Amundi
ASSET MANAGEMENT

Cross asset investment strategy

Stratégie et recherche économique

mensuel

Mai 2012 - N°5

Analyse en bref

1 **Politique économique française : des inflexions, pas une révolution.** Les élections françaises (présidentielles et législatives) livreront à la mi-juin les résultats complets, notamment le couple Président – premier ministre. La probabilité d'une cohabitation entre un président d'un parti et un premier ministre d'un autre parti est faible, et il convient de regarder de près les deux programmes en concurrence. Compte tenu des contraintes et de la situation actuelles, il n' y aura pas de révolution, comme cela fut le cas en 1981, lors de l'accession de F. Mitterrand à la présidence, seulement des inflexions qui ne devraient pas trop inquiéter les marchés financiers.

2 **Marchés d'actions et alternances politiques : le cas français**. La possible victoire de F. Hollande signifierait une alternance à la tête de l'Etat. Le précédent de 1981 s'était traduit par une chute de 30% un mois après l'élection de F. Mitterrand. Une analyse comparative depuis 1974 montre cependant que la Bourse a plutôt bien réussi aux dirigeants de gauche et que, en dehors de 1981, les autres alternances ont été plus paisibles. Par ailleurs, les sociétés françaises sont bien plus internationales qu'autrefois et donc moins dépendantes des élections.

3 **France : croissance vs. austérité, quelle politique économique pour les mois à venir ?** Le débat sur la croissance refait surface en Europe, et notamment en France. Les politiques d'austérité pèsent à court terme sur la croissance, et les réformes structurelles n'ont des effets favorables qu'à long terme. Sans croissance, la zone euro perd une partie de sa crédibilité. FMI, Président de la BCE, président français et Commission européenne ont remis le thème au centre des débats. Reste à savoir dans quelles conditions une telle politique pourra être mise en place.

4 **« Deleveraging » vs. croissance … impact sur l'activité, l'emploi, l'inflation et les taux d'intérêt**. Le débat sur la croissance en Europe intervient au moment où débute un important cycle de deleveraging qui pèsera inévitablement sur l'activité économique. L'ampleur et la durée du désendettement en cours devraient assurer des niveaux de taux d'intérêt bas pendant encore quelques années, mais aussi un potentiel de croissance et une croissance faibles.

5 **France : et si on replaçait l'entreprise au cœur des débats… ?** A l'occasion de l'élection présidentielle, la consolidation des finances publiques a été au cœur des débats en France. Si la maîtrise des dépenses de l'Etat est fondamentale pour parvenir à cet objectif, il ne faut pas occulter le volet croissance. La France souffre d'un manque de dynamisme de son tissu productif. Favoriser le développement des entreprises apparaît alors clé, non seulement pour amplifier la croissance potentielle, mais aussi pour retrouver des marges de manœuvre budgétaires.

6 **Fin de la « grande modération » : quelles implications pour les marchés d'actions ?** La grande récession de 2008-09 a été la plus longue et la plus sévère depuis les années 1930. Depuis lors on observe une remontée de la volatilité macroéconomique, sans doute durable. Celle des profits est encore plus spectaculaire, ce qui augure de marchés d'actions structurellement plus volatils à l'avenir.

7 **LTRO : des effets très contrastés selon les pays sur le crédit bancaire.** Les injections de liquidités par la BCE ont permis une nette détente du stress financier en zone euro. Mais le bilan est mitigé. D'une part parce que les opérations de portage réalisées par les banques espagnoles et italiennes touchent probablement à leur fin. Et d'autre part parce qu'elles n'ont pas (encore) permis d'endiguer le *credit crunch* qui est à l'œuvre en Espagne et au Portugal.

8 **Problème autour du financement de la restructuration du système bancaire espagnol.** Après les effets positifs du LTRO, les inquiétudes entourant la dette souveraine réapparaissent malgré les efforts des autorités espagnoles pour réformer l'économie. La réforme financière porte sur le secteur immobilier (requérant 54mds€ de provisions supplémentaires) et favorise une consolidation accrue du système. L'État espagnol trouvera-t-il une solution pour financer la restructuration de son système bancaire ? Ceci sera déterminant dans le processus de « deleveraging » que vont devoir endurer les banques espagnoles dans les prochaines années.

9 **Investissements importants dans les produits de spread américains, alors que le crédit européen est de nouveau mis en difficulté par l'élargissement des spreads souverains.** Les facteurs techniques sont toujours favorables des deux côtés de l'Atlantique, plus particulièrement sur le front de la demande aux Etats-Unis et sur celui de l'offre en Europe, mais l'écart entre les souscriptions s'accroît.

10 **Pharmacie : un secteur en meilleure forme qu'il n'y paraît, doté de perspectives en amélioration.** Avec des pressions qui s'atténuent, le formidable relais de croissance des marchés émergents et la mise en œuvre d'un nouveau *business model* sous l'impulsion d'équipes dirigeantes renouvelées, l'industrie doit pouvoir renouer avec une croissance bénéficiaire plus visible et pérenne, se traduisant par un redressement de sa valorisation.

Achevé de rédiger le vendredi 4 mai 2012

En savoir +

DOSSIER SUR LA FRANCE

1 **Politique économique française : des inflexions, pas une révolution** — page 4

2 **Alternances politiques et marchés d'actions** — page 7

3 **France : croissance vs. austérité, quelle politique économique pour les mois à venir ?** — page 9
Encadré 1 : déficits publics, résultat d'un laxisme budgétaire ou d'un fléchissement d'activité économique

4 **« Deleveraging » vs. croissance … impact sur l'activité, l'emploi, l'inflation et les taux d'intérêt** — page 12

5 **France : et si on replaçait l'entreprise au cœur des débats… ?** — page 15

6 **Fin de la « grande modération » : quelles implications pour les marchés d'actions ?** — page 16

7 **LTRO : des effets très contrastés selon les pays sur le crédit bancaire** — page 17

8 **Problème autour du financement de la restructuration du système bancaire espagnol** — page 19

9 **Le haut rendement américain plus attractif que le haut rendement européen** — page 21

10 **Pharmacie : un secteur en meilleure forme qu'il n'y paraît, doté de perspectives en amélioration** — page 23

Document à l'usage exclusif des clients professionnels, prestataires de services d'investissement et autres professionnels du secteur financier

Perspectives macroéconomiques

	MOIS PRÉCÉDENT		MAI – JUIN	
Amérique	**Etats-Unis** : croissance solide fin 2011 (créations d'emplois meilleures que prévu). La Fed a annoncé qu'elle maintiendrait ses taux à un niveau exceptionnellement bas jusqu'en 2014. L'inflation a reculé de 3,9 % en septembre à 3 % en décembre … Diminution progressive anticipée jusqu'à 2 %. => Nous devrions réviser à la hausse nos prévisions de croissance. **Amérique Latine** : ralentissement de la croissance et de l'inflation. Plus grande stabilisation de l'activité au Brésil, grâce à l'amélioration de l'environnement international et à une politique monétaire plus accommodante (les baisses des taux directeurs permettent de contrôler l'appréciation du real). => Nous continuons à surpondérer les pays ayant une croissance autonome et une marge de manœuvre pour mettre en place des mesures de relance…	**Facteurs de risque** **Etats-Unis :** la récente tentative de reprise sur le marché immobilier et l'embellie plus prononcée sur le marché du travail n'ont pas duré ; prix du pétrole.	**Etats-Unis** : Ben Bernanke se montre sceptique quant à la soutenabilité de l'amélioration sur le marché du travail… Le rapport le plus récent en matière d'emploi s'est avéré décevant. Le débat autour d'une troisième vague d'assouplissement quantitatif (QE3) gagne du terrain. Parallèlement, un important responsable de la Réserve fédérale américaine a récemment indiqué que la politique de taux zéro pourrait durer jusqu'en 2015. Les indicateurs de croissance sont, toutefois, globalement meilleurs. Le renchérissement du pétrole demeure un facteur qui pourrait « entamer » la consommation… A surveiller. => Nous pourrions réviser à la hausse nos prévisions du PIB **Latam :** ralentissement de la croissance et de l'inflation. => Garder confiance à l'égard des pays ayant une croissance autonome et une marge de manœuvre pour mettre en place des mesures de relance… **Brésil** : la consommation bénéficie d'un contexte très favorable. L'inflation continue à ralentir (taux d'inflation de 5,6 %), tandis que le taux de chômage de 5,2 % est proche de son plancher historique (atteint au début des années 1990). Au total, le revenu disponible réel des ménages est en augmentation, contrebalançant l'impact du resserrement des conditions de crédit.	**Facteurs de risque** **Etats-Unis :** la récente tentative de reprise sur le marché immobilier et l'embellie plus prononcée sur le marché du travail pourraient ne pas durer ; les prix du pétrole sont une source d'inquiétude **Brésil** : inflation, (impact des baisses de taux et des augmentations de salaires)
Europe	**Zone euro** : les prévisions de croissance concernant 2012 ont été abaissées à -0,2 % (en raison d'un fléchissement plus marqué en Italie). Les indicateurs avancés de l'Allemagne se sont stabilisés. Croissance négative en Allemagne et dans la zone euro au quatrième trimestre, mais positive en France (consommation et investissements). L'atténuation des tensions financières est un facteur favorable pour la croissance… mais les restrictions en matière de crédit bancaire restent de mise. => L'Espagne et l'Italie vont être confrontées à une récession plus profonde qu'initialement prévue. **Royaume-Uni** : fléchissement brutal des prévisions de croissance (Amundi, FMI, banques, etc.). **Russie** : l'inflation demeure peu élevée et la demande domestique relativement solide… mais la croissance devrait certainement s'affaiblir cette année. Le PIB renoue avec ses niveaux de 2008.	**Facteurs de risque** Désendette-ment des banques et crédit bancaire, crise de la dette (Grèce, Portugal et Espagne, retour possible de la contagion), banques, fléchissement plus prononcé de la croissance britannique.	**Zone euro** : les indicateurs avancés de l'Allemagne (ZEW, IFO, etc.) sont en hausse. Le plancher de l'activité économique a probablement été atteint au premier trimestre… Certaines banques ont même commencé à relever leurs prévisions de croissance... Cependant, le crédit bancaire n'affiche pas de réel redémarrage. Cycle de désendettement global en cour. Le cycle de désendettement des banques européennes a été amorcé en 2011 (ratio prêts/dépôts d'environ 115 % (déficit de financement d'environ 1 700 milliards d'euros), BCE et Commission européenne insistent sur la nécessité de la croissance … une inflexion majeure au regard des politiques d'austérité menées … et qui conduisent à une récession plus sévère, et à un nombre plus important de pays en récession … débat et modalités à suivre de près **France** : fin des incertitudes mi-juin, après les élections législatives => Le désendettement est conforme à une croissance faible, à un potentiel de croissance faible, à des taux bas, à des rendements faibles et à une inflation peu élevée. **Royaume-Uni** : ré-entrée en récession **Russie** : à moyen terme, le risque réside dans une inflation gagnant en dynamique, celle-ci ayant sans doute atteint un point bas à environ 4 %. La banque centrale a récemment formulé certaines inquiétudes concernant l'inflation à l'avenir	**Facteurs de risque** Crédit bancaire, désendettement des banques, ampleur de la récession, crise de la dette (situation actuelle de la Grèce, élections législatives en Grèce, élections présidentielles et législatives en France, retour possible de la contagion, Portugal et Espagne), ampleur de la récession au Royaume Uni
Asie	**Japon** : la dégradation de la balance commerciale ne présente aucun danger pour le yen ou les emprunts d'État japonais (JGB). Croissance du PIB d'environ 1,7 % en 2012. **Chine** : les prévisions de croissance officielles ont été révisées à la baisse (à 7,5 % en 2012)… Le ralentissement de l'activité économique en Chine demeure modéré… et la tendance actuelle demeure supérieure à nos prévisions (c'est-à-dire 8,4 % en 2012 et 8 % en 2013). L'inflation chinoise s'établit à un point bas sur 20 mois (3,2 % en glissement annuel) mais les prix du pétrole et des produits alimentaires doivent être surveillés, ceux-ci ayant augmenté au cours des derniers mois. Les réserves obligatoires des banques continuent à diminuer (-100 points de base au cours des trois à quatre prochains mois). => Surpondérer les pays ayant une croissance autonome et une marge de manœuvre pour mettre en place des mesures de relance…	**Facteurs de risque** Secteur immobilier en Chine, contagion généralisée dans les pays émergents en cas d'extension de la crise de la dette de la zone euro.	**Japon** : la dégradation de la balance commerciale ne présente aucun danger pour le yen ou les emprunts d'État japonais (JGB). Croissance du PIB d'environ 1,7 % en 2012. **Chine** : les chiffres récents du PIB confirment le ralentissement (contraction des exportations et mesures visant à calmer le marché immobilier) : 8,1 % au premier trimestre (en glissement annuel), contre 9,5 % en 2011 et prés de 12 % en 2010. Le dernier chiffre de l'inflation était décevant (3,6 %, contre 3,3 %). Les responsables du gouvernement cherchent à mettre en œuvre une croissance plus équilibrée et plus constante. L'inflation n'empêchera pas les mesures destinées à soutenir la croissance. Les réserves obligatoires des banques vont diminuer (-100 points de base au cours des trois à quatre prochains mois), même si les intervenants de marché ont retardé les mesures de soutien. => Garder confiance à l'égard des pays ayant une croissance autonome et une marge de manœuvre pour mettre en place des mesures de relance	**Facteurs de risque** Secteur immobilier en Chine, contagion généralisée dans les pays émergents en cas d'extension de la crise de la dette de la zone euro, inflation dans certains pays.

Document à l'usage exclusif des clients professionnels, prestataires de services d'investissement et autres professionnels du secteur financier

Facteurs de risque et stratégies d'investissement Amundi

MOIS PRÉCÉDENT		MAI – JUIN		
Risque nº1 : Liquidité et santé des banques	Le LTRO a clarifié la situation en matière de liquidité, mais décision de Moody's vis-à-vis des banques : tensions à venir, avec des dégradations de la dette à long terme pouvant aller jusqu'à cinq crans, et certaines banques pouvant atteindre le niveau P3. La situation des banques françaises est relativement correcte : 2 crans à long terme au maximum, et maintien du niveau P1. => Continuer à surpondérer la dette senior des banques européennes… Approche sélective requise	**Risque croissant et faible**	LTRO nécessaires pour pallier les dysfonctionnements du marché interbancaire, notamment en ce qui concerne certaines banques des pays périphériques. Certaines banques (noyau dur) ont annoncé qu'elles pourraient rembourser de manière anticipée une partie des liquidités reçues dans le cadre des deux LTRO précédents. Les dégradations de notes (Europe mais également États-Unis, Australie et Royaume-Uni) et de nouvelles procédures de désendettement (principalement en Europe) sont les deux principaux événements à surveiller concernant les banques. => Approche sélective requise, et ce plus que jamais	**Risque stable et faible**
Risque nº2 : Dettes souveraines européennes	Les émissions se sont bien déroulées dans les économies du noyau dur… La situation demeure toutefois plus risquée pour des pays comme l'Espagne. Les banques italiennes et espagnoles rachètent leur dette souveraine, qui ressentent la détérioration des conditions domestiques. La situation de l'Espagne et du Portugal est difficile. => Ce risque s'est atténué uniquement pour les pays du noyau dur.	**Risque croissant et modéré**	Le risque croissant a eu un impact sur les émissions, notamment espagnoles et italiennes … mais la contagion est jusqu'ici limitée… L'aversion au risque a provoqué une nouvelle baisse des taux allemands et de nouveaux planchers : en deçà de 0,10 % pour les rendements à 2 ans et en dessous de 1,65 % pour les rendements à 10 ans => Ce risque vient de réapparaître… même s'il n'est pas aussi prononcé que l'an dernier	**Risque stable et modéré**
Risque nº3 : Mesures pour aborder la crise et la contagion de façon plus large	Quatre réalisations : traitement de la Grèce comme un cas spécifique, sans contagion, découplages dette souveraine et Grèce, dette souveraine en difficulté et banques, actifs risqués et dette souveraine en difficulté. FESF et MES : expansion de leur force de frappe => La reprise actuelle devrait être interrompue du fait de la survenance de risques : élections en Grèce et en France, Portugal et Espagne (les maillons faibles) et notations des banques. => Éviter le Portugal (maillon faible) et la Grèce (ratio risque-rendement peu attrayant, élections législatives), risque croissant concernant l'Espagne, préférer l'Italie à la France.	**Risque croissant et modéré**	Le FMI a accru sa force de frappe les 20 et 22 avril (réunion du FMI). => La remontée enregistrée au premier trimestre a été interrompue en raison de la matérialisation de risques majeurs, notamment les élections en France, la situation en Espagne (le maillon faible) et des tensions concernant les banques. Les actions ont souffert en baisse, l'Europe signant une sous-performance (tandis que l'Allemagne surperforme les autres pays de l'UEM). Hausse des spreads de crédit... => Éviter le Portugal (maillon faible) et la Grèce (ratio risque-rendement peu attrayant, élections législatives), risque croissant concernant l'Espagne, préférer l'Italie à la France.	**Risque stable et modéré**
Risque nº4 : Risques politiques	Élections législatives en Grèce Élections en France : une élection à quatre tours - Élections présidentielles les 22 avril et 6 mai - Élections législatives les 10 et 17 juin	**Risque croissant et modéré**	La France représente actuellement le principal facteur de risque politique : marge de manœuvre du prochain président, réformes structurelles, axe franco-allemand ? - Quels sont les gagnants et les perdants potentiels (consommateurs vs. entreprises, secteurs, etc.) ?	**Risque stable et modéré**
Risque nº5 : Espagne	Le risque concernant l'Espagne est un risque spécifique : dette, déficits, banques … sont les sujets de tension et de stress sur l'Espagne.	**Risque croissant et modéré**	L'exposition des banques au secteur immobilier est une préoccupation : 350 milliards d'euros, 25 % des prêts et 35 % du PIB, dont 50 % à risque, et 50 milliards d'euros de nouvelles provisions à venir. La récession accroît par ailleurs les « non performing loans ».	**Risque croissant, modéré à élevé**

TYPE DE PORTEFEUILLE	STRATEGIES d'INVESTISSEMENT d'Amundi
PORTEFEUILLES D'ACTIONS	• Rester en mode « vigilance » • Rester sur les valeurs financières de qualité (réduction du risque de faillite) • Augmentation récente du risque concentré notamment dans les actions européennes et émergentes • Conserver la surpondération Etats-Unis
PORTEFEUILLES OBLIGATAIRES	• Rester en mode « vigilance » • Conserver l'exposition aux dettes seniors des banques européennes (rester très sélectif), et plutôt sur les parties court terme • Préférer l'Italie à l'Espagne … et à la France • Conserver le risque sur les obligations corporates. Il y a sans aucun doute de la valeur à extraire, mais forte sélectivité hautement recommandée
PORTEFEUILLES DIVERSIFIES	• Maintien des surpondérations sur Actions Emergentes et US • Maintien des surpondérations sur Crédit Européen, High Yield Européen et US • Maintien des investissements « diversifiants » : Volatilité, convertibles... • Conserver l'exposition aux dettes seniors des banques européennes (rester très sélectif) • Conserver la faible exposition sur les monétaires

Document à l'usage exclusif des clients professionnels, prestataires de services d'investissement et autres professionnels du secteur financier

1 Politique économique française : des inflexions, pas une révolution

Au moment de la publication de ce numéro, les élections françaises n'ont pas encore livré le nom du Président. Les derniers sondages indiquaient un avantage conséquent pour le candidat socialiste François Hollande, mais l'écart s'est progressivement resserré depuis quelques mois et ces toutes dernières semaines. La prochaine étape concerne les élections législatives qui mettront fin, à la mi-juin, aux derniers points d'incertitude, à savoir l'identité du couple Président – premier ministre (gouvernement). La probabilité d'une cohabitation entre un président d'un parti (droite ou gauche) et un premier ministre d'un autre parti (gauche ou droite) est faible, mais pas impossible, et il convient de regarder de près les deux programmes en concurrence. Certes, une fois en poste, certaines propositions seront développées, modifiées, amendées, d'autres mesures apparaîtront (notamment des mesures inévitables au regard de la situation actuelle, mais non présentées lors de la campagne électorale car peu populaires), d'autres enfin ne seront jamais mises en application et abandonnées graduellement … rien d'étonnant à tout cela.

