

La lettre mensuelle



Nawal Robinet
01 53 77 52 97
robinet@forwardfinance.com



Mehdi Zarrouky
01 53 77 52 62
zarrouky@forwardfinance.com

Sommaire

FOCUS : zone Euro : ce qui a été fait et ce qui reste à faire

1	Economie et politique monétaire.....	6
1.1.	Macroéconomie.....	6
1.2.	Politiques monétaires	9
2	Marchés.....	10
2.1.	Obligations d’Etats.....	10
2.2.	Obligations privées	11
2.3.	Actions.....	12
2.4.	Devises.....	12
2.5.	Matières premières	13

Focus

Zone Euro : ce qui a été fait et ce qui reste à faire

En janvier, l'action audacieuse de la BCE datée du mois précédent a permis une pause bienvenue dans la crise de la dette de la zone euro. Les 500 milliards de financement à 3 ans à 1% consenti aux banques ont permis d'éloigner de l'horizon immédiat des investisseurs le spectre de faillites bancaires en chaîne dans la zone euro, cette catastrophe dont nous sommes passés très près en novembre. L'acte de la BCE est un début de création monétaire. En effet ces interventions ne sont pas stérilisées. Surtout, l'action de la BCE est un début de mutualisation des dettes. En effet pour l'Allemagne qui est actionnaire de la BCE à hauteur de 19%, cela revient à prêter environ 50 milliards supplémentaires (et 150 milliards potentiellement avec les 3 interventions), à l'Espagne, l'Italie, le Portugal, avec le risque pays afférent.

L'Espagne et l'Italie méritaient assurément un répit sur le front de la dette. Ces deux pays ont par leur ardeur réformatrice de début 2012 amplement justifié l'initiative de la BCE. Pour le seul mois de janvier, l'exécutif italien a réussi à délivrer deux réformes majeures, la libéralisation de plusieurs secteurs de l'économie d'une part, et la simplification des échelons administratifs d'autre part. Véritable rouleau compresseur de la réforme, l'Espagne de son côté continue de forcer l'admiration. Elle s'est attaquée en janvier au seul sujet qui lui reste encore à traiter, obliger les banques espagnols à provisionner très fortement leurs créances douteuses sur le secteur immobilier.

L'initiative intelligente de la BCE, le comportement exemplaire de l'Italie et de l'Espagne, confirmation de la mise en place du mécanisme européen de stabilité dès mi 2012, voilà les bonnes nouvelles du mois de janvier. Les raisons d'inquiétudes persistent : médiocrité des candidats à la présidentielle française face aux enjeux qui attendent notre pays, Standard and Poor's qui valide l'intransigeance allemande, absence de stratégie de croissance et fétichisme obligé sur les objectifs de réduction de déficit, qui enfonce un peu plus les économies du Sud de la zone, et enfin tentative de l'Allemagne de mettre l'économie grecque sous tutelle, qui confirme un risque de sortie de la zone euro pour ce dernier pays.

Le débat politique dans la course à la présidentielle évoque souvent la convergence fiscale de la France avec l'Allemagne mais évite soigneusement de mentionner que les dépenses publiques par habitant sont 20% moins élevées en Allemagne qu'en France. Dans les programmes des deux

principaux candidats, l'effort d'économies est marginal, le redressement des comptes passe une fois de plus par une hausse des prélèvements, déjà les plus élevés de la zone euro. Pour couronner le tout, les projections de recettes fiscales se fondent sur une croissance irréaliste de 2% de l'économie française pendant le prochain quinquennat.

De leur côté, les révisions en rafale du 13 janvier de l'agence Standard and Poor's valident la poursuite de la stratégie de « bord du gouffre » menée par la chancelière allemande pour faire avancer ses voisins vers la culture de sérieux budgétaire. En améliorant la note de l'Allemagne, en dégradant la France et pour une énième fois l'ensemble des pays du Sud, Standard and Poor's attribue à l'Allemagne une autonomie économique vis-à-vis de ses voisins, qui tranche avec le discours dominant concernant la supposée incapacité de l'Allemagne à se passer de la zone euro. Standard and Poor's considère ainsi que la situation critique et la récession économique de la moitié de ses voisins laisse intacte la solvabilité de l'Allemagne. Et le fait qu'on ait appris, au cours du même mois, que la Chine a remplacé la France comme premier partenaire commercial de l'Allemagne, milite dans le même sens.

