

Paris, le 12 octobre 2012

«If you are going through hell, keep going»¹

- **Les mots de Mario DRAGHI apaisent les marchés**
 - La BCE propose un nouvel outil pour éviter une crise de l'euro
 - Hausse de 8,4% de l'Eurostoxx 50 sur le trimestre
- **La balle est dans le camp des décideurs politiques**
 - Le chemin vers plus d'intégration européenne est tortueux
 - L'Allemagne n'a rien lâché au sujet de la mutualisation des dettes
- **Les européens semblent condamnés à s'entendre sur le dos de la croissance**
 - Pendant les négociations la situation des PIGS se détériore
 - Si la Grèce est soutenue, la logique voudrait qu'un consensus se dessine sur les autres thèmes
 - Ralentissement confirmé des principales zones économiques mondiales
- **Notre approche value et notre prudence n'ont pas été récompensées ce trimestre**
 - Fonds dédié : -0,25% sur le trimestre (taux d'exposition moyen 35%)
 - Plan Bâtisseurs : -1,35% sur le trimestre (taux d'exposition moyen 28%)
 - Certaines valeurs délaissées par les investisseurs recèlent pourtant un potentiel élevé

Cher Investisseur,

La hausse enclenchée par le sommet européen du 29 juin dernier s'est poursuivie au troisième trimestre. L'Eurostoxx 50 (dividendes non réinvestis) a progressé de 8,4%. Pour la deuxième fois depuis le début de l'année 2012, Mario DRAGHI a trouvé les mots qu'il convient pour apaiser les craintes d'une dislocation de l'euro. Dans le même temps, les négociations se poursuivent dans le cadre de la mise en œuvre du pacte de stabilité et de croissance adopté au sommet européen de juin dernier.

Comme au premier trimestre, nous estimons que la perception des risques a diminué beaucoup plus vite que les risques eux-mêmes. La banque centrale n'a fait que mettre un outil à la disposition des décideurs politiques. Ils n'ont pas su pour l'instant montrer leur capacité à s'accorder sur sa mise en œuvre pratique. Derrière chaque mot d'un accord se cache un sujet de négociation.

Pendant ces négociations, la situation économique et budgétaire des pays les plus fragiles se détériore. Dans le même temps, un ralentissement synchronisé des différentes zones du monde se confirme. Dans ce contexte en cours de dégradation, les marchés anticipent que les européens trouveront un consensus parce qu'ils sont condamnés à s'entendre sous peine d'implosion de l'Europe et de l'Euro. Néanmoins, nous estimons que les pays du nord de l'Europe n'accepteront l'idée d'une mutualisation des dettes que si elle est conditionnelle. La rigueur budgétaire et la recherche de compétitivité resteront alors au menu en Europe avec pour conséquence des perspectives de croissance anémique qui n'amélioreront pas le profil de la croissance mondiale, ni les perspectives bénéficiaires des sociétés.

¹ Winston CHURCHILL

La BCE met son bilan au service de la gestion de la crise

Depuis l'arrivée de Mario DRAGHI à la BCE, l'institution met son bilan au service de l'Europe pour stabiliser le système financier et protéger l'euro. Elle propose des outils et n'impose rien. Fin 2011 et début 2012, Les LTROs (*Long Term Refinancing Operations*) consistaient à proposer des liquidités illimitées au système financier. Il s'agissait de prendre le relais d'un marché interbancaire déficient. Par ces opérations, les institutions financières obtenaient des ressources bon marché qu'elles pouvaient aussi réinvestir en obligations d'Etat à haut rendement (les obligations souveraines des PIGS). Néanmoins, les investisseurs n'ont pas plébiscité cette classe d'actifs préférant les signatures perçues comme plus solides (l'Allemagne et la France). Les écarts grandissants de coûts de financement d'Etats partageant la même monnaie asphyxiaient les pays en difficulté et renforçaient les pays les moins fragiles, menaçant l'euro de désintégration. Avec l'OMT (*Outright Monetary Transactions*), la BCE propose des programmes d'achat d'obligations secondaires prévus à l'article 18 de ses statuts. Objectif : éviter que les craintes suscitées par la situation économique et budgétaire de certains pays ne provoquent une flambée des taux et ne se transforment en prophéties autoréalisatrices.

