficit de croissance.

En effet, les études récentes réalisées par la BCE et le FMI montrent que les multiplicateurs budgétaires sont plus élevés dans la période actuelle de *deleveraging* qu'en régime normal, ce qui rendrait contre-productif l'ajout d'austérité dans des économies déprimées.

“ *La croissance mondiale devrait se situer autour de 3,5% en 2013* ”

L'assainissement des finances publiques devrait au final retirer près de 1% à la croissance européenne lors de l'année 2013 (cf. article 3).

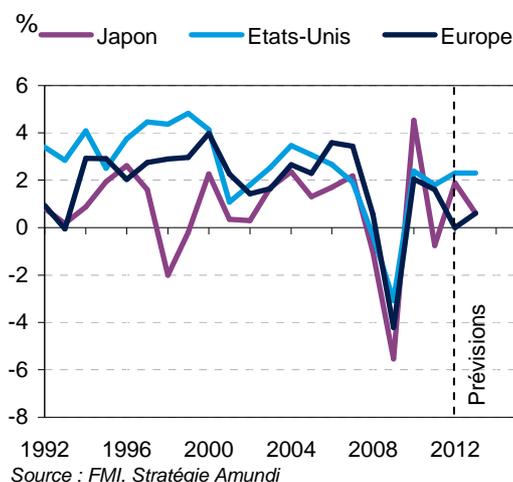
- **Au Japon**, la réduction du déficit public n'est pas la priorité du nouveau gouvernement. Ce dernier prévoit plutôt d'accroître les dépenses publiques pour compenser le ralentissement de la demande privée (qui avait fortement rebondi du fait du processus de reconstruction consécutif à la catastrophe de Fukushima survenue le 11 mars 2011). Un programme de relance (notamment dans les infrastructures) de plus de 10 trillions de yens vient ainsi d'être annoncé. Le déficit public devrait alors rester autour de 12,5% du PIB (vs 12,3% en 2012). Cela portera la dette publique vers 225% du PIB fin 2013.

Le deleveraging du secteur privé sera encore une contrainte en Europe, moins aux Etats-Unis

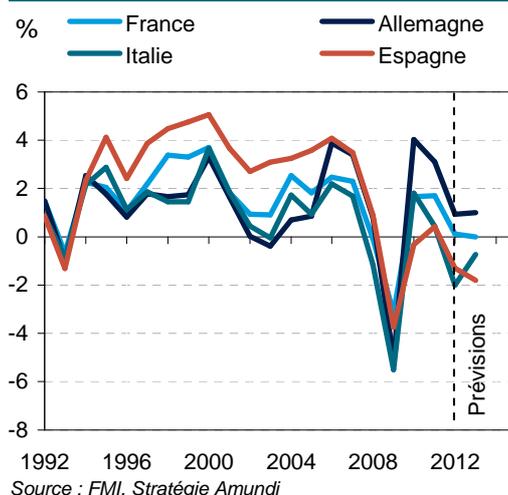
En plus de l'assainissement des finances publiques, la question du désendettement des ménages est fondamentale depuis le début de la phase de reprise aux Etats-Unis et en Europe. Les perspectives pour 2013 s'annoncent très hétérogènes selon les zones :

- **Aux Etats-Unis**, le taux d'endettement des ménages (en % du revenu disponible brut) a diminué de plus 20% en 5 ans et a rejoint sa tendance de long terme. Cet ajustement accéléré a été permis par des procédures de défaut (expliquant près de la moitié de la baisse du ratio d'endettement).

Croissance pays développés (g.a., %)



Croissance des principaux pays de la zone euro (g.a., %)



Encadré 1 – « falaise budgétaire » : les Etats-Unis ouvrent le parachute

Les parlementaires américains sont finalement parvenus à un compromis. L'accord a été conclu et voté le 31 décembre au Sénat, puis entériné le 1^{er} janvier par la Chambre des représentants. Sans cet accord, les coupes de dépenses et l'augmentation des impôts prévues par la législation auraient précipité l'économie américaine dans une sévère récession. L'accord est néanmoins incomplet. Seul le volet de la fiscalité a été traité. Démocrates et républicains ne sont pas parvenus à dégager une position commune sur les postes de dépenses publiques : l'ensemble des lignes de dépenses sont maintenues en l'état pour deux mois.

De l'accord du 31 décembre, on retiendra notamment que :

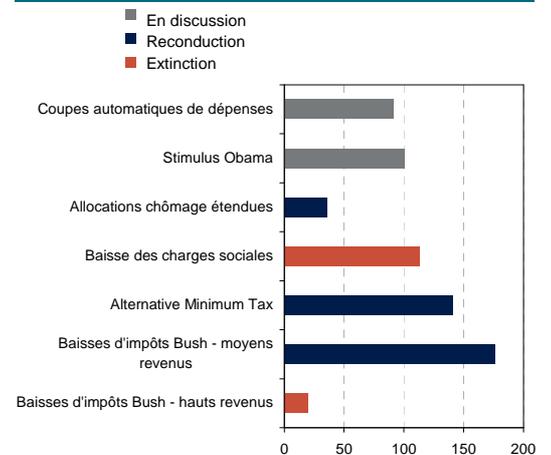
- Les baisses d'impôts octroyées par l'administration Bush en 2001 et 2003 sont rendues permanentes pour les ménages ayant un revenu inférieur à 450 000 \$ (400 000 \$ pour les personnes seules). Les ménages aux revenus supérieurs à ces seuils voient leur taux d'imposition passer de 35% à 39,6%.
- Le taux d'imposition sur les plus-values et dividendes passe de 15 à 20% pour les ménages dont le revenu excède 450 000 \$ par an (400 000\$ pour les individus).
- Le taux d'imposition sur les successions (supérieures à 5 millions \$) passe de 35 à 40%.
- Le seuil de l'Alternative Minimum Tax (AMT) est désormais indexé sur l'inflation.
- Les allocations chômage de longue durée sont reconduites pour un an.
- La baisse de 2 points des cotisations sociales pour les ménages n'est pas reconduite (ce qui était largement attendu) : le taux de cotisations passe de 4,2% à 6,2%.

Quel impact sur l'économie ?

- **En pratique, l'accord conclu conduit à la première hausse d'impôts depuis 1990.** Ceci ne doit toutefois pas masquer que les baisses d'impôts présentées à l'origine comme temporaires en 2001 et 2003 se voient désormais pérennisées pour 98% de la population américaine. A l'origine, Barack Obama souhaitait imposer des seuils à 200 000 et 250 000 \$. Pour obtenir la reconduction des allocations chômage, il a été contraint de transiger.
- L'indexation de l'AMT est une mesure essentielle, souvent incomprise car sans équivalent hors des Etats-Unis. Jusqu'à maintenant il n'y avait pas de règle sur le seuil à partir duquel cet impôt devait être payé, de sorte que de plus en plus de ménages y étaient assujettis. Or, à l'origine, l'AMT visait uniquement à ce que les plus riches payent des impôts. Cette indexation vise à faire en sorte que les ménages aux revenus moyens ne soient pas davantage imposés au fil du temps. Il en coûtera selon le CBO 1800 Mds \$ à l'Etat américain sur les 10 prochaines années.
- Le fait de ne pas reconduire les baisses de cotisations sociales était prévu. Cette mesure va amputer le revenu par ménage de 700 \$ en moyenne, ce qui représente un peu plus de 100 Mds \$ sur l'année. En considérant un multiplicateur budgétaire de 0,9, cela implique un choc sur le PIB de -0,6%/-0,7% (déjà escompté dans nos prévisions).
- **Du côté des dépenses**, les montants en négociation représentent désormais 200 Mds \$. En appliquant un multiplicateur budgétaire de 0,7, l'impact sur le PIB serait d'environ 1%. Au maximum, la consolidation budgétaire ne peut désormais excéder 330 Mds \$, alors que la « falaise budgétaire » représentait 600 Mds \$ initialement. L'impact potentiel sur la croissance est donc limité à 1,7% du PIB (vs 3,5% environ auparavant). Si un tel choc reste substantiel, le risque de récession est écarté. Au final, le nouvel accord budgétaire restreint le choc sur la consommation des ménages de 2,5% du PIB à environ 0,7% du PIB.
- **Nous continuons d'anticiper que certaines dépenses publiques seront reconduites fin février**, notamment dans les infrastructures ou le domaine militaire et nous tablons donc toujours sur des coupes de dépenses autour de 100 Mds \$ (soit un choc sur la croissance de -0,5% que nous avons déjà escompté). **Au final, nous continuons de privilégier le scénario d'un choc budgétaire compris entre 1% et 1,3% du PIB, ce qui permettrait à la croissance américaine d'afficher un rythme de croissance légèrement supérieur à 2% en 2013.** L'activité dans le secteur privé peut accélérer étant donné que les freins (crédit et immobilier) se sont desserrés.
- **Mais le compromis trouvé ne règle pas le problème.** Le CBO a évalué ce que coûtera au budget de l'Etat la pérennisation des baisses d'impôts (par rapport à un scénario de suppression de toutes les baisses d'impôts Bush) : 3971 Mds \$ sur 10 ans, dont 1706 Mds sur 5 ans. **Du côté de la fiscalité, il s'agit d'un accord a minima.** Il est probable que les Etats-Unis devront ultérieurement procéder à une réforme fiscale de plus grande ampleur compte tenu de la dérive des comptes publics. **Du côté des dépenses, les discussions ne font que commencer** et s'annoncent très tendues d'ici la fin du mois de février. Seule certitude, la menace de récession liée à l'absence d'accord est désormais écartée.

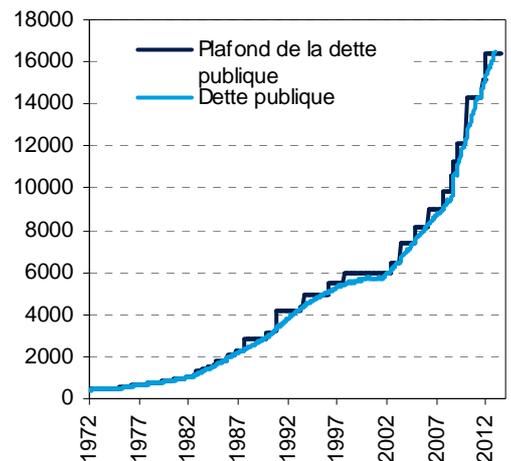
La difficulté à obtenir ce compromis illustre les problèmes actuels de gouvernance aux Etats-Unis. Or les tensions vont persister. Les parlementaires américains doivent encore voter, d'ici la mi-mars au plus tard, un relèvement du plafond de la dette publique. Créé en 1917, ce plafond légal s'élève actuellement à 16 394 Mds \$. Sans un relèvement de ce seuil (atteint le 31 décembre selon le Trésor américain), le pays ne peut en théorie plus emprunter. Il est toutefois possible de contourner cette contrainte et de tenir jusqu'à la mi-mars selon T. Geithner. Ce plafond a été relevé à 75 reprises depuis 1962, et pour la dernière fois le 3 août 2011. Rappelons, qu'à cette occasion, l'agence S&P avait abaissé la note de l'Etat américain de AAA à AA+ en raison des difficultés à trouver un accord. Les autres agences de notation pourraient lui emboîter le pas si le relèvement du plafond de la dette entraîne de nouvelles tensions politiques. Les agences ont déjà fait savoir que l'accord conclu le 1^{er} janvier n'était pas suffisant pour restaurer une trajectoire soutenable de l'endettement public aux Etats-Unis.

Montants des coupes budgétaires, Mds \$



Source : Congressional Budget Office, Stratégie Amundi

Etats-Unis : plafond de la dette publique vs dette publique (en Mds \$)



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Si d'importantes disparités demeurent au sein de la population (20% des ménages sont encore contraints de rembourser des biens dont la valeur de marché est inférieure à la dette contractée lors de leur acquisition), l'effort réalisé permet que le processus de *deleveraging* ne soit plus, au global, un frein à la croissance. Les agrégats de crédit s'inscrivent d'ailleurs désormais sur une tendance haussière. A fin octobre 2012, les crédits à la consommation affichaient une hausse annuelle de +6%.

L'amélioration de la situation financière des ménages favorise le rebond du marché immobilier. En 2012, ce dernier a envoyé des signaux beaucoup plus positifs. Les stocks de logements invendus sont revenus proches de leur moyenne historique. Les prix immobiliers sont repartis à la hausse et les statistiques sur la construction se sont redressées. L'indice NAHB, reflétant la confiance des promoteurs immobiliers, a renoué avec ses niveaux d'avant crise. Il suggère une amplification de la contribution de l'investissement résidentiel à la croissance (+0,6% anticipé pour 2013 après +0,4% en 2012) et des créations d'emplois dans le secteur de la construction.

Les freins du crédit et de l'immobilier, qui contraignaient la reprise depuis 2009, devraient ainsi se desserrer, impliquant une accélération des créations d'emplois (de 150 000 par mois en moyenne en 2012 à 175 000 par mois en moyenne en 2013 selon nos estimations) et des effets patrimoniaux moins défavorables. Ces facteurs devraient profiter à la consommation. Nous prévoyons que cette dernière apportera une contribution à la croissance de +1,6% en 2013, malgré l'arrêt de certaines aides fiscales.

En Europe, le désendettement du secteur privé a été nettement plus limité qu'aux Etats-Unis. Le taux d'endettement des ménages n'a quasiment pas baissé (leur ratio dette sur revenu disponible restant autour de 100%), ce qui nécessite qu'il y ait une poursuite de l'ajustement. Ce problème devrait principalement concerner le Royaume-Uni et les pays périphériques de la zone euro :

- **En Allemagne**, les ménages bénéficient d'une situation financière favorable. Ils affichent un taux d'épargne élevé (autour de 16,5% du revenu disponible brut) et le marché du travail est porteur. Le taux de chômage se situe quasiment à son plus bas niveau depuis la réunification (6,9%) et les syndicats ont pu négocier des hausses de salaire réel (autour de +1% sur un an). **A l'instar de 2012, la consommation des ménages devrait s'inscrire sur une tendance haussière** (près de +1%) et contribuer positivement à la croissance (+0,5% attendu sur 2013) ; tandis que le marché immobilier amorce un redressement après des années d'atonie.

- **En France**, le nombre de chômeurs a augmenté de près de 10% en 2012 et le gouvernement ne s'attend pas à une inversion de la courbe du chômage avant fin 2013.

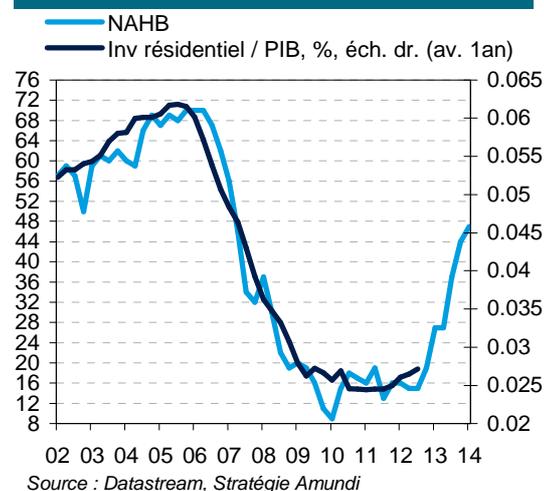
Si l'emploi privé continue de se dégrader au rythme actuel, le pouvoir d'achat des ménages reculera de 0,2%/0,3% en 2013, vu qu'une ponction fiscale de 10Mds € sera opérée sur leur revenu. Comme le taux d'épargne est élevé (autour de 16%) et que le taux d'endettement des ménages reste relativement faible (82% du revenu disponible brut), le choc sur la consommation devrait être amorti.

“ *Le désendettement (privé + public) va encore amputer la croissance mondiale de près de 1% en 2013* ”

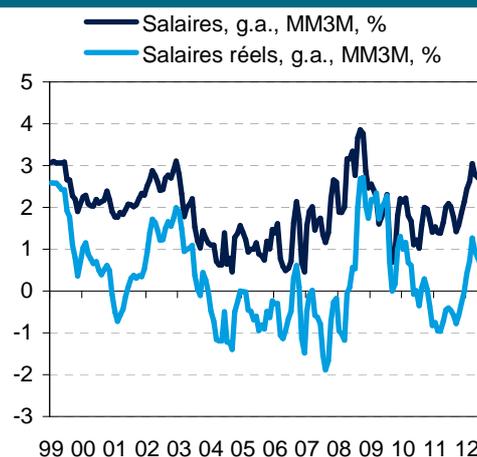
Nous prévoyons in fine que les dépenses des ménages stagneront en 2013. Cette prévision est assortie d'un biais baissier, car le recul du revenu réel des ménages peut entraîner une correction du marché immobilier (ce qui rétroagirait sur la demande finale). En effet, l'écart entre la dynamique des prix et celle des revenus s'est fortement creusé.

- **En Espagne**, le taux d'endettement des ménages a peu baissé depuis son pic de 2007. Il avoisine toujours 125% du revenu disponible brut. Par ailleurs, le taux de chômage a explosé, dépassant 25% au T3 2012. L'augmentation annuelle des salaires nominaux a été nulle en 2012, tandis que le relèvement des taux de TVA a tiré les prix à la hausse. En conséquence, **le pouvoir d'achat des ménages a été amputé de plus de 5%. Vu l'effort budgétaire programmé pour 2013, aucune amélioration n'est à attendre sur ce front.**

Etats-Unis : marché immobilier



Allemagne : revenu des ménages



De tels fondamentaux en termes de revenu et d'endettement hypothèquent les perspectives de consommation, d'autant que cette dernière ne s'est a priori (les données officielles n'étant pas disponibles pour le T4 2012) ajustée « que » de 2% environ en 2012. **Selon nous, la consommation devrait diminuer d'au moins 3% en 2013.**

- **En Italie**, les ménages affichent un taux d'endettement relativement faible (65% de leur revenu disponible brut) et ils ne présentent pas de déséquilibres à résorber dans ce domaine. En revanche, leur pouvoir d'achat a été sérieusement amputé par les mesures d'austérité en 2012, ce qui a permis, en contrepartie, une réduction substantielle du déficit public (2% du PIB environ). L'Italie affiche désormais un excédent primaire de près de +2,5% du PIB et les mesures d'austérité seront allégées en 2013 (diminution prévue du déficit public de 1,2%). **Le pouvoir d'achat des ménages sera alors vraisemblablement moins sous pression qu'en 2012** (-2,5% attendu vs -3,9% en 2012), impliquant une moindre contraction des dépenses de consommation (baisse de -2% anticipée pour 2013 vs -3% pour 2012).

- **Au Royaume-Uni**, le taux d'endettement des ménages est encore supérieur à 130% du revenu disponible brut. L'effort de désendettement doit donc être poursuivi. Parallèlement, le pouvoir d'achat des ménages a souffert des hausses de TVA (ces dernières ayant conduit à une inflation de 2,8% en 2012 alors que les salaires nominaux n'ont progressé que d'environ +1,5%). En 2013, la persistance d'un niveau de productivité du travail faible (largement sous sa tendance de long terme) n'augure pas une forte accélération des créations d'emplois. **Nous pensons donc que le revenu réel des ménages s'améliorera seulement graduellement et que la croissance de la consommation restera atone (+0,5% en 2013).**

Les efforts de désendettement que doivent accomplir les Etats européens vont donc encore lourdement peser sur leurs dynamiques conjoncturelles. Le FMI estimait en janvier 2012 que le *deleveraging* privé ôterait environ 0,6% à la croissance du PIB de la zone euro en 2013. En agrégeant les données pour l'ensemble des pays du monde, nous estimons que le processus de désendettement (public et privé) devrait amputer la croissance mondiale de près de +1% en 2013.

Moins de tensions financières anticipées pour 2013 permettant au final une accélération de la croissance mondiale par rapport à 2012

Même si le désendettement des acteurs publics et privés va continuer de peser sur l'activité, nous anticipons que la croissance mondiale va accélérer en 2013. En effet, **les avancées politiques et institutionnelles enregistrées en 2012 devraient permettre que le désendettement s'opère de manière plus « ordonnée »**, qu'il entraîne moins de tensions financières et se révèle au final plus clément pour le climat des affaires :

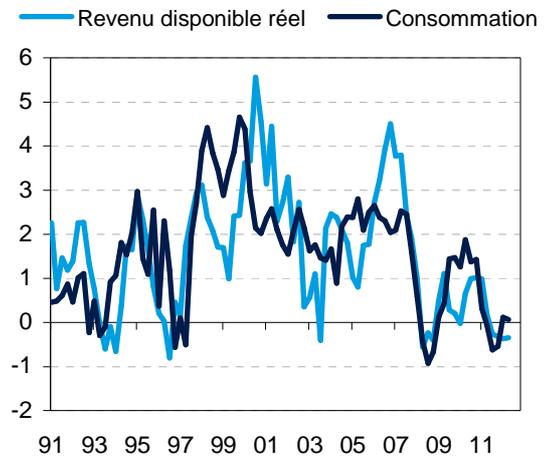
- **Aux Etats-Unis**, l'accord signé pour éviter le *fiscal cliff* a commencé à éclaircir l'horizon budgétaire, sachant que les perspectives ont déjà été clarifiées sur un plan monétaire.

La réélection de Barack Obama a consolidé la position de Ben Bernanke. Or, le Président de la Fed s'est engagé à conserver les taux des fed funds à des niveaux exceptionnellement faibles, jusqu'à ce que le taux de chômage atteigne 6,5%. Selon nous, cela signifie qu'il ne relèvera pas les taux directeurs avant mi-2015.

“ Grâce au reflux des tensions financières, la croissance mondiale accélérera en 2013 ”

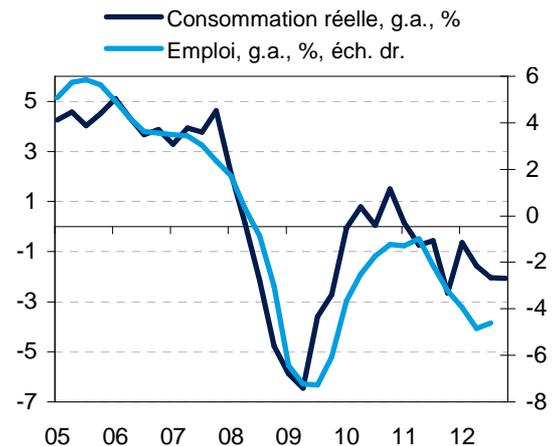
Le taux de participation demeure à des niveaux historiquement faibles et sa normalisation va structurellement ralentir la décade du taux de chômage. Par ailleurs, la Fed n'a pas fixé de limite maximum à son troisième programme d'achat d'actifs (QE3) mais s'est contentée de préciser quels seraient les montants achetés mensuellement (85Mds \$). La politique monétaire de la Fed va donc rester durablement accommodante (cf. article 4), ce qui est favorable à une accélération de l'investissement productif. En effet, en 2012, les inquiétudes liées à l'environnement financier (avec la montée du risque systémique en zone euro au S1 2012) et budgétaire (avec la perspective du *fiscal cliff* en fin d'année) avaient conduit les entreprises à se montrer très prudentes dans leurs dépenses.

France : consommation et revenu, g.a., %



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Espagne : emploi et consommation



Source : Datastream, Stratégie Amundi

En conséquence, l'investissement en structures est tombé à des niveaux historiquement faibles. Il devrait logiquement rebondir en 2013 si l'environnement devient effectivement moins incertain. Au final, avec des exportations nettes qui devraient continuer d'apporter une contribution à la croissance légèrement positive, **nous prévoyons que la croissance américaine atteindra +2,3%, soit un rythme similaire à celui de 2012.**

- **En Europe**, le protocole d'intervention mis en œuvre par le Mécanisme Européen de Stabilité et la BCE via son programme d'achat d'actifs OMT semble constituer un dispositif suffisamment solide et crédible pour éviter un regain de tensions financières pour la zone euro. Si tel est le cas, les entreprises bénéficieront de conditions financières moins défavorables qu'en 2012 (même si les agrégats de crédits peinent à rebondir) et les enquêtes reflétant le climat des affaires devraient poursuivre le rebond entamé à l'été 2012. En termes de conséquences sur l'investissement, **les perspectives diffèrent néanmoins largement selon les pays** en fonction de leur demande domestique :

- **En Allemagne**, les nouvelles commandes aux entreprises se sont effondrées à l'été 2012, sous le coup de la crise des dettes souveraines et du ralentissement du commerce mondial. Cela s'est traduit par une baisse de la production industrielle au S2 2012, impliquant une contraction du PIB au T4 2012. Selon nous, maintenant que les tensions sont apaisées et que le commerce mondial envoie des signaux plus positifs, les dépenses des entreprises vont nettement rebondir au S1 2013. C'est le message envoyé par la composante anticipation de l'IFO, qui a affiché en décembre sa plus forte hausse depuis l'été 2009. Grâce à une contribution positive de l'investissement (+0,1%), du commerce extérieur (+0,4%) et de la consommation domestique (+0,5%), **nous anticipons que la croissance allemande atteindra près de 1% en 2013.**

- **En France**, jusqu'au T4 2012, l'investissement des entreprises a été plus dynamique que la consommation. Un tel décalage ne pouvant durer avec des perspectives de demande domestique déprimées, les entreprises ont commencé à ajuster leurs dépenses fin 2012. Du fait d'une contraction de l'investissement productif, la France devrait alors traverser une période de récession au T4 2012 et au T1 2013. Après cette correction, l'atonie de la demande conduira à une quasi stagnation de l'activité. **Nous prévoyons une croissance nulle en moyenne pour 2013.**

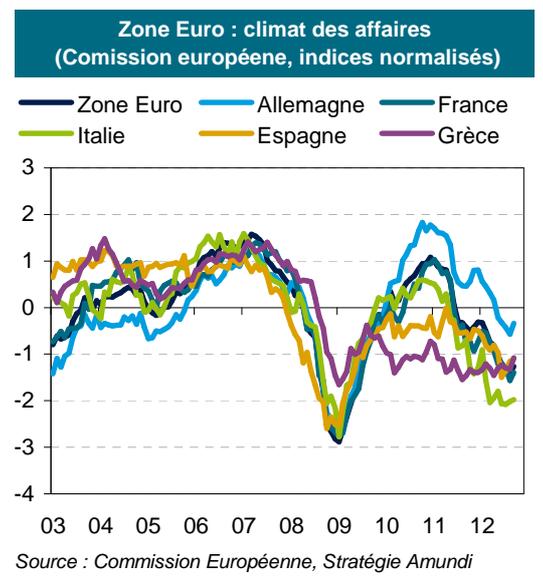
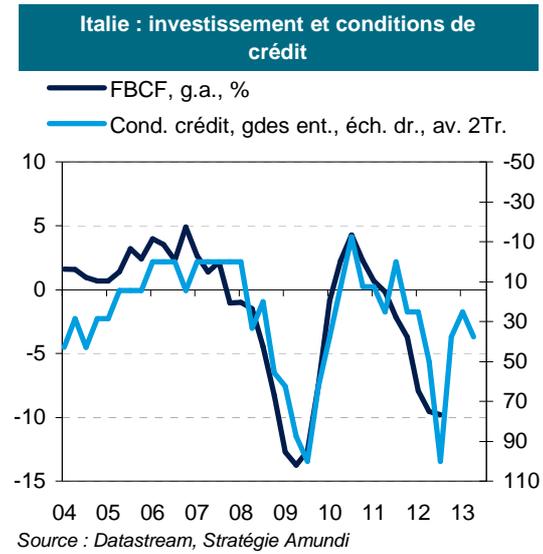
- **En Italie**, les vives tensions financières de la fin 2011 et le choc sur la demande provoqué par les mesures d'austérité ont conduit les entreprises à couper drastiquement leurs dépenses. L'investissement total était en recul de -9,8% a/a à la fin du T3 2012. L'amélioration programmée des conditions de financement (que nous escomptons grâce au programme OMT) devrait permettre aux entreprises de normaliser leurs dépenses.