Le pacte budgétaire décidé par les chefs d'Etat européen en décembre et le début d'abandon de souveraineté qu'il suppose, a eu pour heureuse contrepartie l'initiative de la BCE ; lors du sommet du 30 janvier, les règles du pacte ont été réaffirmées : déficit structurel limité à 0.5% par an, déficit supérieur à 3% entraînant des sanctions automatiques et le recours à la Cour Européenne de Justice, retour du ratio dette sur PIB sur des niveaux inférieurs à 60% en moins de 20 ans. Aucune adaptation pour des cas particuliers n'a été prévue. Or, l'Italie ne pourra pas dégager tous les ans pendant 20 ans un excédent primaire de 3%. Et quand à l'Espagne, qui a un quart de sa population au chômage, il est évident qu'il faudrait décaler dans le temps l'objectif de retour dans les bornes de 3% de déficit. La poursuite excessive de la rigueur ayant l'effet inverse de l'objectif recherché en déprimant les recettes fiscales, l'Espagne a ainsi « raté » son objectif de 6% de déficit en 2011, le déficit ayant atteint 8%.



Economie et politique monétaire

1.1. Macroéconomie

Le FMI a révisé une nouvelle fois à la baisse ses prévisions de croissance 2012 pour toutes les zones économiques, sauf les Etats-Unis, où elle est maintenue à 1,8%. Cette révision, qui arrive trois mois seulement après la précédente, fait écho à la dégradation de plusieurs indicateurs économiques ces derniers mois. La prévision pour la croissance mondiale passe de 4% à 3,3%. Pour les marchés émergents, elle passe de 6,1% à 5,4%. Pour la zone Euro, l'institution prévoit désormais une contraction de 0,5%, soit une baisse de 1,6% par rapport à la prévision de septembre dernier. Autre élément frappant, le FMI inclut pour la première fois dans son scénario pessimiste la possibilité d'une explosion de la zone Euro, ce qui ramènerait la croissance mondiale à 1,3%. L'économie mondiale est toujours affectée par la cherté du pétrole. Afin de fixer les idées sur ce point, il faut savoir qu'en moyenne sur l'année, le prix du pétrole en 2011 a atteint un nouveau record historique, supérieur à celui de 2008, où le pic sur le prix a été suivi d'une forte baisse.

Aux Etats-Unis, la publication du PIB du 4^{ème} trimestre n'est pas décevante en soi, avec un taux de croissance de 2,8% annualisé, le meilleur depuis un an et demi. Néanmoins, le détail du rapport a déçu. En effet, l'essentiel de cette croissance (2%) est dû à la reconstitution des stocks, alors que l'investissement des entreprises et la consommation des ménages, moins volatiles, ralentissent fortement. Les statistiques du mois témoignent d'un certain dynamisme du côté des entreprises alors que la demande est toujours crispée. Les indices ISM sont tous les deux en hausse, la production industrielle accélère alors que les carnets de commandes des usines se remplissent. La démonstration la plus parlante du dynamisme retrouvé au niveau des entreprises est l'accélération des embauches : 200 000 emplois non agricoles ont été créés, ce chiffre tenant compte des emplois publics qui se réduisent alors que l'Etat essaie de diminuer sa masse salariale. ADP estime que le secteur privé, pris indépendamment, a

créé 325 000 emplois. Du côté de la demande, on observe toujours plutôt une stagnation des ventes au détail (+0,1% en décembre), alors que la confiance peine à repartir.