Compte tenu des contraintes (crise de la dette, collégialité de certaines décisions …) et de la situation actuelle (nécessité de mieux maîtriser déficits et dette, de relancer emploi, compétitivité et croissance notamment), il n'y aura pas de véritable révolution, et cela quel que soit le président. La France ne se retrouvera pas dans la situation de 1981, lorsque l'élection de F. Mitterrand avait été marquée par un revirement total de la politique économique. La politique de relance isolée avait conduit à trois dévaluations du franc, au creusement des déficits commerciaux …. et à un nouveau revirement deux ans plus tard.

Cette fois-ci, quel que soit le candidat élu et le premier ministre choisi, il y aura seulement des inflexions, parfois importantes sur certains aspects, mais pas une véritable révolution qui pourrait mener à un creusement volontaire et isolé des déficits, à une pression pour un abandon de la zone euro … Ces inflexions ne devraient pas trop inquiéter les marchés financiers. Le seul grand changement devrait néanmoins être la recherche d'une plus forte croissance, mais cela se fera dans le cadre de la zone euro et non de façon isolée. Cela devrait d'ailleurs satisfaire agences de notation, FMI, population européenne, Commission Européenne, BCE et marchés financiers qui appellent cela de leurs vœux, pour certains d'entre eux depuis quelques temps déjà.

> *Le seul grand changement devrait être la recherche d'une plus forte croissance mais cela se fera dans le cadre de la zone euro et non de façon isolée, comme cela fut le cas en 1981 … avec les résultats que l'on sait*

L'élection française n'est pas un non événement pour autant, et il convient de s'attarder sur les conséquences en matière de politique économique pour en évaluer l'impact, sur la situation de la France d'une part, mais aussi sur les marchés financiers (voir section 2) . Rappelons que les thèmes prioritaires des français sont le pouvoir d'achat, la crise économique et financière, le chômage, les inégalités sociales, l'immigration, les déficits publics, l'insécurité et les retraites (enquête Ipsos/Logica Business Consulting – 19-21 avril 2012). La perte de « popularité » des politiques d'austérité (section 3) vient du fait que les seuls effets visibles sont pour l'instant l'apparition de récession dans un nombre de plus en plus grand de pays, mais aussi de la difficulté grandissante à adopter des mesures de rigueur, ainsi qu'en témoigne la démission du gouvernement hollandais, pourtant champion de la rigueur. A cela s'ajoute le cycle inévitable de « deleveraging » (section 4) qui ne manquera pas d'affecter également la croissance et les taux d'intérêt. C'est dans ce contexte difficile de déficit de gouvernance de la zone euro, de récession et de « deleveraging » global que le prochain président français prendra ses fonctions. Le tableau des pages suivantes fournit un résumé de ce qui se trouve dans les propositions des candidats, leur site internet … Il s'inspire largement, du moins pour ce qui concerne les mesures, d'un excellent supplément du journal « Le Monde » (« le guide des programmes »), publié le 19 avril. Il établit une comparaison entre les options des deux candidats, N. Sarkozy et F. Hollande. On y voit notamment de façon claire la volonté commune de réduire les déficits, de mieux maîtriser la dette, d'améliorer la compétitivité … et de sauvegarder la zone euro. On y voit également les divergences en matière de fiscalité et de mesures en faveur de l'emploi. Quelle sera la place de l'entreprise dans la prochaine politique économique, sans aucun doute une question centrale (section 5)

Variation Dette publique/PIB

	2000-2008	2008-2011
Autriche	-3.6%	13.2%
Belgique	-17.2%	8.8%
Finlande	-22.6%	44.8%
France	18.8%	25.2%
Allemagne	10.8%	22.5%
Grèce	8.2%	44.1%
Irlande	18.1%	144.0%
Italie	-2.5%	13.9%
Pays-Bas	8.7%	9.7%
Portugal	47.6%	41.9%
Espagne	-32.4%	73.6%
Japon	36.9%	19.8%
Etats-Unis	38.8%	35.2%
Royaume-Uni	28.4%	57.2%

Dette publique (% PIB)

	2000	2008	2011
Autriche	66.2	63.8	72.2
Belgique	107.8	89.3	97.2
Finlande	43.8	33.9	49.1
France	57.4	68.2	85.4
Allemagne	60.2	66.7	81.7
Grèce	104.4	113.0	162.8
Irlande	37.5	44.3	108.1
Italie	108.5	105.8	120.5
Pays-Bas	53.8	58.5	64.2
Portugal	48.5	71.6	101.6
Espagne	59.3	40.1	69.6
Japon	140.1	191.8	229.8
Etats-Unis	54.8	76.1	102.9
RU	40.9	52.5	82.5

Variation de la dette publique

	2000-2008	2008-2011
Autriche	30.8%	20.5%
Belgique	13.6%	17.0%
Finlande	8.8%	47.6%
France	59.6%	30.2%
Allemagne	33.8%	26.6%
Grèce	86.8%	35.1%
Irlande	100.7%	112.7%
Italie	28.1%	13.9%
Pays-Bas	54.6%	12.9%
Portugal	100.0%	49.7%
Espagne	16.8%	68.2%
Japon	34.5%	12.0%
Etats-Unis	99.4%	42.8%
Royaume-Uni	88.5%	65.3%

Document à l'usage exclusif des clients professionnels, prestataires de services d'investissement et autres professionnels du secteur financier

	Situation actuelle	François HOLLANDE	Nicolas SARKOZY
Déficits publics et dette publique	•Dérapage de la dette en euros : +110% depuis 2000, +30% depuis 2008 •Le ratio dette/PIB a doublé au cours des 20 dernières années) •Déficits publics récurrents depuis 35 ans (5.4% en 2011)	•Objectif : un équilibre budgétaire en fin de mandat, en 2017, et un respect du critère de 3% pour le déficit / PIB dès 2013 •Annulation de certaines mesures fiscales octroyées ces dernières années afin de récupérer 30 mds de recettes	•Objectif : un équilibre budgétaire en 2016, et un respect du critère de 3% pour le déficit / PIB dès 2013 •Lutte accrue contre la fraude fiscale
Fiscalité	•Une des pressions fiscales les plus élevées en Europe •Le taux des prélèvements obligatoires français est l'un des plus élevés : 44.5% en 2012 selon la loi de finances vs. moins de 40% en Allemagne •Le taux nominal de l'impôt sur les sociétés en France est l'un des plus élevés, y compris au sein de l'Union Européenne 34.5% vs 30% en Allemagne ou encore en Espagne, 25% au Danemark, en Autriche et au Portugal …	•Fusion de la CSG et de l'impôt sur le revenu •Imposition des exilés fiscaux •Baisse des avantages sociaux pour les familles aisées •Hausse de 0.3% des cotisations pour financer les retraites •Hausse des tranches d'impôts supérieures : 45% pour les revenus au-delà de 150k euros par an, et 75% pour les revenus au-delà de 1 million d'euros •Retour à l'ancien barème de l'impôt sur la fortune •Révision et plafonnement des niches fiscales •Suppression de l'exonération des heures supplémentaires (excepté pour les très petites entreprises •Modulation de l'impôt sur les sociétés	•Hausse de 2 points de la CSG pour les revenus financiers uniquement •Imposition des exilés fiscaux •Hausse de la TVA de 1.6 point à 21.2% (TVA sociale - voir rubrique compétitivité) •Suppression des niches fiscales •Modulation de l'impôt sur les sociétés •Mise en place d'un impôt minimum sur les bénéfices sur les entreprises du CAC 40
Emploi	•Taux de chômage au plus haut (10%), dans la moyenne de l'Union Européenne, mais un contraste énorme avec l'Allemagne (5.6%), l'Autriche (4%) ou les Pays-Bas (5%) •Le taux de chômage des jeunes est proche de 22%, dans la moyenne de l'Union (7.9% en Allemagne, 8.6% en Autriche, 9.3 % aux Pays-Bas … plus de 50% en Espagne et en Grèce) •La durée effective moyenne du travail est l'une des plus fortes d'Europe pour les travailleurs non salariés (derrière l'Autriche et comme l'Allemagne), mais l'une des plus faibles pour les salariés à temps plein (loin derrière l'Allemagne qui est un peu mieux que la moyenne), et dans la moyenne pour les salariés à temps partiel (bien mieux que l'Allemagne)	•Création de 150k emplois sur les activités d'avenir •Création de 500k « emplois de génération » •Mise en place de formation obligatoire (20h par an) pour les jeunes non qualifiés •Augmentation des cotisations chômage pour les entreprises abusant des emplois précaires •Hausse des coûts de licenciements pour toute entreprise licenciant et distribuant des dividendes	•Allocation chômage dégressive dans le temps lorsque le taux de chômage sera orienté à la baisse •Exonération des charges sociales sur toute embauche d'un chômeur de plus de 55 ans •Obligation d'accepter un emploi pour tout chômeur •Accès à formation pour tout chômeur •Apprentissage rendu possible à 14 ans (au lieu de 16 ans) •Quotas d'apprentis de 5% pour toute entreprise de plus de 250 employés •Négociation sur le temps de travail par branche d'activité
Pouvoir d'achat	•Inflation maîtrisée, ainsi que les salaires. Négociations salariales au niveau national et non au niveau de chaque entreprise comme en Allemagne	•Indexation du SMIC sur la croissance et non sur l'inflation •Augmentation du SMIC dès le mois de juillet 2012 •Limitation de l'écart maximal (1 à 20) pour tous les dirigeants des entreprises publiques	•Tout salarié rémunéré entre 1000 et 1400 euros par mois verra sa rémunération augmentée de 840 euros par an •Tout bénéficiaire du RSA devra travailler au moins 7 heures par semaine (payées au SMIC)

Document à l'usage exclusif des clients professionnels, prestataires de services d'investissement et autres professionnels du secteur financier

	Situation actuelle	François HOLLANDE	Nicolas SARKOZY
Retraite	•Plusieurs réformes ont été menées depuis deux décennies, mais le problème n'est pas définitivement réglé	•Départ à 60 ans si 41.5 années de cotisation •Hausse de 0.1point des cotisations salariales et patronales	•Pas de réforme supplémentaire •Limitation du minimum vieillesse aux étrangers (ils devront avoir travaillé 5 ans et être sur le territoire français depuis 10 ans minimum)
Santé	•Système de santé efficace, mais sécurité sociale en déficit important (-24Mds en 2010, -18Mds en 2011) … 2001 est l'année du dernier excédent	•Encadrement des dépassements d'honoraires	•Développement du « juste soin », avec élimination des prescriptions et examens inutiles
Dépenses publiques	•Le poids des dépenses publiques est le plus élevé de la zone euro (plus de 57% en 2010, vs 48% en Allemagne notamment)	•Objectif : ramener le poids des dépenses publiques à 53.9% en 2017	•Objectif : ramener le poids des dépenses publiques à 52.8% en 2017
Compétitivité et protectionnisme	•Productivité élevée dans le secteur privé (une des plus fortes en zone euro), mais compétitivité insuffisante •Coûts salariaux unitaires en forte progression par rapport à l'Allemagne : +22% en 10 ans vs +1% en Allemagne	•Orienter les aides publiques et financement vers les entreprises qui produisent en France, qui investissent en France, et qui exportent	•Baisse des cotisations patronales financée par la TVA sociale •Créer un « Buy European Act » sur le modèle du « Buy American Act »
Banques et finance	•Les banques sont en difficulté, comme l'ensemble du monde bancaire •Les banques ont été « dans le viseur » des deux candidats, surtout F. Hollande •Paradis fiscaux et bonus des traders ont souvent été évoqués par N. Sarkozy durant son mandat	« *Mon véritable adversaire n'a pas de nom, pas de visage, pas de parti, il ne présentera jamais sa candidature, et pourtant il gouverne. Cet adversaire, c'est le monde de la finance* » (F. Hollande – 22 janvier 2012) •Séparation des banques de dépôts et des banques d'affaires •Interdiction aux entreprises financières d'exercer des activités dans les paradis fiscaux •Taxation des exilés fiscaux •Augmentation de 15% de l'impôt sur les bénéfices des banques •Suppression des « stock options » •Encadrement strict des bonus	•Taxation des exilés fiscaux •Contrôle des bonus des traders •Taxation de 0.1% des achats d'actions et de certains CDS
Europe	•L'Europe est en manque de gouvernance et de leadership •Saura t-elle montrer davantage l'intérêt de l'union monétaire pour les pays membres ? •Le dossier « immigration », un des sujets de préoccupation des français pousse à des mesures sur l'accord de Schengen •Le protectionnisme fait son retour •La BCE au centre des propositions … sans doute sans issue	•Renégociation de l'accord du 9 décembre 2011 •Modifier le pacte actuel en un « pacte de responsabilité, de gouvernance et de croissance » •Changer les statuts de la BCE et lui donner des objectifs de croissance et d'emploi •Mettre en place un véritable fédéralisme budgétaire •Créer les euro-obligations, permettant de mutualiser la dette des pays membres de la zone euro	•Revoir l'accord de Schengen pour sanctionner tout pays qui ne respecterait pas les règles •Mise en place d'une gouvernance politique sur l'accord de Schengen •Pouvoir sortir de cet accord si aucun progrès n'est réalisé •Instaurer la « règle d'or » dès 2012 •Modifier les statuts de la BCE et lui donner des objectifs de croissance et d'emploi •Mise en place d'un « Buy European Act » •Réserver une part des marchés publics européens à des entreprises européennes

Document à l'usage exclusif des clients professionnels, prestataires de services d'investissement et autres professionnels du secteur financier

2 France : alternances politiques et marchés d'actions

La question politique est redevenue d'actualité pour les marchés

L'élection du prochain Président de la République française se décidera le 6 mai prochain entre les deux candidats arrivés en tête le 22 avril lors du premier tour, F. Hollande du Parti Socialiste et N. Sarkozy de l'UMP. A en croire les différents sondages depuis janvier, F. Hollande semble avoir les meilleures chances de l'emporter au second tour, ce qui signifierait une alternance politique à la tête de l'Etat. Compte tenu du fameux précédent de 1981, qui s'était traduit par une chute de 30% du marché un mois après la désignation de F. Mitterrand, il est légitime de se poser la question de l'incidence de l'appartenance politique et du calendrier électoral sur les marchés d'actions. A cet effet, nous avons mesuré depuis 1974, la performance boursière sous chacun des Présidents et des Premiers ministres successifs sur l'ensemble de leur mandat ainsi qu'un et trois mois avant et après leur désignation (cf. tableau page suivante).

Le premier constat est que la Bourse a généralement plus progressé sous des présidences ou des gouvernements de gauche (y compris en période de cohabitation) que de droite (cf. premier graphique). On relève ainsi que le MSCI France a progressé en moyenne de 12% par an sous Mitterrand (81-95), contre 11% sous Chirac (95-07), 4% sous Giscard d'Estaing (74-81) et -11% sous Sarkozy (07-12). De même, les six Premiers ministres de gauche ont généralement connu des parcours boursiers plus heureux que leurs huit homologues de droite avec, en moyenne, +18% par an contre +4%.

Ce constat « naïf » ne tient cependant pas compte de l'environnement qui prévalait lors du passage au pouvoir des uns et des autres. Afin de neutraliser ce facteur, nous avons donc comparé la performance de l'indice MSCI France par rapport à celle du MSCI Europe sur la même période (cf. second graphique).

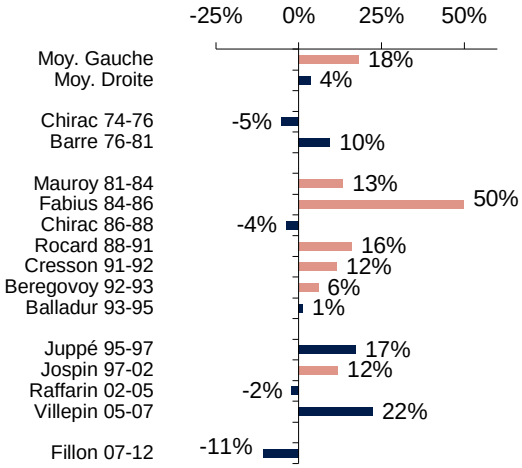
> *En France, la gauche a mieux réussi à la Bourse que la droite*

Plutôt que d'atténuer le constat précédent, la conclusion est là aussi sans équivoque avec toujours un net avantage aux gouvernements de gauche avec +4% par an en relatif au MSCI Europe contre -2% pour la droite. Par ailleurs, cette surperformance s'est répétée à de nombreuses reprises. Ainsi, à l'exception de Bérégovoy, cinq Premiers ministres de gauche sur six ont « surperformé », alors qu'à droite seulement deux sur huit, Barre et de Villepin, y sont parvenus. Sur l'ensemble de leurs mandats, la Bourse a donc finalement plutôt bien réagi aux dirigeants de gauche. Toutefois, les périodes précédant ou suivant l'élection se sont parfois avérées nerveuses. Ainsi, la victoire de Mitterrand en 1981, alors que quelques semaines auparavant la plupart des sondages donnait son adversaire vainqueur, a dérouté les marchés. Mais il est vrai que celui-ci était accompagné de ministres communistes et avait lancé un vaste programme de nationalisations.

En dehors de 1981, les autres cas d'alternance politique de la droite vers la gauche se sont révélés plus paisibles. Ainsi, en 1988, quand Rocard a été désigné Premier ministre (88-91) en prenant la suite du gouvernement Chirac de cohabitation (86-88), le marché a réagi très favorablement à cette victoire annoncée en s'adjugeant +10% sur un mois, après +10% lors du mois précédent. De même, en 1997, quand Jospin a été nommé Premier ministre de Chirac, suite à une dissolution manquée, le marché, bien que surpris, a finalement salué l'événement avec une hausse de +13% dans le mois qui a suivi cette nomination. Au final, depuis le coup de tonnerre de 1981, les réactions du marché se sont révélées plus pragmatiques que partisanes.

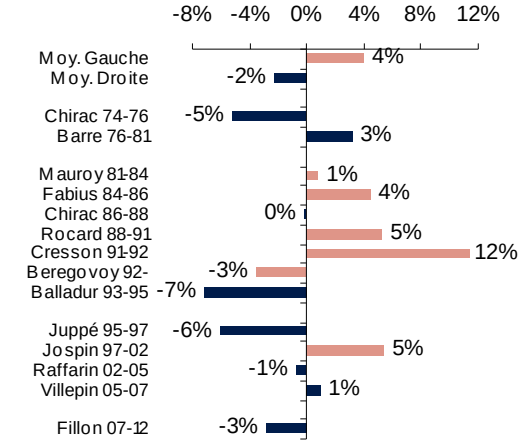
S'agissant d'aujourd'hui, quelle que soit la couleur politique de l'équipe en place après le 6 mai 2012, ses marges de manœuvre au plan budgétaire s'annoncent très limitées. Dans ce contexte, au-delà du style des uns ou des autres, le marché devrait s'attacher en premier lieu à la maîtrise du risque souverain, ensuite à la problématique de croissance, et enfin seulement, aux fondamentaux des entreprises. La crise souveraine en zone euro et la croissance en Europe, largement commentées dans cette revue depuis des mois, n'autorisent au mieux qu'à un optimisme prudent.