Après les échéances électorales de février (pouvant être sources d'incertitudes), nous anticipons que l'investissement rebondira, apportant une contribution à la croissance de +0,3% en moyenne sur 2013 après environ -1,5% sur 2012. **Dans ce contexte, la croissance du PIB devrait atteindre -0,7%.**

“ *La chute de la consommation va aggraver la récession en Espagne* ”

- **En Espagne**, les perspectives défavorables que nous anticipons pour la demande et les difficultés structurelles persistantes du système bancaire ne devraient pas conduire les entreprises à renforcer leurs dépenses. Selon nous, l'investissement devrait encore se contracter en 2013 et l'amélioration du commerce extérieur ne permettra qu'une compensation partielle de cette baisse. Conjugué à l'amplification du choc sur la consommation, **cela devrait entraîner une aggravation de la récession (baisse prévue du PIB de -1,8% pour 2013 vs -1,3% pour 2012).**

- **Au Royaume-Uni**, comme la demande domestique devrait rester contrainte, nous n'anticipons pas de forte accélération de l'investissement, d'autant que l'économie britannique a bénéficié en 2012 d'un rebond temporaire des dépenses d'infrastructures (liées aux Jeux Olympiques). **Nous prévoyons au final que le Royaume-Uni affichera une croissance du PIB de +0,6% en 2013.**



- **Au Japon**, les mesures de relance budgétaire (pour un montant total de 20 trillions de yen) et l'amplification du programme d'achat d'actifs de la BoJ contribueront à soutenir l'activité. Cependant, du fait des blocages commerciaux avec la Chine, le Japon ne profitera pas complètement du rebond du commerce mondial. De plus, sur un plan domestique, le processus de reconstruction devient moins porteur et les ménages souffrent de la baisse des salaires nominaux. **Nous anticipons alors que la croissance sera seulement de 0,6% en 2013.**

Au final, la croissance des pays développés devrait augmenter en moyenne de +1,3% en 2012 à +1,5% en 2013, ce qui devrait contribuer à amplifier le rebond du commerce international constaté au S2 2012. Les pays émergents devraient en bénéficier, d'autant qu'ils devraient tirer conjointement profits des mesures expansionnistes prises en 2012.

- **La Chine devrait renouer avec un rythme de croissance de 8%** en moyenne sur l'année grâce à de tels facteurs (cf. encadré 2).

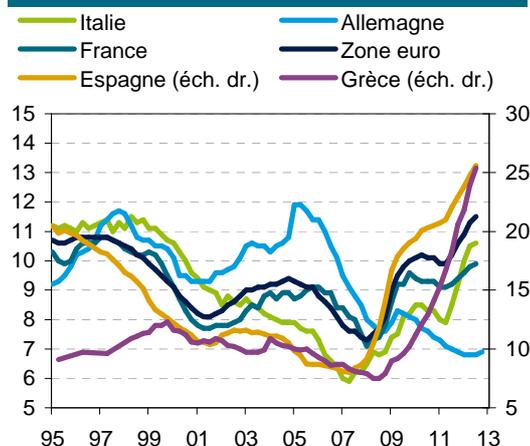
Encadré 2 – Chine : un pays, deux semestres

Le retournement de son marché immobilier et le ralentissement du commerce mondial ont lourdement pesé sur la croissance chinoise en 2012. Cette dernière a ralenti de 8,9% au T4 2011 à 7,4% au T3 2012 (deuxième plus mauvaise performance trimestrielle depuis 1998) et des excès de stocks de produits manufacturiers se sont formés. L'assouplissement des conditions monétaires et financières et la mise en œuvre de programmes d'investissement (notamment dans le secteur des transports et du logement) ont relancé la demande domestique ; tandis que l'intervention de la BCE a permis un redémarrage du commerce mondial, en rassurant les investisseurs sur le risque d'un accident financier systémique en zone euro.

Depuis le T4 2012, les données d'activité connaissent un rebond et ce dernier devrait mécaniquement se poursuivre sur l'ensemble du S1 2013, s'inscrivant sur des bases annuelles très dépréciées. Ainsi, les exportations vers l'Europe baissent en moyenne de plus de 10% sur un an au S2 2012, alors que leur hausse annuelle moyenne dépassait 15% depuis 2005. Au-delà de la normalisation du commerce international, la Chine devrait continuer de bénéficier des retombées de son *policy-mix* plus expansionniste. Le desserrement de la politique monétaire a permis aux crédits de rebondir de +20% sur un an et la Chine affichait fin 2012 une hausse de ses financements de plus de 60% sur un an, grâce aux obligations d'entreprises. De tels chiffres augurent d'une hausse du marché immobilier (plus de 7 millions de mises en chantier de logements sociaux ont été lancées lors des 10 premiers mois de 2012), des projets d'investissements (55 projets d'infrastructures pour un montant de 1 trillion de yuans ont notamment été approuvés par la Commission nationale pour le développement et la réforme en septembre 2012) et donc de la production industrielle début 2013. Par ailleurs, le marché du travail s'est montré résistant durant la période de ralentissement de 2012 (beaucoup plus qu'en 2009) et le ratio offres d'emplois / demandes d'emplois dépasse toujours 1. Cette situation favorable sur le front de l'emploi conjuguée aux mesures prises pour encourager la consommation (hausse du salaire minimum, prestations santé) devrait permettre à la croissance des ventes de détail de revenir vers +18% sur un an.

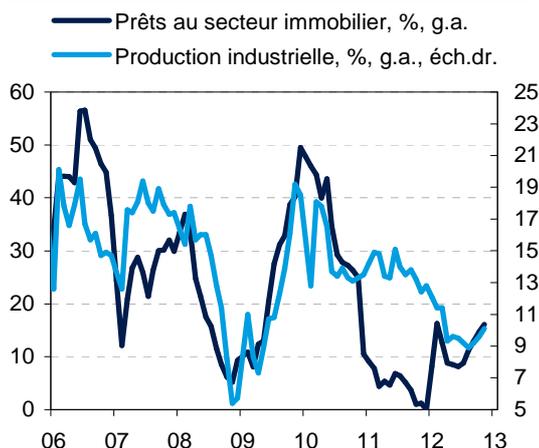
Au total, selon nous, la croissance annuelle chinoise va dépasser 8% au S1 2013. La seconde partie d'année pourrait se révéler plus compliquée. En effet, même si elles ont procédé à des mesures de stimulation économique, les autorités chinoises n'ont pas engagé un plan de relance d'une ampleur comparable à celui de 2008 (4 trillions de yuans soit 13,9% du PIB de l'époque), afin d'éviter un regain des tensions inflationnistes. Les effets d'entraînement de la politique de relance devraient alors s'estomper relativement rapidement. Par ailleurs, face au risque d'atterrissage brutal en 2012, la Chine a dû se résoudre à renouer avec des programmes d'investissement. Le rééquilibrage de l'économie chinoise vers davantage de consommation, prévu dans le 12ème plan quinquennal, n'a pas eu lieu en 2012 (et a donc été reporté sur les années ultérieures). La Chine affiche toujours d'importantes surcapacités (le taux d'utilisation des capacités de production est tombé sous 60% alors que sa moyenne 1990-2006 était supérieure à 75%) et un taux d'investissement bien au-delà des standards des autres pays émergents. La rentabilité des nouveaux projets engagés est clairement en question, ce qui peut naturellement rétroagir sur le système bancaire, vu la vigueur du rebond des opérations de financement. La dette des entreprises chinoises dépasse aujourd'hui 120% du PIB...

Zone euro : taux de chômage, %



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Chine : production industrielle et prêts au secteur immobilier



Source : NBS, Stratégie Amundi

- **Le Brésil devrait également enregistrer un net rebond (d'un peu plus de 1% environ en 2012 à près de +4% en 2013).** Malgré une croissance faible en 2012, le marché du travail est resté porteur. Le taux de chômage demeure sur des points bas historiques (5,3% en novembre) et le revenu salarial réel des ménages affiche une progression annuelle de plus de 8% à fin 2012. Les dépenses de consommation devraient alors poursuivre leur tendance favorable. En parallèle, avec l'amélioration de l'environnement international, nous escomptons un rebond des dépenses d'investissement ; d'autant que cette dynamique devrait être amplifiée par les plans de développement des infrastructures décidés en 2012.

- **L'Inde** devrait profiter de l'amélioration de l'environnement international pour enregistrer une accélération de ses exportations et de ses dépenses d'investissement. En revanche, comme la banque centrale n'a pas pu assouplir sa politique monétaire et comme les autorités peinent à engager des réformes structurelles pour libéraliser l'économie et accroître le potentiel de croissance, **une accélération seulement limitée de l'activité devrait être observée (5,3% à 5,8%).**

Quelles perspectives pour l'inflation dans ce contexte en 2013 ? Stabilisation aux Etats-Unis, poursuite de la désinflation en Europe et rebond dans les principaux pays émergents...

- **Aux Etats-Unis**, le seuil de 2% semble aujourd'hui être un niveau d'équilibre. D'un côté, la situation structurellement dégradée du marché du travail bride considérablement le potentiel d'accélération de l'inflation. Le taux de chômage est encore élevé (d'autant que de nombreux actifs potentiels sont désinscrits de la population active, comme en atteste la faiblesse du taux de participation), ce qui limite le pouvoir de négociation salariale des travailleurs. A fin décembre 2012, l'augmentation annuelle nominale des salaires horaires s'élevait à 2%, soit un niveau historiquement faible... D'un autre côté, les pressions déflationnistes ont considérablement diminué, avec l'amélioration du crédit et le redémarrage du secteur immobilier. L'indice Case-Shiller, mesurant l'évolution des prix immobiliers dans les 20 principales villes américaines, a touché un point bas en janvier 2012 et ressort depuis en hausse de +4,3% en variation annuelle ; tandis que la composante logement dans l'Indice des Prix à la Consommation, progressait de +2,2% sur un an. **Au final, nous prévoyons que les indices des prix à la consommation resteront proches de 2% en 2013.**

- **En Europe**, de nombreux pays subissent encore des pressions désinflationnistes (voire déflationnistes dans certains Etats périphériques de l'UEM). Au sein de la zone euro, l'intervention de la BCE n'a pas suffi à ramener la croissance du crédit en territoire positif.

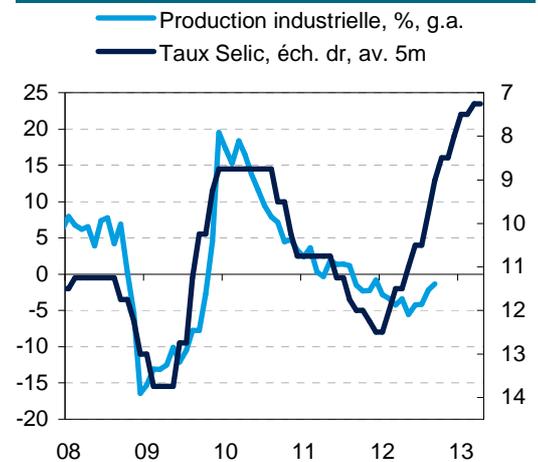
De nombreux Etats membres sont en récession et sont confrontés à une forte poussée du taux de chômage. La croissance annuelle de l'Indice des Prix à la Consommation pour l'ensemble de la zone euro devrait alors baisser sous 2% au cours du T1 2013 pour terminer l'année vers +1,5%.

“ *Au sein de la zone euro, l'inflation va diverger davantage entre pays membres* ”

Au-delà de cette tendance générale, il convient de relever que les trajectoires d'inflation devraient davantage diverger entre pays européens en 2013. Pour le moment, celles-ci sont restées relativement homogènes car les chocs d'inflation ont été majoritairement importés (hausse des prix du pétrole, des matières premières alimentaires...) donc communs à l'ensemble des pays. **Or, depuis deux ans, l'hétérogénéité macro-économique des pays pose les jalons d'une disparité accrue des indices d'inflation sous-jacents.**

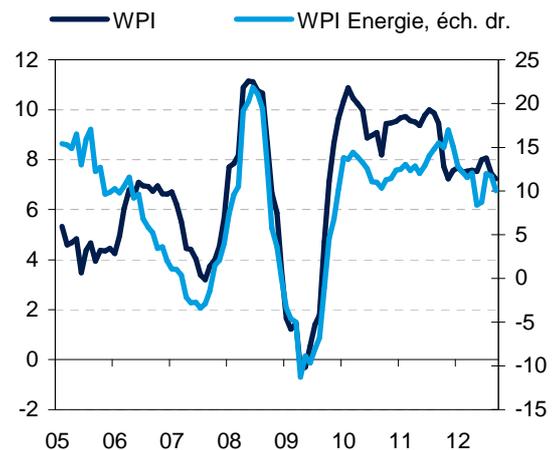
- **Au sein des principaux pays émergents, l'inflation devrait poursuivre le rebond graduel débuté en 2013 en Chine et au Brésil.** Les effets de base sont redevenus porteurs pour l'inflation et l'accélération de la croissance devrait tirer les indices de prix à la hausse. En Inde, nous prévoyons que l'inflation ne décélèrera que très modérément.

Brésil : taux d'intérêt et production industrielle



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Inde : indice d'inflation WPI (g.a., %)



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Conclusion :

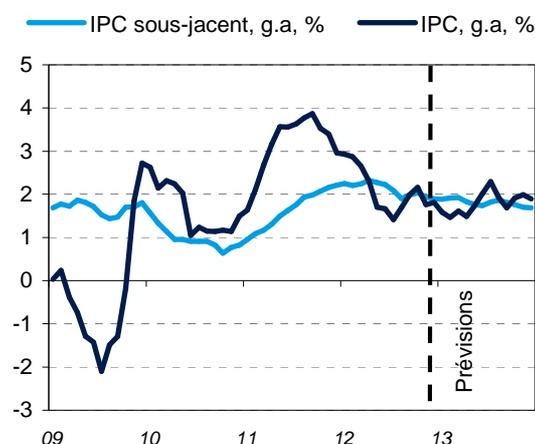
Une économie mondiale encore sous contrainte budgétaire mais moins sous tension financière en 2013

Contrainte par l'effort de désendettement des pays développés, l'économie mondiale ne renouera pas en 2013 avec ses rythmes d'expansion d'avant crise. Nous pensons néanmoins que la croissance mondiale va accélérer (de +3,1% à +3,5%) car les avancées politiques et institutionnelles ont rendu l'environnement financier moins défavorable pour l'activité. Dans ce contexte, les Etats-Unis devraient afficher une croissance légèrement supérieure à 2%, l'Europe devrait enregistrer une stagnation de son PIB (avec une zone euro qui ne sortira de récession que mi-2013), le Japon une croissance molle et les pays émergents un rythme d'expansion légèrement inférieur à 6%.

L'assainissement des finances publiques contraindra la croissance mondiale bien au-delà de 2013

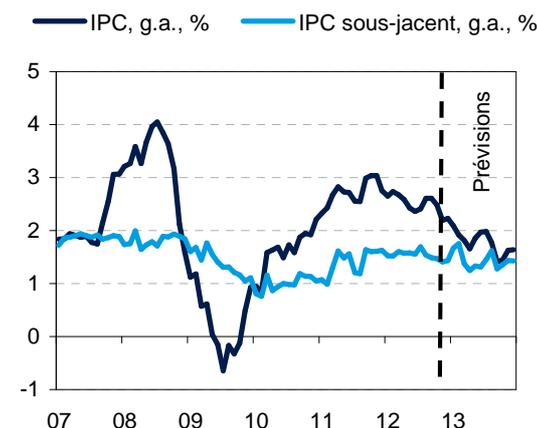
Relativement aux estimations du consensus (données de décembre 2012), nos prévisions pour 2013 nous conduisent à être plus optimistes pour les Etats-Unis (2,3% vs 1,9%), en ligne, en moyenne, pour l'Europe mais avec davantage de dispersion entre pays ; en ligne pour les pays émergents avec l'anticipation d'un net rebond. Les premières estimations de croissance du consensus pour 2014 dans les pays développés révèlent que les prévisionnistes escomptent une forte accélération de la croissance aux Etats-Unis (de 1,9% en 2013 à 2,8% en 2014) et dans une moindre mesure en Europe (de 0,3% en 2013 à 1,3% en 2014). De telles attentes nous semblent exagérées car l'assainissement des finances publiques continuera de peser sur la croissance de ces économies. Selon nous, la plupart des pays européens dépasseront leur cible budgétaire en 2013 et devront poursuivre leurs efforts. De même, si les Etats-Unis ont évité (de justesse) la falaise fiscale, ils devront inéluctablement se soumettre à une longue et difficile consolidation budgétaire pour résorber leur déficit public.

Etats-Unis : inflation



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Zone euro : inflation



Source : Bloomberg, Stratégie Amundi

3 Vers un report des cibles de déficit public pour la plupart des pays de la zone euro en 2013

Bilan 2012 : une forte hétérogénéité des trajectoires des déficits publics dans les principaux pays de la zone euro

Allemagne : déficit 0% en 2012

Malgré les charges imposées par sa contribution aux mécanismes européens de solidarité (mise en place du MES, renforcement de la dotation à la BEI) représentant 10 milliards d'euros, l'Allemagne est parvenue à dépasser ses objectifs budgétaires. Le système public de sécurité sociale affiche un excédent (bénéficiant de la situation favorable du marché du travail) et la charge de la dette a baissé de plus de 5% sur un an. Le déficit public a diminué au total de -0,8% en 2011 à 0% en 2012.

France : une exécution budgétaire conforme aux objectifs en 2012

La France a perdu son AAA en 2012 auprès de Standard & Poor's puis de Moody's. Les agences de notations reprochent à la France sa perte de compétitivité qui abaisse son potentiel de croissance et rend le ratio dépenses publiques sur PIB difficilement comprimable. Cela n'a pas empêché les taux français d'atteindre un plus bas historique, allégeant la charge de la dette dans le budget de près de 2,5Mds €. Comme la croissance s'est révélée proche de l'hypothèse retenue dans la loi budgétaire (0,1% vraisemblablement réalisé vs +0,3%), les autorités ont pu mener une exécution budgétaire 2012 conforme à la cible, réduisant le déficit public vers 4,5%.

Italie : un excédent primaire de +2,7%

L'objectif pour le déficit public 2012 a été relevé de +1,7% à +2,6% au cours de l'année. Comme le déficit était de +3,9% en 2011, ce chiffre témoigne quand même d'une consolidation budgétaire substantielle. Malgré une profonde récession, les recettes fiscales ont augmenté de plus de 5% (grâce à la hausse de TVA réalisée en 2011, à l'augmentation de l'impôt sur le revenu et à la progression des taxes sur les sociétés) ; tandis que les dépenses ont été coupées de plus de 10%. Le solde primaire ressort alors proche de +2,7% fin 2012 (soit le niveau le plus élevé en zone euro).

Espagne : le budget plombé par les banques, les régions et la charge de la dette

La cible budgétaire 2012 de l'Espagne a été relevée de 5,3% à 6,3% du PIB. Fin novembre, l'Etat central affichait un solde négatif de -45,9Mds € alors que le résultat était de -51,8Mds € fin novembre 2011. Le déficit de l'Etat central terminera ainsi l'année 2012 proche de sa cible de -4,5% du PIB (vs -5,1% en 2011). Dans les comptes, la charge de la dette a augmenté de plus de 15% mais le solde primaire est passé sous 2,5%. La cible de déficit public total va néanmoins être largement dépassée. Dans un contexte économique dégradé, les régions doivent réduire leur déficit de 18,4Mds € (de 3,3% à 1,5% du PIB).

Cet effort est tout simplement irréaliste, au regard des performances passées et de la proportion qu'il représente dans le budget annuel des régions (plus de 5%), sachant que nombreuses de leurs dépenses sont inélastiques (notamment pour l'éducation ou la santé...).

“ L'effort demandé aux régions espagnoles en 2012 était irréalisable ”

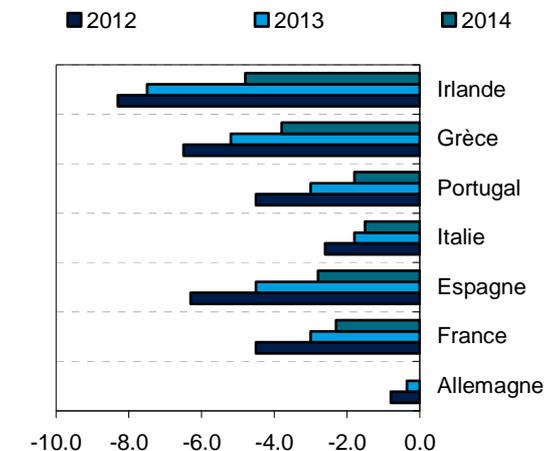
Fin novembre, 8 régions sur 17 signalaient qu'elles ne respectaient pas leur cible à la fin du troisième trimestre. Le déficit public devrait alors dépasser 7,5% et ce chiffre serait porté à 9,5% en incluant l'effort de recapitalisation des banques. De tels résultats sont *in fine* comparables à ceux de 2011 (déficit public de 9,4%).

Déficit public 2013 : 2,2% pour l'Italie ; 3,5% pour la France ; ...OMT pour l'Espagne !

Allemagne : objectif 75% pour le taux d'endettement en 2015

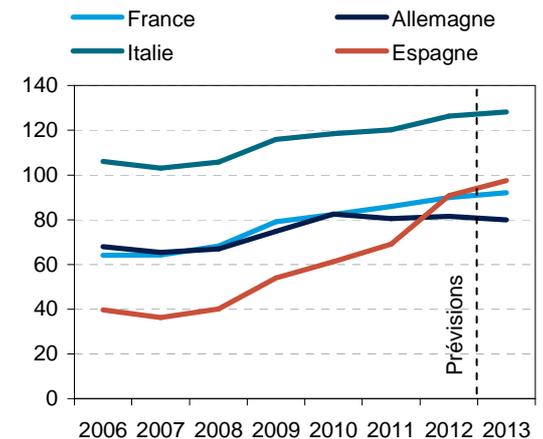
L'Allemagne prévoit de conserver un solde budgétaire proche de l'équilibre lors des prochaines années. Les dépenses seront ainsi maintenues constantes. En 2013, le collectif budgétaire table sur un déficit structurel de seulement 8,8 milliards d'euros, impliquant un déficit fédéral de -0,35% du PIB. L'objectif est de ramener le ratio dette / PIB de 81,5% en 2012 à 75,5% en 2015. Selon nous, l'Allemagne va profiter du rebond du commerce mondial début 2013 et va afficher une croissance proche de celle de 2012. L'objectif de consolidation budgétaire devrait alors être tenu.

Zone euro : cibles officielles de déficit public (% PIB)



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Zone euro : évolution des dettes publiques (% du PIB)



Source : FMI, Stratégie Amundi

France : retour à 3% de déficit public au mieux en 2014

Le gouvernement prévoit de ramener le déficit public de 4,5% à 3% fin 2013. L'effort transitera majoritairement par un durcissement de la fiscalité (2/3 hausse des impôts, 1/3 baisse des dépenses). Les prélèvements obligatoires doivent ainsi augmenter de 30Mds € (10Mds € pour les ménages, 10Mds€ pour les entreprises et 10Mds € provenant des mesures prises en 2012, notamment la fin d'exonération de cotisation des heures supplémentaires). La loi budgétaire est basée sur une hypothèse de croissance de +0,8%.

Selon nous, la croissance sera au mieux nulle en 2013. Le gouvernement est conscient de cette réalité, puisque l'INSEE table sur une croissance de +0,1%. Il ne prévoit néanmoins pas d'accroître l'austérité, car cela pourrait se révéler contreproductif, dans un contexte de croissance atone et de forte hausse du chômage.

« Faute de croissance, la France ne ramènera pas son déficit public à 3% en 2013 »

Pour preuve, l'augmentation de la TVA n'a été programmée que pour 2014. Nous prévoyons *in fine* un déficit public de -3,5% pour 2013. L'autre point à relever dans la loi budgétaire 2013 de la France a trait aux prévisions de croissance 2014-2017. Une croissance de 2% est prévue chaque année. Cette hypothèse n'est pas crédible vu le niveau de croissance potentielle et les mesures fiscales déjà annoncées pour 2014. Dans une optique de consolidation budgétaire, elle appelle soit à un allongement de la période de réduction du déficit, soit à une baisse plus marquée des dépenses publiques. Elle ouvre en tous cas pour le moment la voie à d'autres dégradations de la notation de l'Etat.

Italie : vers un léger dérapage budgétaire en 2013

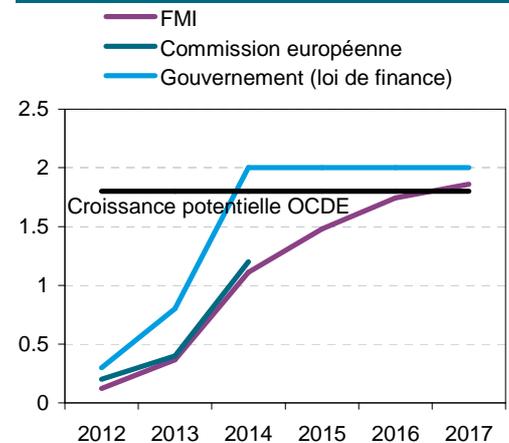
En Italie, le gouvernement prévoit une réduction du solde structurel de 1,5% du PIB (vs 3,2% pour 2012) afin de ramener le déficit public à 1,8% du PIB en 2013. Si des coupes budgétaires sont prévues (santé, investissement et régions notamment), d'importants changements budgétaires sont attendus concernant les recettes. Le gouvernement va baisser le taux marginal d'imposition sur les bas revenus de 1% et opérera en compensation une hausse de la TVA de 1% (juillet 2013). Selon nous, le déficit public atteindra 2,2%, soit un dépassement limité par rapport à l'objectif initial. Le gouvernement a certes construit sa loi de finance sur une hypothèse de croissance trop optimiste (-0,2% anticipé pour 2013 vs -0,7% d'après nos estimations) mais celle-ci n'est pas totalement irréaliste. Par ailleurs, l'effort d'austérité sera allégé par rapport à 2012 et transitera majoritairement par une hausse de TVA, ce qui rend sa mise en œuvre relativement aisée.