Les statistiques économiques de la zone publiées ce mois-ci concernent pour la plupart le mois de novembre et décembre. On ne trouve quasiment aucune statistique bien orientée dans le lot, si ce n'est une amélioration de la balance commerciale, permise par la baisse du cours de la monnaie unique ! Du côté de l'offre, comme du côté de la demande, la morosité de la situation du dernier trimestre est criante ! Le trimestre a été ravagé par la crise financière qui a eu un impact sur l'économie réelle. Sur les indicateurs avancés, concernant le mois de janvier, on notera le redressement des indices ISM, le composite passant de 48,3 à 50,4. Il en faudra certainement plus pour permettre une croissance positive en 2012. Les données récentes du côté de l'Allemagne sont plus encourageantes, avec des indices de moral qui bondissent (indice ZEW passe de -54 à -22 en janvier) et certains indicateurs d'activité bien orientés (chômage en baisse, excédent commercial en hausse, PMI composite à 54...). La situation économique allemande tranche avec celle du reste de la zone Euro, avec un moral des consommateurs au plus haut de 9 mois et un chômage au plus bas depuis la réunification. En Espagne, le chômage a fait un nouveau bond, il est maintenant à 23% de la population active.

En Grande-Bretagne, les dernières statistiques indiquent un mieux par rapport à la situation mitigée de ces derniers mois. C'est toujours le secteur des services qui porte la croissance britannique, avec un indice PMI relatif à plus de 54, alors que celui de l'industrie est autour des 50. Le mieux se ressent aussi au niveau de la progression des ventes au détail, qui augmentent de 2,2% en décembre après un recul de 0,4% le mois précédent. La baisse de l'inflation qui se trouve à un niveau élevé depuis plusieurs mois permet à l'économie du pays de respirer.

L'économie japonaise devra compter sur des éléments internes pour progresser étant donné le ralentissement asiatique. La balance commerciale est toujours négative bien qu'en amélioration, et la balance courante (balance de tous les flux de capitaux, commerciaux ou financiers) se dégrade. En revanche, les ventes au détail reprennent leur progression en décembre avec +2,5% contre -2,3% en novembre. Cela permet à l'indice PMI manufacturier de gagner quelques dixièmes pour s'établir à 50,7, un niveau correct.

En Chine, avec le recul de la demande des partenaires européens et américains, les exports sont en recul. La production industrielle reste donc molle et un indice PMI manufacturier qui stagne autour de 49. En revanche, la demande interne se porte plutôt bien avec des ventes au détail en hausse en décembre. Le rééquilibrage de l'économie mondiale qui passe par moins d'exportations chinoises et plus de consommation interne est en cours. La publication d'une croissance à 8,9% annualisé pour le quatrième trimestre rassure alors que le marché n'attendait que 8,7%.

Pour l'ensemble des émergents, l'atterrissage de la croissance se fait en douceur alors même que l'inflation baisse significativement. Le Brésil est celui qui accuse le plus le coup puisque sa croissance sur un an est descendue à 2,1% au troisième trimestre alors qu'elle culminait à plus de 9% au T1 2010. Les données du quatrième trimestre signalent plutôt une reprise sur la production et sur les ventes, en espérant que cela permette d'inverser la tendance. En Inde aussi, le ralentissement mondial impacte la croissance. Celle-ci est ressortie à 6,9% sur un an glissant au T3 2011, son taux le plus bas depuis 2009. Le gouvernement a donc revu ses prévisions et estime désormais que la croissance devrait tourner autour de 7% cette année.

Pour l'immobilier américain, les prix continuent de se contracter mais les ventes sont en hausse une nouvelle fois.

La baisse généralisée de l'inflation constitue une des meilleures nouvelles du mois de janvier. Elle confirme les chiffres passés mais la baisse récente est plus forte en ampleur.

Aux Etats-Unis, l'inflation sur un an retombe à 3% en décembre après 3,4% le mois précédent. Cela augmente la marge d'intervention de la Fed puisqu'elle aura moins à se soucier de la montée des prix. L'inflation sous-jacente est stable à 2,2%.