Performance annualisée du MSCI France selon les gouvernements



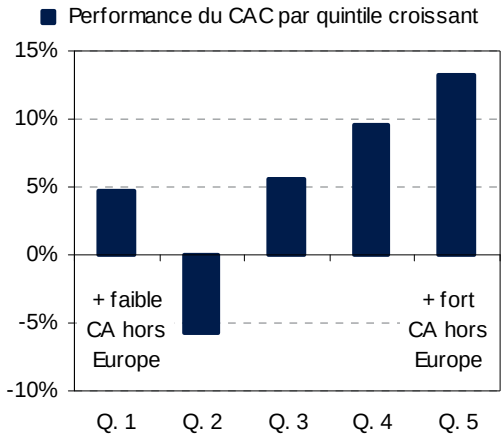
Source : Datastream, Stratégie Amundi

Performance annualisée relative au MSCI Europe du MSCI France



Source : Datastream, Stratégie Amundi

CAC 40: performance du 1/1/12 au 27/4/12 en fonction des ventes hors Europe



Source : Datastream, Stratégie Amundi

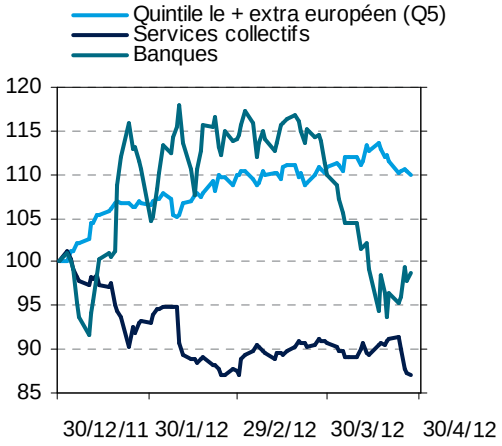
Document à l'usage exclusif des clients professionnels, prestataires de services d'investissement et autres professionnels du secteur financier

Les sociétés françaises cotées sont toutefois plus internationales qu'autrefois et donc moins dépendantes du sort de l'élection. Ainsi, les sociétés du CAC 40 réalisent désormais 44% de leur chiffre d'affaires (pondéré par le poids dans l'indice) hors d'Europe et 76% hors de France.

Mais il ne s'agit là que d'une moyenne car l'échantillon est dispersé. Dès lors, les sociétés qui devraient le mieux tirer leur épingle du jeu seront celles que sont le moins liées au risque souverain, les plus internationales et les moins soumises à des tarifs administrés.

Cette tendance n'est pas nouvelle. Ainsi, depuis le début de l'année (cf. troisième graphique page précédente), alors que le CAC 40 est quasiment stable (+3% du 1er janvier au 27 avril), les valeurs les plus internationales (5ème quintile) ont progressé de +10% en relatif (+13% en absolu) contre +2% pour les moins internationales (+5% en absolu). De même, les banques, emblématiques du risque souverain, et les services collectifs, plus concernés par les tarifs administrés, ont sous-performé respectivement de -1% et -13% (cf. graphique ci-contre).

Performances par rapport au CAC 40 du 1/1/12 au 27/4/12



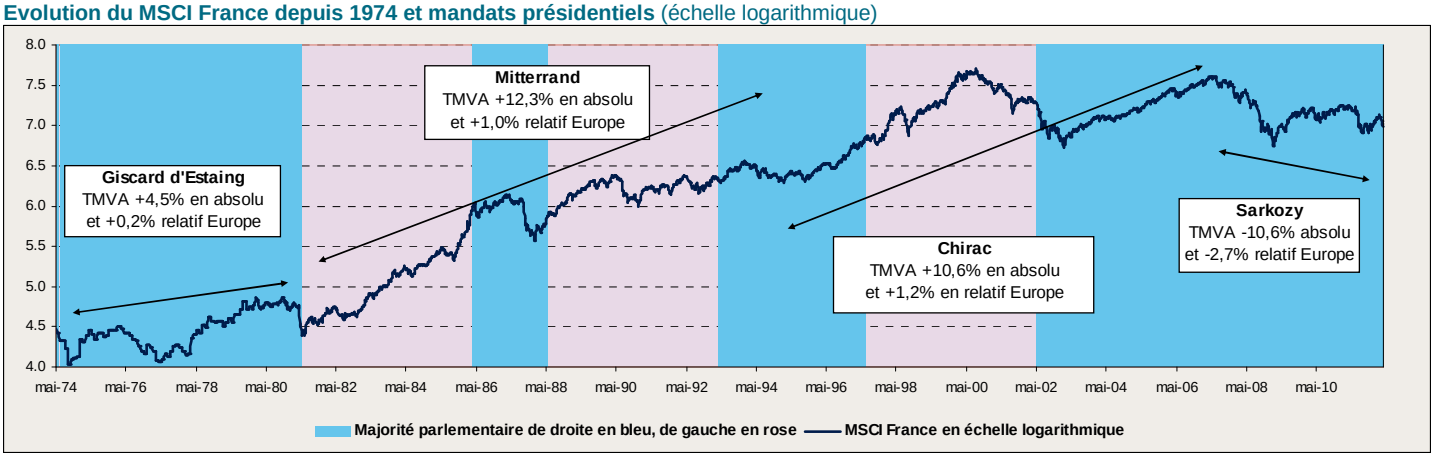
Source : Datastream, Stratégie Amundi

Gouvernements et marchés d'actions (majorité parlementaire de droite en bleu, majorité parlementaire de gauche en rose)

Fonction	Nom	Périodes		Majorité	Var. MSCI France	Var. rel MSCI Europe	3 Mois avant	1 Mois avant	1 Mois après	3 Mois après	TMVA *(1)* MSCI France	TMVA *(1)* rel. Europe
Président	**Giscard d'Estaing**	**19-mai-74**	**10-mai-81**	**Droite**	**36%**	**2%**	**-13%**	**-3%**	**-4%**	**-13%**	**4%**	**0.2%**
Premier Ministre	*Chirac*	*19-mai-74*	*25-août-76*	*Droite*	*-12%*	*-12%*	*-13%*	*-3%*	*-13%*	*-13%*	*-5%*	*-5%*
Premier Ministre	*Barre*	*25-août-76*	*10-mai-81*	*Droite*	*54%*	*20%*	*-8%*	*-5%*	*-1%*	*-13%*	*10%*	*3%*
Président	**Mitterrand**	**10-mai-81**	**7-mai-95**	**Gauche**	**409%**	**62%**	**3%**	**2%**	**-30%**	**-18%**	**12%**	**1.0%**
Premier Ministre	*Mauroy*	*10-mai-81*	*17-juil.-84*	*Gauche*	*50%*	*3%*	*3%*	*2%*	*-30%*	*-18%*	*13%*	*1%*
Premier Ministre	*Fabius*	*17-juil.-84*	*20-mars-86*	*Gauche*	*97%*	*10%*	*-2%*	*0%*	*-2%*	*9%*	*50%*	*4%*
Premier Ministre	*Chirac*	*20-mars-86*	*10-mai-88*	*Droite*	*-8%*	*0%*	*36%*	*17%*	*12%*	*-1%*	*-4%*	*0%*
Premier Ministre	*Rocard*	*10-mai-88*	*15-mai-91*	*Gauche*	*57%*	*21%*	*15%*	*10%*	*10%*	*15%*	*16%*	*5%*
Premier Ministre	*Cresson*	*15-mai-91*	*2-avr.-92*	*Gauche*	*10%*	*10%*	*12%*	*-1%*	*3%*	*1%*	*12%*	*12%*
Premier Ministre	*Beregovoy*	*2-avr.-92*	*29-mars-93*	*Gauche*	*6%*	*-3%*	*10%*	*-1%*	*6%*	*-2%*	*6%*	*-3%*
Premier Ministre	*Balladur*	*29-mars-93*	*7-mai-95*	*Droite*	*3%*	*-16%*	*9%*	*3%*	*-4%*	*-1%*	*1%*	*-7%*
Président	**Chirac**	**7-mai-95**	**6-mai-07**	**Droite**	**234%**	**40%**	**7%**	**3%**	**2%**	**2%**	**11%**	**1.2%**
Premier Ministre	*Juppé*	*6-mai-95*	*1-juin-97*	*Droite*	*39%*	*-15%*	*7%*	*3%*	*2%*	*2%*	*17%*	*-6%*
Premier Ministre	*Jospin*	*1-juin-97*	*6-mai-02*	*Gauche*	*74%*	*38%*	*-2%*	*-2%*	*13%*	*8%*	*12%*	*5%*
Premier Ministre	*Raffarin*	*6-mai-02*	*31-mai-05*	*Droite*	*-7%*	*-2%*	*-2%*	*-6%*	*-6%*	*-28%*	*-2%*	*-1%*
Premier Ministre	*Villepin*	*31-mai-05*	*6-mai-07*	*Droite*	*48%*	*2%*	*2%*	*6%*	*3%*	*7%*	*22%*	*1%*
Président	**Sarkozy**	**6-mai-07**	**6 mai-12 *(2)***	**Droite**	**-43%**	**-9%**	**7%**	**5%**	**0%**	**-9%**	**-11%**	**-2.7%**
Premier Ministre	*Fillon*	*6-mai-07*	*6-mai-12*	*Droite*	*-43%*	*-9%*	*7%*	*5%*	*0%*	*-9%*	*-11%*	*-3%*

Source : Datastream, Stratégie Amundi, (1) TMVA : Taux moyen de variation annuelle, (2) : cours jusqu'au 27 avril 2012

Evolution du MSCI France depuis 1974 et mandats présidentiels (échelle logarithmique)



Source : Datastream, Stratégie Amundi, TMVA : Taux moyen de variation annuelle

Document à l'usage exclusif des clients professionnels, prestataires de services d'investissement et autres professionnels du secteur financier

3 France : croissance vs. austérité, quelle politique économique pour les mois à venir ?

De nombreuses interrogations ont alimenté le débat politique : qu'allait-il advenir du couple franco -allemand, et devait on craindre des tensions entre une Allemagne « rigoriste » et un président socialiste tenté par des renégociations de traités ? Plus encore, un nouveau gouvernement allait-il avoir la tentation de relancer la croissance économique ou se verrait-il contraint de se plier aux contraintes de l'Union Européenne et de ce fait entreprendre une politique d'austérité budgétaire ? Ce débat n'est pas vraiment nouveau… Il alimente en fait la zone euro depuis de nombreuses années. Mais cette fois-ci, c'est plus sérieux compte tenu des situations budgétaires et fiscales de nombreux pays membres, de la très forte récession qui affecte notamment la Grèce, le Portugal, l'Italie et l'Espagne, et les dérapages budgétaires actuels. Il est toujours plus délicat d'entreprendre une politique de relance quand déficits et dette posent de sérieuses inquiétudes.

France : la croissance revient au centre du débat

Nous avons montré dans des numéros précédents que la France ne se situe pas vraiment parmi les meilleurs élèves de la zone euro :

• Une croissance fragile, et un taux de chômage élevé ;

• Des déficits budgétaires non maîtrisés : système de santé déficitaire, faible capacité à réduire les dépenses publiques sont des caractéristiques souvent mises en avant ;

• Des déficits budgétaires récurrents depuis plus de 30 ans ;

• Des taux de pression fiscale déjà parmi les plus élevés, ce qui réduit les marges de manœuvre en matière de politique fiscale ;

• Des déficits commerciaux importants, qui montrent de façon claire le déficit de compétitivité (contrairement à l'Allemagne, la compétitivité ne compense pas la facture énergétique) ;

• Des déficits courants récurrents, qui mettent en évidence un déficit d'épargne important ;

• Une ratio dette publique / PIB élevé, et actuellement non maîtrisée. Il suffit de voir l'évolution comparée de la dette en Allemagne et en France pour s'en convaincre. A noter que la grande différence n'est pas la maîtrise de la dette (peu de différence entre France et Allemagne en termes de stock de dette), mais bien le niveau de la croissance, et donc la capacité à rembourser.

Au total, la France reste dans le noyau dur de la zone euro, mais elle n'est évidemment pas – loin s'en faut - au niveau de l'Allemagne, caractérisée par une plus forte croissance, un taux de chômage faible, un solde budgétaire et fiscal maîtrisé, une trajectoire de dette favorable, des excédents commerciaux et courants récurrents et conséquents…

La France n'est pas non plus l'Espagne ou encore l'Italie, mais ce n'est pas non plus - et sans doute encore moins - l'Allemagne. Il est donc légitime de s'interroger sur l'orientation à venir de la politique économique.

> *« Plus que jamais, la croissance est au centre des débats »*

Plus que jamais, le débat sur la croissance omniprésent, non seulement parce qu'il a déterminé une partie importante du discours de campagne de François Hollande, mais aussi parce que l'on peut percevoir une nette inflexion sur le sujet :

• Le FMI a appelé des ses vœux une recherche de plus forte croissance de la part de l'Union Européenne ;

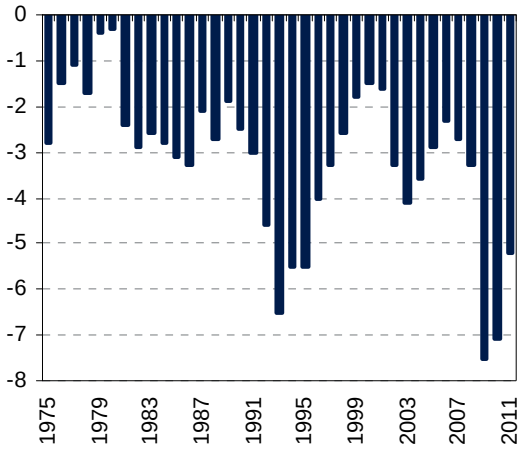
• Les agences de notation ont rappelé que parmi les deux grands critères qui entraînent une dégradation de la note de crédit des souverains, on retrouve au premier plan les déficits de gouvernance et les potentiels de croissance. Les politiques d'austérité menées jusqu'à présent n'ont mené qu'à la récession ou à la dépression ;

• Mario Draghi, président de la BCE a redonné du poids à ce débat, insistant sur la nécessité de relancer la croissance ;

• La Commission européenne a préparé un plan de relance de 200 milliards d'euros…

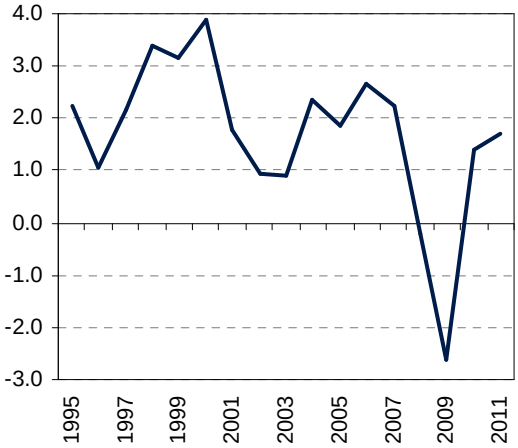
En d'autres termes, non seulement le débat croissance vs austérité n'est plus tabou, mais les termes de ce débat sont en train de changer. La raison est simple : autant il pouvait s'avérer « facile » de prôner sans hésitation la rigueur à la Grèce, responsable de dérapages budgétaires colossaux et « cachés », autant cela devient désormais plus difficile.

Balance budgétaire de la France depuis 1975



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Croissance du PIB français depuis 1995



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Document à l'usage exclusif des clients professionnels, prestataires de services d'investissement et autres professionnels du secteur financier

En effet, malgré la mise en place de politiques de rigueur (en réalité, à cause de ces mesures), les pays vertueux (l'Espagne en est un) ne parviennent pas à sortir de l'impasse dans laquelle ils se trouvent … pire encore, la récession se creuse inexorablement.

> *Prôner l'austérité est aisé … la mettre en place est plus compliqué*

D'autres pays, habituels champions de la rigueur comme les Pays-Bas, ont vu leur gouvernement forcé de démissionner, faute d'un accord national sur les mesures de rigueur budgétaire et fiscale. Si l'austérité va de pair avec une récession et une dislocation politique, y compris dans les pays du noyau dur, il devient évident qu'elle doit être remise en question. Le programme de François Hollande, qui inquiétait il y a quelques mois, se trouve d'une certaine façon réhabilité, voire légitimé.

Comment corriger des déficits budgétaires excessifs … les différentes options en présence

Revenons sur les termes du débat. Les dérapages budgétaires et fiscaux sont indéniables, dans la plupart des pays développés. Pour résorber les déficits et maîtriser la dette publique, il y a en réalité trois solutions en « concurrence », chacune d'entre elles représentée par un camp bien distinct :

Le premier camp considère que l'origine de l'explosion de la dette provient du laxisme passé, qui se traduit par une dégradation des finances publiques et du stress financier. La solution passe inévitablement par la discipline, la rigueur, voire l'austérité financière. Plus encore, la croissance serait faible car handicapée par le poids des déficits … et par les perspectives de hausses futures des taxes et impôts (pour financer les déficits). Cette vision, essentiellement « allemande », prône la vertu. Plus les déficits sont élevés, et plus les politiques de rigueur doivent finalement être sévères. L'Allemagne, l'Autriche, les Pays-Bas, le Luxembourg … et la France sont des partisans de cette voie. Notons qu'il a été possible « d'imposer » cela à la Grèce ou à l'Espagne, mais que dans des pays du noyau pourtant habituellement rigoureux, cela est parfois bien difficile, comme l'indique le cas récent de dislocation politique aux Pays-Bas.

Encadré 1 : déficits publics, résultat d'un laxisme budgétaire ou d'un fléchissement d'activité économique ?

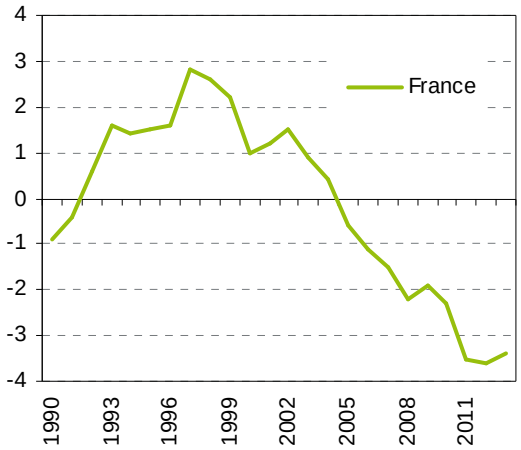
Le traité de Maastricht et le pacte de stabilité et de croissance ne sont pas hostiles à des déficits publics excessifs (c'est-à-dire supérieurs à 3% du PIB), à condition que ces excès proviennent d'un fléchissement d'activité économique. Si ce n'est pas le cas, le pays doit présenter une politique visant à corriger les dérapages et il est éventuellement sanctionné sur le plan financier s'il n'y parvient pas. Qu'en est-il exactement ? Force est de reconnaître que les faits ne sont pas des plus satisfaisants :

Au cours des 12 premières années d'appartenance à la zone euro, la Grèce a vu ses déficits déraper 11 fois, dont 2 seulement à cause d'une croissance trop faible. Les 9 autres cas sont liés à une politique budgétaire et fiscale laxiste. Pour l'Italie, il y a 7 cas sur 12, dont 6 liés à une politique trop peu rigoureuse. Portugal, France, Allemagne ont « dérapé » 6 fois, dont 5 fois liés à du laxisme. Les Pays-Bas et l'Autriche, l'Espagne et l'Irlande ont dépassé les critères 3 fois seulement, les deux premiers ayant été 1 seule fois laxistes, les deux derniers 2 fois. Seul le Luxembourg a toujours respecté le contrat.