Espagne : l'objectif de déficit public sera dépassé en 2013... et de loin !

En 2013, les dépenses de l'Etat sont attendues en hausse de +5,6%. Cette augmentation est principalement due au gonflement de la charge de la dette (+34% à 38,6 Mds €). Excepté ce poste, les dépenses sont programmées en baisse de 6,3Mds € (-0,8% du PIB). Ainsi, les frais de fonctionnement des ministères (-8,9%), les coûts de personnel (-3,9%) et les investissements en infrastructures (-22%) vont être coupés. Du côté des recettes, le gouvernement table sur une progression de +0,6% du PIB. La hausse de TVA réalisée en septembre 2012 constitue la mesure phare pour les rentrées fiscales 2013. L'Etat central, les régions et les autorités locales doivent *in fine* respectivement réduire leur déficit de 0,7% du PIB, 0,8% du PIB et 0,3% du PIB. Au total, l'Espagne projette un resserrement budgétaire de 39Mds €, afin que le déficit public baisse à 4,5% du PIB fin 2013. Cet objectif n'est pas crédible. La loi de finance est basée sur une hypothèse de croissance de -0,5%. Or, nous tablons sur une aggravation de la récession en 2013 (-1,8% selon nos prévisions). En particulier, la contraction de la consommation devrait être plus prononcée que ne l'anticipe le gouvernement (-3% vs -1,4%). Ce dernier prévoit une baisse de la consommation équivalente à celle de 2012, alors que le pouvoir d'achat des ménages a été nettement amputé (stagnation des salaires nominaux, hausse sensible du chômage, augmentation du taux de TVA de 3%). Par ailleurs, l'effort budgétaire demandé aux régions ne paraît pas atteignable. Elles doivent économiser 6,9Mds € en 2013 après 15,8Mds € en 2012. Cela représente 2,6% du PIB sur 2 ans, soit près de 10% de leur propre budget. Vu le dépassement initial de 2012, nous anticipons que le déficit public sera plutôt autour de 6% fin 2013. Le décalage est donc substantiel par rapport à la cible, cela devrait contribuer à rendre inéluctable la demande d'aide de l'Espagne.

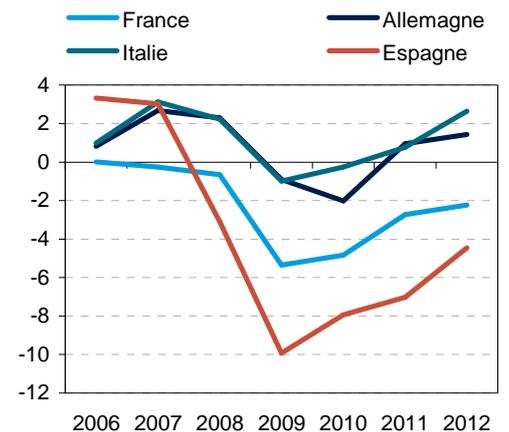
Même si les proportions et les conséquences seront très différentes, la France, l'Italie et l'Espagne dépasseront leur objectif de déficit public en 2013. Cela sera également le cas pour les autres membres de la zone euro, du fait d'une croissance insuffisante. La consolidation budgétaire devra donc davantage s'étendre dans le temps.

France : prévisions de croissance



Source : OCDE, FMI, CE, Stratégie Amundi

Zone euro : soldes primaires (% du PIB)



Source : FMI, Stratégie Amundi

4 Des politiques monétaires très durablement accommodantes

Lors de la reprise de 2009-2010, l'une des questions-clés était celle de la normalisation des politiques monétaires. Les banques centrales avaient endigué la plus grave récession depuis les années 1930 avec des mesures non conventionnelles d'exception, jouant pleinement leur rôle de prêteur en dernier ressort. Mais l'expansion de leur bilan – et la création monétaire qui en a résulté dans la plupart des cas (aux Etats-Unis, au Royaume-Uni et au Japon) – ne pouvaient durer indéfiniment. Avec la reprise économique, les investisseurs commençaient naturellement à s'interroger sur les «stratégies de sortie» : arrêt des achats d'actifs et calendrier des hausses de taux futures.

Trois années plus tard, la crise de l'euro est passée par là. Les risques systémiques induits (crise bancaire, survie de l'euro, etc.) ont changé la donne en Europe, avec la zone euro de nouveau en récession (cf. article 2). Aux Etats-Unis, la reprise n'est pas jugée assez vigoureuse pour revenir en arrière. Au Royaume-Uni, même si la Banque d'Angleterre (BoE) doute de l'efficacité d'un assouplissement quantitatif (QE) supplémentaire, il n'est pas non plus question de durcir la politique monétaire. Enfin, au Japon, le changement de gouvernement permet de supposer que la banque centrale (BoJ) ira encore plus loin en termes d'achats d'actifs. Jusqu'où et pendant combien de temps ? Selon quelles modalités ? Ces questions domineront les années 2013 et 2014. Nous résumons ici nos attentes...

2012 : l'année d'un virage à 180 degrés de la BCE

L'année 2012 aura incontestablement été marquée par un changement d'approche radical de la BCE, initié d'abord le 8 décembre 2011, avec les annonces de deux opérations de refinancement exceptionnelles (LTRO) à 3 ans. Ces LTRO ont représenté des prêts conséquents aux établissements financiers (489 Mds € le 21 décembre 2011 et 530 Mds € le 29 février dernier). La BCE avait au préalable abaissé son taux directeur de 25 pb à deux reprises (en novembre et décembre 2011). Les tensions sur le marché interbancaire et sur les dettes souveraines, notamment en Italie et en Espagne, ont très sensiblement diminué. Mais la détente n'a pas duré, de sorte que la BCE a abaissé son taux directeur de 25pb le 5 juillet (à 0,75%), puis annoncé le 2 août un nouveau programme d'achat d'actifs (OMT, cf. encadré 3). Parallèlement, la BCE a abaissé son niveau d'exigence pour les collatéraux acceptés lors des opérations de refinancement.

La BCE sera en définitive parvenue à éteindre le risque systémique en 2012. Avec les deux LTRO à 3 ans, la BCE a endigué le risque de crise de liquidité et de faillite des établissements financiers. Puis avec le programme OMT, en ouvrant la porte à des achats potentiellement illimités de titres de dette souveraine, la BCE garantit l'absence de crise de liquidité pour les Etats.

« Ce sont les deux jambes du risque extrême que la BCE est parvenue à endiguer en 2012 »

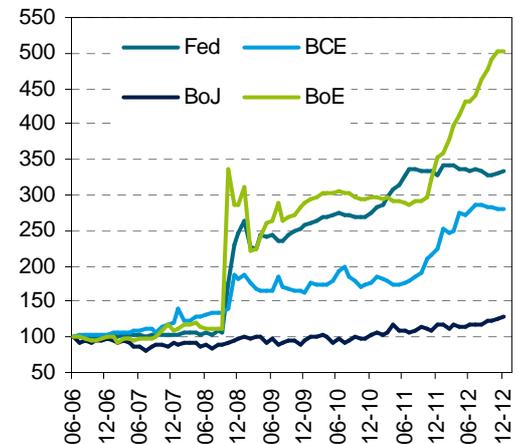
En définitive, ce sont les deux jambes du risque extrême (crise de liquidité pour les banques et pour les Etats) que la banque centrale est ainsi parvenue à endiguer, avec les conséquences que l'on sait pour les classes d'actifs (cf. article 1).

Il est frappant d'observer que la BCE n'a pas acheté de titres souverains en 2012. L'OMT a été perçu comme une option gratuite par les investisseurs (un « Draghi's put ») : l'assurance que les pare-feu (MES et BCE) entreraient en fonction en cas de regain de tensions sévères. Cette option (non exercée car aucun gouvernement n'en a fait la demande) s'est avérée *in fine* plus efficace que les achats de titres effectifs opérés dans les périodes de crise. Rappelons que la BCE a accumulé plus de 210 Mds € de titres souverains dans le cadre du programme SMP mis en place au printemps 2010. Mais ce programme s'était avéré inefficace en raison de son opacité et de ses objectifs incertains.

Pas ou peu d'assouplissement des conditions de crédit bancaire

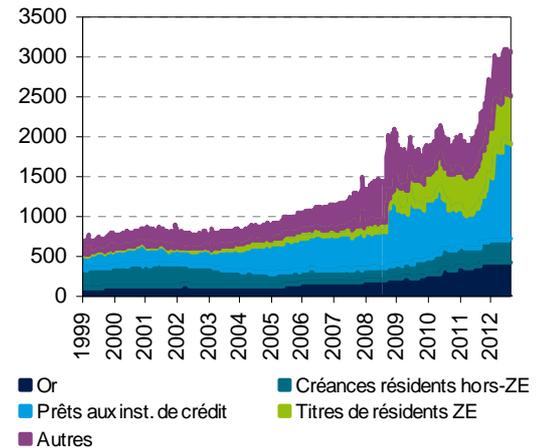
Le programme OMT est avant tout présenté comme un instrument de politique monétaire. La priorité est de restaurer le canal du crédit. Car la crise des dettes souveraines a engendré une fragmentation de l'univers obligataire y compris sur les maturités courtes et les distorsions sur les prix des emprunts d'Etat ont eu des répercussions notables sur les taux d'intérêt auxquels les entreprises et les ménages s'endettent, et ce malgré les taux directeurs très faibles de la BCE.

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



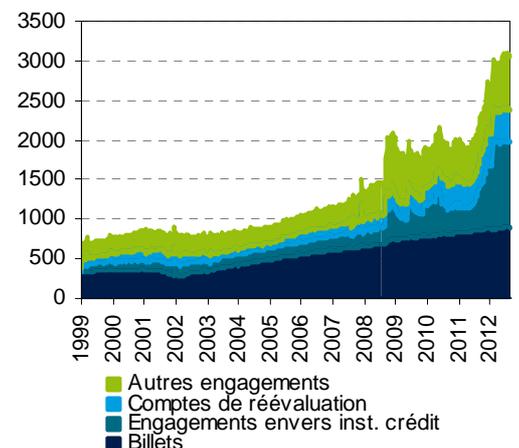
Source : Datastream, Stratégie Amundi

Bilan de la BCE : actif (en Mds €)



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Bilan de la BCE : passif (en Mds €)



Source : Datastream, Stratégie Amundi

La baisse de 25pb des taux directeurs du mois de juillet (taux refi à 0,75% et taux des dépôts à 0%) a certes eu un impact très marqué sur les taux interbancaires. L'Eonia est tombé à son plus bas niveau en décembre 2012 (0,06% vs 0,40% en début d'année), entraînant dans son sillage tous les taux interbancaires (cf. graphique). Les entreprises qui ont accès au marché obligataire ont par ailleurs vu leurs conditions de financement s'améliorer très nettement (cf. article 4). En revanche, les PME et les ménages qui sont tributaires des banques continuent de voir leur accès au crédit restreint et les taux auxquels ils s'endettent sont très différents selon les pays (cf. tableau p 21). La crise des dettes souveraines – qui, au vu de notre indicateur de stress financier, a atteint son apogée à l'automne 2011 (même niveau qu'après la faillite de Lehman Brothers) – a fini par précipiter de nouveau l'ensemble de la zone euro en récession au second semestre 2012.

Que peut faire la BCE en 2013 ?

Les politiques budgétaires sont restrictives et amenées à le demeurer. Les taux d'intérêt réels demeurent trop élevés dans les Etats périphériques qui subissent de plein fouet la récession (Espagne, Italie, Portugal). Si cette dernière s'aggrave dans la zone euro, la BCE devrait donc en faire davantage. Mais comment ? Ses statuts lui interdisent le financement monétaire des Etats (art. 123 du traité de Lisbonne). En outre, la BCE ne souhaite pas prendre le risque d'aléa moral. Des achats de titres souverains même stérilisés (i.e. sans création monétaire) pourraient conduire les gouvernements à délaissier le terrain des réformes structurelles et du contrôle de la dépense publique. C'est pourquoi les OMT sont conditionnels. Compte tenu des contraintes réglementaires et de la nécessité pour les banques de poursuivre leur stratégie de deleveraging, des achats de titres souverains seraient de peu de secours pour détendre les conditions de crédit bancaire. La BCE, très « en retard » sur ses grandes sœurs, dispose néanmoins de plusieurs options non conventionnelles qui pourraient être utilisées en 2013.

1^{ère} option : abaisser les taux directeurs. La BCE qui table sur une contraction du PIB de 0,3% en 2013, précise que les risques demeurent baissiers par rapport à cette prévision et revoit à la baisse ses anticipations d'inflation à 1,6%.

“ La baisse des taux n'est plus une arme adéquate ”

Dans des conditions normales, de telles perspectives s'accompagneraient d'un assouplissement monétaire. Mais ce ne sont pas les taux directeurs qui sont à l'origine des conditions de crédit encore trop restrictives. La baisse des taux n'est plus un moyen adéquat. Resterait « l'effet de signal » prouvant sa détermination à agir.

• Dans ces conditions, probabilités de baisse du taux refi :

- **d'au moins 25pb (à 0,50%) : 90%.** C'est la probabilité cumulée de notre scénario central et du scénario baissier. La conjoncture s'est dégradée au T4 2012, y compris en Allemagne. La BCE doit faire un geste, ne fût-ce que symbolique.

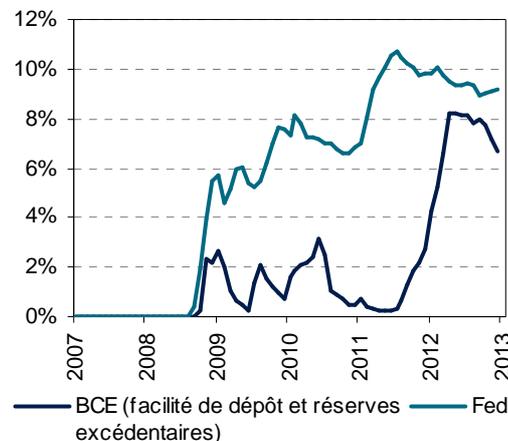
- **de 50pb (à 0,25%) : 50%.** La BCE pourrait privilégier des annonces non conventionnelles à une baisse supplémentaire, à l'instar de la BoE (cf. ci-dessous).

- **de 75pb (à 0%) : 10%.** Tout comme la Fed et la BoE, la BCE ne souhaite probablement pas descendre jusqu'à zéro, pour ne pas perturber le fonctionnement des marchés monétaires.

2^{ème} option : opter pour un taux de dépôt négatif ? Rappelons que ce taux est celui qui rémunère les dépôts des banques à la facilité de dépôts de la BCE. Abaisser le taux de rémunération des dépôts à -0,25% est techniquement possible (cela reviendrait à les taxer) ; il faudrait toutefois au même moment taxer leurs comptes courants de la même façon. L'inconvénient est connu : un taux négatif perturberait le fonctionnement des marchés monétaires et notamment celui des fonds monétaires. C'est d'ailleurs la raison pour laquelle la Fed avait finalement renoncé à aller dans cette direction, en maintenant son taux de dépôt à 0,25%. Jusqu'à une période récente, les membres de la BCE reconnaissaient que ce serait aller en « terre inconnue », avec des conséquences pratiques difficiles à évaluer.

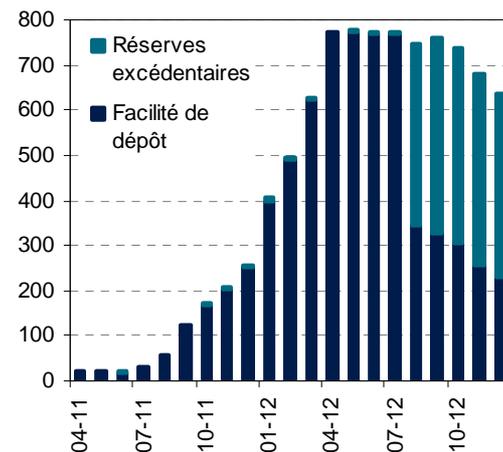
Cette option semble toutefois être restée à l'étude. En imposant la liquidité, la banque centrale inciterait les banques à prendre plus de risque, notamment en prêtant davantage au secteur privé (PME et ménages notamment). Il est cependant peu probable qu'une telle mesure, prise isolément, change réellement la donne en ce qui concerne la distribution de crédit bancaire. Les raisons pour lesquelles les banques ne prêtent pas ou

Réserves excédentaires (en % du PIB) : Fed vs BCE



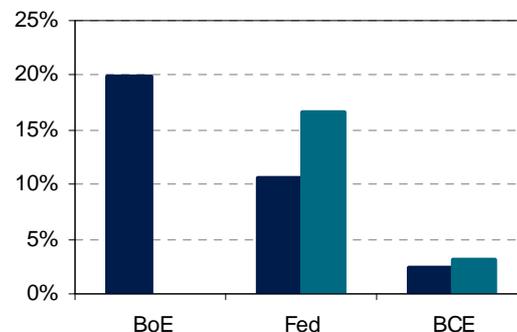
Source : Datastream, Stratégie Amundi

BCE : facilité de dépôt et réserves excédentaires



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Actifs achetés par les banques centrales en % du PIB national (2012)



Source : Datastream, Stratégie Amundi

peu s'accumulent (conjoncture molle, absence de demande, nécessité pour les banques de diminuer davantage la taille de leur bilan, augmentation des créances douteuses, contraintes réglementaires liées à Bâle 3).

Il faudrait une taxe beaucoup plus élevée pour inciter les banques à distribuer du crédit. Or les établissements financiers chercheraient à coup sûr à échapper à une telle taxe. Rappelons que si les taux d'intérêt nominaux ne peuvent devenir négatifs, c'est parce qu'à partir d'un certain seuil il devient rentable de convertir ses liquidités en billets de banque ! Ce qui vaut pour un particulier vaut aussi pour un établissement financier. Dit autrement, la taxe sur les dépôts ne peut excéder le coût de stockage de la liquidité. Si un taux de dépôt négatif n'est pas impossible, ce n'est pas le remède au mal actuel (probabilité d'un taux de dépôt de -0,25% : 50% ; probabilité d'un taux de dépôt inférieur : 10%).

3^{ème} option : se pré-engager à maintenir ses taux inchangés pendant une période déterminée. La Fed a déjà montré le chemin en la matière, en conditionnant le début de la normalisation à des conditions macroéconomiques (cf. section Fed). La BCE cible l'inflation, avec pour objectif une croissance des prix inférieure mais proche de 2%. Si l'inflation ralentit davantage – ce qui adviendrait en cas de récession ou de croissance nulle prolongée – la BCE pourrait considérer des mesures non conventionnelles, tout en restant dans le cadre de son mandat (maintenir la stabilité des prix consiste aussi à éviter le risque de déflation).

• **Vers une cible de PIB nominal ?** En régime de basse inflation, cibler le PIB nominal permettrait de mieux prendre en compte la croissance économique réelle et celle du crédit (qui sont imbriquées), sans abandonner pour autant l'inflation. Le futur gouverneur de la BoE s'est déjà exprimé en ce sens pour son institution. La BCE regarde de près l'expérience britannique.

4^{ème} option : de nouveaux LTRO ? La question peut paraître incongrue tant les banques disposent de liquidités abondantes. Leurs dépôts auprès de la BCE (réserves excédentaires + facilité de dépôts) s'élevaient fin 2012 à 635 Mds € (6,7% du PIB de la zone euro). Toutefois, la situation est très contrastée selon les pays : les banques des pays du cœur et de la périphérie n'ont pas les mêmes besoins. Par ailleurs, la BCE pourrait procéder à de nouvelles opérations de refinancement à long terme avec des modalités différentes. Pour garantir un coût de la ressource très faible pendant une période prolongée, les LTRO pourraient se faire à taux fixes (proches de leur niveau actuel). La Banque du Japon vient de mettre en place une mesure de cette nature (cf. section sur la BoJ). L'assurance d'une liquidité « bon marché » pendant plusieurs années rencontrerait sans doute un certain succès en zone euro.

En complément d'un pré-engagement à maintenir des taux inchangés, le moyen serait particulièrement efficace pour ancrer les anticipations d'une politique monétaire très durablement accommodante et ainsi inciter les banques à assouplir leurs conditions de crédit.

“ Des LTRO pour ancrer les anticipations d'une liquidité abondante et bon marché ”

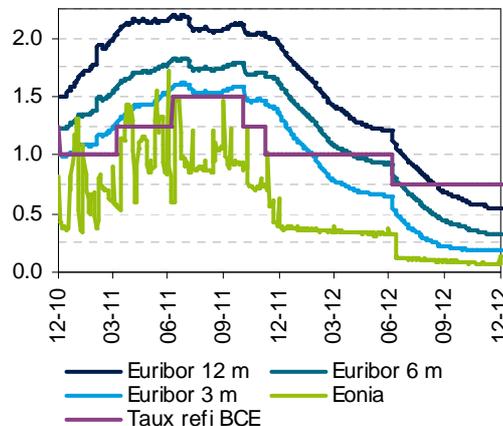
Une telle option nous apparaît d'autant plus probable que le remboursement des LTRO à 3 ans (au plus tard en déc. 2014 et fév. 2015) pourrait commencer à préoccuper les marchés dès 2013. Au total, nous associons une probabilité de 60% à ce type de mesure.

5^{ème} option : vers des achats d'actifs privés par la BCE ? La priorité de la BCE est de rétablir le canal de crédit de façon à ce que l'assouplissement de sa politique monétaire se transmette aux ménages et aux entreprises. Pour ce faire, la BCE pourrait décider d'acheter des actifs privés. En effet, pour inciter les banques à faire du crédit, un programme d'achats de créances titrisées (ABS) serait particulièrement efficace. Les banques pourraient ainsi plus facilement octroyer des prêts et se délester du risque associé en les titrisant et en les cédant à la BCE (qui serait ainsi seule à porter le risque afférant). Par ce canal, le coût du crédit baisserait sensiblement pour les PME les plus solides et pour les ménages.

• **Est-ce possible ?** Techniquement oui. Les statuts de la BCE lui interdisent la monétisation des dettes publiques (c'est-à-dire de faire tourner la planche à billets pour financer les déficits budgétaires). Mais un QE visant à acquérir des titres privés n'est pas formellement prohibé.

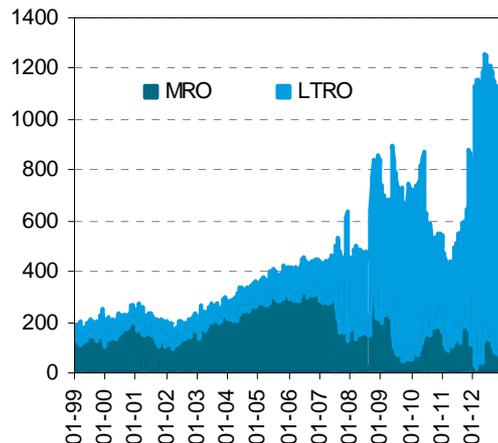
• **Quel serait le facteur déclencheur d'un QE ?** Il ne faut pas tabler sur des mesures préventives en la matière. Recourir à un QE serait une volte face pour la BCE. Pour justifier le recours à des mesures exceptionnelles supplémentaires, il faudrait que la conjoncture se détériore davantage en zone euro et que les risques de déflation s'intensifient. De notre point de vue, il suffirait que la croissance ne reparte pas au 2nd semestre 2013 pour que cette dernière condition soit remplie (probabilité : 50%).

Marchés monétaires de la zone euro



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Prêts de la BCE aux établissements financiers de la zone euro (en Mds €)



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Zone euro : évolutions du crédit bancaire au secteur privé

% sur un an	Entreprises non financières		Ménages	
	Nov. 11	Nov. 12	Nov. 11	Nov. 12
Allemagne	1.3%	0.8%	0.9%	1.2%
France	4.8%	-0.6%	6.5%	2.3%
Italie	4.8%	-4.5%	4.8%	-1.2%
Espagne	-5.6%	-7.9%	-2.6%	-3.4%
Portugal	-2.8%	-9.6%	-1.0%	-4.0%
Irlande	-6.3%	-4.0%	-19.4%	-5.3%
Grèce	-6.2%	-9.8%	-4.4%	-5.9%
Zone euro	1.3%	-2.5%	1.8%	0.2%

Source : BCE, Datastream, Stratégie Amundi

Banque d'Angleterre : QE or no QE, that is the question

L'expérience britannique est riche d'enseignements. La BoE a conservé ses taux inchangés à 0,5% depuis mars 2009 puis a continué d'acheter des actifs, avec pour objectif de stimuler la demande nominale. En octobre 2011, la BoE avait accru la taille de son programme de 75 à 275 Mds £, et en février et juillet 2012 de 50 Mds supplémentaires, portant la taille totale du programme à 375 Mds. Ses achats d'actifs se sont arrêtés au T4 2012. D'autres mesures ont été réalisées parallèlement :

- **En décembre 2011, la BoE a introduit une nouvelle facilité (Extended Collateral Term Repo Facility)** visant à approvisionner en liquidité à court terme les établissements financiers. Cette facilité qui offre de la liquidité sterling contre une large gamme de collatéraux n'a été activée qu'en juin 2012.

- **En juillet 2012, la BoE a aussi mis en place, en coopération avec le Trésor une nouvelle facilité de prêt (Funding for Lending Scheme ou FLS)** qui vise à inciter les banques et les sociétés de crédit immobilier à accroître les crédits octroyés aux ménages et aux entreprises non financières. En pratique, les banques et les sociétés qui font du crédit immobilier ont, via le FLS, la possibilité d'emprunter à la BoE pour une durée inférieure à 4 ans. Le collatéral éligible regroupe les crédits aux entreprises et les crédits hypothécaires. Cette possibilité offerte depuis le 1^{er} août 2012 court jusqu'au 31 janvier 2014. Plus les banques prêtent au secteur privé, plus elles peuvent emprunter à la BoE à des conditions avantageuses.

- **Le QE ne semble plus à l'ordre du jour.** La BoE a calculé que la richesse des ménages avait augmenté de 26% entre mars 2009 et mai 2012 (environ 600 Mds £) à la suite de ses achats d'actifs (325 Mds £ au total jusqu'au mois de mai, soit 21% du PIB). Ces derniers représentent l'équivalent de 10 000 livres par ménage britannique. Toutefois, selon ses calculs, 40% des gains sont allés aux 5% des ménages les plus aisés. Or on sait que la propension à consommer décroît avec le niveau de revenu.

Les effets de stimulation de l'activité économique n'ont donc pas été aussi élevés que ce qui était attendu. La politique monétaire quantitative menée n'a d'ailleurs pas empêché le pays de retomber en récession au T2 2012. La priorité va désormais aux mesures susceptibles de faire redémarrer le crédit. La BoE privilégie ce type d'actions à la monétisation de la dette publique.