Avec l'OMT, les Etats disposent d'un outil utile même lorsqu'ils ne s'en servent pas

L'OMT est un programme d'achats sur le marché secondaire d'obligations d'Etats (maturité inférieure à 3 ans). Ce nouvel outil est conditionnel et illimité. La BCE indique que dans ce cadre, elle accepte de perdre son statut de créancier privilégié. Les montants affectés à l'OMT seront stérilisés. Ce programme n'engendrera donc pas de création monétaire. L'orthodoxie de la BCE est préservée. Quelques mots méritent un commentaire :

- **Conditionnel** : les Etats concernés devront faire appel aux mécanismes de stabilité (FEFS/MES) et accepter un programme d'ajustement budgétaire en concertation avec les institutions européennes et si possible le FMI. Ce dispositif est donc une boîte à outils mise à la disposition des Etats et des institutions politiques européennes. L'Etat demandeur d'une aide garde l'initiative.
- **Illimité** : la BCE ne fixe aucun calendrier et aucune limite de montant. L'OMT n'a pas besoin d'être déclenché pour être efficace. Il suffit que le système financier soit convaincu qu'il peut être mis en action à tout instant et résister à toute tempête spéculative. L'OMT est un outil supplémentaire dans la panoplie des pare-feu en cours d'élaboration. Il complète le MES dont la force de frappe est limitée à 700Md€, somme insuffisante pour faire face aux difficultés potentielles de l'Espagne et de l'Italie (dette cumulée de 2800Md€).
- **Privilège** : dans le cadre exclusif de ce programme, la BCE accepte de perdre son statut de créancier privilégié. En cas de défaut d'un Etat ayant utilisé l'OMT, les pertes supportées par la BCE seraient à la charge des différents Etats européens au prorata de leur participation au capital de la BCE.

La balle est dans le camp des décideurs politiques d'une Europe en pleine refondation

La BCE a su proposer rapidement aux décideurs politiques un dispositif pour éviter que la crise de la zone euro ne se transforme en crise de l'euro. Les Etats doivent maintenant s'accorder sur la mise en œuvre pratique de cet outil. Il reprend l'idée de la mutualisation de la dette chère aux pays du sud, mais aussi le principe de la conditionnalité voulue par le nord de l'Europe. Derrière chaque mot se cache un enjeu de négociation :

- **Conditionnel** : Les pays susceptibles d'utiliser cet outil (aujourd'hui l'Espagne et l'Italie) refusent de faire le premier pas. Ils n'acceptent ni le principe de la conditionnalité, ni l'intervention du FMI. Au sommet de juin dernier, ces deux pays avaient obtenu le principe de « *mécanismes de stabilisation des marchés pour les Etats qui respectent les recommandations faites à leur pays ainsi que le pacte de stabilité* ». Autrement dit, la reconnaissance de la possibilité donnée au mécanisme de stabilité (MES/FEFS) d'acheter de la dette secondaire d'un pays dont les taux montent sans autre condition que le constat de la bonne gestion de ce pays en difficulté. La

conditionnalité inscrite dans les principes de mise en œuvre de l'OMT (mais aussi du MES) remet en cause cette option.

- **Illimité** : ce mot a permis de faire baisser instantanément le coût de financement de l'Espagne et de l'Italie. Cet effet perdurera tant que les marchés seront convaincus que l'outil imaginé par la BCE peut fonctionner malgré les positions pour l'instant antagonistes des décideurs politiques. Par son effet immédiat sur les taux, le mot illimité donne à l'Espagne et l'Italie, une fenêtre de négociation au sujet de la conditionnalité
- **Privilège** : En renonçant à son statut de créancier privilégié, la BCE propose un schéma de mutualisation des risques en Europe. Elle laisse néanmoins la main aux décideurs politiques pour discuter des conditions de cette mutualisation.

Transformer le schéma théorique de l'OMT en outil pratique de gestion de la crise suppose un accord des décideurs politiques sur la réalité qui se cache derrière le mot conditionnalité. Ce chantier laborieux s'ajoute aux sujets qui remplissent l'agenda européen depuis le dernier sommet de juin dernier (lancement du MES, du plan de soutien aux banques espagnoles, d'un plan d'aide complémentaire pour la Grèce, mise en route des réformes institutionnelles et de la supervision bancaire). Les difficultés de trouver un chemin pour mettre en œuvre « *un cadre financier intégré, un cadre budgétaire intégré, un cadre politique intégré et un renforcement de la légitimité démocratique et de l'obligation de rendre des comptes* » sont nombreuses. L'issue des négociations est incertaine. Comme d'habitude, la multiplicité des intervenants, les différences culturelles, la diversité des intérêts, des situations économiques et budgétaires, des politiques sociales et fiscales rendent la recherche d'un consensus particulièrement complexe. Au cours des prochains mois, le chemin pour parvenir aux objectifs définis sera très probablement encore tortueux.