Le constat n'est pas meilleur s'agissant des pays de l'Union européenne. Après 7 ans d'appartenance à l'UE, la Hongrie a « dérapé » 7 fois, dont 6 fois à cause d'un laxisme avéré. 6 fois sur 6 par laxisme pour la Pologne …

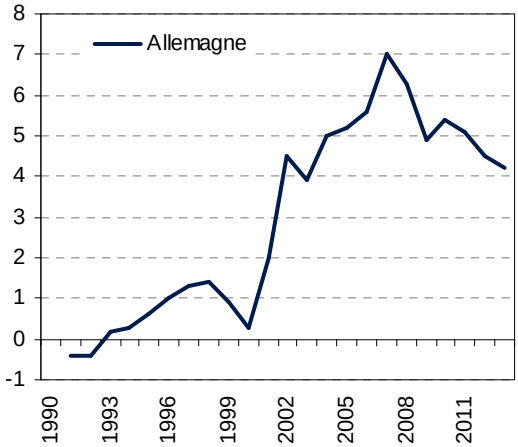
Il faut bien comprendre que cela n'est pas catastrophique (nombreux sont les pays développés qui, au cours des 20 dernières années ne présentent pas un bilan plus satisfaisant : les Etats-Unis, le Japon ou encore le Royaume-Uni ne sont pas des champions de l'excédent budgétaire. Ce qui pose problème s'agissant de la zone euro, c'est que le dispositif mis en place (qui pousse à corriger les excès sous peine de sanction) n'a jamais été respecté. Autrement dit, la rigueur budgétaire n'a jamais été une alternative crédible à l'absence de budget fédéral.

France : balance commerciale (en % du PIB)



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Allemagne : balance commerciale (en % du PIB)



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Document à l'usage exclusif des clients professionnels, prestataires de services d'investissement et autres professionnels du secteur financier

Le deuxième camp considère que les déficits et la dette proviennent de déséquilibres structurels majeurs, tels que la présence d'un Etat – Providence trop important ou encore l'inefficience de l'économie (sous ce vocable, il faut comprendre rigidités, trop faible libéralisation, trop forte protection …).

Pour résorber ces problèmes, il est donc crucial de mettre en place les mesures permettant de contrer l'évolution structurelle des déficits et de la dette. Il s'agit alors de mener des réformes structurelles qui vont avoir des effets favorables à long terme :

• Libéralisation des secteurs protégés ;

• Flexibilité du marché du travail ;

• Remise en question des processus de négociations salariales (centralisées en France, très décentralisées (entreprise par entreprise en Allemagne, par exemple) ;

• Réduction des allocations chômage ;

• Réformes supplémentaires des régimes de retraite ;

• Optimisation / Réduction des dépenses d'éducation.

Selon les tenants de cette position, les libéraux, les pays européens ne peuvent plus se permettre d'avoir un niveau aussi élevé d'Etat providence.

Tous les pays européens – ou presque - s'accordent à considérer que des réformes structurelles sont inévitables, qu'elles auront des effets positifs à terme sur les économies européennes mais tout le monde a bien conscience que cela grève à court terme la croissance.

> *L'Europe et la France peuvent-elles encore financer un Etat-providence aussi puissant ?*

Il est bien difficile d'en faire un programme électoral ou de mettre en place de telles politiques dans le contexte actuel de crise, de récession et de chômage élevé.

Le troisième camp préfère sauvegarder les acquis sociaux, et considère que seule la croissance économique est de nature à y parvenir. Sans croissance, point de salut. Les mesures de rigueur se traduisent par une réduction des dépenses publiques et un accroissement des taxes et impôts, mais aussi par une contraction de l'activité. En net, on assiste généralement à une dégradation des ratios déficits publics / PIB et dette publique / PIB. Les partisans de politique de croissance regrettent que le traité de Maastricht ait consacré les seuls indicateurs de dette et déficits, et non l'activité économique globale. Le débat sur la croissance a néanmoins fait l'objet de quelques amendements au cours des dernières années. Le « pacte de stabilité » est devenu un « pacte de stabilité et de croissance ». Depuis février 2012 le suivi des pays ne se fait plus seulement via des ratios de dette et de déficits, mais aussi via des indicateurs économiques globaux comme les coûts salariaux, l'emploi, les soldes courants, le cours de change, le marché immobilier, le taux d'épargne … Cela paraît évident mais il aura fallu attendre 2012 pour cela !

Au total, le débat sur la croissance a refait surface, du fait de l'inefficacité des politiques de rigueur (même le Royaume-Uni est retombé en récession). Les pays ne peuvent pas tous mener en même temps des politiques de rigueur sans comprimer radicalement la croissance économique. Même les pays champions de la rigueur peinent à imposer de telles mesures. Quant aux autres, la récession devient sévère. Les politiques de croissance sont des politiques de relance (« keynésiennes »).

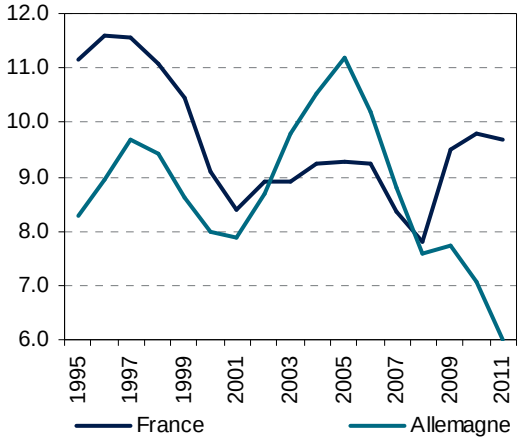
On sait qu'elles ne sont efficaces que si tout le monde les applique en même temps. La France en a fait la douloureuse expérience au début des années 80 lorsque sa politique de relance isolée avait profité aux pays ne l'appliquant pas, Allemagne en tête.

> *Sans croissance, point de salut pour la zone euro*

En revanche, les politiques de rigueur et les politiques dites « monétaristes » sont efficaces pour le pays qui l'applique … s'il est le seul à le faire. L'Allemagne des années 70 et 80 en est le meilleur exemple. Avoir voulu faire comme elle a mis en danger la zone euro. Sans croissance, point de salut pour la zone euro … d'autant que cela relance les craintes de résurgence de crise financière et de renoncement à la zone euro, non plus à court terme, mais à long terme. Quel serait l'intérêt d'une zone monétaire incapable de dégager de la croissance, voire même responsable d'une croissance économique systématiquement insuffisante ? L'enjeu est de taille.

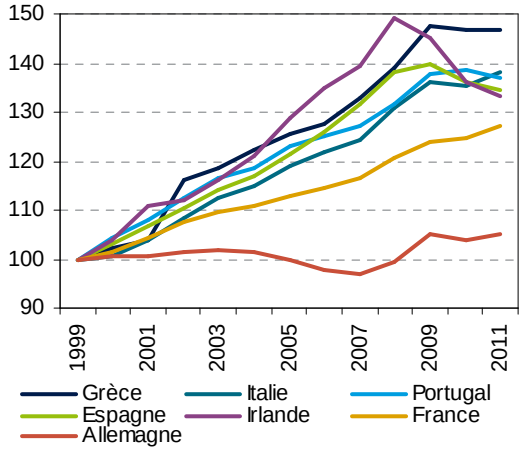
Ajoutons enfin que mener des politiques d'austérité dans un cycle de « deleveraging » (voir section suivante) apporte un élément récessif supplémentaire qui n'est pas bienvenu.

France vs. Allemagne : taux de chômage



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Coûts salariaux unitaires OCDE



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Document à l'usage exclusif des clients professionnels, prestataires de services d'investissement et autres professionnels du secteur financier

4 « Deleveraging » vs. croissance … impact sur l'activité, l'emploi, l'inflation et les taux d'intérêt

Le monde développé connaît une crise d'endettement sans précédent. La crise financière de 2007-2008 s'est rapidement transformée en une crise économique, avec parfois des récessions sévères (l'Allemagne a par exemple connu une chute de son PIB de près de 5 % en 2009), puis en une crise de dette publique (et de nouveau une crise économique ?). Cette crise est particulièrement sévère en Europe, mais les situations de dettes ne sont guère plus flatteuses aux États-Unis, au Japon, ou encore au Royaume-Uni. Partout il est désormais question de réduction de l'endettement, ce dernier ayant atteint dans tous les pays des niveaux insoutenables. Certes le stress n'est pas similaire dans tous les pays, et l'ampleur de l'endettement est variable. Plus encore, il ne concerne pas forcément partout les mêmes acteurs. Dans certains pays, c'est la dette bancaire qui inquiète (c'est le cas de l'Espagne actuellement, mais aussi (à terme ?) de l'Irlande ou du Royaume-Uni notamment), dans d'autres ce sont les ménages (États-Unis, Royaume-Uni, Irlande ou Portugal) ou les entreprises (Pays-Bas, Belgique, Irlande, France, Portugal ou Espagne), ou dans d'autres, enfin, c'est la progression de la dette publique et des déficits publics qui provoque l'essentiel du stress (États-Unis, Japon, Irlande, France, Portugal, Espagne …). Au-delà des chiffres, c'est surtout l'appréciation de la capacité relative des pays à mener à bien une politique de désendettement qui va déterminer l'essentiel des tensions sur les marchés financiers. Lorsque l'on fait référence à un cycle de « deleveraging », 6 questions viennent tout de suite à l'esprit :

1. Quel est le niveau exact d'endettement des pays et peut-on en quantifier les excès ?
2. Quel est le déroulement habituel d'un tel cycle de « deleveraging » ?
3. Quelle sera l'ampleur du cycle de désendettement, et quelle doit être la réduction de l'endettement qui permettrait de revenir à des niveaux raisonnables ?
4. Quelle sera la durée de la phase de désendettement ?
5. Quel est le pourcentage déjà accompli ?
6. Quel sera l'impact sur la croissance économique, l'inflation et les taux d'intérêt ?

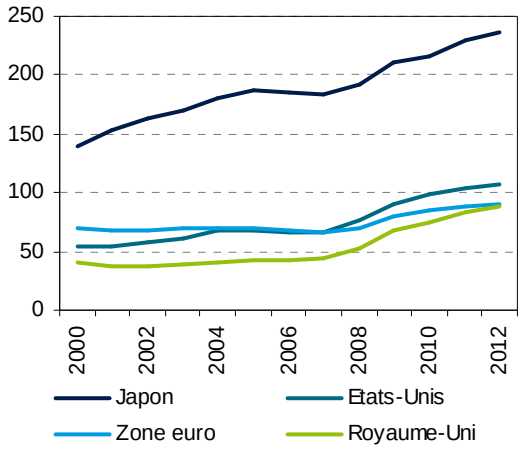
Le niveau de l'endettement est facilement mesurable, mais l'ampleur de l'excès d'endettement n'est pas toujours facile à quantifier. En tout cas elle doit se faire pays par pays, car aucun d'entre eux n'a la même capacité à générer de la croissance, à réduire les déficits publics, ou encore à s'engager dans des politiques menant à des réductions drastiques de dette publique. Ce qui est sûr, c'est que la dette totale a progressé de façon excessive. C'est le cas de l'Espagne (elle a progressé de 145% entre 2000 et 2008, puis de 25% entre 2008 et 2011), et dans une moindre mesure de la France (89% et 35%) ou de l'Italie (68% et 12%). Sur ce point, c'est l'Angleterre qui a connu la plus forte explosion de sa dette (essentiellement via son système bancaire), tandis que le Japon n'a pas vraiment connu un désendettement global de son économie depuis 10 ans

Malgré cela, le Royaume-Uni et le Japon ne subissent pas de pression particulière de la part des marchés financiers. Même si c'est dans ces deux pays que le « deleveraging » devrait être plus important, c'est bien la zone euro qui est dans l'œil du cyclone : la gouvernance, la faiblesse de la croissance économique, les politiques d'austérité, les tensions entre les pays, les divergences économiques qui caractérisent les pays membres de l'union monétaire … sont autant de facteurs qui pèsent sur la zone euro.

> *Le niveau de l'endettement est facilement mesurable, mais l'ampleur de l'excès d'endettement n'est pas toujours facile à quantifier*

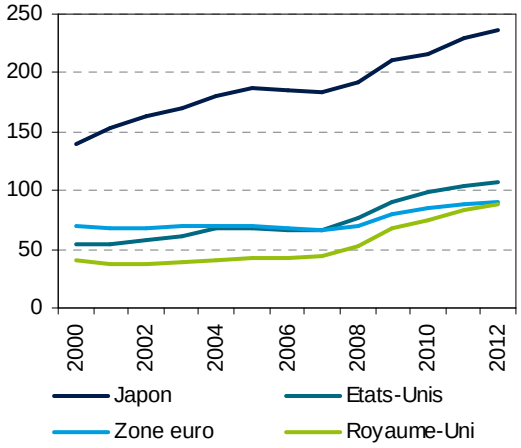
La question de l'ampleur du deleveraging est centrale, car elle va conditionner l'impact et la durée du cycle. Il est important de noter qu'au-delà de la dette totale, l'évolution de ses composantes varie fortement d'un pays à l'autre : certains pays ont un problème avec les banques, pour d'autres, c'est la dette publique qui inquiète, d'autres enfin doivent réduire la dette des ménages ou des entreprises. On estime que le désendettement des ménages aux États-Unis n'est pas terminé : cette dette devrait baisser encore de 15 %, et selon les estimations de la Fed, le « deleveraging » devrait encore durer un peu plus d'une année.

Dette publique (% PIB)



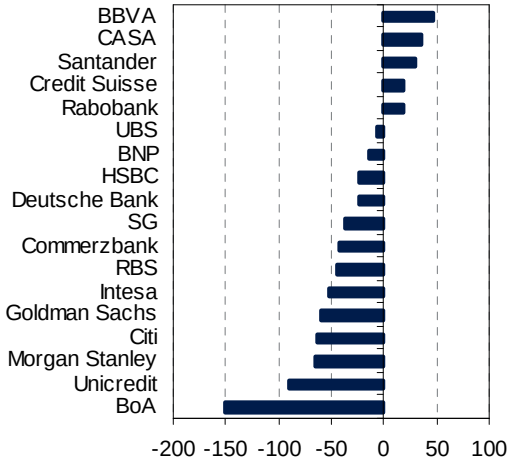
Source : Datastream, Stratégie Amundi

Dette publique (2000=100)



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Evolution des primes de CDS bancaires



Source : Bloomberg, Stratégie Amundi

Document à l'usage exclusif des clients professionnels, prestataires de services d'investissement et autres professionnels du secteur financier

Les banques, européennes notamment, ont annoncé des plans de réduction de dette, et il est assez facile d'en suivre le déroulement. Entre les 2/3 et 3/4 de ces plans ont déjà été réalisés, et certaines banques ont déjà terminé l'accomplissement de ce qui avait été annoncé il y a quelques mois. La question est alors de savoir si les plans annoncés étaient suffisants. Force est de reconnaître que ce n'est pas le cas pour nombre d'entre elles, qui devront non seulement réduire leurs dettes, mais aussi passer de nouvelles provisions. C'est le cas notamment des banques espagnoles qui doivent faire face à une chute du secteur immobilier et à une progression des « dettes non performantes » du fait de la forte dégradation de l'activité économique. Selon nos estimations, le ratio credit/ressources des banques européennes est de l'ordre de 115% (140% en Espagne), et le « funding gap » des banques s'élève à 1,7 trillions d'euros. Autant dire que les banques vont encore devoir céder des actifs, que ce soit des crédits immobiliers, aux entreprises ou aux collectivités locales. Cela prendra sans doute encore du temps. En ce qui concerne les Etats, la croissance économique n'étant pas au rendez-vous, particulièrement pour les pays périphériques de la zone euro, la rigueur budgétaire et les mesures d'austérité ne parviennent pas à compenser les pertes en recettes fiscales.

Pour donner une idée de l'évolution de l'endettement, donnons encore quelques exemples concrets (source : McKinsey – « *Debt and deleveraging: Uneven progress on the path to growth* », January 2012) :

Au début des années 1990, la **dette totale** était de 200% du PIB au Royaume-Uni, et aux Etats-Unis, de 150% en Allemagne et de 130% en Espagne. En 2001, elle est de 500% au Royaume-Uni, de 380% en Espagne, et de moins de 300% en Allemagne et aux Etats-Unis. Entre 2000 et 2008, elle a progressé de 35% au Japon, 180% au Royaume-Uni, 145% en Espagne, 90% en France, 70% en Italie, 90% en Corée, 75% aux Etats-Unis, 10% en Allemagne, 80% en Australie et 40% au Canada. Depuis 2008 et la crise financière, elle a baissé de 20% environ aux Etats-Unis et en Corée et de 15% en Australie, mais elle a encore progressé de 40% au Japon, de 35% en France, de 25% en Espagne et de 20% au Royaume-Uni .

Depuis l'an 2000, la **dette des entreprises non financières** est passée de 55% à 130% en Espagne, de 80% à 105% en France, de 75% à 105% au Royaume-Uni, elle est restée stable à 50% environ en Allemagne, elle est passée de 50% à 75% en Italie, de 130% à 100% au Japon … Entre 2000 et 2008, elle a progressé de près de 65% en Espagne, 20% en France, 30% en Italie, 15% au Royaume-Uni … Depuis 2008, début de la crise financière (et normalement début du deleveraging), elle a baissé de 5% en Espagne, 15% au Royaume Uni, un peu moins de 10% aux Etats-Unis, mais elle a encore progressé en France (+5% environ … malgré une croissance plus forte que d'autres pays mentionnés).

Quant à la **dette des institutions financières**, elle atteignait, fin 2011, 115% du PIB en Espagne et 150% en France, et un peu moins de 700% en Irlande ou encore 550 % au Royaume-Uni. Les banques anglaises sont certes sous la protection de l'Etat … mais cela ne signifie t-il pas que l'on devrait également s'inquiéter de la dette publique, surtout dans un pays en récession comme le Royaume-Uni ? N'y a-t-il pas là une complaisance évidente ?

Ces chiffres montrent de façon claire les excès de ces dernières années et donnent une idée de l'ampleur du « deleveraging » à venir.

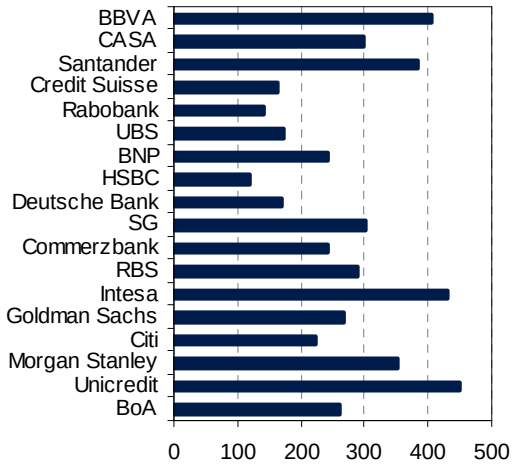
Le déroulement habituel de cycle de désendettement est bien connu car de telles phases ont déjà eu lieu par le passé. De nombreux cycles ont d'ailleurs fait suite à une crise financière et ce sont ces épisodes-là qui doivent servir de référence pour bien comprendre la situation actuelle et les perspectives à venir. Certains pays ont connu des désendettements qui ne concernaient que les banques, que les entreprises ou encore l'État. Rappelons que la situation actuelle est à certains égards pire que des épisodes précédents car de nombreux agents économiques sont concernés **en même temps** par les excès de dettes passés.

Un cycle de « deleveraging » complet comprend les banques, les ménages, les entreprises et enfin l'État. L'histoire montre très clairement qu'il ne peut y avoir de réduction d'endettement de l'ensemble des acteurs en même temps.

> *De nombreux cas de « deleveraging » dans l'histoire*

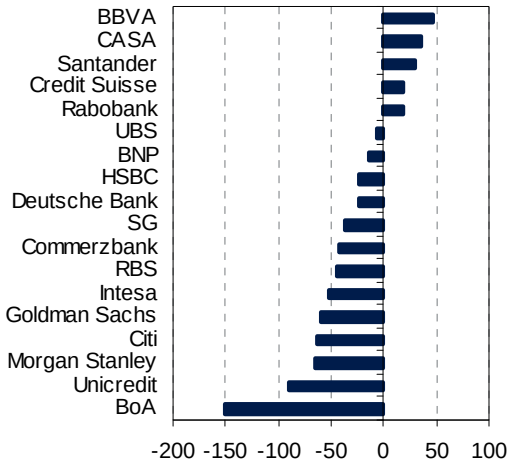
C'est ce que démontre l'observation des 45 cas de « deleveraging » observés au cours des dernières décennies, dont seuls 13 d'entre eux n'avaient pas été précédés d'une crise financière.