“ *Au Royaume-Uni, l'impact du QE a été jugé décevant par la Banque d'Angleterre* ”

L'heure de la normalisation est loin d'avoir sonné. La nomination de Mark Carney, actuel gouverneur de la Banque du Canada, à la tête de la BoE à compter du 1^{er} juillet 2013 (en remplacement de Mervyn King) n'a pas de raison a priori de changer l'orientation de la politique monétaire britannique. Ceci dit, le nouveau gouverneur cherchera à imprimer sa marque. Il s'est récemment déclaré en faveur d'un objectif de croissance du PIB nominal. Or dans ses prévisions, la BoE table sur une progression du PIB réel de 1,1% en 2013 et sur une hausse des prix de 2,5%. En 2014, la prévision de croissance s'élève à 1,7% mais l'inflation prévue ralentit à 2,0%. Au total, la BoE table donc sur une croissance du PIB nominal de l'ordre de 3,6% en 2013 et 2014 (vs 3,8% en 2012). En d'autres termes, si la BoE optait pour une cible de PIB nominal, rien n'indiquerait un début de normalisation monétaire outre-manche.

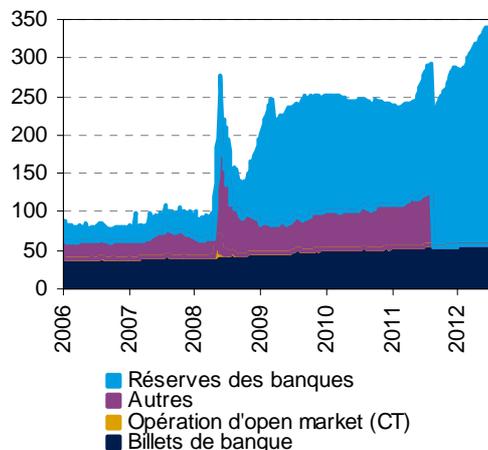
Réserve fédérale : un troisième QE, sans durée prédéterminée

La banque centrale américaine a déjà mené une politique non conventionnelle particulièrement proactive, accumulant à son bilan des quantités très importantes de titres (MBS et titres du Trésor). Notons que sur les 1650 Mds \$ de titres du Trésor que détient déjà la Fed, 1250 Mds sont des titres de maturité supérieure à 5 ans aujourd'hui contre moins de 800 Mds en septembre 2011, lors de l'annonce de « l'Opération Twist ».

En 2012 en dépit du retour de la croissance, la Fed a franchi un nouveau cap : (1) en optant pour un nouveau programme d'assouplissement quantitatif (QE3) sans en préciser la durée et (2) en révisant en profondeur son mode d'action.

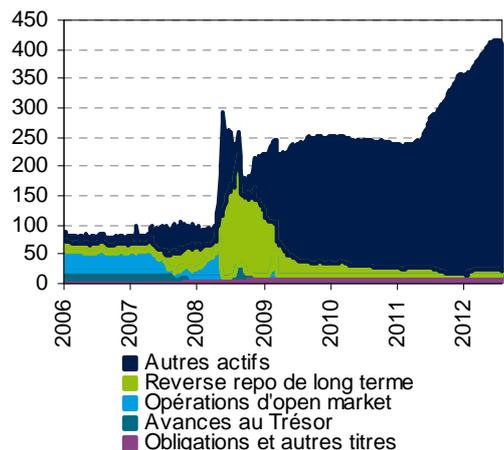
1. De nouveaux achats d'actifs. En septembre 2012, le FOMC a annoncé que la Fed allait acquérir 40 Mds \$ par mois de titres adossés à des créances hypothécaires (MBS), sans préciser la durée de ce nouveau programme d'achat. Il s'agit d'une différence essentielle avec les deux précédents QE qui étaient limités dans le temps.

Bilan de la BoE : passif (en Mds £)



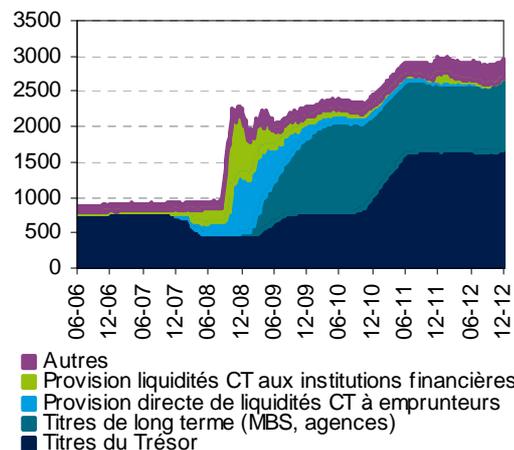
Source : Datastream, Stratégie Amundi

Bilan de la BoE : actif (en Mds £)



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Bilan de la Fed : actif (en Mds \$)



Source : Datastream, Stratégie Amundi

De plus, le 12 décembre, le FOMC a annoncé que la Fed achèterait pour 45 Mds \$ d'obligations du Trésor de maturité longue chaque mois à compter de janvier 2013, après la fin de « l'Opération Twist » (fin 2012). L'objectif des nouveaux achats est double : en achetant des MBS, la Fed cherche à maintenir les taux sur les prêts hypothécaires à un niveau faible pour consolider la reprise de la construction résidentielle. En achetant des titres du Trésor de maturité longue, la Fed veut éviter le durcissement monétaire qui aurait mécaniquement résulté de la fin de l'opération Twist. Si la Fed poursuit ses achats d'actifs à ce rythme au cours des 12 prochains mois, ce sont plus de 1000 Mds \$ de titres qui seront achetés en 2013, ce qui porterait son bilan de 3000 à 4000 Mds \$ (cf. graphique).

2. Une modification de son mode d'action. Les précédentes mesures peuvent inquiéter ceux pour qui la perspective d'une telle expansion du bilan de la banque centrale constitue une menace pour l'inflation à moyen terme. C'est sans doute la raison pour laquelle, la Fed a annoncé, en décembre, qu'elle conditionnerait désormais sa politique de taux directeurs à des variables macroéconomiques. Ses taux resteront à des « niveaux exceptionnellement bas » tant que le taux de chômage sera supérieur à 6,5% de la population active et que les perspectives d'inflation à un an seront inférieures à 2,5% (soit 0,5% au-dessus de sa cible d'inflation de 2%). Dans les minutes du FOMC des 11-12 décembre publiées début janvier, on apprenait que les membres de la Fed envisageaient également de conditionner la poursuite du QE3 à des variables économiques.

Les nouveaux objectifs de la Fed peuvent-ils conduire à une normalisation précoce de la politique monétaire américaine ? C'est très improbable dans la mesure où les conditions macroéconomiques imposées ne seront sans doute pas remplies avant 2015.

Du côté de l'inflation, cibler de façon transitoire un taux d'inflation supérieur à celui jugé compatible avec la stabilité des prix à long terme (2%) revient à privilégier dans l'analyse le niveau des prix. Le raisonnement est le suivant : si le taux d'inflation est resté inférieur pendant quelques années à sa cible (le taux d'inflation moyen au cours des 5 dernières années a été de 1,8%), la Fed peut supporter de façon temporaire un taux d'inflation supérieur à son objectif de moyen terme, sans mettre en danger la stabilité des prix. Combien de temps ? Le temps que le niveau des prix retrouve son « niveau désiré » (i.e. le niveau de prix qui aurait prévalu si les prix avaient augmenté à un rythme stable de 2,0%). On sait en effet que ce type d'argument a été examiné par le passé par le FOMC.

Dans le cadre de son nouveau mode opératoire, il s'agit d'ancrer les anticipations d'inflation de moyen terme tout en privilégiant à court terme la reprise du marché du travail. Dans ces conditions, une reprise modérée de l'inflation n'inquiétera pas la Fed.

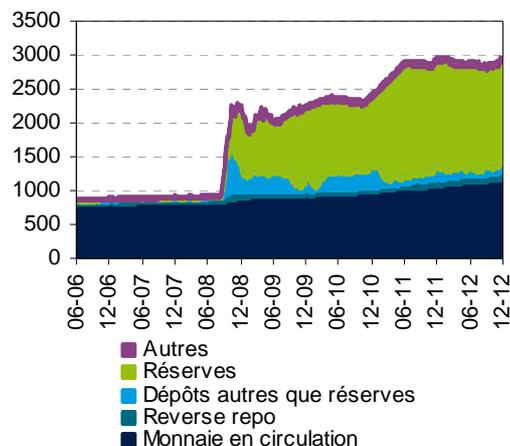
“ Aux Etats-Unis, la Fed privilégie le chômage à l'inflation ”

Sur le front de l'emploi, la décre de taux de chômage en 2012 (de 8,5% à 7,8%) masque la faiblesse du taux de participation. Jusqu'ici, le FOMC précisait que la Fed maintiendrait le taux des *fed funds* très bas au moins jusqu'à la mi-2015. Enfin, ce FOMC a été également l'occasion pour la Fed de dévoiler ses nouvelles prévisions : ses attentes en matière de croissance sont légèrement plus pessimistes (entre 2,3% et 3% pour 2013, contrairement à 2,5% et 3% précédemment) et ses prévisions d'inflation ont été très légèrement revues à la baisse. Compte tenu de la remontée graduelle du taux de participation qui devrait logiquement accompagner le redémarrage du marché du travail, nous ne tablons pas sur une baisse du taux de chômage en deçà de 6,5% avant 2015. En d'autres termes, le thème de la normalisation des taux directeurs ne devrait pas revenir sur le devant de la scène en 2013. L'avantage procuré par le nouveau mode opératoire de la Fed est d'améliorer la lisibilité de son action aux yeux des marchés : les anticipations des opérateurs seront désormais plus directement liées à l'état de la conjoncture.

La Fed est par ailleurs consciente que la période d'assainissement des finances publiques qui se profile sera longue et douloureuse. Il faudra l'accompagner par une politique monétaire très accommodante. Son objectif est de maintenir des taux d'intérêt réels faibles voire négatifs pendant une période prolongée pour consolider la reprise économique et faciliter le désendettement. Compte tenu de nos prévisions, nous tablons sur la poursuite du QE3 tout au long de l'année 2013 et sur une première remontée du taux des *fed funds* en 2015 (au plus tôt).

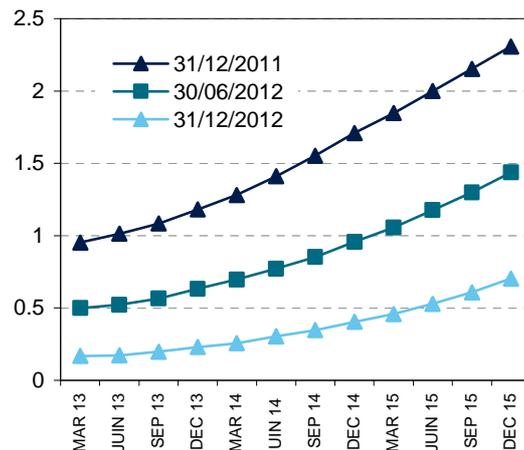
En attendant, c'est le taux à 10 ans qui jouera le rôle de « taux directeur ». En 2013, il ne sera pas plus qu'en 2012 déterminé par l'offre et la demande de titres. Avec le QE, la Fed a pris le contrôle, avec succès, de la courbe des taux. Le canal du crédit fonctionne beaucoup mieux qu'en Europe à en juger par le redémarrage de l'immobilier et celui du crédit bancaire (+3,9% en glissement annuel en novembre aux Etats-Unis).

Bilan de la Fed : passif (en Mds \$)



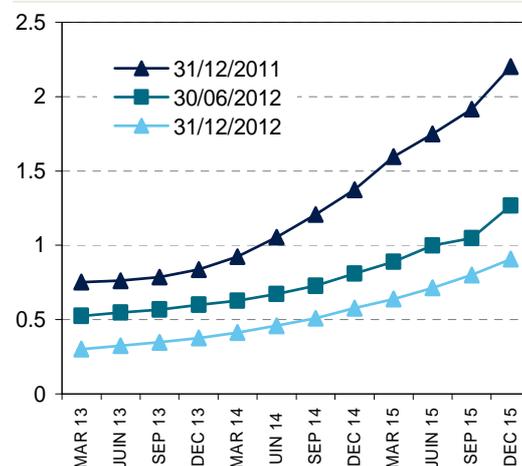
Source : Datastream, Stratégie Amundi

Taux "futures" Euribor 3 mois



Source : Bloomberg, Stratégie Amundi

Etats-Unis : taux "futures" 3 mois



Source : Bloomberg, Stratégie Amundi

Banque du Japon : l'alternance politique promet une politique plus agressive

Le dernier comité de politique monétaire de l'année qui s'est tenu le 20 décembre était le premier depuis la victoire du PLD de Shinzo Abe (16 décembre). La BoJ a annoncé qu'elle discuterait lors de son prochain comité (21-22 janvier) les cibles d'inflation, décidant par ailleurs d'accroître de 25 trillions de yen ses injections de liquidité dans l'économie en 2013, les portant ainsi à 50 trillions (soit plus de 10% du PIB). La banque centrale nipponne agit sur deux fronts : monétisation supplémentaire de la dette et assouplissement des conditions de crédit. La répartition est la suivante :

- **Achats d'actifs** : 10 trillions de yen supplémentaires, moitié en bons du trésor, moitié en emprunts d'Etat japonais (JGB). Au total, cela portera à 36 trillions de yen (7,5% du PIB) ses achats d'actifs en 2013. Rappelons que la BoJ achète déjà régulièrement des JGB (environ 20 trillions de yen sur les 12 derniers mois).

- **Nouvelle facilité de prêt pour les établissements financiers** : cette facilité pourra s'élever jusqu'à 15 trillions de yen et sera effective jusqu'en mars 2014. Cette facilité vise à fournir des ressources à moyen terme aux banques qui en font la demande – à un taux de 0,1% et pour une durée inférieure à 4 ans – pour favoriser le redémarrage du crédit.

L'assouplissement monétaire opéré s'avère plus marqué qu'attendu et la BoJ n'en restera pas là. Il faudra en particulier suivre le débat sur la révision de la cible d'inflation. La BoJ avait opté en février dernier pour une cible de 1%. Or le premier ministre, Shinzo Abe, s'était publiquement exprimé lors de la campagne électorale en faveur d'une révision de cette cible de 1% à 2% d'ici à 2014. Un accord entre le gouvernement et la BoJ serait en cours de finalisation sur ce point, avec charge pour la BoJ de déterminer les actions à prendre pour atteindre cet objectif. Compte tenu de ses anticipations en termes d'inflation (zéro en moyenne annuelle en 2013), une telle révision impliquerait un assouplissement quantitatif encore plus marqué que celui qui est aujourd'hui réalisé. Difficile de dire à ce stade quelles seront les mesures qui seront prises. **Le ministre des finances Taro Aso laissait entendre le 7 janvier que la BoJ pourrait acheter des obligations du Mécanisme européen de stabilité (MES) pour affaiblir le yen !** Il ne s'agirait toutefois pas d'interventions sur le marché des changes car les autorités nipponnes puiseraient dans les réserves de change (les achats d'obligations du MES ne seraient pas financés par création monétaire). Une telle mesure serait in fine favorable à la croissance (via les exportations) et générerait un peu d'inflation importée... Ce sujet est très important pour les marchés nippons. Ce sont en effet les anticipations de changements politiques qui sont à l'origine de la baisse du yen, avec un impact marqué sur la bourse (cf. art. 6 et 10).

Conclusion : les politiques monétaires dopent la surliquidité mondiale

En définitive, les politiques monétaires non conventionnelles continueront de dominer le paysage macrofinancier en 2013, et sans doute même au-delà ; la normalisation s'annonce ensuite très graduelle. Il y a deux raisons à cela :

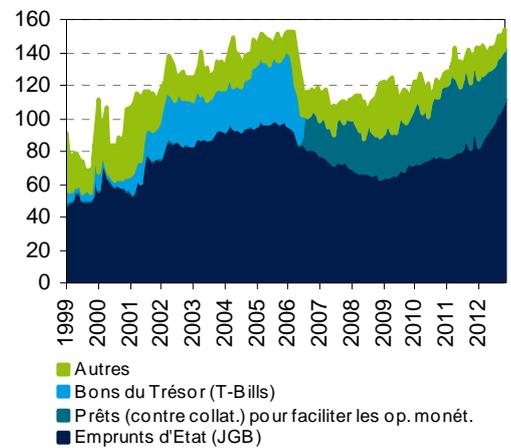
- D'une part, les contraintes prudentielles (Bâle 3 en Europe), qui, couplées à la montée des créances douteuses (en Espagne notamment), conduiront les banques à continuer de diminuer la taille de leur bilan. Cette dynamique pèsera probablement sur l'offre de crédit bancaire encore plusieurs années. Il faut donc que la banque centrale agisse pour éviter un durcissement des conditions de crédit, voire intervienne davantage pour les assouplir.

- D'autre part, parce que le désendettement des Etats va continuer de peser sur l'activité économique, surtout dans les pays avancés. La croissance y restera molle et sans inflation. A l'argument du deleveraging bancaire s'ajoute donc celui du *policy-mix* : des politiques budgétaires durablement restrictives appellent des politiques monétaires durablement accommodantes (cf. section perspectives économiques).

En définitive, nous n'attendons pas de remontée des taux directeurs aux Etats-Unis, dans la zone euro ou au Royaume-Uni avant 2015. En cherchant à conditionner le début de la normalisation monétaire à des variables économiques (taux de chômage aux Etats-Unis, croissance nominale au Royaume-Uni), les banquiers centraux anglo-saxons cherchent à se libérer de la contrainte d'un calendrier préétabli pouvant nuire à leur crédibilité. La BCE pourrait s'en inspirer. En 2013, ce sont les possibilités de stratégies non conventionnelles de la BCE et de la BoJ qui retiendront sans doute le plus l'attention.

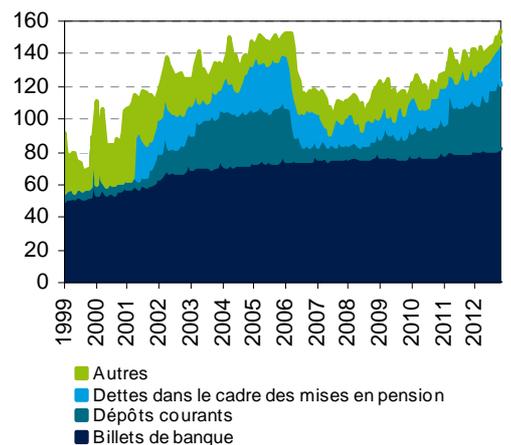
L'excès de liquidité mondiale qui en résulte affecte l'allocation d'actifs. Cet excès de liquidité mondiale est sans précédent. Avant la crise, dans les années 2000, les pays émergents étaient pointés du doigt, leurs excédents courants « venaient se déverser » dans les pays développés, conduisant à des taux d'intérêt excessivement faibles, notamment aux Etats-Unis. Mais depuis 2008, ce sont les politiques monétaires menées dans les grands pays avancés qui sont responsables de l'augmentation de la liquidité mondiale. Ces politiques, en maintenant des taux d'intérêt artificiellement faibles, inciteront les investisseurs à continuer de rechercher du rendement (cf. article 1). En 2013, il faudra surveiller que ces liquidités ne provoquent pas de bulles...

Bilan de la BoJ : actif (en trillion de yen)



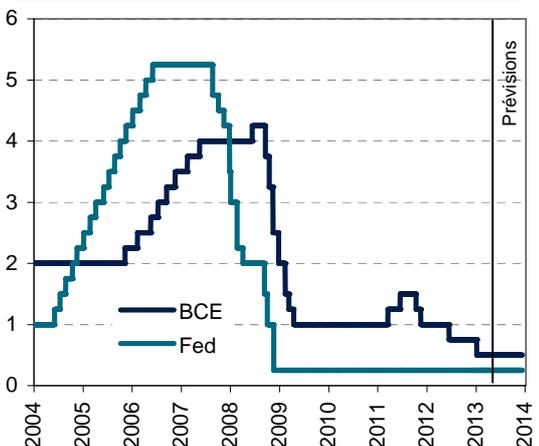
Source : Bloomberg, Datastream, Stratégie Amundi

Bilan de la BoJ : passif (en trillion de yen)



Source : Bloomberg, Datastream, Stratégie Amundi

Fed vs BCE : prévisions de taux directeurs



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Encadré 3 : retour sur les mesures non conventionnelles de la BCE

Depuis la mi-2007, la BCE a pris de nombreuses mesures non conventionnelles pour résorber les tensions financières avec pour principal but de restaurer les canaux de transmission de la politique monétaire. Certaines mesures étaient destinées à aider les banques à assurer le financement de l'économie. D'autres mesures visent à supprimer les dérèglements des mécanismes dans la formation des prix sur les marchés obligataires (programmes SMP et OMT).

Opérations de refinancement à taux fixes et avec totalité des soumissions servies

Ce mécanisme a été introduit en décembre 2008 pour toutes les opérations de refinancement. Dans le cas des opérations à long terme (LTRO), le taux fixé correspond à la moyenne des taux des principales opérations de refinancement (MRO) pendant la période du LTRO. Le 6 décembre 2012, la BCE a annoncé qu'elle prolongerait ce régime au moins jusqu'au 9 juillet 2013.

Assouplissement des règles sur les collatéraux pour les contreparties

Mesures prises pour améliorer les conditions d'octroi de crédit au secteur privé non-financier et aux ménages.

- Le 8 décembre 2011, annonce de deux mesures : (1) l'assouplissement des règles pour les collatéraux acceptés, notamment en termes de notation pour certaines titrisations (ABS) et (2) les créances privées sont acceptées en collatéral. Ces mesures, effectives respectivement depuis le 19 décembre 2011 et le 9 février 2012, ont été assouplies une nouvelle fois le 20 juin 2012.
- Le 6 septembre 2012, annonce de mesures additionnelles. (1) Suspension d'une règle de note minimale comme critère d'éligibilité pour les instruments de marché émis ou garantis par les gouvernements centraux, ainsi que pour les créances privées pour les pays éligibles aux OMT (cf. ci-dessous). (2) Seront éligibles aux opérations de refinancement : (1) tous les titres garantis par les Etats qui ont recours à l'OMT, quelle que soit leur note et (2) tous les titres émis en livre, dollar ou yen émis et détenus dans la zone euro (mesure qui avait été à l'œuvre entre octobre 2008 et décembre 2010).

Opérations de refinancement à long terme (LTRO)

La BCE a annoncé plusieurs LTRO : des LTRO à 6 mois le 4 août 2011, deux autres LTRO le 6 octobre 2011, une avec une maturité d'environ 12 mois (octobre 2011) et une autre avec une maturité d'environ 13 mois (décembre 2011). Le 8 décembre 2011, la BCE a annoncé deux LTRO à 3 ans (décembre 2011 et février 2012) avec la possibilité d'un remboursement anticipé au bout d'un an. L'allongement de la durée des LTRO visait à assurer un financement plus stable aux banques, notamment pour consolider la distribution de crédit bancaire. A noter : la première date possible pour un tel remboursement est le 31 janvier 2013.

Accords de swap avec les autres banques centrales

En 2011, la BCE a annoncé – en coordination avec les autres banques centrales – la réintroduction de lignes de swap à 3 mois permettant d'acheminer de la liquidité en dollar en dehors des Etats-Unis. Ces opérations avaient été introduites une première fois en octobre 2008, après la faillite de Lehman Brothers. Le 30 novembre 2011, la BCE en accord avec la Réserve fédérale, la Banque d'Angleterre, la Banque du Canada, la Banque du Japon et la Banque nationale suisse, a reconduit la mise en place des lignes de swaps bilatérales de façon à fournir de la liquidité dans n'importe quelle devise. Le 13 décembre 2012, la BCE a prolongé ces accords jusqu'au 1^{er} février 2014.

Programme d'achat d'obligations sécurisées (covered bonds)

Introduit en mai 2009, ce programme d'achats (CBPP) visait à soutenir un segment de marché important pour le financement des banques et très perturbé par la crise financière. Dans le cadre de ce programme, la BCE a acquis 60 Mds € de titres jusqu'en juin 2010. Le 6 octobre 2011, la BCE annonça un nouveau programme de ce type, consistant en l'achat d'obligations sécurisées sur les marchés primaires et secondaires pour un montant de 40 Mds € entre novembre 2011 et octobre 2012. Au Total, la BCE n'aura acheté que 16 Mds € sur les 40 Mds prévus, portant à 76 Mds € l'encours d'obligations sécurisées qu'elle détient. Les banques centrales de l'Eurosystème entendent conserver ces titres jusqu'à maturité.

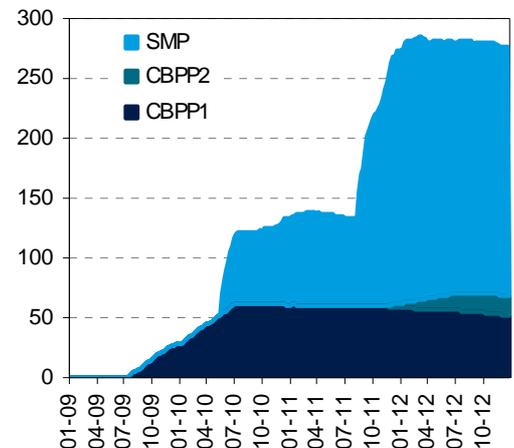
Programme SMP (Securities Markets Programme)

Annoncé le 10 mai 2010 (pour contrôler le risque systémique induit par la crise grecque), ce programme est resté opérationnel jusqu'au 6 septembre 2012, date à laquelle il a pris fin avec l'introduction des OMT. Déjà entre mars et août 2011 puis après février 2012, la BCE n'avait procédé à aucun achat d'actifs au titre du SMP. La liquidité injectée via ce programme continuera d'être stérilisée (via les habituelles opérations hebdomadaires d'absorption de liquidité à 7 jours). Les titres acquis dans le cadre du SMP seront détenus jusqu'à maturité.

Introduction des OMT (Outright Monetary Transactions)

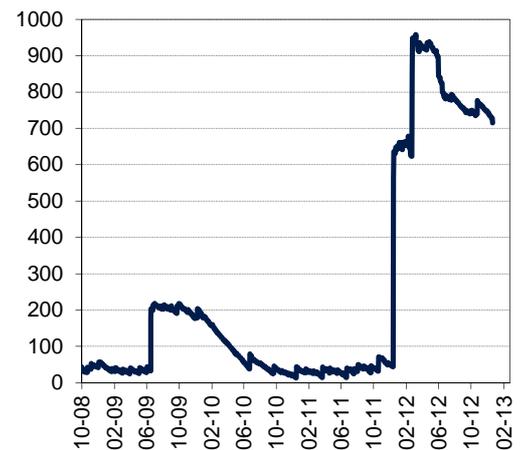
La BCE a annoncé le 2 août 2012 que, dans le cadre de son mandat de politique monétaire de maintien de la stabilité des prix, elle pourrait effectuer des opérations d'achat de titres. Le 6 septembre, la BCE annonça les modalités techniques de ces opérations. Les OMT permettront de remédier aux distorsions de prix générées par les craintes infondées d'une dislocation de l'euro. Les achats de titres souverains se feront exclusivement sur les marchés secondaires et uniquement sur des maturités courtes (comprises entre 1 et 3 ans). Ces opérations illimitées ex ante (aucun plafond d'intervention préétabli) seront pleinement stérilisées. Un Etat membre de la zone euro est éligible (1) s'il se conforme à la stricte conditionnalité liée à la mise en place de programmes d'ajustement du FESF/MES ou (2) si, déjà sous programme d'ajustement UE-FMI, il retrouve l'accès au marché obligataire.