Pour l'instant l'Allemagne n'a rien lâché au sujet de la mutualisation des dettes

Contrairement aux impressions qui prévalaient à l'issue du sommet de juin dernier, les premières étapes de la mise en œuvre des décisions du sommet montrent que l'Allemagne n'a rien lâché au sujet de la mutualisation des dettes:

- Le gouvernement allemand a obtenu l'accord de son parlement pour la recapitalisation des banques espagnoles par le MES en précisant : « *C'est l'Espagne qui demande, c'est l'Espagne qui reçoit l'argent, et c'est l'Espagne qui est garante* ».
- La supervision bancaire européenne exigée par l'Allemagne en juin est un outil de négociation entre les mains des européens du nord : « *le MES peut prendre la responsabilité des problèmes qui interviendront dans le cadre de la nouvelle supervision, mais les problèmes antérieurs (legacy assets), doivent rester de la responsabilité des autorités nationales* ». Ces propos issus d'un communiqué commun publié le 25 septembre par les ministres des finances allemand, hollandais et finlandais révèlent le terrain de la négociation qui se profile. L'Europe du Nord refuse la mutualisation du stock des dettes et des problèmes existants. Par ailleurs, en discutant de la forme pratique de la supervision envisagée et de ses attributions, elle repousse le calendrier de son entrée en vigueur (au mieux en janvier 2013 peut-être en 2014 seulement). La perspective d'une plus grande solidarité entre emprunteurs partageant la même monnaie prend le chemin envisagé depuis toujours par l'Allemagne : l'aboutissement d'un processus d'intégration politique et économique et non le point de départ de ce processus.

L'insolvabilité de la Grèce ne fait plus débat

Malgré 135Md€ d'abandon de créances en 2011, la dette grecque n'a baissé que de 70Md€ depuis passant de plus de 350Md€ à plus de 280Md€. Les créanciers privés ont été remplacés par des institutions internationales (FEFS, BCE...) qui détiennent aujourd'hui près des 2/3 de la dette du pays. La capacité de la Grèce à faire face à ses échéances ne fait plus débat. Le pays est notoirement insolvable. Le plan de 2010 a dérapé tant au niveau des prévisions de croissance que dans l'exécution des mesures de gestion (réduction des dépenses, privatisations). Le tableau ci-dessous illustre ce dérapage et ses conséquences sur la trajectoire de la dette publique. Notons que taux de chômage en Grèce se situe aujourd'hui à 24%. En 2010, le FMI tablait sur 15% fin 2012.

Grèce : la dérive des scénarii depuis le plan du FMI 2010

Plan 2010	2010 Plan	2010 réalisé	2011 Plan	2011 réalisé	2012 Plan	2012 estimé	2013 Plan	2013 ^e estimé
Croissance du PIB (%)	-4%	-5,5%	-2,6%	-6,9%	+1,1%	-6,0%	+2,1%	-4,0%
Déficit public (% du PIB)	-8,1%	-10,3%	-7,6%	-9,1%	-6,5%	-7,5%	-4,8%	-4,7%
Dette Publique (% PIB)	133%	145%	145%	165%	149%	171%	149%	182%

Source : FMI—HIM

Dans un contexte européen en cours de dégradation...

Même s'ils sont dans des situations budgétaires et économiques très différentes, le Portugal, l'Italie, la Grèce et l'Espagne partagent la même difficulté. La récession s'aggrave et limite leur capacité à réduire les déficits : L'Espagne et le Portugal viennent d'annoncer de nouvelles mesures restrictives pour limiter la dérive de leurs déficits budgétaires (respectivement 7% et 5% attendus en 2012). Dans ces deux pays, la trajectoire de la dette publique est inquiétante. Selon le FMI, elle devrait progresser de respectivement 61% et 93% en 2010 à 97% et 124% en 2013. Le gouvernement italien vient de réduire ses prévisions de croissance pour 2012 et 2013 (-2,4% contre -1,2% en 2012, 0% contre +0,5% en 2013), avec pour conséquences une réduction plus faible que prévue des déficits publics (-2,6 contre -1,7% pour 2012, -1,8% contre -0,5% en 2013) et une dette publique qui continuera à gonfler en 2013 au lieu de se stabiliser (128% du PIB en 2013 contre 119% en 2010). Reste que contrairement à ses homologues du sud, l'Italie a pratiquement arrêté de creuser des trous. Même la France, dont le coût de financement indique qu'elle est perçue comme crédible inquiète le FMI. Selon l'institution le budget 2013 est construit sur des hypothèses de croissance trop optimistes (+0,8% contre +0,3%). L'objectif de réduction des déficits serait hors de portée.