En zone Euro, alors que les observateurs espèrent une baisse des taux de la BCE, la baisse de l'inflation va dans le bon sens. Celle-ci s'établit à 2,7% sur un an en décembre alors qu'elle était à plus de 3% les trois mois précédents. Bien que les effets de bases expliquent en partie cette baisse, le retour vers les 2%, objectif de la BCE, pourrait lui permettre de casser le plancher du taux directeur à 1%.

En Grande-Bretagne, où l'inflation avait dépassé les 5% en septembre alors même que le PIB stagnait, on observe un reflux significatif. On atteint un niveau d'inflation annuel de 4,2% en décembre, et l'inflation sous-jacente (hors alimentation et énergie) baisse aussi à 3%.

Dans les BRIC la baisse de l'inflation est encore plus significative et plus salutaire étant donné les niveaux très élevés atteints dernièrement. En Inde, où le taux d'inflation est le plus élevé, il baisse de 9,1% à 7,5%. En Chine, il perd 0,1% à 4,1%, un niveau certes plus raisonnable. Au Brésil, la baisse de l'activité fait baisser l'inflation depuis un an. Nous sommes ainsi passé d'un niveau de 11,5% en janvier 2011 à 4,5% en janvier 2012. En Russie, on atteint un niveau de 6,8% en décembre, contre 7,2% le mois précédent, et quasiment 10% il y a quelques mois.

1.2. Politiques monétaires

La Federal Reserve a annoncé un prolongement de sa période de statu quo sur les taux : le principal taux directeur restera au plancher non plus jusqu'à mi-2013 mais jusqu'à fin 2014. La Fed ne se satisfait pas du rythme de la reprise qu'un de ses membres qualifie de « désespérément lent », et souhaite ainsi donner plus de visibilité aux agents économiques pour provoquer un choc sur la confiance. Pourtant, une croissance de 2% environ semble désormais normale étant donné le niveau du chômage, le cycle de désendettement qui n'est pas terminé et le rythme de la croissance mondiale...

La BCE n'a pas modifié son taux directeur qui reste à 1%, mais elle s'est dite prête à agir. Ses achats d'obligations d'Etats ont naturellement baissé avec la stabilisation du marché. On a battu plusieurs fois des records sur les dépôts des banques auprès de l'institut francfortois : 528 Mds € le 18 janvier. Enfin, le FMI met la pression sur la BCE afin qu'elle accepte elle aussi une décote sur les obligations grecques qu'elle détient (près de 150 Mds €). Ainsi, elle ne laisserait pas les investisseurs privés supporter seuls le poids de la restructuration.

La Reserve Bank of India (RBI) qui a relevé ses taux directeurs à 13 reprises depuis mars 2010 est toujours inquiète du niveau de l'inflation qui reste à 7,5% malgré son reflux récent. Elle ne baisse donc toujours pas ses taux directeurs bien qu'elle ait revu à la baisse ses prévisions de croissance, mais elle agit à travers le ratio de réserves obligatoires des banques, qu'elle abaisse de 6% à 5,5%.

La Banque Centrale Brésilienne a réduit son taux directeur face à la baisse continue de la croissance et de l'inflation. Le nouveau taux est de 10,5%, contre 11% précédemment.

La Banque Centrale sud-coréenne a obtenu une licence de la part de la People's Bank of China afin de pouvoir acheter des titres chinois et diversifier ainsi ses réserves de changes. Elle détient près de 300 Mds \$ et souhaite comme beaucoup d'autres ne plus dépendre de la monnaie de l'oncle Sam.