Programmes d'achats de la BCE (Mds €)



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Durée moyenne des prêts de la BCE aux banques de la zone euro (en jours)



Source : BCE, Stratégie Amundi

5 **Marchés de taux : la remontée des taux sera très lente en 2013**

2012 : une année marquée par le stress sur les obligations italiennes et espagnoles.

En 2012, l'évolution des marchés de taux s'est globalement articulée en trois phases : 1) phase de détente liée aux deux opérations de refinancement (LTRO) à 3 ans de la BCE jusqu'à fin février, puis 2) phase de regain d'inquiétudes sur l'Espagne au printemps et enfin 3) nouvelle phase de détente avec le dévoilement d'un nouveau dispositif d'achats d'obligations souveraines par la BCE (OMT). Durant les phases 1) et 3), les spreads souverains italiens et espagnols ont fortement baissé et le mouvement opposé a pu être observé lors de la phase 2). Au total, les primes de risque de crédit de l'Espagne et de l'Italie ont sensiblement baissé sur l'année. En revanche, la relation inverse entre les taux allemands et la prime de risque des Etats périphériques est devenue asymétrique : les taux allemands ont baissé lors des phases de stress (mouvements de fuite vers la qualité) mais n'ont pas remonté lors des phases de détente. En effet, comme le montrent les statistiques de détention de la dette publique italienne et espagnole par les non-résidents, les investisseurs qui s'étaient délestés en masse des obligations de ces pays n'en ont pas racheté. Par ailleurs, la poursuite de la politique de baisse de taux de la BCE (taux directeurs abaissés à 0,75% en juillet) et les anticipations de taux très bas pour plusieurs années (cf. article 4) ont constitué un autre facteur de baisse pour les taux allemands. Sur l'année, les taux 2 ans et 10 ans allemands sont ainsi respectivement passés d'environ 0,20% à zéro et d'environ 1,90% à 1,40%. Le taux 2 ans allemand est resté en territoire négatif une bonne partie de l'année et plusieurs émissions ont même eu lieu à des taux moyens négatifs sur cette maturité. Les taux 2 ans des pays du cœur sont même passés sous les taux 2 ans japonais pour la première fois depuis 1987. Enfin, le faible mouvement d'aplatissement de la courbe des taux a essentiellement correspondu à un écrasement de la courbe des taux sur les maturités courtes vers zéro et **la courbe des taux allemands s'est progressivement rapprochée de la courbe des taux japonais.**

1. Pays du cœur de la zone euro : une remontée très graduelle

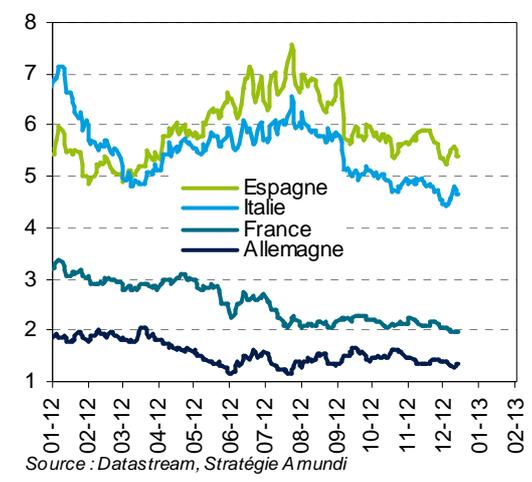
Vers une remontée des taux très graduelle dans les pays du cœur en 2013. Avec l'amélioration conjoncturelle progressive que nous prévoyons au cours de l'année 2013 dans la zone euro (cf. article 2), les taux allemands devraient remonter mais à un rythme très lent, notamment en raison de taux directeurs de la BCE qui resteront durablement bas. Toutefois, cette remontée pourrait être plus beaucoup rapide si des avancées substantielles sur le plan politique se produisaient, notamment en ce qui concerne une éventuelle mutualisation, qu'il s'agisse d'une mutualisation des dettes, des émissions d'obligations ou des émissions de papiers courts. Autant, le sujet des eurobonds ne devrait pas être d'actualité en 2013, autant les euro-bills pourraient revenir sur le devant de la scène (cf. déclarations récentes d'Herman Van Rompuy sur le sujet).

Une légère repentification des segments courts de la courbe des taux. Les taux 2 ans (qui captent traditionnellement les anticipations de politique monétaire) des pays du cœur ne devraient que marginalement augmenter en 2013 avec l'anticipation que la BCE gardera des taux directeurs très bas en 2014 et en 2015. En revanche, selon notre scénario économique, la BCE ne devrait pas conserver une politique de taux zéro pendant une décennie comme a pu le faire la BoJ, et la courbe des taux devrait progressivement s'éloigner de la configuration japonaise en Allemagne. Le segment 2 ans – 5 ans est actuellement beaucoup plus plat que les segments 5 ans – 10 ans et 10 ans – 30 ans et cette situation inédite devrait se normaliser graduellement en 2013.

Vers un élargissement de l'écart de taux entre la France et l'Allemagne. L'écart de taux entre la France et l'Allemagne devrait légèrement s'élargir au fil de l'année 2013 en raison d'une divergence de plus en plus marquée des trajectoires de dette publique entre ces deux pays. Pour l'écart de taux 10 ans, nos modèles indiquent une valeur d'équilibre de 140 pb. L'Autriche, dont la notation de crédit est similaire à celle de la France, s'avère, en revanche, être une solution d'investissement intéressante, avec son ratio de dette sur PIB et son déficit public sensiblement inférieurs et ses meilleures perspectives de croissance. L'écart de taux 10 ans entre l'Autriche et l'Allemagne est actuellement de 35 pb.

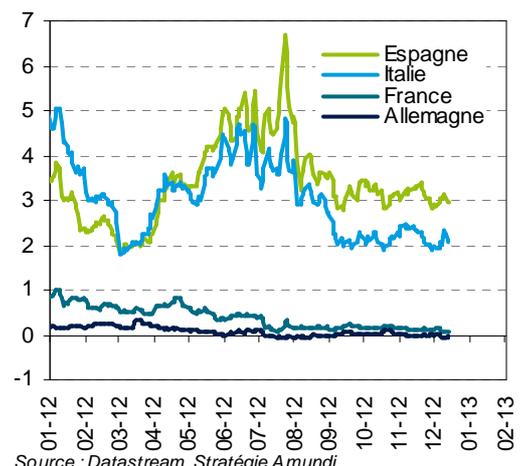
“ *L'écart de taux entre la France et l'Allemagne devrait remonter* ”

Evolution des taux 10 ans sur 2012



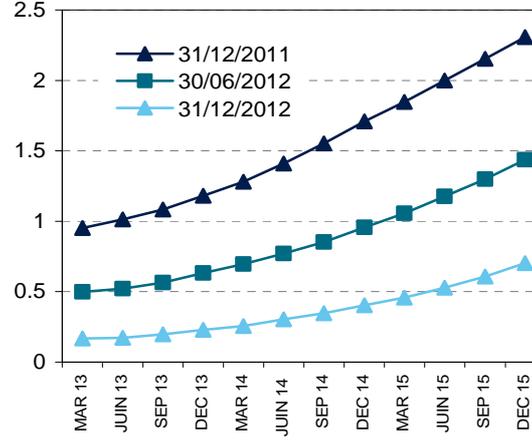
Source : Datastream, Stratégie Amundi

Evolution des taux 2 ans sur 2012



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Taux "futures" Euribor 3 mois



Source : Bloomberg, Stratégie Amundi

2. Pays périphériques de la zone euro : des situations contrastées

Vers une activation des OMT pour l'Espagne ? Etant donné les doutes que nous pouvons légitimement nourrir au sujet de la soutenabilité de la dette espagnole et les montants d'émissions espagnoles en forte hausse en 2013 par rapport à 2012, les marchés pourraient faire pression sur le gouvernement espagnol afin que celui-ci sollicite l'activation des OMT de la BCE et un retour de la volatilité sur la première partie de l'année est possible. Rappelons, par ailleurs, un autre facteur de risque : la notation de crédit de l'Espagne n'est qu'à un cran de la catégorie spéculative pour Moody's et Standard & Poor's. *In fine*, les spreads espagnols devraient cependant se réduire, essentiellement sur les maturités inférieures à 5 ans (les OMT ciblant les maturités résiduelles comprises entre 1 et 3 ans). En revanche, les taux longs espagnols devraient rester élevés, notamment à cause de la faiblesse de la demande des investisseurs.

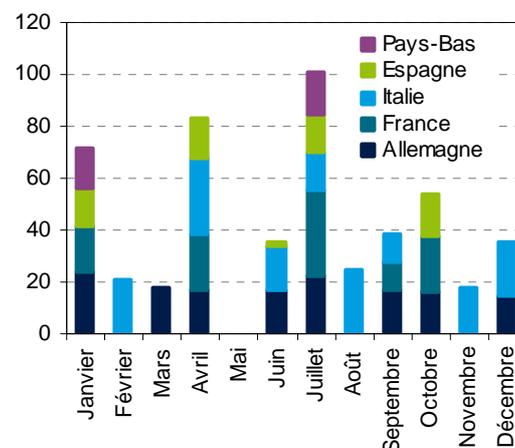
Italie : un couple rendement-risque plus attractif. Les obligations italiennes offrent un rendement intéressant alors que les fondamentaux de l'économie italienne sont plutôt rassurants : l'Italie a, par exemple, le solde primaire le plus excédentaire de la zone euro. Rappelons que, selon nos modèles, les valeurs d'équilibre de l'écart de taux 10 ans entre l'Italie et l'Espagne d'une part et l'Allemagne d'autre part se trouvent respectivement aux alentours de 180 et 260 bp.

Portugal et Irlande : deux dettes encore risquées. 2013 devrait également voir le retour de l'Irlande et du Portugal, deux pays sous programme, sur le marché primaire. Les émissions de long terme irlandaises et portugaises pourraient permettre une activation de l'OMT pour ces pays. Les émissions portugaises recèlent plus de valeur, tandis que la prime de risque de crédit l'Irlande a déjà beaucoup baissé en 2012. Mais le problème de la liquidité devrait continuer à se poser pour le Portugal, tant les volumes d'échange sont faibles.

3. Etats-Unis et Royaume-Uni : des courbes des taux contrôlées

Une remontée très lente des taux longs aux Etats-Unis et au Royaume-Uni. L'annonce par la Fed d'achats massifs de titres du Trésor de maturité longue et le maintien de fed funds à un « niveau exceptionnellement bas » tant que le taux de chômage dépasse 6,5% de la population active (cf. article 4) sont synonymes d'un contrôle de la courbe des taux américaine. Les taux longs ne remonteront donc que graduellement aux Etats-Unis. En revanche, la reprise économique plus forte qu'en zone euro plaide pour une pentification du segment 2 ans – 5 ans plus précoce qu'en Allemagne. Au Royaume-Uni, l'arrivée de Mark Carney au poste de gouverneur de la BoE pourrait marquer un tournant dans la stratégie de cette dernière qui pourrait « garder la main » plus longtemps que prévu sur la courbe des taux du Royaume-Uni. Par ailleurs, le contexte macroéconomique du Royaume-Uni ne plaide pas pour une remontée rapide des taux longs. En résumé, en 2013, comme en 2012, le marché des taux continuera d'être largement guidé par la situation macro-financière.

Calendrier des remboursements obligataires des cinq plus gros pays (en Mds €)



Source : Bloomberg, Stratégie Amundi

Encadré 4 : moins d'émissions d'emprunts d'Etat en 2013

Les émissions brutes d'obligations de moyen et long terme en zone euro devraient baisser d'environ 50 Mds € en 2013 par rapport à 2012, en grande partie en raison de la baisse des déficits publics. Cette tendance est la même dans quasiment tous les pays sauf en Espagne où les émissions brutes augmenteront sensiblement en 2013 en passant de 86 à 121 Mds €, notamment à cause de montants plus importants de dette arrivant à maturité et surtout à cause du financement des régions autonomes : les émissions que l'Etat effectue pour le compte du fonds de secours aux régions, le FLA, avaient déjà porté sur 12,8 Mds € d'obligations de moyen et long terme en 2012 (le reste des 18 Mds € du FLA ayant été emprunté à maturité courte) et porteront sur 23 Mds € en 2013. Par ailleurs :

- Notons que c'est en France que les émissions nettes d'obligations de moyen et long terme seront les plus importantes en 2013, ce qui devrait peser un peu plus sur les emprunts d'Etat français.

- Pour les cinq principaux pays, les remboursements obligataires seront concentrés sur les mois de janvier, avril et juillet (cf. graphique ci-contre).

- L'Irlande et le Portugal devraient faire leur retour sur le marché primaire en 2013 mais n'ont pas fait d'annonce officielle pour le moment. Rappelons que ces deux pays ont déjà émis des titres courts en 2012.

Obligations de moyen et long terme dans la zone euro (en Mds €)					
	Emissions brutes			Remboursements	Emissions nettes
	2012	2013	Variation	2013	2013
Allemagne	189	173	-8.5%	157	16
France	180	169	-6.1%	107	62
Italie	218	182	-16.5%	158	24
Espagne	86	121	40.9%	62	59
Pays-Bas	60	50	-16.7%	32	19
Finlande	11	14	27.3%	7	7
Autriche	22	22	0.0%	16	6
Belgique	43	37	-14.0%	27	10
Total	809	768	5.3%	565	203

Source : Trésors nationaux, Stratégie Amundi

Besoins de financement en Mds €			
	2012	2013	2014
Italie	471	399	408
France	377	402	387
Espagne	239	225	217
Allemagne	226	226	160
Pays-Bas	86	90	98
Belgique	73	76	74
Grèce	58	34	33
Portugal	46	36	38
Autriche	26	27	35
Irlande	26	24	22
Finlande	17	16	17
Slovaquie	9	10	10
Slovénie	3	3	3
Zone euro	1656	1568	1501

Source : FMI, Stratégie Amundi

Besoins de financement en % du PIB			
	2012	2013	2014
Italie	30.1	25.3	25.4
Grèce	28.9	17.6	17.4
Portugal	27.4	21.7	22.2
Espagne	22.6	21.3	20.1
Belgique	19.4	19.8	18.7
France	18.5	19.4	18.2
Irlande	15.9	14.4	12.5
Pays-Bas	14.1	14.5	15.4
Slovaquie	12.3	12.9	12.6
Finlande	8.6	8.1	7.8
Allemagne	8.5	8.3	5.7
Autriche	8.5	8.4	10.6
Slovénie	7.9	7.7	8.6
Japon	59.4	60.4	57.9
Etats-Unis	26.3	27.3	26.1
Royaume-Uni	15.1	14.7	15.1

Source : FMI, Stratégie Amundi

Encadré 5 : krach obligataire très peu probable en 2013

Le krach obligataire, conséquence d'une révision brutale des anticipations de politique monétaire ou d'inflation

Sans que cette expression soit précisément définie, on peut qualifier de « krach obligataire » un mouvement par lequel les opérateurs de marché, suite à une révision brutale de leurs anticipations de politique monétaire ou d'inflation (anticipations en général liées), sont conduits à vendre collectivement et massivement les obligations qu'ils détiennent. Ils accélèrent alors la hausse des rendements contre laquelle ils tentent de se prémunir, les portant nettement au-dessus de leur valeur d'équilibre. Ainsi, le terme « krach obligataire » évoque inmanquablement ce qui s'est produit en 1994, après le relèvement, en février de cette année là, des taux de la Réserve Fédérale américaine (Fed) 3,0% à 3,25%. Cette décision inattendue (la communication de la Fed était, à l'époque, beaucoup moins transparente qu'aujourd'hui) avait généré des anticipations de très fort durcissement de la politique monétaire, provoquant une vive hausse des rendements (particulièrement sensible sur les maturités courtes) et des pertes importantes pour les portefeuilles obligataires.

Le krach obligataire se distingue à la fois d'une remontée « normale » des taux et d'une crise souveraine

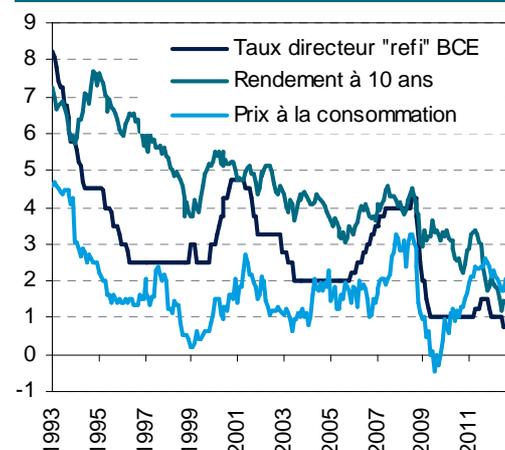
Par cette dimension de surprise, un krach obligataire se distingue de la hausse, même rapide, des rendements qui se produit dans une phase de reprise économique correctement anticipée, accompagnée d'une révision haussière correspondante des attentes en matière d'inflation et de politique monétaire. Ainsi, en 2004 ou, plus près de nous, en 2009, en accompagnement de reprises économiques, les rendements obligataires se sont tendus progressivement sans générer de surprise majeure. Un krach obligataire se distingue également d'une crise souveraine, du type de celle qui a frappé plusieurs pays de la zone euro depuis 2009, où c'est le risque de défaut d'un pays (à la manière du risque de crédit d'une obligation d'entreprise), et non pas, directement, les perspectives de politique monétaire, qui fait fuir, parfois de façon brutale, les investisseurs. Enfin, un krach obligataire diffère du cas, plutôt qualifié de « crise de change », où les capitaux internationaux se détournent de la dette d'un pays suite à une anticipation de forte dépréciation de sa devise.

Pas d'« effets de second tour » d'inflation salariale, donc pas d'anticipation de hausse des taux directeurs précoce

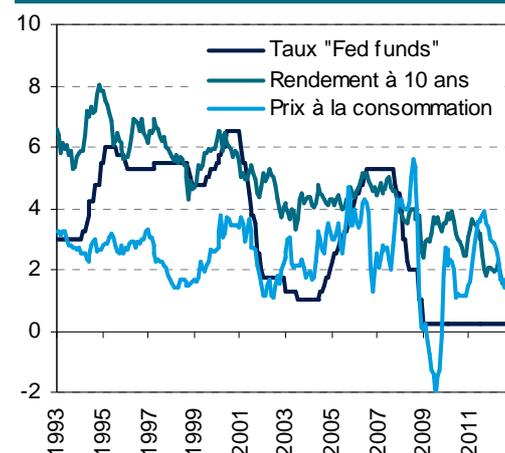
La probabilité d'un krach obligataire semble aujourd'hui très faible, en zone euro comme aux Etats-Unis, tant l'environnement paraît peu propice à une hausse de l'inflation ou à un durcissement monétaire. En zone euro, rappelons que le marché du travail très dégradé empêchera sans doute, sauf peut-être en Allemagne, tout effet dit de « second tour » de hausse des salaires même si les ménages peuvent continuer à subir des hausses de prix liées aux plans d'austérité (TVA, tarifs publics) ou à des mouvements de prix d'actifs (pétrole notamment). Loin de générer une spirale inflationniste, de telles hausses de prix risquent surtout de déprimer encore plus l'économie et de peser davantage sur les salaires ! Or c'est surtout aux « effets de second tour » salariaux qu'est attentive la BCE. En leur absence, une hausse de taux directeurs est extrêmement improbable (c'est plutôt une baisse qui se profile) et les marchés ne sont sans doute pas près de réviser leurs anticipations en la matière. Aux Etats-Unis, rappelons que la baisse régulière du taux de chômage masque une situation réelle du marché de l'emploi qui reste très dégradée, comme le montre la faiblesse persistante du taux d'emploi (c'est-à-dire, de la part de la population en âge de travailler qui est effectivement employée : les découragés qui sortent de la population active ne sont plus comptabilisés dans les chiffres du chômage). Par conséquent, là aussi, une inflation portant sur les salaires est peu probable. Qui plus est, la Fed a pris soin de donner aux investisseurs des repères concernant les déterminants d'une future hausse de taux : celle-ci ne devrait pas intervenir tant que le taux de chômage ne tombe pas en-deçà de 6,5% et que les anticipations d'inflation à un an ne dépassent pas 2,5%. Enfin et surtout, un mouvement brutal sur les taux longs est d'autant moins probable que la Fed s'est donnée, via ses opérations de « Quantitative Easing » (cf. article 4), les moyens d'intervenir directement sur ces maturités. Et lorsque viendra le jour de déboucler ces mesures nul doute que la Fed veillera à y préparer les marchés.

Dans tous les cas, les banques centrales ont beaucoup appris en termes de communication

C'est peut-être cet élément de communication et de transparence des banques centrales qui a le plus changé la donne depuis le krach obligataire de 1994. Tant du côté de la Fed que de la BCE, force est de constater le soin que mettent désormais (bien plus qu'il y a vingt ans !) les banques centrales à gérer les anticipations des acteurs économiques. La communication est devenue un instrument aussi important que les décisions de politique monétaire elles-mêmes. Nous ne prévoyons pas de durcissement monétaire ni de retrait rapide des programmes d'achats d'actifs des banques centrales, mais s'ils devaient tout de même avoir lieu, il est fort probable qu'ils seraient annoncés longtemps à l'avance.

Taux directeurs, rendements souverains et inflation en Allemagne (%)

Source : Datastream, Stratégie Amundi

Taux directeurs, rendements souverains et inflation aux Etats-Unis (%)

Source : Datastream, Stratégie Amundi

6 Marché des changes : vers une dépréciation plus prononcée du yen en 2013

L'année 2012 a été très calme pour le marché des changes. Tout comme en 2011, les mouvements des devises des pays développés ont été relativement limités en 2012 (cf. graphique ci-contre). Leur volatilité a continué de baisser pour atteindre des niveaux proches des plus bas de la mi-2007, niveaux auxquels elle ne devrait pas rester. Sur l'année, les trois devises les plus traitées sur le marché des changes (le dollar américain, l'euro et le yen) se sont légèrement dépréciées face aux autres devises des pays développés. D'ailleurs, en fin d'année, les taux de change effectifs réels de ces trois zones étaient tous inférieurs à leur moyenne de long terme (de 1970 à nos jours), ce qui constitue une configuration unique.

1. Devises du G4 : le yen au centre de l'attention

La parité EUR/USD ne devrait que peu s'écarter de la zone 1,25/1,30. L'évolution de la parité EUR/USD a été quasiment nulle en 2012 et celle-ci devrait être quasiment stable en 2013. Le différentiel de taux continuera à rester faible, surtout sur la première partie de l'année. En dépit du reflux du risque système dans la zone euro, les risques de dépréciation de l'euro n'ont pas disparu (Espagne, Grèce) et l'euro est légèrement surévalué par rapport au dollar. A court terme, l'euro pourrait rester fort contre le dollar en raison de l'attrait des investisseurs étrangers pour des actifs qui apparaissent encore décotés mais ces flux ralentiront probablement en 2013. Nous continuons de tabler sur une parité EUR/USD à 1,25 à horizon fin 2013.

Il y a vraisemblablement peu à attendre de la parité euro dollar en 2013

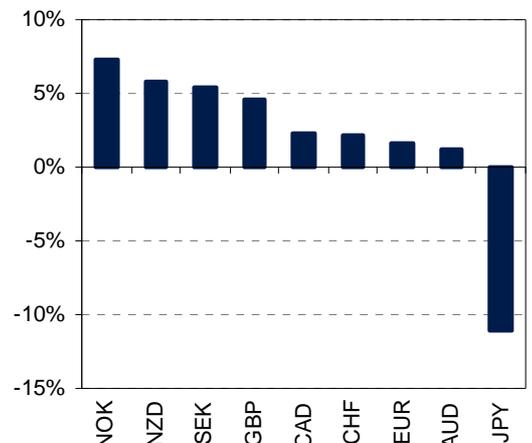
Yen : vers une dépréciation plus prononcée. L'un des mouvements les plus marqués en 2012 a concerné le yen, notamment en raison de changements structurels se produisant au Japon. Sur le plan économique, le déficit japonais s'est fortement accru en 2012, après des décennies d'excédent commercial : sur les 12 mois, le déficit commercial atteint 1,5% du PIB, ce qui, toutes choses égales par ailleurs, pèse sur le yen. L'instauration en février d'une cible d'inflation de 1% par la BoJ et les anticipations d'un assouplissement monétaire encore plus agressif qu'elle a fait naître ont initié une courte mais violente phase de dépréciation, la parité USD/JPY passant de 76 à 84 (soit une dépréciation de 10%) en un mois et demi. Cependant, la crédibilité de la BoJ s'est peu à peu érodée avec des achats d'actifs peu dynamiques et le yen s'est réapprécié. Sur le plan politique, le PLD, arrivé au pouvoir lors des élections générales de décembre, devrait progressivement modifier les statuts de la BoJ (cible d'inflation de 2 %, assouplissement quantitatif illimité), ce qui devrait à terme peser sur le yen face au dollar. Les autorités japonaises ont, par ailleurs, fait savoir début janvier qu'elles étaient prêtes à acheter des titres du Mécanisme Européen de Stabilité afin d'affaiblir le yen. Rappelons que le yen est surévalué d'environ 10% selon nos modèles. Nous tablons pour une parité USD/JPY dans une fourchette 90-95 vers la fin de l'année 2013.

Peu d'évolutions à prévoir sur l'EUR/GBP. Par ailleurs, en dépit de la sous-évaluation de la livre sterling, nous ne nous attendons pas à ce que la parité EUR/GBP quitte ses niveaux actuels, étant donné que le Royaume-Uni connaît, comme la zone euro, de grandes difficultés économiques. Le Royaume-Uni devrait certes renouer avec la croissance en 2013 mais d'éventuelles nouvelles actions d'assouplissement quantitatif de la BoE et le fort déficit commercial (qui contraste avec l'excédent de la zone euro) sont deux facteurs qui pourraient peser sur la livre.