CDS bancaires 5 ans



Source : Bloomberg, Stratégie Amundi

Evolution des primes de CDS bancaires depuis le début de l'année



Source : Bloomberg, Stratégie Amundi

Document à l'usage exclusif des clients professionnels, prestataires de services d'investissement et autres professionnels du secteur financier

Il y a, selon l' étude de McKinsey Institute (2012), 4 types de cycle de deleveraging :

• 23 cas de « deleveraging » (dont 16 précédés d'une crise financière), au cours desquels la rigueur mise en place permet à la croissance de la dette d'être inférieure à la croissance nominale du PIB, voire même décline. Il s'agit notamment du cas le plus fréquent de « deleveraging », connu en Finlande (1991 – 1998), en Malaisie (1998 – 2008), aux Etats-Unis (1933 – 1937) ou encore en Corée du Sud (1998 – 2000).

• 12 cas de « deleveraging » (dont 8 précédés d'une crise financière) caractérisés par une inflation forte, ce qui permet d'accroître la croissance nominale du PIB et donc de réduire les ratios dette / PIB. On retrouve généralement ce cas de figure dans les pays où les banques centrales n'avaient pas un poids suffisamment important ou encore dans les économies émergentes. Ce fut le cas de l'Espagne (1976 – 1980), de l'Italie (entre 1975 et 1987) et du Chili (1984 – 1991).

• 7 cas de « deleveraging » (tous précédés d'une crise de change) au cours desquels la réduction de l'endettement est allée de pair avec des défauts. Les exemples les plus fréquents sont les Etats-Unis (1929 – 1933), l'Argentine (2002 – 2008) ou encore le Mexique (1982 – 1992).

• 3 cas (dont 1 seul précédé d'une crise financière) font suite à un choc exogène (choc pétrolier ou guerre) au cours desquels la croissance est exceptionnellement forte, ce qui permet de réduire significativement et rapidement les ratios dette / PIB, comme cela fut le cas aux Etats-Unis (1938 – 1943), au Nigeria (2001 – 2005) ou encore en Egypte (1975 – 1979).

Habituellement ce sont les banques qui parviennent à réduire la dette le plus rapidement, suivies des entreprises et des ménages, et ensuite des Etats. Lors des deux premières phases (banques, entreprises, et ménages), la croissance économique fléchit fortement. La croissance n'étant plus favorisée par l'endettement, profits, emplois et activité économique s'effondrent. Pendant ce temps, les déficits se creusent et la dette publique progresse, généralement parce que les états accompagnent le cycle de « deleveraging ». Ce n'est que lorsque la croissance économique est de retour que les états s'avèrent capables de maîtriser les déficits publics et l'évolution de la dette publique. Il est vain de croire qu'il est possible de réduire les déficits durant cette phase. L'austérité menée actuellement par les pays européens conduit à une baisse d'activité supplémentaire qui dégrade les ratios de déficit public et de dette publique sur PIB.

Sur un plan purement macro-économique, l'impact du « deleveraging » est simple et sans ambiguïté : il se traduit par une croissance plus faible, un potentiel de croissance plus bas, une inflation plus basse, des taux courts plus faibles, des taux longs plus bas.

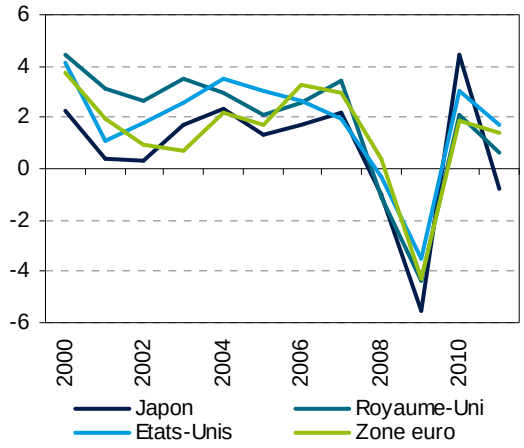
Selon l'étude très détaillée de McKinsey, l'impact sur la croissance est important et durable. En moyenne, quand le « deleveraging » suit une crise financière, il peut durer entre 7 et 10 ans, et le fléchissement d'activité peut durer jusqu'à 5 ans : la contraction du PIB est en moyenne de l'ordre de 0,5% au cours des deux premières années, et de 1,3% au cours des 2 – 3 années qui suivent. Il est intéressant de noter que quelles que soient les politiques mises en œuvre, le « deleveraging » pèse toujours sur la croissance.

Le Royaume-Uni a certes mené une politique économique plus favorable à la croissance que la zone euro, mais cela n'aura pas empêché ce pays de retomber tout récemment en récession. Ce qui est également évident au regard de l'histoire, c'est que plus le recours à l'inflation est significatif, plus la contraction d'activité est forte au cours des premières années, et moins la reprise d'activité est conséquente.

> *« Malgré une politique axée sur la croissance, le Royaume Uni est retombé en récession … sans aucun doute le poids significatif du « deleveraging » »*

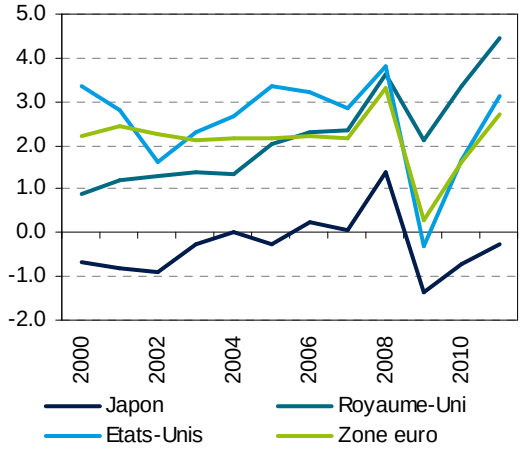
L'enjeu des pays développés est connu : il s'agit d'assurer le cycle de « deleveraging » dans les conditions économiques les meilleures possibles. Le débat sur la croissance n'est pas clos, et il n'est pas étonnant que le président de la banque centrale européenne ait appelé de ses vœux une politique pro-cyclique … un contrepied majeur aux politiques d'austérité menées jusque-là. La question est désormais de savoir dans quelles conditions un tel programme pourra être mis en place.

Croissance du PIB depuis 2000



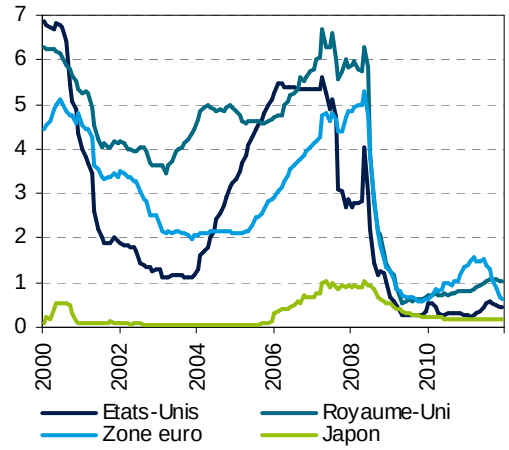
Source : Datastream, Stratégie Amundi

Taux d'inflation



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Taux courts depuis 2000



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Document à l'usage exclusif des clients professionnels, prestataires de services d'investissement et autres professionnels du secteur financier

5 France : et si on replaçait l'entreprise au cœur des débats… ?

A l'occasion de l'élection présidentielle, la consolidation des finances publiques a été au cœur des débats en France, crise de la dette oblige. Si la maîtrise des dépenses de l'Etat est fondamentale pour parvenir à cet objectif, il ne faut pas occulter le volet croissance. La France souffre d'un manque de dynamisme de son tissu productif. Or, le développement des entreprises est essentiel aux créations d'emplois et à l'investissement, donc à la croissance et à la capacité de l'Etat de faire face à sa dette.

Une répartition des entreprises par classe de taille en forme de « U »

L'INSEE recense 3,4 millions d'entreprises en France fin 2009, dont plus de 99,8% de PME[1]. Cette proportion écrasante se retrouve dans tous les pays développés, organisés en économie de marché orientée vers les services. En revanche, la France présente une ventilation de ses entreprises par strates de taille singulière. Elle compte une proportion supérieure de micro-entreprises, une proportion moindre des autres PME mais ne souffre pas d'un déficit de grandes entreprises, relativement à la moyenne de l'Union Européenne. En prenant comme référence l'Allemagne ou le Royaume-Uni, les différences sont encore plus frappantes (cf. premier graphique). En affinant la comparaison avec l'Allemagne pour la catégorie des Grandes Entreprises (GE), il apparaît également que la France compte près de 3 fois moins d'Entreprises de Taille Intermédiaire (ETI), soit 4 300 contre 12 000, alors qu'elle dénombre autant d'acteurs parmi les 500 premiers groupes mondiaux. La répartition par taille des entreprises françaises forme ainsi un « U », avec une population dense aux extrêmes et un creux au centre. Or, les entreprises du centre sont les plus gros pourvoyeurs en emplois et en investissement. Le taux d'investissement des ETI ressort proche de 25% depuis le début des années 2000 alors qu'il n'est que de 20% environ pour l'ensemble des entreprises.

Durant la phase d'expansion 2000-2008, les entreprises qui ont été continûment des ETI ont accru leurs effectifs de 14%, alors que l'augmentation de l'emploi salarié n'a été que de 11% sur la période. La répartition par classe de taille des entreprises n'est donc absolument pas neutre pour l'activité économique.

> *« La France créerait plus d'un million d'emplois si ses PME grandissaient comme en Allemagne »*

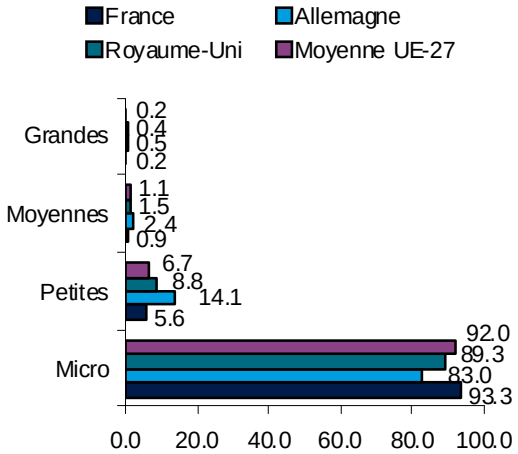
Si la France avait une structure par classe de taille d'entreprises comparable à celle de l'Allemagne, elle compterait plus d'un million d'emplois supplémentaires !

Un modèle de croissance externe des entreprises

Contrairement à une idée reçue, les difficultés de croissance des entreprises en France ne sont pas dues à un déficit de rentabilité qui empêcherait les PME de grandir. Selon la Banque de France, les PME affichaient en 2010 une rentabilité économique de 8%, supérieure à la moyenne des entreprises (7%). Les enquêtes menées par l'INSEE, OSEO ou la BCE (enquête SAFE) montrent également que peu de PME sont victimes de rationnement du crédit en France. L'OCDE montre même que les PME disposent d'un meilleur accès au crédit en France qu'en moyenne en Europe.

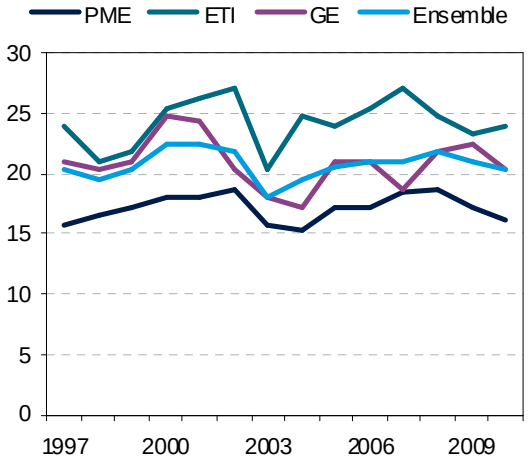
Les spécificités relevées pour la répartition par taille des entreprises résultent en fait de la nature même du tissu productif français. Ce dernier se caractérise par un essor des groupes. L'Observatoire des entreprises de la Banque de France montre qu'une PME sur deux était indépendante en 2006 alors que cette proportion atteignait 80% en 1997. En France, les entreprises poursuivent ainsi souvent leur trajectoire de croissance à l'intérieur de groupes, plutôt que de manière autonome. Ces derniers intègrent les PME dynamiques et favorisent leur essor. Les groupes assurent ainsi leur profitabilité et leur pérennité. En définitive, le renouvellement du tissu productif s'opère à l'intérieur des groupes en France, car les entreprises ne trouvent pas un environnement favorable à leur développement organique. La mise en œuvre de mesures structurelles visant à sortir de ce modèle sous-optimal en termes d'investissement et d'emploi est absolument nécessaire pour doper le potentiel de la France. Dans le cas contraire, les anticipations de croissance sur lesquelles les deux finalistes à l'élection présidentielle basent leur programme seraient bien trop élevées (au moins 2% entre 2014 et 2017).

Comparaison de la répartition des entreprises par classe de taille, % du total



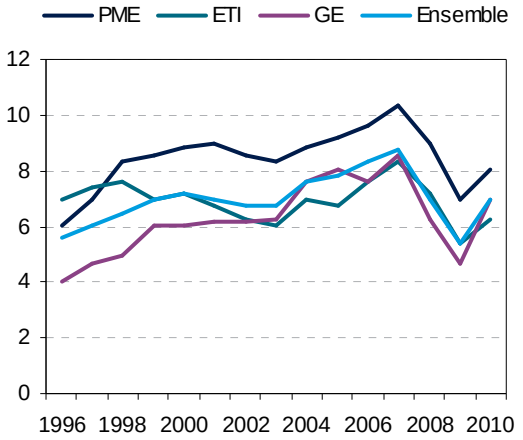
Source: Eurostat, INSEE, Stratégie Amundi

France : taux d'investissement des entreprises par classe de taille, %



Source: Banque de France

France : rentabilité économique des entreprises par classe de taille, %



Source: Banque de France

[1]*En se basant sur un critère d'effectif, les PME recouvrent l'ensemble des entreprises comptant moins de 250 salariés. Différentes sous-classes composent les PME. Les micro-entreprises comptent entre 0 et 9 salariés, les petites entreprises entre 10 et 49 salariés, les moyennes entreprises entre 50 et 249 salariés. La Loi de Modernisation Economique (2008) a introduit la catégorie des ETI, en France, afin d'améliorer leur suivi statistique. Il s'agit des entités productives comptant entre 250 et 4999 salariés.*

Document à l'usage exclusif des clients professionnels, prestataires de services d'investissement et autres professionnels du secteur financier

6 Fin de la « grande modération » : quelles implications pour les marchés d'actions ?

La récession qui s'est produite après la faillite de Lehman Brothers, en 2008-2009, est singulière à plus d'un titre. D'une part, parce qu'elle s'avère (aux Etats-Unis) avoir été la plus forte et la plus longue depuis les années 1930 (c'est d'ailleurs pourquoi on la qualifie de «grande récession»). D'autre part, parce que la reprise qui s'en est suivie a été particulièrement lente : il aura fallu attendre quatre années pour que le PIB américain retrouve son niveau d'avant récession. Du jamais vu, là aussi, dans l'histoire d'après-guerre. Toutefois, la sévérité de la récession et la lenteur de la reprise n'épuisent pas la singularité de cet épisode. Cette récession marque par ailleurs un tournant majeur dans le cycle économique des grands pays avancés. Avec elle, c'est en effet la période dite de «grande modération» – entamée au milieu des années 1980 – qui probablement s'achève.

1. La grande modération : quels facteurs explicatifs ?

Dans les cycles d'après-guerre, l'inflation et l'activité économique ont eu tendance à connaître des à coups concomitants dans la plupart des économies avancées. Mais entre le milieu des années 1980 et la fin 2007, la volatilité macroéconomique (celle de l'inflation de la croissance réelle) est tombée sur son plus bas niveau de l'après-guerre (cf. graphique). On désigne par « grande modération » cette dernière période. Quelles en ont été les causes ? La question est toujours très débattue parmi les économistes. On peut néanmoins regrouper les réponses apportées autour de trois grands types d'explications :

1. Les nombreux changements structurels qui sont intervenus : 1) Les progrès informatiques ont permis aux entreprises de mieux gérer leurs stocks et d'éviter que leurs fluctuations mal contrôlées ne provoquent des à coups sur la croissance. 2) Le développement et la déréglementation des marchés financiers ont permis aux entreprises de financer plus aisément leurs investissements. 3) La mutation des économies industrielles en économies de services a contribué à lisser le cycle économique. Enfin 4) le développement du commerce mondial et la libre mobilité des capitaux ont permis d'accroître la flexibilité des économies, ce qui a pu contribuer à les rendre plus stables.

2. Les progrès réalisés dans les politiques économiques menées. L'indépendance des banques centrales (BC), leur a permis en particulier de mieux assurer leur principale mission, la stabilité des prix. Elles sont devenues plus transparentes dans leur façon de procéder et ont amélioré leur communication vis-à-vis des marchés. Ces progrès ont permis de mieux ancrer les anticipations d'inflation.

3. Les chocs externes plus faibles et moins fréquents. Dit autrement, le repli de la volatilité macroéconomique serait, pour partie, le fruit de la chance…

2. La remontée de la volatilité macroéconomique est-elle durable ?

Depuis 2008, on observe une remontée très rapide de la volatilité (cf. graphique). S'agit-il d'un nouveau régime ou d'une période transitoire ? Certains des facteurs explicatifs de la grande modération sont toujours valables (cycle de stocks mieux maîtrisé, mondialisation qui tend à stabiliser les cycles etc.). D'autres le sont en revanche beaucoup moins.

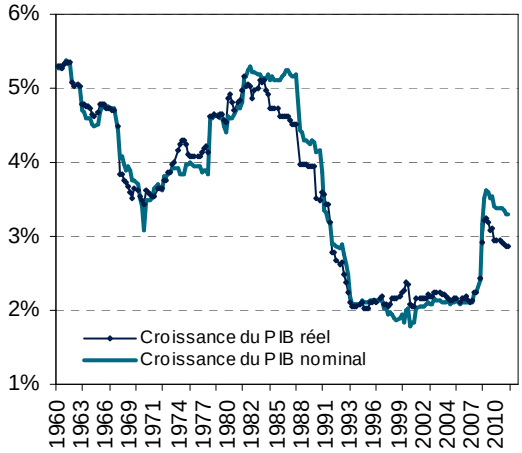
Ainsi, du côté du secteur financier, la re-réglementation en cours risque de renforcer le caractère pro-cyclique du *deleveraging* qui est à l'œuvre (celui des ménages, des entreprises, des banques ou Etats selon les pays). Du côté de la politique monétaire, la « sortie » des politiques quantitatives sera délicate à gérer.

> *« La remontée de la volatilité macro-économique préfigure celle des bourses »*

Le défi pour les BC consistera à normaliser la taille de leur bilan, puis à remonter leurs taux directeurs, sans précipiter une récession. Enfin, en termes de politique budgétaire, les gouvernements des pays avancés n'ont plus de marges de manœuvre. Dit autrement, la politique économique ne sera plus en mesure, si nécessaire, de lisser les fluctuations conjoncturelles. Tous ces arguments militent donc pour une volatilité macroéconomique plus élevée à l'avenir, surtout si les économies doivent absorber des chocs externes.