Marchés

2.1. Obligations d'Etats

Standard & Poor's avait prévenu et puis cela devait arriver : la France a perdu son AAA, de même que l'Autriche. Dans une série de neuf dégradations, S&P a placé le Portugal en catégorie spéculative de même que Chypre : les notations des neuf pays sont désormais BBB+ pour l'Italie, A pour l'Espagne, BB pour le Portugal, BB+ pour Chypre, AA+ pour la France et l'Autriche, A- pour Malte, A+ pour la Slovénie et A pour la Slovaquie. L'Allemagne en revanche est confortée dans sa stratégie de gestion de la crise puisqu'elle garde son AAA et n'est plus en perspective négative. Les conséquences de ces dégradations pour les pays sont limitées par le fait que la BCE admet aujourd'hui tous les collatéraux étatiques sans exigences de notation, mais elles seront significatives pour le Portugal qui sort des indices Investment Grade et perd ainsi des créanciers. De plus, ces dégradations en supposent d'autres : déjà les banques françaises (sauf BNP Paribas) ont été dégradées, de même que la Caisse des Dépôts et Consignations et la région Ile-de-France, mais d'autres organismes parapublics devraient être touchés. Les déclassements des régions et des institutions parapubliques auront forcément un impact économique. Elles auront plus de conséquences à long terme qu'à court terme. La France emprunte fin janvier moins sur 10 ans qu'elle n'empruntait au début du mois.

Les taux français et allemands sont légèrement détendus sur les échéances moyennes et longues et se sont un peu tendus sur les échéances courtes. La tension sur les échéances courtes et peut-être le résultat d'un transfert vers les pays périphériques. En effet, le « Sarko Trade » qui a consisté pour la BCE à prêter aux banques à trois ans afin qu'elles investissent elles-mêmes dans les obligations périphériques fonctionnent plutôt bien. Les banques ont placé des montants considérables dans les dettes espagnoles et italiennes sur des échéances inférieures à 3 ans, elles ont ouvert ainsi une brèche que les investisseurs ont emprunté, d'où la très forte détente sur les deux ans italien et espagnol. Celui de l'Italie passe de 4,97% à 3,56% sur le mois et celui espagnol recule de 3,40% à 2,38%. Les taux long se détendent aussi mais dans une moindre mesure.

Les discussions sur la restructuration grecque ont connu des hauts et des bas en janvier. Les banques se disent prêtes à renoncer à 50% de leur créance sur le pays, et acceptent comme le prévoit les termes de l'échange de réinvestir 70% du solde en nouvelles obligations grecques. On sait qu'il y a un désaccord sur le taux de ses nouveaux prêts, le FMI insiste pour un taux de 2%, alors que le lobby bancaire IIF (International Institute of Finance) et le gouvernement grec semblaient d'accord pour un taux de 5%. Il doit y avoir aussi d'autres enjeux qui ne sont pas dévoilé au public. Les exigences dictées par le FMI, qui peuvent conditionner le versement de plusieurs tranches restantes de prêts à la Grèce, ne laisse pas aux banques un espoir de compenser même à long terme les pertes subies, et rendent donc la participation volontaire moins probable.

Quant au Portugal, sa situation inquiète de plus en plus avec des taux autour de 20% et une courbe des taux inversée. Il semble suivre la trajectoire de la Grèce avant lui et les spéculations vont bon train sur un nouveau plan de sauvetage.

2.2. Obligations privées

Sur le marché du crédit la détente de ce début d'année est spectaculaire. Les obligations Investment Grade gagnent 2,74% sur le mois, c'est le troisième meilleur mois de l'histoire pour cette catégorie. Les obligations High Yield bondissent elles aussi et s'adjugent plus de 6% en un mois.

Le financement à trois ans de la BCE a permis une accalmie sur le front de la dette souveraine, qui a permis elle-même un regain d'appétit pour le risque, d'où ces progressions. D'ailleurs, plusieurs émetteurs bancaires et entreprises ont profité de cette embellie pour émettre de la dette après plusieurs mois de sécheresse du marché primaire. Sur le segment bancaire, Intesa Sanpaolo a émis pour 1,5 Mds € d'obligations non sécurisées, ce qu'aucune banque italienne n'avait fait depuis l'été dernier. BPCE en France lui a emboité le pas. Les obligations bancaires subordonnées, qui continuent d'être très décotées, continuent de faire l'objet d'opérations de rachat : Unicredit a racheté plus de 5 Mds de Tier 1 et Upper Tier 2 dans des conditions très avantageuses. Enfin le segment High Yield a connu plusieurs émissions aussi : Fresenius, Clariant, Polkomtel...