2. Franc suisse : encore une valeur refuge?

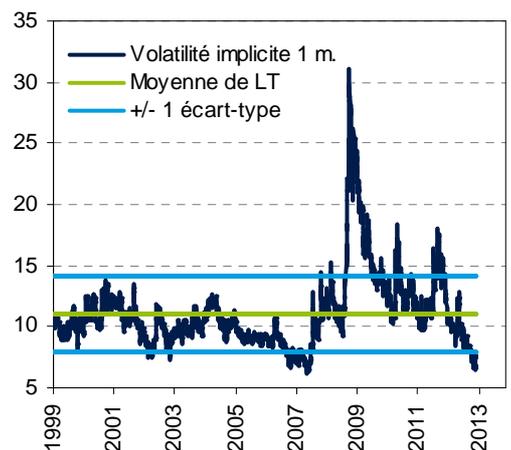
Vers une dépréciation du franc suisse. Rappelons que depuis le début de la crise de la zone euro et avant l'introduction d'un seuil plancher de 1,20 sur la parité EUR/CHF par la Banque Nationale Suisse (BNS) en septembre 2011, le franc suisse s'était apprécié à chaque nouvel épisode de volatilité macrofinancier, ce qui l'avait amené dans une zone de forte surévaluation. Toutefois, avec notre scénario de lente amélioration conjoncturelle en zone euro sur 2013 (cf. article 2), les pressions haussières sur le franc devraient s'affaiblir et la parité EUR/CHF devrait progressivement s'éloigner du seuil de 1,20. La démonstration de la capacité de la BNS à défendre ce seuil rend très improbable une appréciation du franc suisse et en cas d'un retour de la volatilité en zone euro, c'est vraisemblablement le dollar qui s'apprécierait le plus par rapport à l'euro (la zone euro resterait en récession, les Etats-Unis non).

Evolution des devises par rapport au dollar américain en 2012



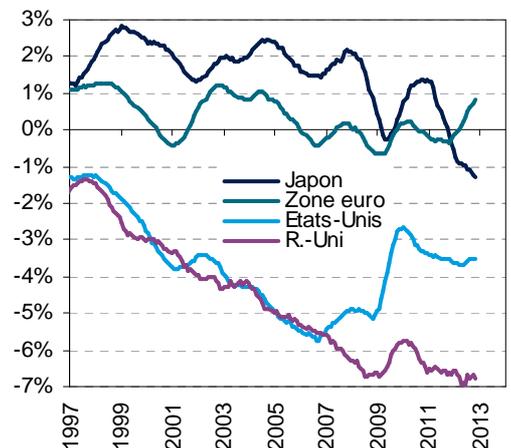
Source : Datastream, Stratégie Amundi

Moyenne de la volatilité implicite 1 m. des devises développées contre le dollar



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Balance commerciale (sur 12 mois glissants, en % du PIB)



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Vents contraires sur les nordiques. Le ralentissement économique de la Norvège et de la Suède, dans le sillage de la récession de la zone euro, devrait peser sur leurs devises. Toutefois, les couronnes norvégienne et suédoise continueront à profiter de l'attrait des investisseurs pour la notation AAA et les finances publiques saines de la Norvège et de la Suède (dettes publiques à 37% du PIB en Suède et 50% en Norvège). L'évolution de ces devises devraient demeurer limitées face à l'euro en 2013.

3. Devises matières premières : pas d'effondrement en vue

Le dollar australien pourrait rester fort. Le dollar australien a, quant à lui, affiché une étonnante résistance face au dollar américain en 2012 malgré la poursuite du cycle d'assouplissement monétaire de la RBA (taux directeurs passés de 4,25 à 3% sur l'année) et la forte baisse du prix de ses exportations et en particulier des métaux (- 25% sur l'année pour les prix du charbon).

Cette résistance pourrait durer car l'Australie est l'un des pays développés avec la dette publique la plus basse (27% du PIB) et l'un des derniers pays à être noté AAA, ce qui confère à ses obligations un statut privilégié. Le gouverneur de la RBA a récemment indiqué qu'il n'y avait pas de raison qu'un choc permanent sur les termes de l'échange (ratio des prix à l'exportation sur les prix à l'importation) ne se traduise pas par un choc permanent sur la devise. Dit autrement, le niveau d'équilibre du dollar australien est plus élevé aujourd'hui que par le passé. La parité AUD/USD pourrait ne pas s'éloigner de la zone 1-1,05.

Le dollar canadien : solide, lui aussi, en 2013 ? Le dollar canadien devrait rester fort pour les mêmes raisons que le dollar australien : déficit budgétaire très limité, notation AAA, soutien des matières premières. Par ailleurs, la Banque du Canada pourrait resserrer sa politique monétaire bien avant la Fed, ce qui exercerait une pression baissière sur la parité USD/CAD. Enfin, nos modèles de valorisation indiquent que le dollar canadien n'est que très légèrement surévalué par rapport au dollar américain.

4. Devises émergentes : l'appréciation devrait être limitée

Une appréciation modeste du renminbi. Le rythme d'appréciation du renminbi face au dollar a fortement ralenti en 2012, avec, de mai à juillet, la première phase de dépréciation depuis la grande dévaluation de 1994. Le président de la banque centrale chinoise a, d'ailleurs, indiqué en octobre que le renminbi avait atteint son niveau d'équilibre. Rappelons que le taux de change réel effectif de la Chine a augmenté d'environ 30% depuis 2005. Les autorités chinoises ne devraient donc tolérer qu'une faible appréciation nominale du renminbi par rapport au dollar mais le taux change réel par rapport aux pays développés continuera de s'apprécier en raison d'un taux d'inflation plus élevé.

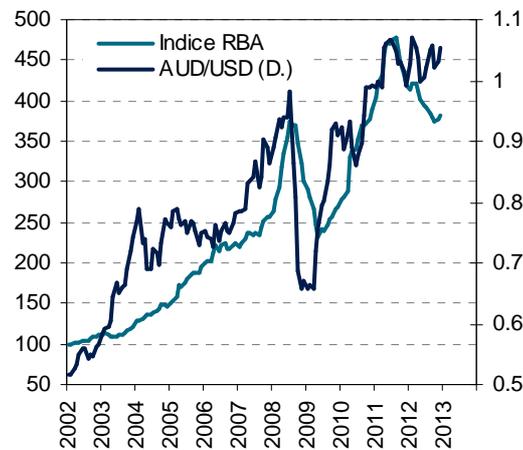
Les autorités brésiliennes limiteront l'appréciation du real. Au Brésil, la fin du cycle d'assouplissement monétaire entrepris en juillet 2011 (taux directeurs passés de 12,5 à 7%) devrait marquer la fin de la dépréciation du real par rapport au dollar (environ 30% sur la période). Toutefois, il faut rappeler que le taux de change réel du Brésil a augmenté de

plus de 100% depuis 2005, ce qui n'est pas sans causer de problème pour le secteur manufacturier : contrairement aux exportations de matières premières qui restent très dynamiques, les exportations de produits manufacturés sont toujours en deçà des niveaux d'avant la crise. Les autorités brésiliennes seront soucieuses de limiter toute appréciation qu'elles jugeraient excessive afin de protéger le secteur manufacturier, source d'emplois.

“ Les autorités brésiliennes seront soucieuses de limiter toute appréciation du real qu'elles jugeraient excessive ”

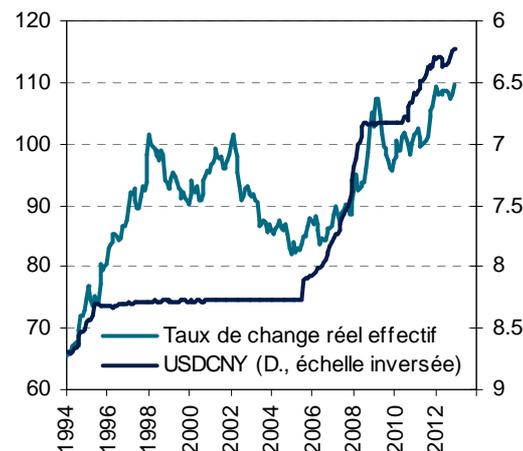
De belles perspectives pour le peso mexicain. Le peso mexicain a été l'une des devises à s'apprécier le plus en 2012 (environ 9% contre le dollar américain). Les investisseurs ont notamment été attirés par des obligations souveraines encore notées « Investment grade » et par la résilience de l'économie mexicaine (croissance supérieure à 3%, exportations manufacturières en hausse), très liée à l'économie américaine. La prime de CDS de l'Etat mexicain a même touché ses plus bas niveaux depuis la mi-2008 à environ 90 pb, soit des niveaux comparables à ceux de l'Etat français, et le taux 10 ans est passé de 6,50% à 5,50% sur l'année. Cette tendance à l'appréciation contre le dollar américain pourrait se poursuivre, et ce d'autant plus que le nouveau président Enrique Pena Nieto s'est montré favorable à de nouveaux investissements étrangers afin de stimuler la production pétrolière. Rappelons toutefois que le peso est très sensible à l'aversion globale pour le risque.

La parité AUD/USD vs l'indice de matières premières de la RBA (100 en 2002, en USD)



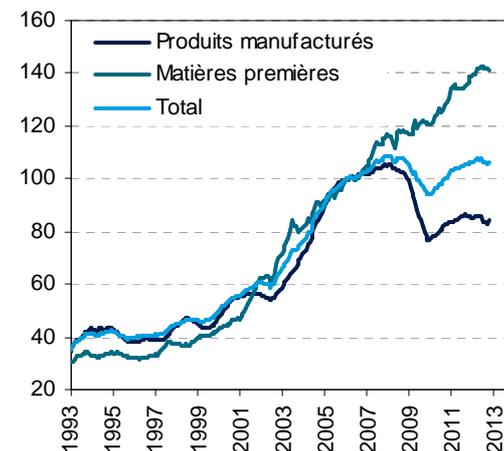
Source : Datastream, Stratégie Amundi

La parité USD/CNY vs le taux de change réel effectif de la Chine



Source : Datastream, BRF, Stratégie Amundi

Brésil : exportations en volume (100 en 2006)



Source : Datastream, Stratégie Amundi

7 Le crédit en 2013 : vers une normalisation des spreads ?

2012 : des performances record sur fond de réponse de la BCE et de facteurs techniques solides

L'année 2012 s'est révélée très semblable à l'année 2009 pour les marchés de crédit : la réponse politique forte, et dans une certaine mesure inattendue, face à des événements extrêmes explique le remarquable rebond après une année négative et volatile. Rappelons que le policy-mix était à l'origine de la reprise de 2009 après l'« annus horribilis » de 2008, année qui avait à la fois souffert du défaut de paiement de Lehman et de la pire récession de l'histoire depuis celle des années 1930. En 2012, c'est à la BCE, dirigée par Mario Draghi, que nous devons l'essentiel de la reprise du marché du crédit. Comme l'indique le dernier graphique, 2012 affiche la deuxième meilleure combinaison historique pour les rendements totaux annuels des obligations européennes de catégorie Investment grade (IG) et des obligations à haut rendement (HY). Ces rendements sont en grande partie attribuables au resserrement des spreads, qui a en effet contribué positivement aux deux tiers de la performance pour le marché Investment grade et à hauteur de 80% pour les émetteurs de titres spéculatifs. Grâce à la réponse politique apportée et au déclin du risque extrême, les valeurs financières et périphériques - fortement décotées depuis l'été 2011 - ont fortement tiré la performance en 2012.

Les chiffres annuels finaux ne reflètent pas dans les détails la performance de 2012 : les solides facteurs techniques et la demande croissante de spreads et de rendements face à une offre qui ne cesse de reculer, expliquent la résistance qu'ont affichée les entreprises face à la volatilité en milieu d'année. Entre avril et juillet, la volatilité est réapparue sur les marchés périphériques et la classe actions : l'effet des opérations de refinancement à long terme (LTRO) s'était estompé et le programme de rachat d'obligations (OMT) n'avait pas encore été annoncé. Le crédit s'est avéré bien plus stable que les bourses durant cette période. Ainsi, comme l'illustre le graphique 3, les obligations d'entreprises IG et HY ont enregistré quelques-uns des meilleurs ratios Sharpe de l'histoire. Ces ratios se sont avérés supérieurs à la fois aux principales obligations gouvernementales et aux actions. Seule l'année 2009 a connu de meilleurs ratios.

Que faut-il attendre du crédit en 2013 ?

Les rendements attendus en 2013 sont beaucoup plus faibles. Comme les analogies avec l'année 2010 le soulignent, il est bien possible que le crédit revienne à des niveaux de rendements totaux plus normaux.

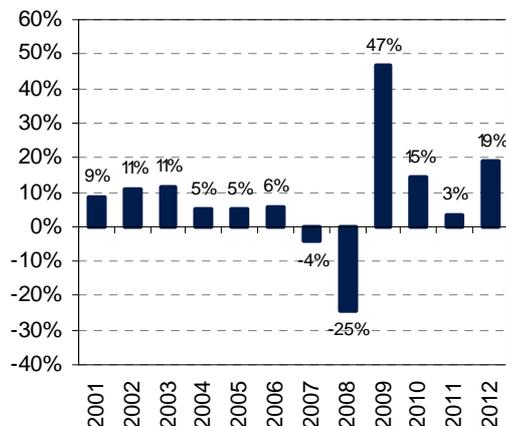
Les spreads se sont sensiblement resserrés et les rendements des valeurs refuge sous-jacentes sont inférieurs à ceux enregistrés il y a un an. Le niveau des valorisations ne permettra pas les performances à deux chiffres qui viennent d'être publiées.

“ 2013 : des rendements attendus beaucoup plus faibles qu'en 2012 ”

La normalisation implique un passage du risque systémique au risque macro.

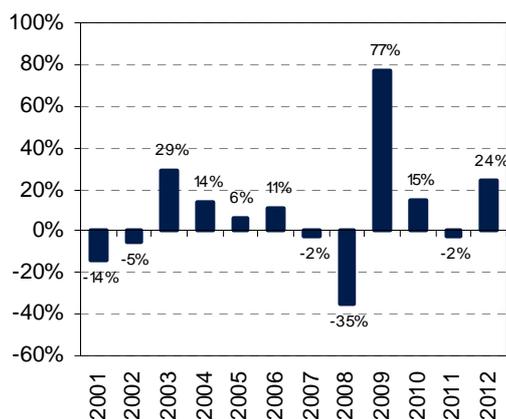
L'année 2012 a débuté dans un contexte d'incertitudes autour de la stabilité de la zone euro et du sort des pays périphériques. Dans cet environnement, les valorisations intégraient une prime de risque élevée. La plupart des investisseurs sous-pondéraient effectivement le crédit dans leur portefeuille. L'année 2013 démarre sur une toute autre note : le risque extrême semble endigué et l'engagement des investisseurs dans les classes d'actifs bien supérieur. Les valorisations sont en moyenne toujours attrayantes par rapport aux obligations gouvernementales, mais les rendements et les spreads sont désormais plus concentrés sur un repli des segments financiers et des pays périphériques, alors que les stratégies de portage concernent le marché HY. Si le risque extrême est moins élevé que l'an dernier, les performances de crédit devraient passer d'un rebond à une normalisation. La normalisation implique de se recentrer sur les problématiques fondamentales, la valeur relative et le rééquilibrage des spreads par secteurs et par pays. Le contexte demeure favorable au crédit car de faibles taux, de faibles rendements et une faible croissance dans un environnement où le risque extrême est moindre, soutiennent la quête de rendements des investisseurs : or, le rendement est une denrée de plus en plus rare qui doit être exploitée à partir de secteurs à bêta élevé tels que les périphériques, les émetteurs financiers et spéculatifs.

Rendement du marché HY américain



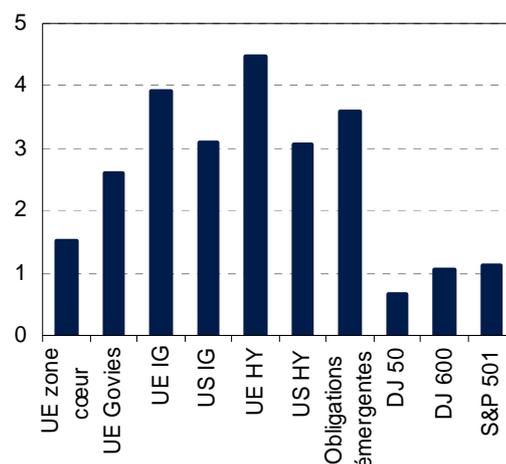
Source : Bloomberg, Stratégie Amundi

Rendement du marché HY européen



Source : Bloomberg, Stratégie Amundi

Ratio de Sharpe en 2012



Source : Moody's, Stratégie Amundi

Qu'en est-il des facteurs techniques en 2013 ?

Les flux d'investissement continuent de soutenir le crédit. En 2012, le HY américain a enregistré un afflux record de près de 40 Mds \$, ce qui correspond au volume total cumulé des trois années précédentes ! De l'autre côté de l'Atlantique, comme en 2011, les flux sortants massifs de produits monétaires ont presque uniquement été convertis en flux entrants vers les produits de spreads, à savoir les obligations IG, HY et EMG. Le troisième plan d'assouplissement quantitatif de la Fed (QE3) a renforcé cette tendance actuelle, car les obligations d'entreprise (à la fois IG et HY) représentent aujourd'hui environ 50% du rendement mondial disponible sur le marché obligataire américain, tout en ne représentant que le quart de l'encours de la dette.

En Europe, l'activisme de la BCE et l'engagement manifesté par les gouvernements de la zone euro ont beaucoup soutenu le retour des investisseurs vers les obligations souveraines des pays périphériques de la zone euro, mais ont dans le même temps favorisé un afflux vers les obligations privées. Les produits dédiés aux obligations privées IG de court et moyen terme ainsi qu'aux obligations HY ont été soutenus par une forte quête de rendement. Au cours des derniers mois, le rebond des obligations souveraines périphériques a soutenu la surperformance des émissions financières et périphériques. Sur le front des flux, les dernières indications sont toujours positives et elles devraient le rester en 2013 : toutefois, le risque de voir les investisseurs se tourner vers les actions s'est accru étant donné que les rendements et les spreads ont nettement chuté.

Les dernières enquêtes sur le positionnement des investisseurs menées auprès d'investisseurs institutionnels montrent que l'exposition moyenne au crédit est revenue sur des niveaux relativement élevés passant d'une attitude très prudente en début d'année à une surpondération. Dans le même temps, la liquidité des portefeuilles a chuté et se rapproche désormais de sa moyenne de long terme : le marché primaire actif a absorbé une partie des flux entrants et une partie des titres liquides, en particulier à partir de la fin de l'été. En d'autres termes, bien qu'il n'apparaisse pas encore excessivement demandé, le marché est aujourd'hui plus vulnérable aux mauvaises surprises ou à un retour du risque extrême qu'il ne l'était il y a seulement quelques mois.

Les fondamentaux des entreprises sont plus solides aux Etats-Unis

Etats-Unis : la dette finance les rachats d'actions et les versements de dividendes

La croissance des cash-flows est restée soutenue en raison de leur gestion prudente et de l'accélération des bénéfices. Les ratios d'endettement (dette sur cash flow) et de liquidité ont commencé à se détériorer en 2011. Les entreprises ont cessé d'accumuler de la trésorerie : les dépenses d'investissement se sont légèrement redressées et les politiques en faveur des actionnaires (dividendes et rachats d'actions) se sont accélérées. Les ratios d'endettement restent cependant proches des plus bas historiques.

Europe : la baisse de la rentabilité pèse sur les ratios d'endettement et de liquidité.

Des divergences se dessinent aujourd'hui entre la zone cœur et la zone périphérique. Les vrais sujets d'inquiétudes portent sur les perspectives économiques et le durcissement des conditions de crédit en Europe du Sud.

• les marges opérationnelles pâtissent du ralentissement de la consommation en Europe du Sud qui se propage dans la zone cœur. Après les efforts considérables engagés après la faillite de Lehmann, la marge de manœuvre pour réduire les coûts est aujourd'hui réduite.

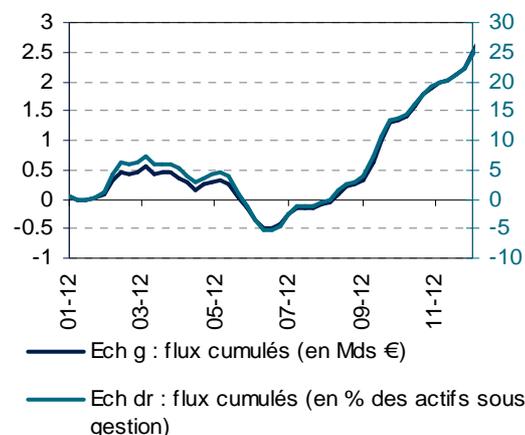
“ L'accès au financement et son coût sont inégaux au sein de la zone euro ”

• Plus de 60% des émetteurs Investment grade ont vu leur endettement augmenter en 2012. Les ratios d'endettement et de liquidité restent cependant en ligne avec les moyennes historiques.

• Le financement est plus difficile et plus coûteux pour les émetteurs périphériques. Par ailleurs, la possibilité pour ces entreprises de s'autofinancer est également plus limitée du fait de leur faible niveau de free cash flow.

• Les ratios d'endettement et de liquidité vont continuer de se détériorer en 2013 mais ils resteront globalement plus solides que les fondamentaux des émetteurs souverains.

Flux d'investissement vers le haut rendement européen



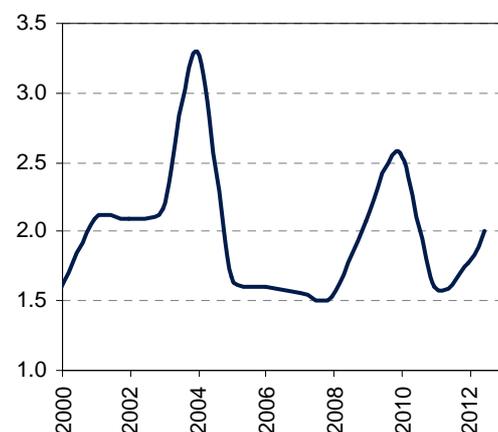
Source : Bloomberg, Stratégie Amundi

Etats-Unis : dette sur cash-flow



Source : Fed, Stratégie Amundi

Europe : ratio dette / cash flow



Source : Bloomberg, Stratégie Amundi

Qu'en est-il des perspectives de taux de défaut ?

Les taux de défaut sont restés sur des niveaux bas en 2012. Un an plus tôt, notre scénario de base soulignait une hausse limitée des taux de défaut de 1,8% à 3,0%/4,0% vers fin 2012 (se référer au Spécial Focus Cross Asset : « Crédit : Prévision du taux de défaillance des entreprises », du 19 janvier 2012). Nous avons parallèlement indiqué que la zone des 7,0% était l'objectif potentiel des taux de défaut mondiaux en cas de scénario pessimiste, fondé sur un deuxième plongeon de l'économie mondiale dans la récession et sur un fort durcissement des conditions de crédit bancaire.

En jetant un regard rétrospectif sur l'année 2012, on a pu constater les tendances suivantes :

- Nous avons assisté à une hausse limitée des taux de défaut mondiaux, car le ratio a augmenté d'environ un point de pourcentage, passant de 1,8 % à 2,9% selon Moody's et de 1,7 % à 2,6% selon S&P.
- Contrairement aux tendances macroéconomiques relatives sous-jacentes, les États-Unis ont « sous-performé » l'Europe : selon Moody's, le taux de défaut américain s'est hissé de 1,9% à 3,4% en 2012, tandis que les taux de défaut des catégories spéculatives européennes ont légèrement diminué, reculant de 3% à 2,5% durant la même période. Les derniers chiffres publiés par S&P soulignent un taux de 2,7% pour le HY européen, proche de celui de Moody's.

Qu'en est-il de l'année 2013 ? La hausse des taux de défaut reste limitée. Notre scénario de base continue à anticiper :

- Une hausse limitée au cours des quatre prochains trimestres : aux États-Unis, d'un niveau actuel de 3,4% à un pic de 4,2% et en Europe d'un niveau actuel de 2,7% à un niveau de 4% d'ici le milieu d'année.
- Des taux de défaut HY mondiaux assez proches de ceux des deux agences de notation pour fin 2012 : 3% pour Moody's et 3,7% pour S&P d'ici la mi-2013.
- En plus du scénario de base, nous avons fait deux autres projections : un scénario macro alternatif, avec une croissance du PIB américain ramenée de 2,3 % à + 1,5 % pour 2013, et un scénario extrêmement pessimiste faisant l'hypothèse d'un retour rapide en récession et d'une crise du crédit brutale. S'agissant du high yield américain, un ralentissement de la croissance économique à +1,5 % se traduirait par une légère révision à la hausse de nos estimations de référence, à savoir un taux de défaut de 4,7 %. La situation serait tout autre si le scénario extrême se matérialisait : nous avons prévu un rapide passage d'un assouplissement net des emprunts bancaires de 8% à un resserrement des conditions de crédit de 40% et un recul du PIB de + 2,5% à -2,5%. Dans une telle situation, les défauts tomberaient rapidement dans la zone des 8%.

Les spreads des émetteurs HY couvrent-ils nos scénarios central et pessimiste ?

Étudions tout d'abord le lien empirique entre spreads et taux de défaut durant les 30 dernières années : ce lien est présenté dans le graphique ci-dessous et montre que les spreads actuels concordent avec un taux de défaut de 5,5%, alors qu'ils sont de 3% et que le scénario central prévoit 3% à 4%. Notre outil interne souligne le même niveau de taux de défaut implicite. Il prend en considération le spread excédentaire offert par le HY face à la prime historique moyenne payée sur les pertes réelles liées au défaut sur un horizon de 12 mois. Le taux de défaut actuel qu'impliquent les spreads du HY est :

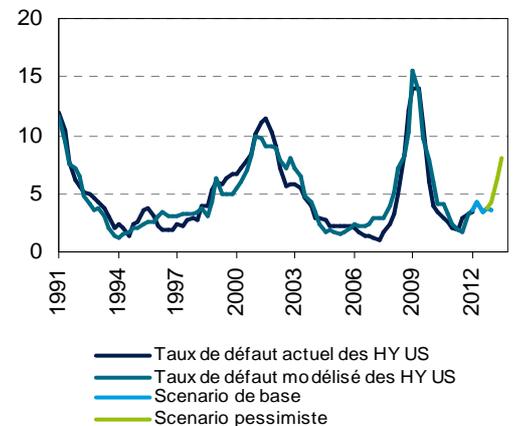
- 1,8 fois supérieur au taux actuel de 3%.
- 37% supérieur à nos taux de défaut modélisés attendus à un terme de 1 an (4%) qui correspondent également aux niveaux moyens de long terme.
- 18 % plus élevé que nos projections (4,7 %), en ligne avec un scénario alternatif de ralentissement macroéconomique.
- 30% inférieur à nos prévisions de scénarios pessimistes (7%/8%).