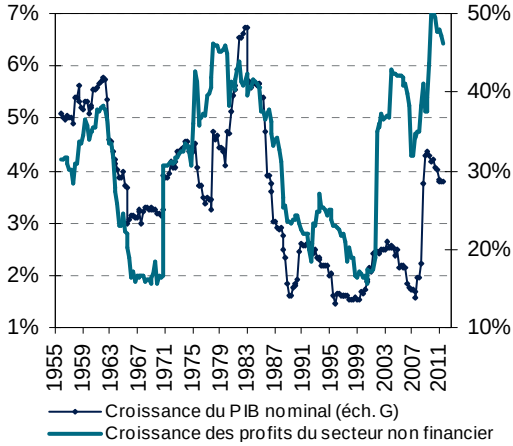
Il est frappant d'observer que la remontée récente de la volatilité macroéconomique s'accompagne d'une remontée encore plus spectaculaire de celle des profits (cf. graphique). Jamais, dans l'après-guerre, cette dernière n'avait été aussi élevée aux Etats-Unis. Si, comme nous le pensons, cette hausse est pour partie structurelle, la conséquence pour les marchés est claire : il faut également s'attendre à des marchés d'actions plus volatils ! Il n'est pas dit que les investisseurs aient compris qu'il s'agissait là d'un nouveau régime…

Etats-Unis : volatilité macroéconomique (écarts-types sur 10 ans glissants)



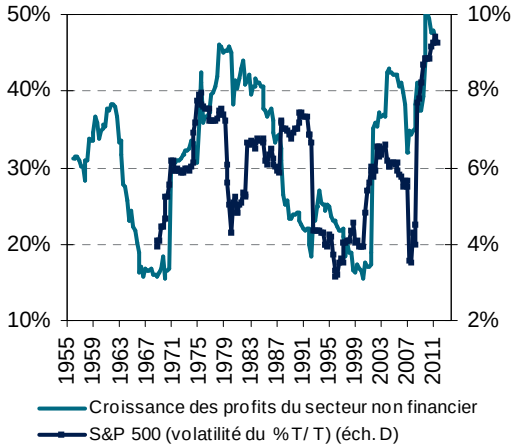
Source : Datastream, Stratégie Amundi

Etats-Unis : profits vs PIB (écarts-types sur 5 ans glissants)



Source : Datastream, Strategie Amundi

Etats-Unis : profits vs marché d'actions (écarts-types sur 5 ans glissants)



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Document à l'usage exclusif des clients professionnels, prestataires de services d'investissement et autres professionnels du secteur financier

7 LTRO : des effets très contrastés selon les pays sur le crédit bancaire

Les injections exceptionnelles de liquidités de la BCE ont permis une détente spectaculaire du stress financier dans la zone euro. En acceptant de jouer son rôle de prêteur en dernier ressort, la BCE a sécurisé les besoins de refinancement des banques et ainsi écarté le risque d'une crise de liquidité ou de faillite bancaire. Le tout premier objectif a donc été atteint. La première opération de prêt (LTRO1, le 21 décembre) et la seconde (LTRO2, le 29 février) ont par ailleurs remodelé le passif des banques de la zone euro auprès de la BCE. Lors de ces opérations, elles ont emprunté près de 1 100 Mds € pour trois ans. Au total, les crédits octroyés aux banques espagnoles et italiennes représentent 53% des montants alloués. Les deux opérations n'ont cependant pas eu le même impact selon les pays. A l'heure où l'on évoque parfois la possibilité d'un LTRO3 pour endiguer le regain de tensions sur les dettes souveraines, un premier bilan s'impose.

1. Le succès des opérations de portage des banques…

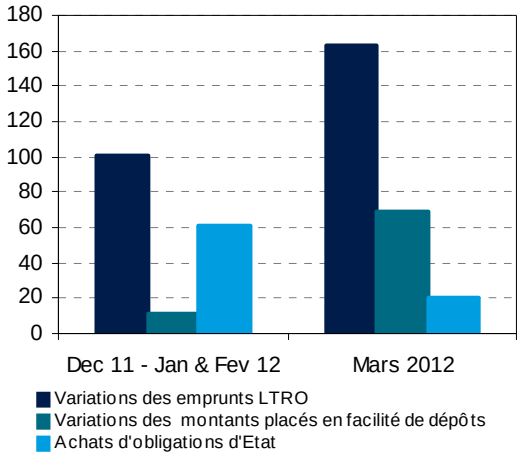
La BCE refusant de monétiser les dettes publiques, le 2ème objectif des LTRO était d'inciter les banques à utiliser la liquidité offerte pour acquérir des emprunts d'Etat. De ce point de vue, les LTRO ont été un succès, au moins jusqu'en février. Les banques espagnoles et italiennes ont utilisé environ 60% des montants empruntés au titre du LTRO1 pour acheter des obligations souveraines. On ne dispose ni de la nationalité des titres acquis, ni de leur maturité; mais il est clair que les banques se sont portées sur des dettes de leur propre pays en privilégiant les maturités courtes (inférieures à 3 ans). Emprunter des fonds à la BCE au taux de 1% pour acquérir – et probablement détenir jusqu'à maturité – des titres d'Etat constituait en effet une opération très rentable et peu risquée. C'était notamment le cas en Italie où la courbe des taux s'était inversée avec un rendement à 2 ans supérieur à 7% fin novembre. Les banques italiennes, mais aussi espagnoles, ont donc procédé à des opérations de portage. Et, anticipant une dynamique favorable, d'autres investisseurs privés leur ont emboîté le pas. Il en a résulté une baisse très marquée des taux obligataires, notamment sur les maturités courtes.

Leurs achats de titres souverains vont-ils se poursuivre ? Rien ne s'y oppose *a priori*. L'exposition des banques italiennes et espagnoles aux emprunts d'Etats est plus faible qu'au tout début du lancement de l'euro, mais le risque est désormais plus important …

> *L'exposition des banques aux emprunts d'Etat est moindre qu'en 1999, mais plus risquée*

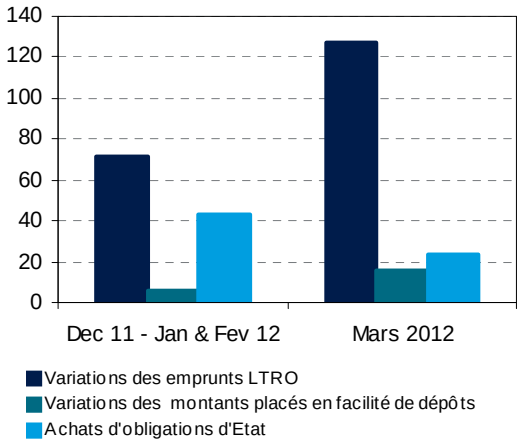
Cela justifie la nécessité des LTRO : les banques du noyau dur prêtent moins aux banques des périphériques, trop «chargées » de souverains domestiques et faisant face à une récession. Néanmoins, en remodelant la structure de leur bilan les banques espagnoles, italiennes mais aussi françaises pourraient donc contribuer davantage au financement des Etats. Il y a là une certaine analogie avec le cas des Etats-Unis où les banques commerciales sont un gisement de demande potentielle pour les titres du Trésor américain (cf. encadré 1 : *ré-équilibrage du bilan des agents domestiques – où en est-on ?* de notre édition d'avril 2012). La situation est toutefois très différente de part et d'autre de l'Atlantique. Aux Etats-Unis, les taux d'intérêt sont faibles et la Fed n'hésiterait pas à monétiser la dette fédérale si un krach obligataire menaçait. Or la BCE n'a pas les mêmes marges de manoeuvre. Les banques européennes, échaudées par les pertes en capital subies lors de l'envolée des taux obligataires en Grèce ou encore au Portugal, seront plus prudentes. La remontée récente des taux d'intérêt en Espagne et en Italie les y incite.

Utilisation des opérations de LTRO par les banques espagnoles (en Mds €)



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Utilisation des opérations de LTRO par les banques italiennes (en Mds €)



Source : Datastream, Stratégie Amundi

[i] LTRO : acronyme de Long-Term Refinancing Operations (opérations de refinancement à long terme). La BCE a annoncé (le 8 décembre 2011) qu'elle procèderait à deux opérations exceptionnelles à trois ans de ce type.

IFM (**) de la zone euro : qu'impliquerait le retour aux structures de bilans d'avant l'euro ?

Actifs des IFM détenus sous forme de titres de dettes publiques (% des actifs totaux)	Actifs totaux (Mds €)	Titres de dettes publiques (% actifs totaux)							Achats potentiels* de titres publics (Mds €)	
	Février 2012	2008	2009	2010	2011	T1 12	1999	Moyenne 1999-2011	Retour à 1999	Retour à 1999-2011
Allemagne	8 526	3.2%	3.3%	4.1%	3.9%	3.5%	4.0%	3.8%	39	29
France	8 472	4.6%	4.9%	4.4%	3.0%	2.6%	7.8%	5.5%	436	247
Italie	4 136	5.1%	5.5%	6.2%	6.4%	7.0%	12.1%	7.7%	208	25
Espagne	3 666	3.0%	4.6%	4.9%	5.1%	6.5%	11.8%	6.9%	196	15

**Achats de titres qui ramèneraient à la structure de bilan qui prévalait en 1999 ou en moyenne depuis la naissance de l'euro.*
*** IFM: Institutions Financières Monétaires (établissements de crédit, banques centrales nationales, OPCVM monétaires)*

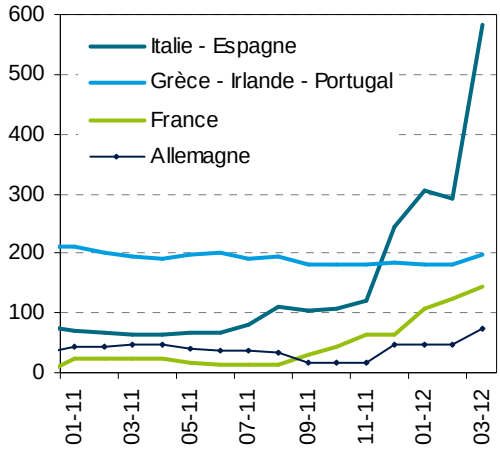
Source : Datatstream, Strategie Amundi

Document à l'usage exclusif des clients professionnels, prestataires de services d'investissement et autres professionnels du secteur financier

Les premiers éléments dont on dispose confortent cette analyse. La proportion des montants empruntés lors du LTRO2 s'étant traduite par des achats de dettes souveraines par les banques a été bien plus faible que lors du LTRO1. On observe d'ailleurs que les dépôts des banques espagnoles auprès de la BCE se sont envolés (cf. premier graphique de la page précédente). En mars, plus de 40% des emprunts des banques espagnoles au titre du LTRO2 se sont en définitive retrouvés dans les coffres de la BCE sous forme de dépôts (rémunérés à 0,25%). Cette situation tranche nettement avec celle observée suite au LTRO1. En effet, en janvier et février, moins de 6% de leurs emprunts s'étaient in fine retrouvés recyclés sous cette forme. Que faut-il en conclure ? Probablement que les opérations de portage des banques espagnoles touchent à leur fin. Elles s'avèrent en effet moins lucratives et plus risquées qu'en novembre dernier…

En Allemagne, les effets des deux LTRO sont en revanche similaires : les dépôts des banques allemandes auprès de la BCE se sont envolés depuis décembre (de plus de 180Mds €) alors même qu'elles n'ont pas eu recours aux prêts de la BCE. Il faut se garder de conclusions trop rapides. Dans la mesure où la BCE a pris le relais d'un marché interbancaire défaillant, les banques allemandes – par ailleurs peu désireuses de renouveler des prêts aux établissements des pays périphériques – se retrouvent avec des excès de liquidités qu'elles placent auprès de la BCE. Ce n'est donc pas le système bancaire allemand qui est défaillant, mais le marché interbancaire de la zone euro qui est grippé. Les LTRO ne l'ont pas débloqué, mais ils ont facilité l'accès à la liquidité aux banques des pays périphériques, ce qui est déjà beaucoup en soi.

Recours des banques aux LTRO de la BCE (en Mds €)



Source : Datastream, Stratégie Amundi

2. …ne doit pas masquer l'échec des LTRO à doper le crédit

Les liquidités injectées par la BCE avaient aussi pour fonction d'éviter un assèchement du crédit bancaire au secteur privé (entreprises et ménages). Même si la situation est très contrastée d'un pays à l'autre, les LTRO n'ont pas produit les effets escomptés. C'est en effet dans les pays où les banques ont eu le plus recours aux prêts de la BCE que le crédit au secteur privé se replie le plus !

En Espagne et au Portugal, le crédit accordé aux entreprises et aux ménages se contracte nettement (cf. tableau, zone rouge) et la situation s'est nettement aggravée depuis l'été dernier. **En Italie**, le crédit aux entreprises a cessé de progresser et le crédit aux ménages ralentit (zone orange).

> *Credit crunch en Espagne et au Portugal*

Comparaisons du crédit bancaire

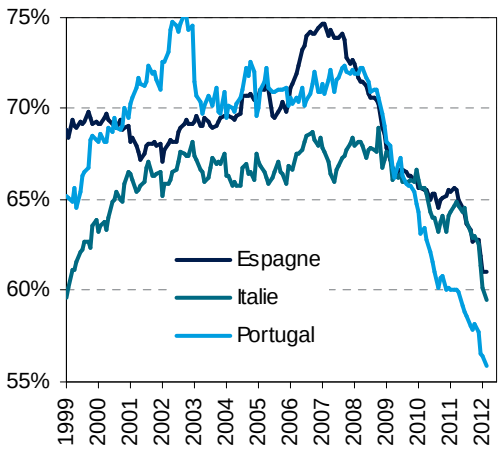
Evolutions du crédit bancaire au secteur privé

% sur un an	Entreprises non financières		Ménages	
	Juil. 11	Fév. 12	Juil. 11	Fév. 12
Allemagne	0.3%	1.5%	0.5%	1.2%
France	4.7%	3.9%	7.6%	5.6%
Italie	5.1%	0.1%	5.8%	2.7%
Espagne	-4.5%	-5.6%	-1.8%	-2.6%
Portugal	-1.1%	-2.3%	0.6%	-1.7%

Source : BCE, Datastream, Stratégie Amundi

Au total, la part dans le bilan des banques, des crédits accordés aux résidents diminue fortement en Espagne, en Italie et encore plus violemment au Portugal, tombant sur des niveaux inobservés depuis la naissance de l'euro. La situation est toutefois très contrastée. **En France**, le crédit aux entreprises et aux ménages continue de progresser mais plus lentement qu'à l'été dernier. A contrario, **en Allemagne**, le crédit accélère tant pour les entreprises que pour les ménages (zone verte).

Zone euro : part du crédit aux résidents (% des actifs totaux des banques)



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Même s'il est trop tôt pour dresser un bilan définitif de l'impact des LTRO sur le crédit (les données postérieures au LTRO2 manquent pour affiner le diagnostic), **ces évolutions illustrent que liquidité et crédit ne font pas nécessairement bon ménage.** Il est certes difficile de faire la part entre ce qui est dû à la chute de la demande de crédit (corollaire de la récession) et le rationnement de l'offre du crédit. Cependant une chose est sûre, la liquidité offerte par la BCE n'a pas résolu les problèmes de banques. Leurs bilans ont toujours besoin d'être consolidés. Dans son dernier rapport sur la stabilité financière, le FMI estime à plus de 2000 Mds € le besoin de désendettement des banques européennes sur les deux prochaines années (l'estimation d'Amundi est de 1700 Mds). Pour accompagner le processus, les experts du FMI préconisent une nouvelle baisse des taux directeurs de la BCE et une recapitalisation des banques pour éviter un *credit crunch* généralisé.

C'est en Espagne qu'une action en la matière nous semble la plus urgente : Si les plus grandes banques semblent suffisamment capitalisées pour résister à une détérioration de la conjoncture, les autorités devront sans doute prendre des mesures pour consolider celles qui sont le plus exposées au risque immobilier (voir section suivante). Car avec la baisse des prix de l'immobilier et l'ampleur de la récession (et du chômage), les créances douteuses s'accumulent dans les bilans des banques. Il faut briser le cercle vicieux entre *deleveraging* et récession. Faute de quoi l'économie menace de sombrer en dépression et la dette publique de devenir insoutenable. Avec le Fonds Européen de Stabilité Financière (FESF), l'Europe s'est dotée d'un levier pour recapitaliser les banques qui en ont besoin. Reste à savoir si les autorités européennes sont prêtes à l'actionner. Le temps presse.

Document à l'usage exclusif des clients professionnels, prestataires de services d'investissement et autres professionnels du secteur financier

8 Problème autour du financement de la restructuration du système bancaire espagnol

La BCE a offert aux banques une ligne de financement illimité à 3 ans et à 1% sous la forme du LTRO. Les deux volets de cette opération de refinancement à long terme, en décembre 2011 et février 2012, ont été déterminants pour les banques espagnoles. En effet, ces dernières peuvent désormais couvrir grâce aux LTROs près de 190% de leurs besoins de refinancement de marché pour 2012 et environ 90% de ceux pour 2012 et 2013, selon la Banque d'Espagne.

L'argent du LTRO a aussi permis aux banques espagnoles d'acheter de la dette souveraine domestique (pour un montant record de 142mds€ en février 2012) et d'enregistrer un spread de plus de 200 pb (le rendement espagnol étant supérieur au coût de 1% du prêt de la BCE).

Toutefois, après ces effets positifs, on observe un retour des craintes sur l'économie et la dette souveraine, les investisseurs remettant clairement en cause la crédibilité et le risque d'exécution des réformes en Espagne (réformes du secteur financier et du marché du travail notamment). En renforçant leur exposition à la dette souveraine domestique, les banques espagnoles ont aussi resserré le lien entre risque souverain et risque bancaire...

La réforme financière vise un double objectif : assainir les bilans des banques espagnoles par la constitution de 53.8mds€ de provisions supplémentaires sur le secteur immobilier espagnol et favoriser une consolidation du système bancaire du pays (notamment pour les institutions qui ne pourraient supporter seules ces provisions supplémentaires).

> *Comment pallier le manque actuel de ressources du Fonds de Garantie des Dépôts ?*

La réforme financière a pour but d'assainir les actifs immobiliers problématiques (175 Mds EUR pour l'ensemble du système) et les actifs performants liés aux constructeurs immobiliers (148 Mds EUR).

La Banque d'Espagne a déclaré récemment que les banques espagnoles avaient provisionné 9mds€ au quatrième trimestre 2011 au titre de la réforme financière et que les nouveaux besoins de provisionnement s'élevaient à 29 mds€ (25 mds€ après utilisation de provisions génériques). De plus, les banques espagnoles vont devoir créer un matelas de fonds propres de 15,6mds€. En conséquence, la Banque d'Espagne reconnaît implicitement un déficit en capital de 12,5mds€ au niveau du système bancaire espagnol afin de répondre à cette dernière exigence. En excluant l'injection de capital de 5mds€ dans Caja Mediterraneo CAM (avant son acquisition par Sabadell), le déficit en fonds propres tombe à 7,5mds€. Nous estimons que le secteur bancaire espagnol pourrait absorber entre 5 et 10mds€ de déficit en capital via des rachats de capital hybride.

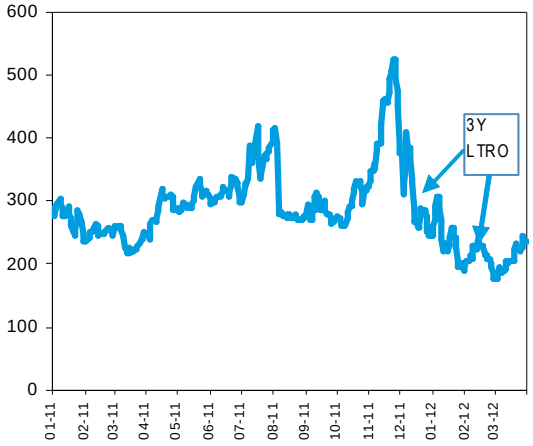
Nous pensons cependant qu'il faudra encore assainir les expositions des banques en dehors du secteur immobilier (qui représentent 1 500mds€). De fait, les derniers chiffres de la Banque d'Espagne sur les ratios de prêts non performants font état d'une hausse annuelle de 186 pb en février 2012, à 8,16%.