2.3. Actions

Bien que les volumes soient faibles, les marchés actions sont dans une configuration haussière nette. Non seulement les indices progressent quasiment tous, mais on sent aussi un appétit pour le risque dans la structure de la performance : Les indices des pays émergents progressent nettement plus que ceux des pays développés (un peu plus de 4% pour le S&P 500 et le Stoxx 600 contre 7,4% pour le MSCI Emerging Markets en monnaies locales). Autre signe du goût d'un risque retrouvé, les petites et moyennes capitalisations surperforment : plus de 6% en moyenne pour les Mid Cap et plus de 9% pour les Small Cap.

En revenant sur le marché, les investisseurs ont privilégié les zones qui avaient été oubliées durant la tourmente. Certains pays émergents comme la Chine ou l'Inde, dont les indices boursiers étaient malmenés depuis longtemps ont enregistré meilleures performances : 10,7% pour le MSCI China et 12,7% pour le MSCI India. Dans un tout autre genre, l'indice Allemand qui avait suivi le mouvement général de baisse en zone Euro s'est retrouvé riche en opportunités étant données la qualité des entreprises qui le constituent et la bonne tenue de l'économie du pays.

D'autre part, la répartition sectorielle de la performance s'est complètement inversée. Les derniers secteurs de 2011 sont les premiers de janvier 2012, ce sont les secteurs cycliques. Les banques surperforment le marché avec une performance de près de 10% au niveau européen. Cela ressemble à ce qui s'était passé en janvier 2011, et qui s'était avéré être un court épisode d'embellie.

2.4. Devises

Sur le marché des changes, le message est à peu près le même avec une baisse naturelle du Dollar. Cette baisse est justifiée d'une part par le retour de l'appétit pour le risque et d'autre part par l'action de la Fed qui prolonge sa période de statu quo.

Ainsi, alors que l'on pourrait croire à une hausse de l'Euro, celle-ci est toute relative au Dollar (+1,83% sur l'EURUSD). En effet, parmi les 13 principales parités, l'Euro ne s'est apprécié que contre le Yen, le Yuan et le Dollar et pas contre la Livre Sterling, ni le Franc Suisse, ni le Dollar canadien ni les monnaies émergentes. On notera d'ailleurs que le Yuan baisse même contre le billet vert. Les autorités qui contrôlent largement le cours du Renminbi sont certainement plus vigilantes étant donné le ralentissement mondial et asiatique en particulier.

Les autres devises émergentes s'apprécient alors que les capitaux entrent sur les différents marchés d'actions et d'obligations. En gardant les mêmes

pondérations que dans le MSCI Emerging Markets, les monnaies émergentes se sont appréciées de 3,5% contre Dollar ce mois-ci, avec les plus fortes hausses pour l'Inde, le Brésil et la Russie.

2.5. Matières premières

Avec la baisse du billet vert, l'extension des politiques monétaires accommodantes et le retour de l'appétit pour le risque l'or s'apprécie fortement en janvier : +11,2%. Le métal jaune, qui a changé de régime à l'été pour devenir plus corrélé aux actifs risqués, et qui avait donc beaucoup baissé depuis, a suscité un grand intérêt en janvier. Le cours actuel reste très intéressant pour les producteurs qui augmentent significativement leurs dividendes.

Le pétrole stagne ce mois-ci autour des 100 \$ le baril pour le WTI. Le cours est soutenu par les craintes de tensions en Iran sur le programme nucléaire, les tensions montantes en Irak entre Sunnites et Chiites, et les craintes de grèves au Nigeria. D'autre part, l'AIE a révisé à la baisse ses prévisions de demande d'or noir pour 2012 et n'attend plus qu'une petite croissance de 1,2% de la demande mondiale. Enfin, le cours reste volatile en fonction de l'avancée ou du recul des tensions avec l'Iran.