“ Les émetteurs de la zone cœur n'offrent que 2% de rendement ”

Le marché des obligations d'entreprise européen reste attractif

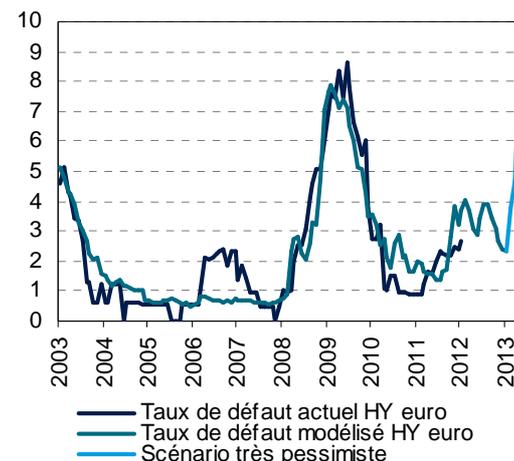
Le crédit a performé de manière exceptionnelle en 2012. Les rendements attendus pour 2013 sont beaucoup plus faibles et le resserrement de spread nettement moins important. Les actions de la BCE ont permis de réduire considérablement la pression exercée sur les marchés par le risque souverain. L'appétit pour le crédit devrait se maintenir face à la faiblesse durable des taux souverains et des faibles perspectives de croissance. La recherche de rendement devrait rester un critère de sélection important en 2013.

Taux de défaut HY US (en %) : scénario central vs. très pessimiste



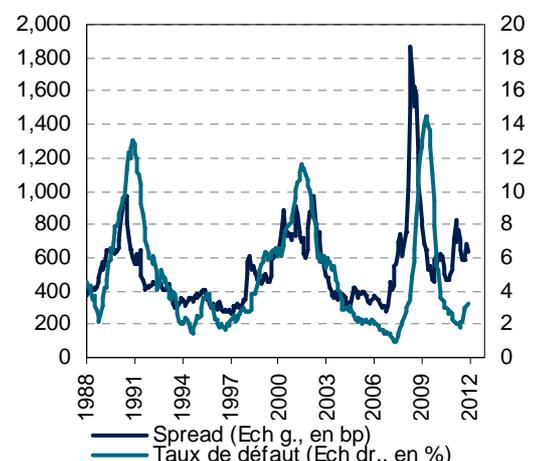
Source : Moody's, Stratégie Amundi

Taux de défaut HY euro (en %) : scénario central vs. très pessimiste



Source : Bloomberg, Stratégie Amundi

Marché du HY américain



Source : Moody's, Stratégie Amundi

Dans un environnement de taux bas, nous anticipons une poursuite de la surperformance des émetteurs du haut rendement et au sein de l'Investment grade des émetteurs périphériques et financiers.

Au sein de l'Investment Grade, nous favorisons :

les émetteurs financiers versus émetteurs non financiers

- Les émetteurs financiers offrent toujours une rémunération plus attractive que les émetteurs non financiers (cf graphique sur le rapport entre l'Itraxx financial senior et l'Itraxx Europe) ;
- Les établissements bancaires bénéficient également du soutien de la BCE ;
- L'offre de papier est attendue en baisse : les banques restent dans un processus de désendettement ;
- Au sein des émetteurs financiers, nous préférons une exposition à la dette senior pour les émetteurs périphériques et à la dette subordonnée pour la zone cœur. Nous conseillons cependant d'éviter les banques qui ont un fort besoin de recapitalisation.

les émetteurs non-financiers périphériques (en particulier italiens) vs ceux du cœur

- Les émetteurs périphériques offrent des rémunérations plus élevées. Ils ne constituent que 16% de l'univers mais représentent plus de 38% du spread total.
- La demande pour les émetteurs cœur a été très forte ces derniers trimestres. L'afflux de liquidité a tiré les rémunérations sur des plus bas historiques. Avec 2% de rendement, l'investisseur n'est aujourd'hui plus rémunéré pour le risque d'inflation et surtout de crédit.
- Les émetteurs de la zone cœur sont très présents sur les secteurs cycliques comme l'automobile (21%), les industries de base (9%). Par contre, les secteurs des télécoms et des utilities représentent 53% et 31% des encours de la dette périphérique.
- Le spread des émissions de la zone périphérique reste très corrélé au risque souverain.

“ Les émetteurs de la zone cœur offrent 2% de rendement ”

Le marché du haut rendement : une préférence pour les Etats-Unis versus la zone euro

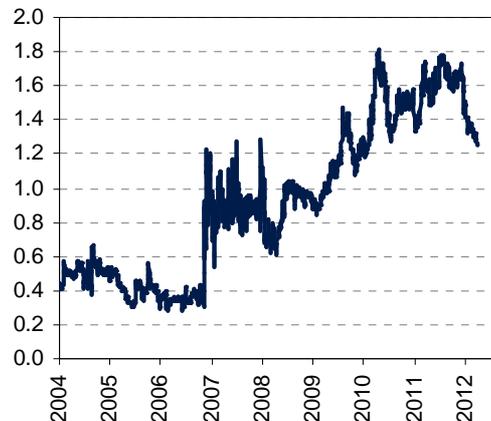
Le marché du haut rendement américain offre des perspectives plus intéressantes que celui de la zone euro. Les valorisations actuelles n'intègrent pas suffisamment les facteurs suivants :

- En Europe, le scénario macroéconomique alternatif est beaucoup plus pessimiste et sa probabilité est beaucoup élevée.
- Les besoins de financement pour les deux prochaines années sont relativement moins élevés aux Etats-Unis.
- Les conditions de crédit pour les entreprises sont beaucoup plus favorables aux Etats-Unis. Notons que l'impact de ce facteur sera moindre tant que le marché primaire en zone euro restera actif.
- Les fondamentaux des entreprises sont meilleurs aux Etats-Unis.

Conclusion

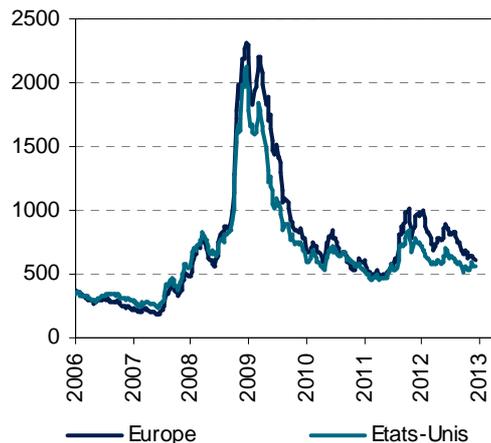
Après une année 2012 exceptionnelle, les rendements et le resserrement des spreads attendus en 2013 sont beaucoup plus faibles. Dans un univers de taux bas et de croissance faible, le crédit reste une classe d'actifs attractive. Les investisseurs continueront de privilégier les émetteurs qui offrent du spread c'est-à-dire les émetteurs périphériques, financiers et du haut rendement. Les émetteurs non financiers de la zone cœur ne rémunèrent plus le risque d'inflation et surtout de crédit. Une forte sélectivité est hautement recommandée. La prudence est en effet de mise sur les banques européennes ayant de forts besoins de recapitalisation. En dépit du reflux du risque systémique dans la zone euro, les risques de nouvelles tensions financières n'ont pas disparu (Espagne, Grèce). Mais dans ce cas, la BCE pourrait envisager de nouvelles mesures (financement de long terme pour les banques, rachats d'actifs) et les politiciens pourraient accélérer le programme de réformes.

Itraxx financial senior/ Itraxx Europe



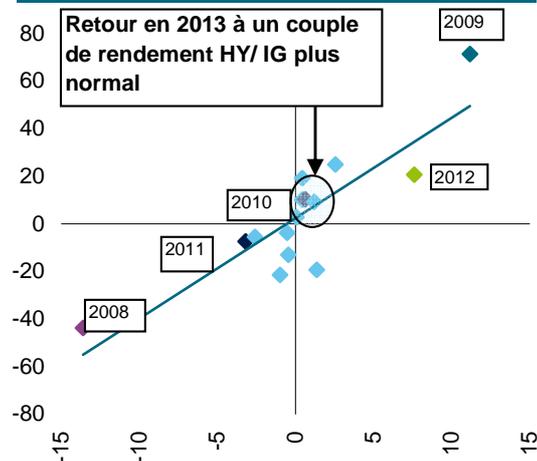
Source : Bloomberg, Stratégie Amundi

Spreads du crédit HY par rapport aux emprunts d'Etat



Source : Bloomberg, Stratégie Amundi

Rendement : IG Euro (abscisse) contre HY Euro (ordonnées)



Source : Stratégie Amundi

8 Banques européennes : le rebond des bénéfiques n'est pas pour tout de suite

Les banques européennes sont en bonne voie pour répondre aux exigences de Bâle. Après quatre ans ponctués par des crises financières, la solvabilité du secteur bancaire européen s'est nettement améliorée, même si elle n'atteint pas encore les niveaux requis par le marché sous les règles prudentielles de Bâle 3 (9-10% de ratio de fonds propres/actifs pondérés). On dispose désormais de plus de visibilité sur la réglementation, notamment sur la finalisation des exigences relatives aux établissements d'importance systémique et sur les projets de séparation des activités bancaires. Le Comité de Bâle vient de décider d'assouplir le ratio de liquidité à court terme (LCR) et de donner aux banques plus de temps pour respecter ce ratio (entre le 1er janvier 2015 et le 1er janvier 2019). Le Parlement Européen devrait voter CRD4 (Bâle 3) début 2013 et repousser sa mise en œuvre à début 2014. Selon nous, les banques européennes manqueront toujours de 60 Mds € de fonds propres d'ici fin 2013 mais la plupart des établissements devraient atteindre l'objectif de ratio de fonds propres de 10% (fonds propres/actifs pondérés) d'ici fin 2014-mi-2015.

D'importants efforts à venir sur le plan du deleveraging. Durant ces deux dernières années, les banques européennes ont amélioré leur solvabilité en centrant leurs efforts sur « le deleveraging » : elles ont procédé à des coupes franches de leurs encours pondérés, principalement dans la Banque de Financement et d'Investissement (BFI), et on estime qu'aujourd'hui, elles ont réalisé les deux tiers des plans annoncés visant les activités de BFI. Toutefois, le marché semble préoccupé par la faiblesse des niveaux de pondération des actifs, certains investisseurs considérant que la solvabilité des banques doit être calculée à partir du ratio de levier (fonds propres tangibles/total de l'actif) et non plus sur la base du ratio de Bâle. Dans cette perspective, on estime que les banques européennes ont accompli 40% du « deleveraging » estimé par le FMI (2 000 Mds €), ce qui porte les efforts encore à réaliser à 1 200 Mds €.

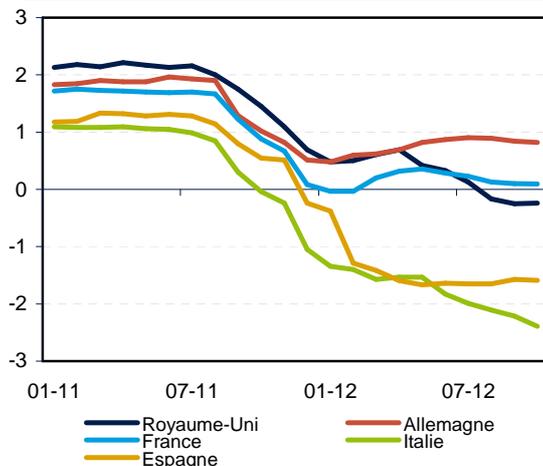
« Les efforts à faire en matière de « deleveraging » représentent encore 1 200 Mds € »

Manque de confiance dans la pondération des risques des banques européennes. Le rapport Liikanen a émis plusieurs propositions pour la pondération des actifs des banques européennes. Le débat s'est donc porté sur la pondération du risque des crédits immobiliers, où l'on constate de grandes différences entre les établissements d'un pays à l'autre, et sur la pondération des risques de marché. Certains régulateurs ont d'ores et déjà annoncé qu'ils allaient renforcer cette dernière dans leurs modèles de calcul internes. S'agissant de la pondération du risque immobilier, l'autorité suédoise des marchés vient d'annoncer qu'elle fixait celle-ci au minimum à 15% pour les crédits immobiliers locaux. Un plancher de 15% applicable à l'ensemble des banques européennes serait une bonne nouvelle, dans la mesure où ce seuil aurait un impact limité sur leurs ratios de solvabilité.

Les fondamentaux s'améliorent, mais le rebond des bénéfiques n'est pas pour tout de suite. Le risque extrême entourant la crise souveraine s'est dissipé sous l'effet des mesures de soutien de la BCE (LTRO et OMT) et des processus d'assainissement et de recapitalisation du système bancaire espagnol. Bien que la mise en place d'une « pseudo » union bancaire ne soit pas prévue avant le début de l'année 2014 et que les inquiétudes liées à l'économie espagnole persistent, les débats dans le marché semblent d'ores et déjà s'orienter sur la rentabilité sous-jacente des banques européennes et leur capacité à redistribuer le capital.

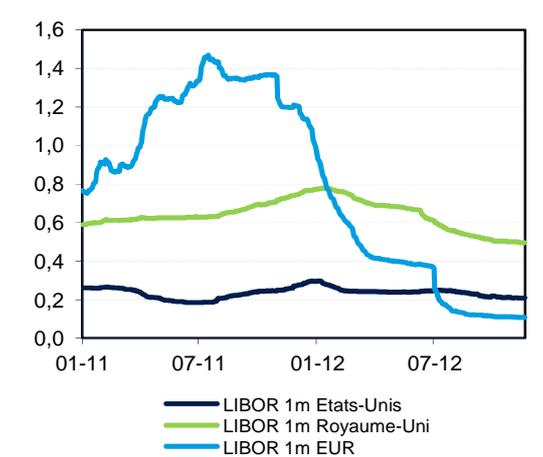
On observe sans conteste une reprise dans la dynamique des bénéfiques, mais celle-ci reste fragile pour les banques commerciales, notamment dans la périphérie européenne. Malgré la baisse des coûts de financement (suite au programme OMT de la BCE) et la politique de « repricing » des actifs, la plupart des banques européennes ne pourront que compenser partiellement les pressions sur les spreads de dépôt (comme en Espagne, en Italie et en France) qui découlent du bas niveau des taux d'intérêt (et de l'aplatissement de la courbe des taux). En effet cette hausse des marges sur les actifs porte sur de faibles volumes, voire sur des encours de crédit en diminution (comme c'est le cas en Espagne). Par conséquent, nous prévoyons encore des pressions sur les produits nets d'intérêts cette année, ce qui devrait entraîner une baisse des revenus dans la banque de détail en France, en Italie et en Espagne.

Le consensus a révisé à la baisse ses prévisions de croissance du PIB (%)



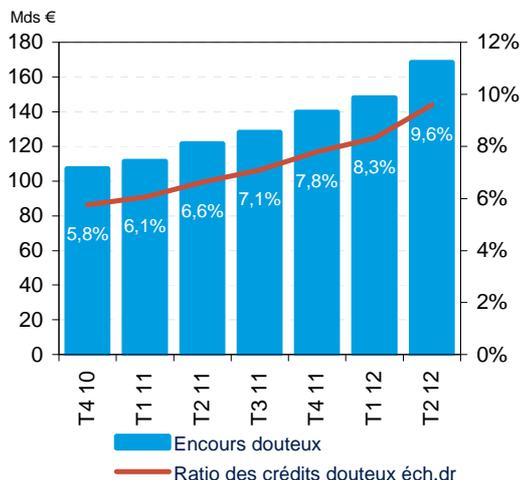
Source : Amundi Analyse Actions

Recul sensible des taux à court terme (%)



Source : Amundi Analyse Actions

Forte hausse du ratio des prêts douteux en Espagne (%)



Source : Amundi Analyse Actions

La visibilité sur les bénéfices reste faible dans la banque commerciale. Il est encore trop tôt pour attendre une normalisation des bénéfices des banques commerciales, qui sont particulièrement exposées à l'économie réelle. Les perspectives macroéconomiques toujours fragiles devraient maintenir le coût du risque à un niveau élevé en Italie et se traduire par des pertes de crédits supplémentaires en Espagne (sur les prêts immobiliers et sur les PME).

L'alignement des nouvelles exigences de provisionnement du Décret Royal (imposées par la Banque d'Espagne) avec celles induites par les décotes appliquées aux actifs immobiliers transférés à la « bad bank » pourrait donner lieu à de nouvelles pertes avant impôt pouvant aller jusqu'à 16 Mds € pour le système bancaire espagnol (soit 12% de leur fonds propres tangibles).

“ *Les perspectives de bénéfices s'améliorent pour les banques d'investissement* ”

Les perspectives de bénéfices à court et moyen terme sont mieux orientées pour les banques d'investissement, soutenues par la bonne tenue des volumes d'activité (les émissions de dette à haut rendement sont en hausse de 27% sur 2012) et par des initiatives de réduction des coûts. Ainsi, plusieurs établissements, au nombre desquels UBS, Crédit Suisse et RBS, ont déjà annoncé des projets de restructuration de leurs activités de BFI, comprenant notamment l'arrêt d'activités désormais non stratégiques, dont la rentabilité était inférieure au coût du capital. Cette tendance, qui devrait se poursuivre, pourrait avoir un impact assez limité sur les leaders du marché bénéficiant du retrait d'acteurs de plus petite envergure. Par exemple, nous ne prévoyons pas de hausse des marges à moyen terme dans les activités de « fixed income », malgré le retrait d'acteurs comme UBS.

A plus long terme, la réglementation devrait se révéler de plus en plus contraignante notamment pour les activités de « fixed income » des banques d'investissement européennes : en effet, celles-ci pratiquent une pondération des actifs de « fixed income » moins importante que les banques américaines, si bien que tout durcissement (probable) de la réglementation les pénaliserait davantage.

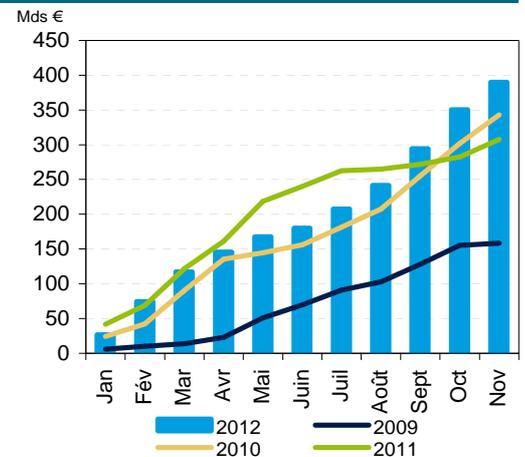
En conclusion, la diminution du risque extrême en Europe s'est traduite par une compression du coût du capital. Ce phénomène pourrait se poursuivre, mais à la marge selon nous. Toute nouvelle surperformance significative du secteur bancaire devrait davantage venir d'une révision à la hausse des bénéfices que d'un changement réglementaire même si l'assouplissement du ratio de liquidité à court terme (LCR) constitue

“ *Toute nouvelle surperformance du secteur bancaire devrait venir d'une révision à la hausse des bénéfices* ”

une bonne nouvelle pour le secteur. Malheureusement, l'atonie de la reprise économique, le niveau des taux d'intérêt et la faiblesse des volumes d'activité en Europe vont certainement limiter l'amélioration des résultats des banques commerciales.

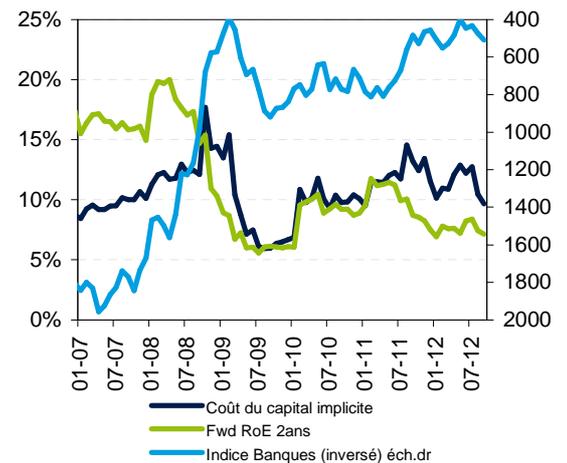
Dans l'immédiat, nous avons une préférence pour les banques d'investissement, qui bénéficient de bons niveaux d'activité et de mesures de réduction des coûts.

Fort rebond des émissions de dettes à haut rendement



Source : Amundi Analyse Actions

Une surperformance tirée par la compression du coût du capital



Source : Amundi Analyse Actions

9 Un net rebond de la collecte en 2012

Un rebond essentiellement lié aux produits obligataires

Le tableau ci-contre rappelle l'évolution mondiale des flux de portefeuille couverts par la base de données EPFR depuis 2010 ; celle-ci regroupe un échantillon de près de 40 000 fonds actions, obligations et monétaires de par le monde, pour une capitalisation totale de plus de 18 000 Mds \$. **Après avoir chuté en 2011, la collecte totale a fortement rebondi en 2012** passant de -202 Mds à +239 Mds d'une année sur l'autre (chiffres 2012 à fin octobre) et interrompant ainsi trois années de décollecte. **Par grandes catégories, on notera que ce rebond est cependant uniquement le fait des fonds obligataires.** En effet, tant sur le monétaire que sur les actions, la décollecte s'est poursuivie en 2012. Une décollecte identique à l'année précédente pour ce qui concerne le monétaire mais sensiblement inférieure pour les actions. **Cet engouement relatif pour les fonds obligataires en 2012 est aisément compréhensible.** Les efforts des banques centrales pour aplatir la partie longue de la courbe des taux ont en effet dopé la performance des fonds obligataires et procuré de la visibilité aux investisseurs. Dans le même temps, avec des taux court terme proches de zéro, le monétaire est demeuré peu incitatif. Quant aux actions, du fait de la conjoncture, peu nombreux sont ceux qui s'y sont aventurés, malgré leur excellente performance.

Une analyse plus resserrée révèle que pour les actions, le pic de décollecte s'est concentré au 2nd semestre 2011, puis s'est nettement ralenti depuis. En revanche, le monétaire qui avait retrouvé son rôle refuge au 2nd semestre 2011, en pleine tourmente de la zone euro, s'est remis à décollecter au 1^{er} trimestre 2012. A partir du 2nd trimestre toutefois, ce mouvement de baisse du monétaire s'est ralenti. Les flux redevenant même légèrement positifs à partir du 3^{ème} trimestre 2012. **Concernant les flux actions par région, malgré leur bonne santé économique relative, l'essentiel de la décollecte est provenu des Etats-Unis**, marché sur-détenu. Cette pression vendeuse est toutefois à nuancer car elle ne représente que 1,3 % des encours concernés de EPFR contre 3,3% pour l'Europe. **A l'opposé, la collecte Emergente**, sous pression en 2011, **a nettement rebondi en 2012** avec 24 Mds à fin octobre, soit 3% des encours. Ce mouvement n'a toutefois pas été linéaire. Ainsi, après avoir bien démarré l'année, la collecte émergente s'est retournée au mois de mars, dans la foulée de la révision en baisse des prévisions de croissance du PIB chinois, pour repartir de l'avant à partir du mois de septembre, avec les premiers signes d'un *bottoming out* du moteur de la croissance mondiale. A noter enfin que **la collecte sur actions japonaises**, qui s'est brutalement accélérée à la fin du printemps, **est à relativiser** car, en dehors du programme de rachat de la banque centrale du Japon, celle-ci serait demeurée négative.

Carton plein pour les émergents

Concernant les flux obligataires, qui ont battu des records en 2012, le gros de la collecte, au plan géographique, s'est opéré au profit des Etats-Unis (269 Mds sur 427 Mds, soit 63% du total) et des fonds globaux (21% du total) au détriment de l'Europe (1% du total), pénalisée par la crise souveraine. Mais

“ Le rebond de 2012 met fin à trois années successives de décollecte ”

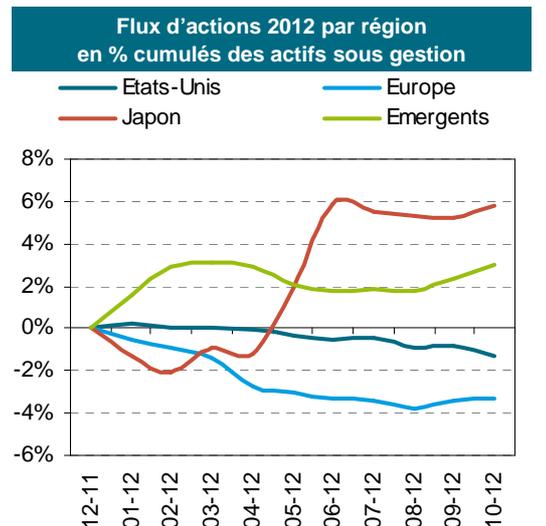
au final, comme pour les actions, c'est de nouveau la dette émergente qui s'est distinguée. En effet, si sa collecte ne représente que 48 Mds, soit 11% de la collecte obligatoire globale, elle équivaut en revanche à 23% des actifs sous gestion concernés contre 11% pour l'ensemble des flux obligataires. **Par catégories d'obligations**, au plan mondial, la faiblesse généralisée des taux a conduit les investisseurs en quête de rémunération à plébisciter le **haut rendement** (71 Mds), le **crédit corporate** (46 Mds) et le **crédit hypothécaire** (27 Mds) ; la collecte atteignant respectivement 18, 21 et 23% de ces classes d'actifs contre 11% en moyenne. Les emprunts des collectivités locales, plus risqués mais aussi plus rémunérateurs que les emprunts souverains, ont également bénéficié d'une collecte soutenue avec 48Mds ; mais cette catégorie étant très large, la collecte n'a représenté que 8,5% des actifs concernés à comparer à -4,2% en 2011.

2013, l'année des actions ?

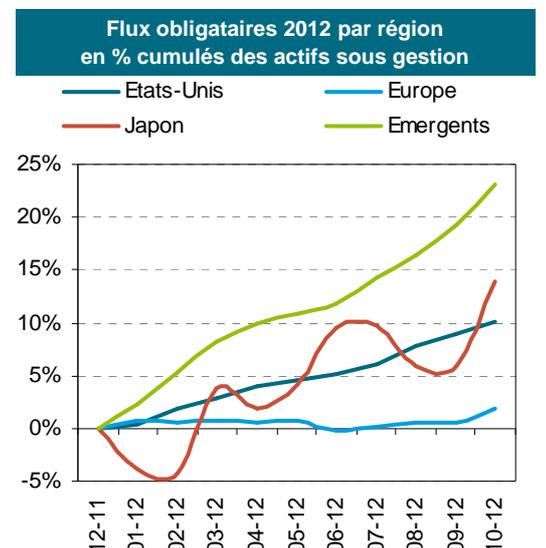
Pour 2013, compte tenu de la très légère accélération de la croissance mondiale, de la poursuite de la réduction de l'aversion au risque, de taux durablement bas et des performances passées, le couple risques & opportunités des actions s'est amélioré (cf. 4^{ème} graphique de l'article 10). Faute d'être indispensable, un rééquilibrage des flux en faveur des actions viendrait toutefois amplifier ce scénario.