Compte tenu de l'accélération globale des créances douteuses, en particulier dans l'activité de prêt aux PME, nous prévoyons un durcissement des politiques de provisionnement relatives aux expositions non immobilières. Les conséquences d'une rechute en récession et de la réforme du marché du travail (qui implique une nouvelle hausse du chômage à court terme) pourraient donner lieu à des pertes sur prêts importantes en dehors du secteur immobilier. Selon nous, jusqu'à 50mds€ de provisions pourraient être nécessaires au titre de ces pertes potentielles.

La réforme financière favorise la consolidation du système bancaire espagnol, un facteur résolument positif

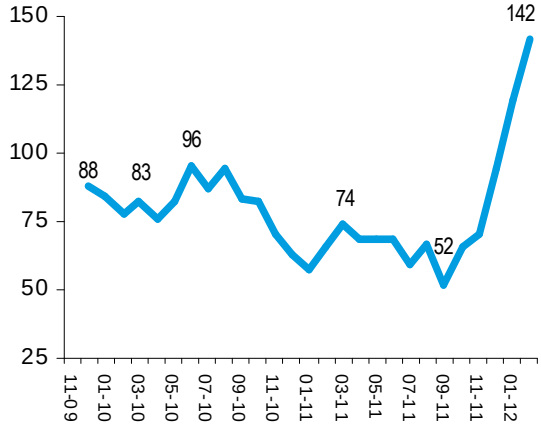
Le FROB a toujours le contrôle de trois caisses d'épargne (cajas) qui doivent être vendues aux enchères cette année (Banco de Valencia et Catalunya Caixa avant l'été, et Banco NovaGalicia ensuite). Dernièrement, la Banque d'Espagne a confirmé que le Fonds de Garantie des Dépôts sera utilisé pour financer les Plans de Protections des Actifs de ces trois entités (afin d'absorber les futures pertes sur prêts de ces établissements).

Les banques espagnoles ont bénéficié d'un spread de plus de de 200 pb grâce aux fonds du plan LTRO



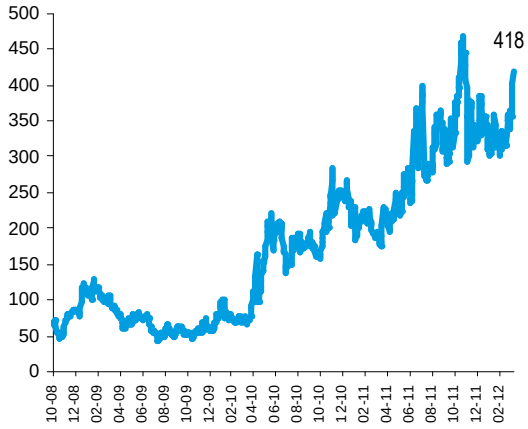
Source: Amundi Equity Research

Hausse massive des positions en dette locale des banques espagnoles (Mds EUR)



Source : Spanish Treasury, Bank of Spain, ECB

Rendements à 10 ans espagnols et allemands (pb)



Source: Amundi Equity Research

Document à l'usage exclusif des clients professionnels, prestataires de services d'investissement et autres professionnels du secteur financier

Toutefois, on ne sait pas comment les autorités vont pallier le manque actuel de ressources du Fonds de Garantie des Dépôts. Nous chiffrons à 10mds€ le coût des Plans de Protection des Actifs (avec un taux de couverture à 80%) pour ces trois cajas alors qu'il ne reste plus aucune ressource disponible au Fonds de Garantie des Dépôts et que la contribution annuelle des banques espagnoles au Fonds s'élève actuellement à 2mds€.

Dès lors plusieurs options s'offrent à l'Espagne :

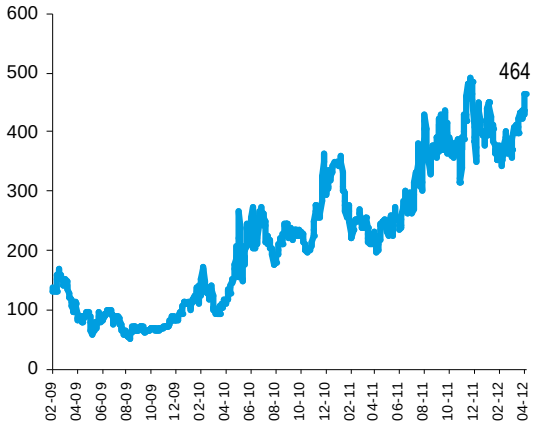
- Une émission de dette du FROB ou du Fonds de Garantie des Dépôts : la tâche serait ardue dans l'environnement actuel. L'UE pourrait refuser une émission du Fonds assortie d'une garantie de l'État pour financer la restructuration du secteur bancaire espagnol (l'intervention pouvant être considérée comme un soutien public).
- Une contribution supplémentaire demandée aux banques espagnoles pour alimenter le Fonds de Garantie des Dépôts (3% de la base de dépôts contre 2% actuellement)
- Un accord pourrait être conclu entre le FROB et le FMI ou le FESF sur une ligne de crédit visant à recapitaliser le système bancaire espagnol

La Banque d'Espagne refuse toujours la création d'une structure de défaisance en raison des progrès accomplis sur le front des expositions au secteur immobilier. Les autorités préfèrent que les banques gèrent leurs actifs problématiques individuellement (en faisant la distinction entre actifs stratégiques et non stratégiques) plutôt qu'au niveau national.

Selon la presse espagnole, la Banque d'Espagne envisagerait la création d'une société immobilière dans laquelle les banques transféreraient leurs actifs fonciers pour une période maximale de 10 ans. Les banques et les cajas détiendraient un pourcentage de cette société immobilière en fonction du volume des actifs transférés. Ce projet pose la question de l'estimation de la valeur des actifs à transférer et de la charge potentielle de financement assumée par les banques et les cajas. Selon nous, ces transactions risquent de libérer moins de capital que les 15mds€ prévus, sauf intervention des pouvoirs publics pour prendre en charge la séparation entre actifs stratégiques et non stratégiques. Toutefois, ce soutien public pourrait nécessiter l'aval de l'Union Européenne.

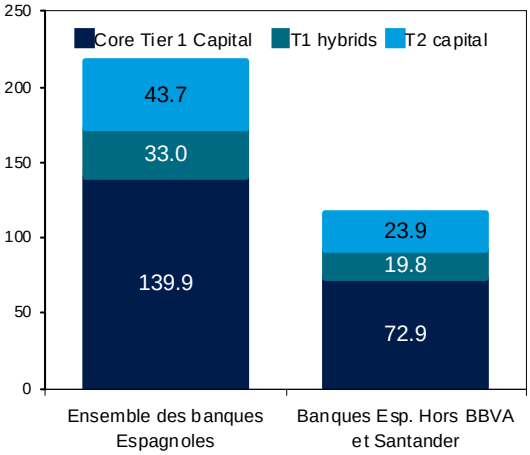
La restructuration du système bancaire espagnol sera déterminante dans la réussite du processus de « deleveraging » que vont devoir endurer les banques dans les prochaines années. Nous estimons que le système bancaire espagnol devra résorber un déficit de financement de 380 Mds EUR (écart entre prêts et dépôts, ajusté des papiers commerciaux/certificats), ce qui pourrait prendre au moins cinq ans.

Spread des CDS espagnols 5 ans



Source: Amundi Equity Research

Ventilation des fonds propres des banques Espagnoles



Source : Amundi Equity Research

Document à l'usage exclusif des clients professionnels, prestataires de services d'investissement et autres professionnels du secteur financier

9 Le haut rendement américain plus attractif que le haut rendement européen

Crédit : retour de l'aversion au risque en avril après des performance record au T1

En termes de performance, le crédit européen IG a connu au T1 2012 son 3ème meilleur trimestre tous trimestres confondus. Le HY européen a pour sa part signé son 4ème meilleur trimestre historique. Les marchés du crédit américains ont aussi enregistré des performances solides, mais moins spectaculaires. En effet, la performance du crédit européen - IG (+5,3%) et HY (+12,5%) - a été dopée par les injections massives de liquidités de la BCE (LTRO). La réapparition des inquiétudes entourant la dette souveraine en Europe et l'épuisement des effets positifs du LTRO ont encouragé les investisseurs à prendre leurs profits et à être plus prudents en avril.

Les produits de spread séduisent, au dépens du monétaire et de la dette souveraine

Sur le 1er trimestre 2012, on observe des investissements croissants dans plusieurs grandes classes d'actifs : c'est le cas aux Etats-Unis où la Fed avait annoncé qu'elle maintiendrait des taux nuls plus longtemps que prévu, stimulant par là même la quête de produits de rendement. Le 18 avril, les décollectes des fonds monétaires américains depuis le début de l'année représentaient près de 120 Mds $. Où cet argent a-t-il été réinvesti ? La réponse est simple : principalement dans des « produits de spread ». 50 Mds $ sont allés vers des fonds investis en obligations de qualité (IG), 17,5 Mds vers des fonds de dette émergente et 32 Mds vers des fonds High Yield (HY), dont 20 Mds dans le HY américain. Ce sont au total 100 Mds $ qui ont été investis dans des instruments de crédit, et qui, ajoutés aux souscriptions dans des fonds actions (12,3 Mds $), correspondent aux décollectes subies par les produits de liquidité. En Europe, les produits de spread ont collecté entre 4% et 9% de leurs actifs sous gestion initiaux au cours du 1er trimestre. Comme aux Etats-Unis, les instruments de rang spéculatif ont collecté plus d'investissements que ceux de qualité supérieure par rapport à l'actif sous gestion, mais moins en termes absolus. À la différence des marchés américains, toutefois, les investissements en actions en Europe sont presque neutres, et les décollectes ont principalement concerné les titres souverains ; de plus, ces dernières semaines, les FCP européens ont fait les frais des inquiétudes entourant la dette souveraine.

Investissements record dans les FCP HY : un des facteurs des performances du T1

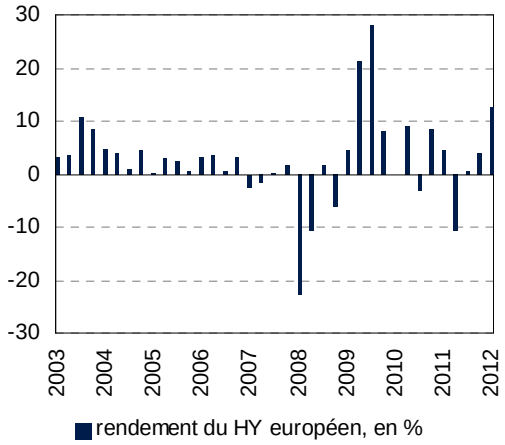
Le 2ème graphique à droite présente les investissements hebdomadaires réalisés dans des fonds HY depuis le début de l'année : les flux ont été soutenus en janvier et en février, avec des collectes nettes hebdomadaires comprises entre 1 et 3 Mds $, mais ils ont marqué le pas en mars. Les 14 premières semaines de l'année ont enregistré des collectes positives. Celles-ci ont totalisé 7 Mds en janvier, 9,5 <Mds en février et 3,2 Mds en mars. Durant les deux premières semaines d'avril, les fonds HY ont subi des décollectes limitées, de l'ordre de 700 millions $, ce qui a été plus que compensé par les souscriptions de la 3ème semaine (925 millions). On voit sur le graphique qu'au total, ces collectes de 20 Mds correspondent à 12% de l'actif sous gestion début janvier : l'année dernière, les investissements nets en janvier et février avaient représenté respectivement 2,4 Mds et 2,1 Mds et avaient fait du surplace en mars, pour atteindre un total sur le T1 de 4% de l'actif sous gestion. D'autre part, les collectes totales en 2011 étaient inférieures à 10 Mds $, donc inférieures de moitié à celles du seul 1er trimestre 2012.

Les politiques de taux zéro et d'assouplissement quantitatif contribuent à renforcer la demande en produits de spread. Les FCP ne représentent qu'une partie de la demande totale, mais en moins de trois ans, les fonds investis en titres de rang spéculatif ont accueilli à eux-seuls près de 70 Mds de nouveaux investissements.

> *Les produits de spread séduisent, …au détriment du monétaire et du souverain*

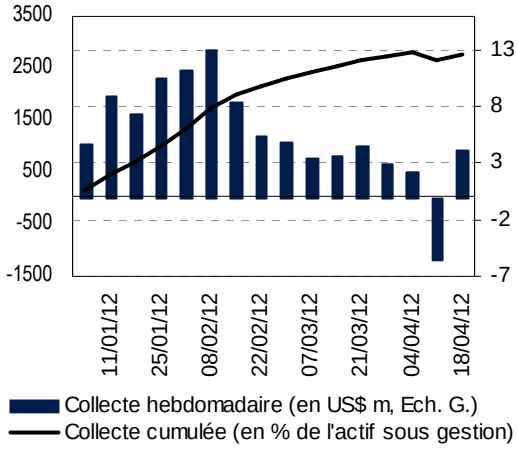
Les crises qui agitent l'Europe ont beaucoup pesé sur la demande au T2 2010 et aux T2-T3 2011. La perte du AAA des Etats-Unis et la montée du risque systémique en Europe ont provoqué 2 trimestres consécutifs de décollecte. Mais cette tendance n'a été que temporaire. En résumé, sur les treize derniers trimestres, seuls trois ont donné lieu à des désinvestissements au sein des fonds HY américains, dans des environnements de crise systémique sans précédent. Ces désinvestissements ont été assez limités, et ont été suivis par des collectes supérieures, ce qui met en évidence la recherche permanente de rendement dans un contexte de croissance et de taux faibles.

Au T1 2012, le HY EUR affiche une performance inédite depuis 2009



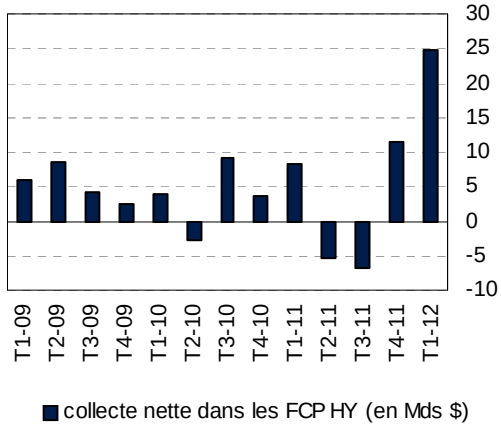
Source : BoA ML, Stratégie Amundi

Les collectes des fonds HY américains depuis janvier atteignent 12% de l'actif géré



Source : EPFR, Stratégie Amundi

Sur le T4 2011 et le T1 2012, 35 Mds $ de collectes pour les fonds HY américains



Source : EPFR, Stratégie Amundi

Document à l'usage exclusif des clients professionnels, prestataires de services d'investissement et autres professionnels du secteur financier

La demande record donne lieu à une offre record d'obligations HY en dollar

Le T1 a donné lieu à de nouveaux records également en termes d'offre : le graphique de droite montre que le total des émissions de dette HY en dollar a atteint un nouveau pic de 90 Mds $ sur le 1er trimestre. Ce montant exceptionnel est dû en partie à de nombreuses opérations initialement prévues au S2 2011 et qui avaient été reportées. D'autre part, les émissions en dollar des entreprises HY européennes ont atteint des niveaux historiques avec plus de 10 Mds $, ce qui correspond à un volume inhabituel de titres dits Yankees. Au-delà de ces deux facteurs, le lien avec la demande est fort, et souligne une fois encore le rôle prépondérant joué par la demande dans la détermination de l'offre sur les marchés du crédit.

Les liquidités élevées dans les portefeuilles contribuent à la surperformance du HY

Les positions en liquidités des portefeuilles sont un baromètre de la perception du risque des gérants : lorsqu'elles atteignent des niveaux extrêmes (hauts ou bas), elles donnent des indications techniques très utiles. Un pic des positions en liquidités peut signaler une aversion pour le risque excessive ; des positions très basses peuvent, a contrario, traduire une confiance trop forte dans les perspectives des marchés. Si l'on observe les tendances récentes, les fonds de HY ont démarré 2012 avec des positions trop défensives en termes d'investissements et de liquidités. Fin 2011, les positions en liquidités avaient atteint leurs niveaux les plus élevés depuis la faillite de Lehman Brothers, dans le but principal d'offrir une protection contre des demandes de remboursements et pour atténuer l'impact d'un pic potentiel de volatilité au T1 2012. En réalité, c'est un scénario inverse qui s'est produit : les fonds ont enregistré des collectes record et la volatilité a nettement diminué. Selon toutes les enquêtes menées auprès des institutionnels, les positions en liquidités des portefeuilles ont représenté en moyenne 3 à 4% des encours pendant les dernières années, avec des plus bas à 2-3% et des pics aux alentours de 6%. Fin 2011, les niveaux de liquidité étaient très proches des pics caractéristiques de la crise Lehman, soit supérieurs ou égaux à 6%. Selon les toutes dernières indications, grâce à des émissions record et malgré des collectes significatives, ce poids est repassé à 5%. La bonne nouvelle pour les investisseurs, cependant, est que les liquidités sont toujours bien supérieures à la normale.

La demande forte et l'activité primaire soutenue garantissent des performances positives, mais aussi un moindre risque de refinancement pour les entreprises américaines de rang spéculatif dans les prochaines années

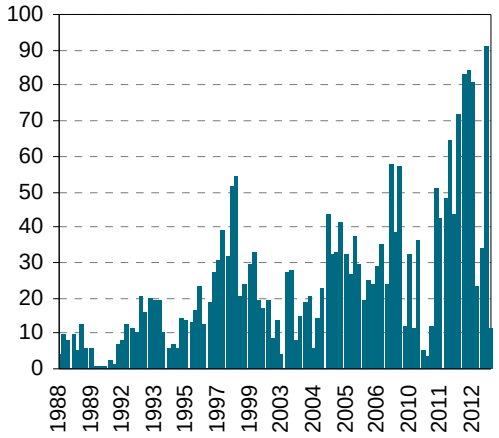
Les volumes record de nouvelles émissions au T1 2012 ont de nouveau fait baisser les risques de refinancement pour les trois prochaines années : les obligations émises en substitution de prêts et l'activité de refinancement obligataire pure ont fait diminuer de 40 Mds $ le volume de dette arrivant à échéance jusqu'à fin 2014. Les entreprises américaines continuent à consacrer plus de 50% de cette nouvelle dette au refinancement, une tendance inchangée depuis la crise Lehman. Au cours des quatre derniers trimestres, les remboursements de dette à échéance 2012 ont diminué de plus de moitié, passant de 50Mds à 21 Mds $ actuellement. L'année 2013 semble aussi relativement gérable, avec un risque de refinancement divisé par deux (de 100 à 50 Mds $). Ce sera plus difficile pour 2014, même si le risque a baissé de 36% sur l'année écoulée.

Le crédit bénéficie toujours de puissants facteurs techniques, mais les inquiétudes entourant la dette souveraine réapparaissent et pénalisent le marché européen

Les facteurs techniques liés à l'offre et à la demande, ainsi qu'aux liquidités et positions des portefeuilles sont globalement favorables aux marchés du crédit, en particulier aux Etats-Unis. Toutefois, la remontée récente du risque souverain en Europe a pour effet de raviver l'aversion pour le risque des investisseurs. Le dernier graphique montre un écart croissant entre les collectes des fonds HY des deux côtés de l'Atlantique depuis quelques semaines.

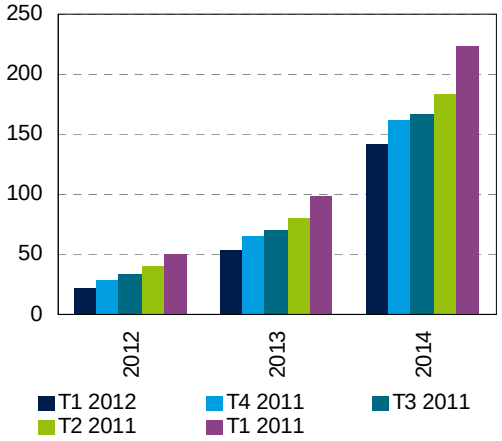
Malgré quelques indicateurs macroéconomiques décevants aux Etats-Unis, le marché américain résiste toujours bien à la crise souveraine de la zone euro. En revanche, en Europe, les décollectes ont pris le pas sur les investissements au sein des fonds spéculatifs ces dernières semaines, si bien que les souscriptions cumulées ont été ramenées à tout juste 3%, après des pics de 7%. Mais à la différence du marché américain, l'offre ralentit également dans la zone euro, et devrait être plus favorable à terme : 2012 sera probablement la première année d'émissions nettes négatives d'obligations d'entreprise en Europe, notamment dans le secteur financier et dans la sphère Investment Grade.