Flux nets par classes d'actifs (S2 2012 et 2012 jusqu'à fin octobre)							
en Mds \$	2010	S1 11	S2 11	2011	S1 12	S2 12	2012
Fonds Actions	30	13	-202	-188	-43	-28	-71
Etats-Unis	-49	6	-93	-87	-25	-30	-55
Japon	-2	2	-1	1	5	0	5
Europe de l'ouest	-23	3	-20	-17	-23	0	-22
Emergents	96	-13	-33	-46	14	11	24
Global	10	13	-49	-36	-10	-5	-14
Autres	-2	2	-5	-3	-6	-4	-9
Fonds Obligataires	354	98	1	99	209	218	427
Etats-Unis	172	35	15	50	134	134	269
Japon	0	0	0	0	0	0	0
Europe de l'ouest	3	-16	-14	-29	-1	6	6
Emergents	53	15	1	16	24	25	48
Global	117	64	-5	58	43	48	91
Autres	9	0	3	4	8	5	13
Fonds monétaires	-499	-120	8	-113	-132	15	-116
Total échantillon EPFR	-115	-8	-193	-202	34	205	239

Source : EPFR, Stratégie Amundi



Source : EPFR, Stratégie Amundi



Source : EPFR, Stratégie Amundi

10 La hausse des actions initiée en octobre 2011 se poursuivra en 2013

Présentons tout d'abord notre cadre d'analyse avec une approche stylisée du cycle de l'investissement.

Le premier graphique décrit un cycle économique classique : le PIB fluctue autour de sa tendance. Le risque inflationniste augmente quand le PIB passe au-dessus et les banques centrales (en rouge) durcissent alors leurs politiques monétaires ; il diminue quand il passe en dessous et les banques centrales (en vert) deviennent accommodantes.

Les marchés suivent une feuille de route incroyablement récurrente dans le temps par rapport au cycle économique. Il fallait ainsi acheter les actions en mars 2009 (passage de la phase iv à la phase i), les matières premières en juin 2010 (passage à la phase ii), vendre les obligations après Jackson Hole fin août 2010. En novembre de la même année, les actions émergentes plafonnent alors que la zone subit les conséquences inflationnistes du QE2 américain. Après le « printemps arabe » de 2011 (phase iii), il fallait vendre les matières premières et les marchés d'actions qui résistaient encore. Le monétaire puis les obligations ont servi de refuge (phase iv) avant qu'un nouveau cycle d'investissement (i) commence : les actions marquent en effet un point bas majeur en octobre 2011.

La phase actuelle, qui démarre donc en octobre 2011, est favorable aux actions.

Dans cette phase, les banques centrales jouent un rôle essentiel pour rassurer et relancer la croissance. On pense bien sûr à la BCE, qui a changé la donne, avec le discours musclé de Mario Draghi le 26 juillet 2012, ou encore à la Fed qui est à nouveau intervenue de manière déterminée à la rentrée de septembre avant les élections américaines et le débat budgétaire (cf. encadré 1). En fait, toutes les banques centrales du monde sont à la manœuvre comme on peut le voir sur le second graphique : la proportion de banques centrales (sur un échantillon de 35 au niveau mondial), qui ont monté leurs taux dans les 3 mois précédents, est très basse. La situation était identique à cet égard en 2009. Le redémarrage du marché des actions (courbe en bleu pâle) est certes moins fulgurant depuis octobre 2011 qu'après mars 2009 ; on sortait à l'époque de la plus forte récession globale depuis la seconde guerre mondiale... Le mouvement n'est cependant pas fini.

2012 aura été l'année de la détente en matière de stress.

L'année aura été soumise au régime « risk on », « risk off ». Elle démarre sous l'effet positif du LTRO de la BCE et du discours ferme de la Banque du Japon, espoirs déçus

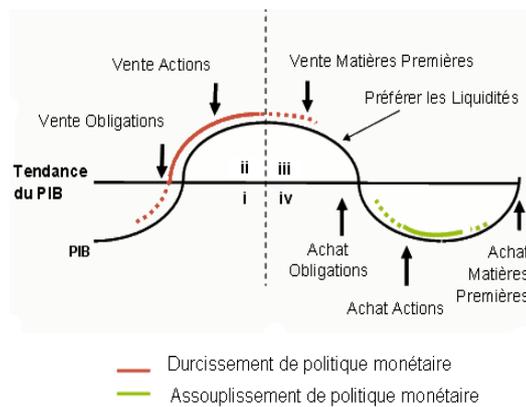
dès mars dans le cas du Japon, puis à partir de mai en ce qui concerne la zone euro. Le marché américain, porté par des profits plus résistants qu'ailleurs (second graphique page suivante) a mieux résisté à cette première consolidation. Le second mouvement de « risk on » est à nouveau impulsé par l'Europe suite aux élections grecques dès juin, mais surtout grâce à l'intervention de la BCE en juillet.

“ 2012, avant tout une « reflation » des PER ”

A l'automne, le risque passe de l'Europe aux Etats-Unis. Le marché américain finit par lâcher un peu avant les élections américaines et le débat sur le fiscal cliff, les autres marchés résistant mieux grâce à la forte baisse du risque systémique. A partir de novembre, le Japon profite même de la baisse du Yen alors que le LDP, parti pro-inflation et devise faible, s'appretait à remporter les élections anticipées du 16 Décembre.

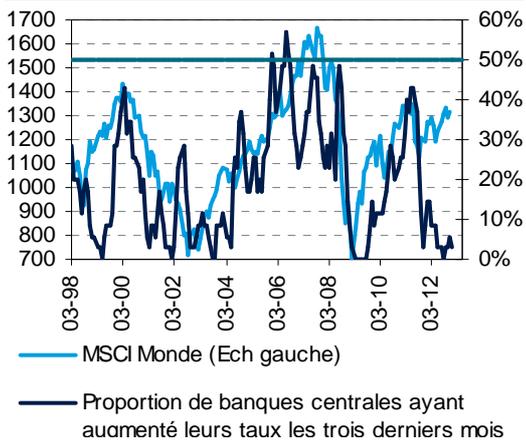
Au total, l'année 2012 aura été positive grâce au retour de la confiance, l'essentiel de la performance étant due à une revalorisation des PER alors que les profits ont en général déçu. Au niveau géographique, la synchronisation des politiques monétaires aura conduit à une convergence des performances. Seul le marché britannique aura été décevant de manière constante. Quant au comportement des secteurs, il aura été typique des phases de retournement : les financières et les valeurs de consommation cycliques se sont reprises les premières, alors que les valeurs de matériaux de base et de l'énergie ont été les grandes perdantes.

Comportement stylisé des principaux actifs financiers



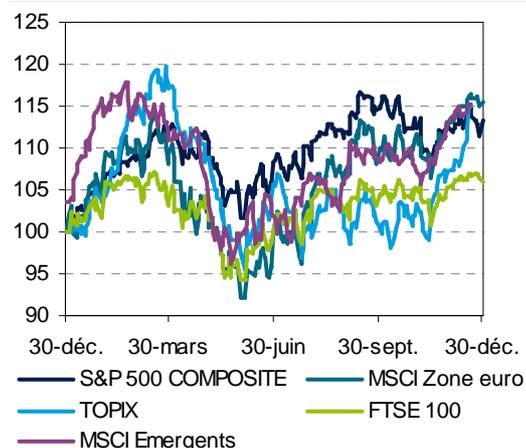
Source : Stratégie Amundi

Politique monétaire globale et MSCI Monde



Source : Bloomberg, Stratégie Amundi

Marchés d'actions en 2012



Source : Datastream, Stratégie Amundi

En 2013, le débat sera plus focalisé sur la croissance.

Il faudra que la croissance économique soit soutenable pour attirer les flux.

Dans un contexte de taux bas, la première préoccupation est de rechercher du rendement. Le crédit, par ailleurs moins volatil, a donc davantage collecté jusqu'ici (cf. article 9). Au point que le différentiel de rendement entre le crédit et les actions a maintenant fondu (ligne bleu foncé du premier graphique). Nous avons transformé ce différentiel de rendement en un signal qui nous donne un poids d'actions à détenir dans un portefeuille qui ne contiendrait que des actions (de 20% à 60%) et du crédit. La valorisation suggère désormais de détenir le maximum d'actions possible par rapport au crédit (ligne bleu pâle sur le même graphique). Ce qui est sans doute exagéré, même si ce signal a donné de bons résultats par le passé. En tout cas, ce qui manque pour que les investisseurs franchissent le pas, au moins partiellement, c'est maintenant d'être rassuré sur la soutenabilité de la croissance.

Un profil intra-annuel en 3 temps ?

Le début d'année devrait prolonger l'élan récent des actifs les plus stressés (Europe, Japon, Emergents) alors que la seconde partie de l'année pourrait voir le retour en grâce des valeurs de croissance cyclique. Entre les deux, il est probable que les marchés s'interrogent sur la capacité de l'investissement des entreprises à repartir et à effectivement soutenir la croissance.

On s'attend à des performances autour de +10% hors dividende.

Les PER devraient pouvoir continuer à se revaloriser : de 5% ?

Il existe une marge importante de revalorisation des PER (environ 15% pour rejoindre la moyenne des 10 dernières années aux Etats-Unis et en Europe par exemple). Mais nous pensons qu'une partie seulement sera utilisée. En effet, un environnement de taux réels bas pour longtemps plaide pour un niveau d'équilibre élevé des primes de risques. Aussi, les flux ne s'investiront que progressivement vers les actions. On table sur une revalorisation supérieure en Europe (+6%) par rapport aux Etats-Unis (+4%) qui eux sont encore surdétenus (troisième graphique). Au Japon, le PER, assez élevé (16x les profits des 12 derniers mois) pourrait rester au même niveau, voire baisser un peu. L'essentiel de la performance du Japon serait donc à mettre sur le compte des profits qui profiteront de la baisse du Yen (cf. article 6). Les marchés émergents, dont l'impact des flux est plus que proportionnel (marchés moins liquides), devraient se revaloriser au moins comme les marchés développés.

Les profits devraient croître aux alentours de +5% pour le MSCI monde

En effet, on table sur une croissance des profits aux Etats-Unis proche de la croissance nominale du PIB (4-5%), supérieure en Europe (5%) et au Japon (9-10%) grâce à un effet de levier supérieur sur des marges plus cycliques.

Quant aux pays émergents, ils jouissent d'une croissance des ventes plus élevée mais les marges s'effritent structurellement, ce qui leur permettra quand même de dégager une croissance des profits (8-9%) supérieure à celle des Etats-Unis.

“ 2013, un mixte de « reflation » des PER et de croissance des BPA ”

Conclusion

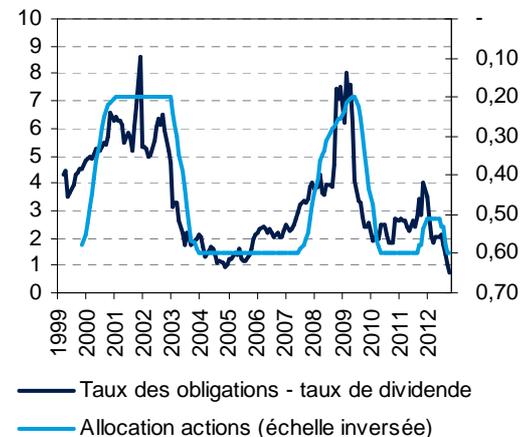
Sur le plan géographique

Dans un premier temps, il est probable que les marchés les plus cycliques, qui sont aussi les moins détenus (zone euro, Emergents, voire Japon) continuent à surperformer les Etats-Unis et le Royaume-Uni. Mais au final, il nous semble qu'après 2 ans de purgatoire, ce sont les marchés émergents, emmenés par la stabilisation, voire le redémarrage de la croissance chinoise, qui tireront le mieux leur épingle du jeu sur l'ensemble de l'année.

Sur le plan sectoriel

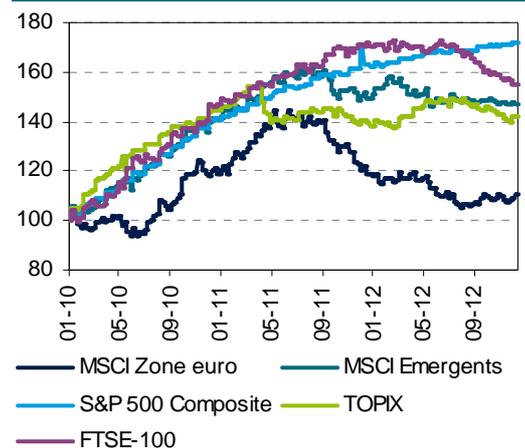
En dépit de bénéfices toujours sous contrainte (cf. article 8), les valeurs bancaires devraient continuer à surperformer parallèlement à la réduction des spreads italiens et espagnols vis-à-vis de l'Allemagne. Les valeurs cycliques devraient progressivement les accompagner puis les dépasser. Enfin, les valeurs défensives devraient sous-performer.

Différentiel de rendement Crédit-Action



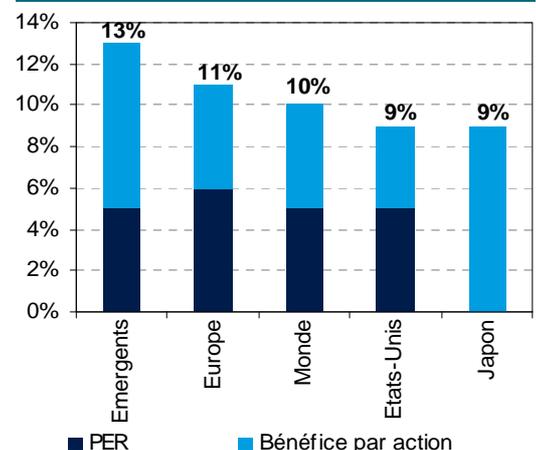
Source : Bloomberg, Stratégie Amundi

Indices de bénéfices par action



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Décomposition des objectifs de performance pour 2013



Source : Datastream, Stratégie Amundi

11 Matières premières : une pause dans le « super-cycle » ?

L'année 2012 aura été une année record pour le prix des matières premières. En effet, c'est l'année où le couple prix nominal du pétrole et prix de l'or a été en moyenne le plus élevé (112\$ et 1664\$ respectivement). En ce qui concerne les matières agricoles, l'année 2012 aura également été une année record. C'est effectivement le secteur des matières premières qui affiche la plus forte hausse (+6,5%). Cette situation est due à une météorologie défavorable, en particulier aux Etats-Unis. Néanmoins, l'année 2013 devrait marquer un changement.

Le pétrole dans un environnement toujours très contraignant. La mise en place de projets de production en 2013 (repoussés en 2012 à cause du ralentissement économique) devrait augmenter la production des pays non-membres de l'OPEP. La production en Iran ou encore en Syrie (environ 1 million de barils par jour, mbj) devrait reprendre dans les années à venir. Ainsi, la production globale de pétrole devrait s'accroître au cours de l'année. Dans le même temps, la croissance économique mondiale (+3,5%) devrait conduire à une augmentation de la demande de pétrole. D'après l'Agence Internationale de l'Energie (AIE), elle passerait de 89,7 mbj en 2012 à 90,5 mbj en 2013 (± 1%). Cette légère hausse de la demande anticipée pour l'année 2013 est à mettre en regard des tensions au Moyen-Orient. Dans ces conditions, le prix du baril de Brent devrait donc, en moyenne, diminuer légèrement pour s'établir dans une fourchette allant de 100 à 110\$ par baril. L'écart entre le baril de Brent et de WTI devrait diminuer cette année pour s'établir en moyenne à 15\$ (contre 20\$ actuellement). En effet, nous attendons une graduelle amélioration des capacités de transport de pétrole à Cushing, lieu de livraison du WTI. Le prix par baril de WTI devrait donc s'établir entre 85 et 95\$.

Le principal risque pesant sur le prix du pétrole est l'escalade des tensions géopolitiques. En cas de nouveaux conflits, des interruptions de production seraient à prévoir ce qui devrait tirer le prix à la hausse.

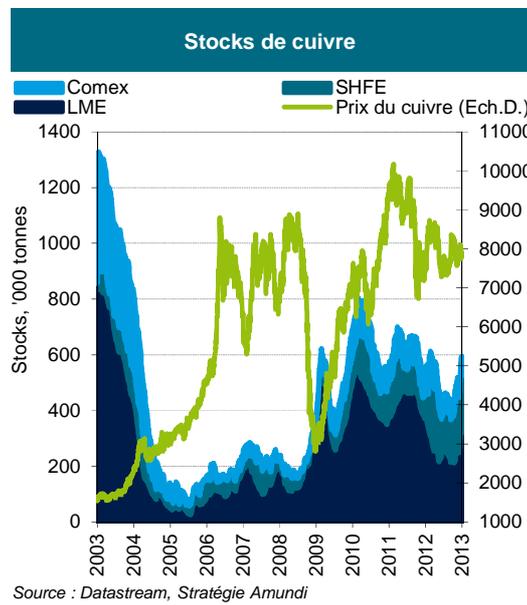
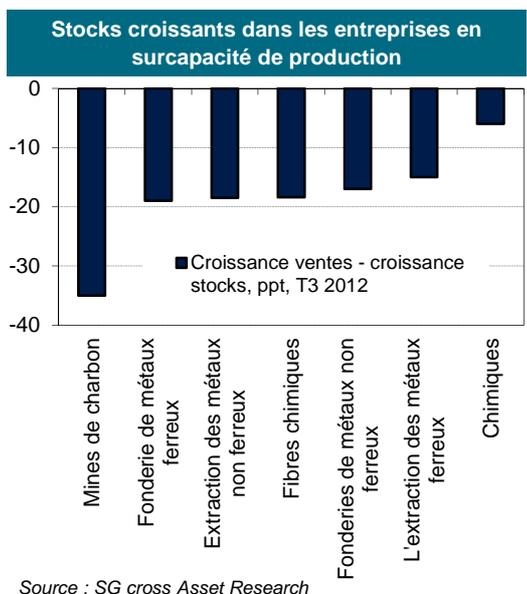
Les prix des métaux industriels sous pression. La croissance mondiale attendue cette année devrait coïncider avec une reprise de la demande de métaux industriels. Toutefois, la conséquence sur les prix ne devrait pas être aussi systématique qu'attendu. Dans le cas du cuivre, le niveau des stocks est relativement élevé (environ 3 semaines de consommation) ce qui devrait permettre au prix du cuivre d'amortir une accélération de la demande.

La principale inquiétude qui pèse sur les métaux industriels vient de la situation en Chine. D'après les calculs du FMI, le taux d'utilisation des capacités dans le secteur manufacturier chinois est passé de 90% en 2000 à 60% en 2010. De plus, les dépenses d'investissement ne peuvent perdurer au rythme actuel. Dans le même temps, les industries avec des capacités excédentaires voient leurs stocks augmenter. On peut par exemple citer les compagnies minières (cf. graphique 2). Cet état des lieux concernant le secteur des métaux industriels nous paraît suffisamment préoccupant, pour ne pas connaître une hausse des prix tirée par la demande.

Nous anticipons donc des prix de métaux industriels stables pour l'année 2013 avec un risque baissier dû à la situation de surcapacité en Chine.

Le prix de l'or devrait rester relativement stable. Ci-dessous, nous listons les différents facteurs qui peuvent affecter l'évolution du prix de l'or cette année.

1. Les taux d'intérêt réels. De façon traditionnelle, la relation entre taux d'intérêt réels et prix de l'or est assez forte. Plus ces taux baissent, plus le prix de l'or augmente. On explique ce phénomène par une baisse du coût d'opportunité à détenir de l'or plutôt que des obligations et donc une incitation à stocker de l'or. Or ces taux sont à des niveaux déjà très faibles. Par exemple, le taux d'intérêt réel 10 ans aux Etats-Unis (obligations ILB) est égal à -0,7%. Les politiques monétaires des principales banques centrales maintiendront des taux bas pendant cette année 2013 (cf. article 4). Cela devrait limiter tout mouvement important de baisse du prix de l'or.



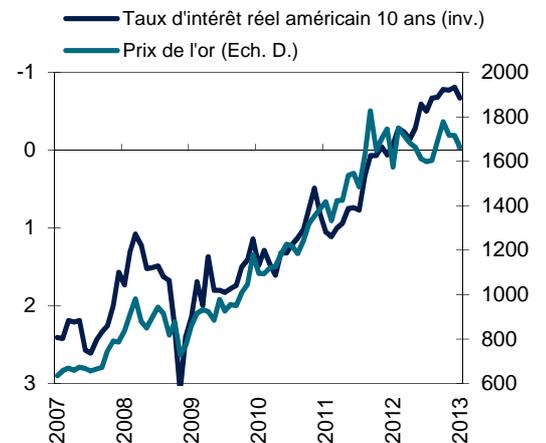
2. **Le stress financier.** En dépit de la forte baisse du stress financier au cours de l'année 2012, le prix de l'or n'a pas diminué. En 2013, les potentiels pics de stress financier liés au *fiscal cliff* ou à la crise financière européenne devraient se résorber (cf. encadré 1). Nous ne pensons donc pas que surmonter ces difficultés entraînera une baisse du prix de l'or.
3. **Les politiques monétaires non-conventionnelles.** Si de nouvelles mesures doivent voir le jour, une défiance des investisseurs sur les devises pourrait affaiblir fortement le dollar et donc être un facteur positif pour l'or via le facteur suivant.
4. **L'achat d'or par les banques centrales des pays émergents.** Dans leur objectif de diversifier leurs réserves principalement libellées en dollar, les banques centrales des pays émergents ne cessent d'accroître la part d'or dans leur bilan. Ce processus de long terme ne devrait pas s'arrêter en 2013. Il représente même un frein important à toute violente baisse du prix de l'once d'or. En effet, les banques centrales profiteraient de la baisse des cours de l'or pour augmenter leurs réserves à un moindre coût.

Ces quatre facteurs nous orientent donc, pour l'année 2013, vers un prix de l'or relativement stable voire en léger repli. En moyenne sur l'année, nous ciblons un prix de l'or dans une fourchette de 1600 - 1700\$ l'once. Le principal risque dans notre scénario réside dans une aggravation de la crise en zone euro ou un blocage politique aux Etats-Unis (cf. encadré 1) entraînant une dépréciation rapide du dollar. Dans un tel scénario, le prix pourrait s'établir au dessus de 1700 - 1800\$ l'once suite à un rallye.

L'excès de liquidité, accompagné d'une amélioration macroéconomique pour l'année 2013, devrait amener les investisseurs à prendre davantage de positions sur les actifs risqués dont les matières premières. Ainsi les flux sur les ETF (ou ETP au sens large) de matières premières devraient croître cette année. Rappelons que l'impact de ces flux sur le prix des matières premières n'est pas direct et qu'ils ne préjugent en rien de l'évolution du prix des matières premières. De nombreuses études académiques décrivent la relation entre flux et prix (ou la volatilité et la corrélation) ; la plus part d'entre eux conclut à l'absence d'impact des flux sur la détermination des prix.

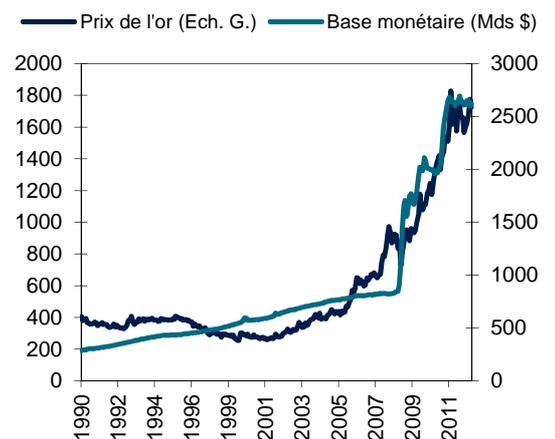
En conclusion, l'année 2013 devrait marquer pour les matières premières une année de pause. Nous anticipons, une stagnation (voire une légère baisse) des prix des principales matières premières. Toutefois, nous ne pensons pas qu'il s'agisse de la fin du « super-cycle » de hausse entamé depuis une dizaine d'années mais simplement d'une pause car les changements structurels de demande ne sont pas achevés. En particulier, les dépenses d'infrastructure et le développement de la demande dans les pays émergents constituent un segment qui a modifié et modifiera encore le prix d'équilibre des matières premières.

Taux d'intérêt réel et prix de l'or



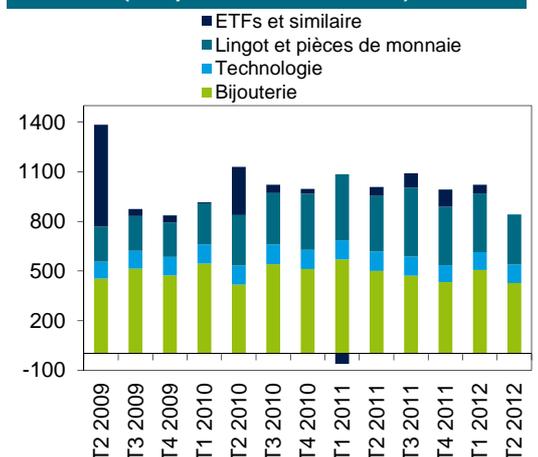
Source : Datastream, Stratégie Amundi

La politique monétaire américaine comme moteur du prix de l'or



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Demande d'or (banques centrales exclues)



Source : World Gold Council, Stratégie Amundi

Cross asset investment strategy

Stratégie et recherche économique



Correspondants

Rédacteur en chef

Philippe Ithurbide – Directeur Recherche, Stratégie et Analyse – Paris

Rédacteurs en chef adjoints

Didier Borowski – Responsable Stratégie & Recherche Economique – Paris

Richard Butler – Responsable Analyse Crédit – Paris

Stéphane Taillepié – Responsable Analyse Actions – Paris

Contributeurs

Valentine Ainouz – Stratégie & Recherche Economique – Paris

Sergio Bertoncini – Stratégie & Recherche Economique – Milan

Didier Borowski – Responsable Stratégie & Recherche Economique – Paris

Bastien Drut – Stratégie & Recherche Economique – Paris

Philippe Ithurbide – Directeur Recherche, Stratégie et Analyse – Paris

Rémy Lambinet – Stratégie & Recherche Economique – Paris

Thomas Lapeyre – Analyse Actions – Paris

Eric Mijot – Responsable-adjoint Stratégie & Recherche Economique – Paris

Tristan Perrier – Stratégie & Recherche Economique – Paris

Florian Roger – Stratégie & Recherche Economique – Paris

Ibra Wane – Stratégie & Recherche Economique – Paris

Support

Pia Berger – Recherche, Stratégie et Analyse – Paris

Florence Dumont – Recherche, Stratégie et Analyse – Paris

AVERTISSEMENT

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

Le présent document est destiné exclusivement aux journalistes et professionnels de la presse et des médias. Les informations concernant cette publication sont fournies dans le seul but de permettre aux journalistes et professionnels de la presse et des médias d'avoir une vue d'ensemble de la stratégie d'investissement d'Amundi, et ce quel que soit l'usage qu'ils en font, qui relève exclusivement de l'indépendance éditoriale et pour lequel Amundi décline toute responsabilité.

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

Amundi n'accepte aucune responsabilité, directe ou indirecte, qui pourrait résulter de l'utilisation de toutes informations contenues dans ce document. Amundi ne peut en aucun cas être tenue responsable pour toute décision prise sur la base de ces informations.

Les informations contenues dans le présent document sont réputées exactes au 7 Janvier 2013, elles peuvent être modifiées sans préavis.

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

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