La demande donne lieu à une offre record : US HY nouvelles émissions (en Mds $)



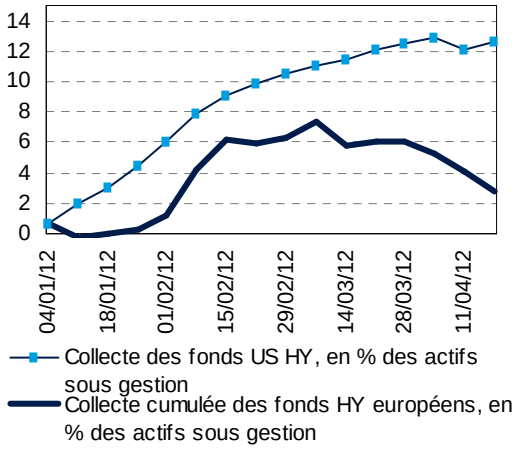
Source : EPFR, Stratégie Amundi

Obligations et prêts venant à échéance (en Mds $)



Source : BoA ML, Stratégie Amundi

Le retour du risque souverain finit par affecter davantage le crédit européen



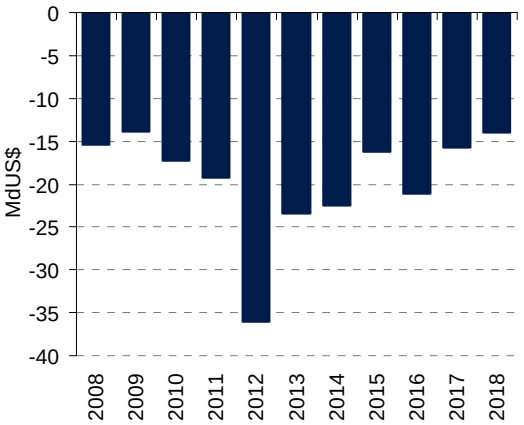
Source : EPFR, Stratégie Amundi

Document à l'usage exclusif des clients professionnels, prestataires de services d'investissement et autres professionnels du secteur financier

10 Pharmacie : un secteur en meilleure forme qu'il n'y paraît, doté de perspectives en amélioration

Au cours de la décennie passée, la perception de la pharmacie par les investisseurs s'est dégradée pour diverses raisons qui ont mis sous pression le business model « traditionnel » de cette industrie : 1) réformes de santé incessantes en Europe ; 2) exigences accrues des autorités de santé en matière de sécurité et d'efficacité dans le cadre de l'évaluation des nouveaux traitements, entraînant une augmentation des coûts de R&D et du risque d'échec ; 3) baisse de productivité de la recherche, le modèle classique de R&D (reposant essentiellement sur la chance et non sur la solidité des preuves scientifiques) commençant à péricliter ; et 4) vague d'expiration de brevets, notamment de blockbusters (CA > 1Md$), entraînant une disparition quasi-instantanée de pans entiers de chiffre d'affaires. L'industrie a cependant atteint aujourd'hui un point d'inflexion : 1) les pressions les plus fortes commencent à se dissiper, 2) les marchés émergents sont devenus un vecteur de croissance majeur et 3) un nouveau *business model* vient d'émerger avec le renouvellement des équipes de management à travers toute l'industrie depuis 3 ans. Les fondamentaux sont donc bien plus robustes que ne le perçoivent les investisseurs et la croissance bénéficiaire du secteur est désormais plus régulière et pérenne que par le passé.

CA perdu par l'industrie pharma mondiale du fait de la concurrence des génériques



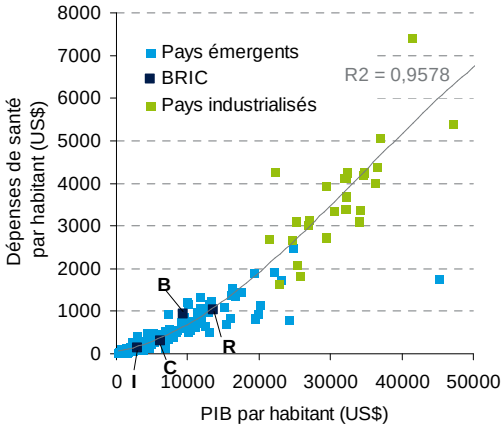
Source : Amundi Equity Research

Forte diminution de l'impact de l'expiration des brevets après 2012

De tous les éléments de pression sur l'industrie, celui qui a le plus hanté les investisseurs et accru la volatilité du secteur en bourse a été l'impact des expirations de brevets. Depuis 2000, les fabricants de génériques ont bâti leur *business model* sur l'attaque des brevets (invalidation et/ou contournement) avant leur expiration, créant un grand climat d'incertitude lié à des pratiques commerciales agressives (lancement des génériques avant la fin des brevets) et aux litiges juridiques que ces attaques provoquent. Par ailleurs, les montants en jeu sont colossaux : entre 2010 et 2015, près de 120Md$ de CA générés par les médicaments de marque (soit 15 % du marché mondial) devraient disparaître sous l'effet de la concurrence des génériques, 2012 étant l'année la pire de l'histoire de la pharmacie avec la disparition de médicaments parmi les plus utilisés du monde (Lipitor (Pfizer), Plavix (Sanofi), Zyprexa (Lilly), Diovan (Novartis), Seroquel (AstraZeneca),…). C'est ce qu'on appelle dans le jargon de l'industrie la « falaise brevetaire » à laquelle la plupart des grands groupes pharmaceutiques sont confrontés, mais dont l'impact va très prochainement s'atténuer, une fois passé le pic de 2012.

> *2012, un pic pour la concurrence des génériques*

Dépenses de santé et PIB par habitant dans les marchés émergents et industrialisés



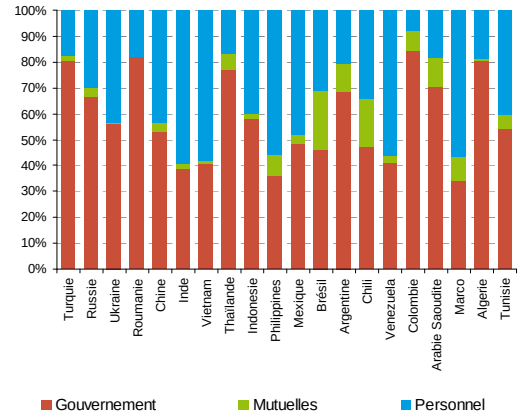
Source : WorldBank, Amundi Equity Research

Marchés émergents : un formidable levier de croissance

Les marchés émergents sont aujourd'hui le principal moteur de croissance de l'industrie, et pas seulement à court terme : les dépenses de santé par habitant sont très corrélées au PIB ; or de grands pays comme l'Inde ou la Chine sont loin d'avoir atteint les niveaux de PIB par habitant observés dans les pays industrialisés. La croissance du marché pharmaceutique dans les émergents devrait demeurer à 2 chiffres sur 2010/2015 (+13% l'an). Cette zone devrait ainsi représenter 33% du marché en 2015 contre 16% en 2005. Quant aux USA et à l'Europe, leur contribution tombera à 31 % et 19 % respectivement en 2015, contre 41 % et 27 % en 2005. En valeur, les USA devraient croître à un rythme de 2% l'an sur 2010/2015 malgré la forte percée des génériques, car le *pricing power* reste élevé et la demande très solide (tirée par les produits contre le cancer ou les maladies chroniques comme le diabète). En Europe, avec une tendance similaire de la demande et un impact moindre des génériques, mais une poursuite des reformes de santé et un *pricing power* très faible, le marché devrait rester stable sur 2010/2015. Les marchés émergents constituent une opportunité mais également un défi, car ils sont très hétérogènes et en pleine mutation selon les pays. Les industriels de la pharmacie doivent donc répondre à deux critères selon nous indispensables pour y réussir : 1) une diversification géographique poussée (ne pas mettre tous ses œufs dans le même panier, bien souvent la Chine) et 2) une intégration verticale flexible, avec une offre adaptée aux besoins de toutes les couches de populations (des commodités génériques pour les plus pauvres, des médicaments de marque à haute valeur ajoutée pour les plus riches, et pour la classe moyenne de l'OTC et des génériques dits « de marque »).

> *Pays émergents : 33% du marché pharmaceutique mondial en 2015*

Répartition du la source de financement des dépenses de santé dans les pays émergents



Source : OMS, Amundi Equity Research

Document à l'usage exclusif des clients professionnels, prestataires de services d'investissement et autres professionnels du secteur financier

La R&D, à nouveau productive et rentable

Après une longue phase de transition, un nouveau modèle de R&D vient d'émerger, basé sur les biotechnologies et les progrès révolutionnaires du diagnostic moléculaire permettant une compréhension fine du mode d'action des maladies et des médicaments. Le développement de blockbusters arrosant indifféremment tous les patients (modèle *mass-market* traditionnel) est abandonné au profit de traitements ciblés (agissant uniquement sur le vecteur de la maladie), de thérapies individualisées (patients traités selon leur génotype ou certains bio-marqueurs), ou encore de médicaments s'adressant à des niches (maladies rares à besoins thérapeutiques insatisfaits). Cette approche radicalement différente de la R&D conduit à 1) des médicaments visant des cohortes plus restreintes de patients mais avec une balance bénéfice/risque supérieure et 2) des développements moins coûteux et offrant de meilleures chances de succès. Cela a porté ses premiers fruits en 2011, année record, marquée par 1) le plus grand nombre d'autorisations de mise sur le marché depuis 2004, 2) un taux remarquablement bas de médicaments rejetés par les régulateurs, 3) une qualité d'innovation inégalée, comme l'a souligné le régulateur américain du médicament. Cette nouvelle approche est également source de *pricing power* pour l'industrie, y compris en Europe, car les gouvernements et mutuelles sont prêts à financer les innovations réelles. En 2011, la plupart des nouveaux médicaments ont été lancés sur la base de prix de l'ordre de 50 à 200% supérieurs à ceux des générations précédentes : les nouveaux anticancéreux ont ainsi dépassé 50000 $ voire parfois 100000 $ de coût annuel. Cette envolée soudaine des prix pour les nouveaux traitements témoigne ainsi de la capacité retrouvée de l'industrie à délivrer des médicaments plus innovants par rapport au passé.

> *La R&D pharmaceutique en pleine révolution*

Des efforts intenses d'adaptation opérés par l'industrie pharmaceutique

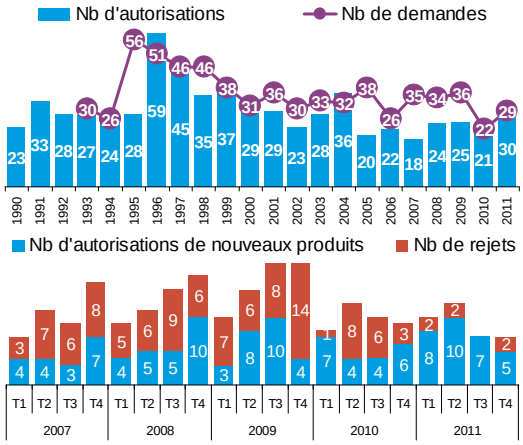
Ces trois dernières années, sous l'impulsion d'équipes dirigeantes renouvelées, l'industrie pharmaceutique a pris des mesures drastiques pour s'adapter à ce nouvel environnement. Outre des réductions de coûts, des bouleversements culturels sont intervenus et de nouveaux *business models* ont été mis en œuvre (sauf, exception notable en Europe, chez AstraZeneca) : l'expansion dans les pays émergents a été accélérée, la R&D a été abordée de manière plus pragmatique, la génération de cash est devenue une priorité. Enfin, le profil de risque des portefeuilles a été réduit via deux approches stratégiques : 1) diversification accrue vers de nouveaux relais de croissance (santé animale, OTC (médicaments sans prescription), vaccins, diagnostics) offrant des perspectives plus visibles et pérennes que celles du marché traditionnel des médicaments de prescription ; et 2) adoption d'un modèle dit « de spécialité » au sein du segment de la pharmacie de prescription, avec des gammes diversifiées de médicaments de plus faibles volumes mais plus rentables et médicalement mieux ciblés, réduisant ainsi la dépendance des sociétés à quelques blockbusters. Globalement, les grands groupes pharmaceutiques en Europe se sont adaptés mieux et plus vite que leurs homologues américains, notamment en termes de diversification des plateformes de croissance et de positionnement sur les marchés émergents. Même des sociétés de taille moyenne, comme UCB et plus récemment Ipsen ou Merck KGaA, se sont lancées, à leur échelle, dans des mutations opérationnelles et culturelles similaires.

> *Bouleversements culturels et opérationnels dans l'industrie*

Grâce à l'amélioration de ses fondamentaux, le secteur devrait bénéficier de meilleures perspectives et, de ce fait, d'une réappréciation de sa valorisation

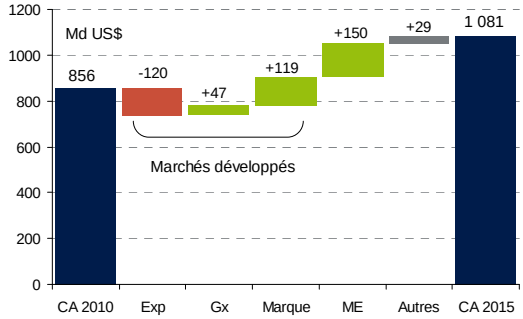
Grâce à la dynamique des marchés émergents et au regain de *pricing power* induit par les innovations, l'industrie pharmaceutique devrait pouvoir compenser l'impact de la « falaise brevetaire » et des pressions exercées par les programmes d'austérité en Europe et, ainsi pouvoir progresser à un taux moyen annuel de 5 % sur 2010/15, d'après le consultant spécialisé *IMS Institute for Healthcare Informatics*. Dans ce contexte moins morose qu'il n'y paraît, les groupes pharmaceutiques européens devraient à l'avenir pouvoir afficher une croissance bénéficiaire moins volatile et plus pérenne, notamment ceux ayant déjà franchi leur «falaise brevetaire», adapté leur *business model* et capables de commercialiser avec succès de nouveaux produits. Dans l'ensemble, ces éléments devraient se traduire par une augmentation des multiples de valorisation des sociétés du secteur, après une baisse quasi-ininterrompue lors des dix dernières années.

Lancement de nouveaux produits aux USA : demandes, autorisations et rejets



Source : FDA

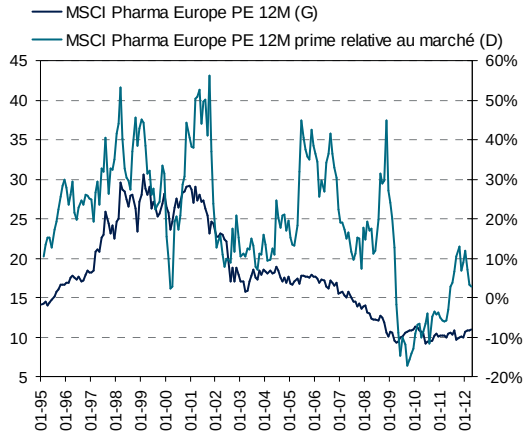
Une croissance du marché pharmaceutique mondial de 5% l'an sur 2010/15



Exp. : impact des expirations de brevets
Gx : utilisation des génériques dans les pays développés
Marque : médicaments de marque
ME : marchés émergents
Autres : Inclut le reste du monde

Source : IMSHealth, Amundi Equity Research

Secteur pharmaceutique européen Valorisation absolue et relative



Source : Datastream, Amundi Equity Research

Document à l'usage exclusif des clients professionnels, prestataires de services d'investissement et autres professionnels du secteur financier

Amundi
ASSET MANAGEMENT

mensuel
Mai 2012 - N°5

Cross asset investment strategy

Stratégie et recherche économique

Correspondants

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

Rédacteurs en chef adjoint
Didier Borowski – Responsable Stratégie & Recherche Economique – Paris
Richard Butler – Responsable Analyse crédit – Paris
Stéphane Taillepied – Responsable Analyse financière – Paris

Contributeurs
Philippe Ithurbide
Didier Borowski
Florian Roger - Responsable Macroéconomie – Paris
Valentine Ainouz – Stratégie Crédit – Paris
Sergio Bertoncini – Stratégie Crédit – Milan
Eric Mijot – Responsable-adjoint Stratégie & Recherche Economique – Paris
Ibra Wane – Stratégie Actions – Paris
Thomas Lapeyre – Analyse financière – Paris
Emmanuelle Chastenet – Analyse financière – Paris

Support
Pia Berger – Recherche, Stratégie et Analyse – Paris
Florence Dumont – Recherche, Stratégie et Analyse – Paris

AVERTISSEMENT

Directeur de la publication : Pascal Blanqué
Rédacteur en chef : Philippe Ithurbide
Les destinataires de ce document sont en ce qui concerne l'Union Européenne, les investisseurs « Professionnels » au sens de la Directive 2004/39/CE du 21 avril 2004 «MIF», les prestataires de services d'investissements et professionnels du secteur financier, le cas échéant au sens de chaque réglementation locale et, dans la mesure où l'offre en Suisse est concernée, les « investisseurs qualifiés » au sens des dispositions de la Loi fédérale sur les placements collectifs (LPCC), de l'Ordonnance sur les placements collectifs du 22 Novembre 2006 (OPCC) et de la Circulaire FINMA 08/8 au sens de la législation sur les placements collectifs du 20 Novembre 2008. Ce document ne doit en aucun cas être remis dans l'Union Européenne à des investisseurs non « Professionnels » au sens de la MIF ou au sens de chaque réglementation locale, ou en Suisse à des investisseurs qui ne répondent pas à la définition d'« investisseurs qualifiés » au sens de la législation et de la réglementation applicable.
Le présent document ne constitue en aucun cas une offre d'achat ou une sollicitation de vente et ne peut être assimilé ni à sollicitation pouvant être considérée comme illégale ni à un conseil en investissement.
Amundi n'accepte aucune responsabilité, directe ou indirecte, qui pourrait résulter de l'utilisation de toutes informations contenues dans ce document. Amundi ne peut en aucun cas être tenue responsable pour toute décision prise sur la base de ces informations. Les informations contenues dans ce document vous sont communiquées sur une base confidentielle et ne doivent être ni copiées, ni reproduites, ni modifiées, ni traduites, ni distribuées sans l'accord écrit préalable d'Amundi, à aucune personne tierce ou dans aucun pays où cette distribution ou cette utilisation serait contraire aux dispositions légales et réglementaires ou imposerait à Amundi ou à ses fonds de se conformer aux obligations d'enregistrement auprès des autorités de tutelle de ces pays.
Les informations contenues dans le présent document sont réputées exactes à la date de fin de rédaction indiquée en première page de ce document, elles peuvent être modifiées sans préavis.
Conformément à la loi informatique et liberté, vous bénéficiez d'un droit d'accès, de rectification ou d'opposition sur les données vous concernant. Pour faire valoir ce droit, veuillez contacter le gestionnaire du site à l'adresse suivante : info@amundi.com.
Amundi, Société anonyme au capital de 584 710 755 € - Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 04000036 – Siège social : 90 boulevard Pasteur – 75015 Paris – France – 437 574 452 RCS Paris www.amundi.com

Document à l'usage exclusif des clients professionnels, prestataires de services d'investissement et autres professionnels du secteur financier

Une société de Crédit Agricole / Société Générale