... l'Europe semble condamnée à s'accorder sur la Grèce et donc sur tous les autres sujets

En soutenant la Grèce depuis 2010, l'Europe gagnait du temps pour permettre à l'Italie et à l'Espagne de sortir de leurs difficultés. Hélas, la trajectoire de ces pays n'a pas été aussi favorable qu'anticipé. La méfiance des marchés à leur égard rend probable un effet de contagion en cas de sortie de la Grèce de la zone euro. Dans ce contexte de crise aggravée, personne ne semble plus vouloir prendre le risque de lâcher la Grèce. D'autant que depuis la restructuration de 2011, les institutions publiques détiennent l'essentiel de la dette du pays. Les Allemands et les Finlandais semblent avoir compris que les grecs peuvent aujourd'hui leur expliquer : « *c'est notre dette et votre problème* ». Le sujet d'un troisième plan d'aide n'est plus tabou. Ni même la participation de la BCE à ce plan. Ainsi, avec le soutien du FMI, la Grèce propose de s'intéresser à « *des obligations grecques d'une valeur d'environ 28 milliards d'euros et détenues par l'Eurosystème (qui) arriveront à maturité entre 2013 et 2016. Pour faire face au trou de financement, la possibilité d'ajournement des échéances de ces obligations sera examinée, dans le cadre des limites juridiques du traité de Lisbonne* ». En répondant qu'elle ne peut accepter volontairement de renoncer à ces créances puisqu'il s'agirait d'un financement direct d'un Etat membre, la BCE renvoie la balle dans le camp de ses actionnaires. Si la détermination des décideurs politiques est suffisante pour soutenir la Grèce, la logique voudrait qu'elle le soit aussi pour trouver un accord sur les thèmes de la recapitalisation des banques espagnoles, de l'aide à l'Espagne, de la conditionnalité et de la mutualisation des dettes.

En contrepartie, rigueur et recherche de compétitivité resteront au menu en Europe

Pour obtenir l'adhésion des pays du nord de l'Europe, le traitement de la crise de la zone euro devrait continuer à passer par la discipline budgétaire et l'amélioration de la compétitivité des économies. Il n'existe en principe que trois voies pour restaurer la compétitivité d'un pays : la dévaluation de la monnaie, la migration des travailleurs sans emploi vers des zones plus prospères, la baisse des salaires pour réduire le coût du travail. Compte tenu des spécificités de la zone euro (monnaie unique, faible mobilité des travailleurs), la troisième option (une baisse du coût du travail) s'impose. Cette forme d'ajustement est plus lente que la dévaluation de la monnaie. Elle impose des contraintes fortes au tissu économique et social (baisse du pouvoir d'achat, chômage, récession, voire déflation). Par ailleurs, la notion de compétitivité est relative. Une option pour l'Europe pourrait être d'obtenir des pays les plus compétitifs qu'ils acceptent de redonner du pouvoir d'achat à leurs travailleurs pour rendre plus supportable l'effort des pays ayant besoin d'un ajustement. Un sujet de négociation supplémentaire dans une Europe qui souffre plus de ses déséquilibres internes que de sa situation consolidée bien meilleure que celle des Etats-Unis ou du Japon.

Le tout dans un contexte de ralentissement synchronisé des différentes zones du monde

Les dernières prévisions du FMI (octobre 2012) montrent une poursuite de la décélération des perspectives de croissance de l'économie mondiale. Fait assez rare, des enjeux politiques majeurs apparaissent aussi de façon synchronisée en Europe (refondation des institutions), aux Etats-Unis (plafond de la dette), en Chine (transition à la tête du Parti) et au Moyen Orient (Syrie, Iran). Aussi, Le FMI déclare que « les risques d'une récession sévère sont de façon alarmante élevés ». On peut noter que si les prévisions en zone euro sont revues en baisse, les Etats-Unis résistent mieux comme en attestent les chiffres récents du chômage et de l'immobilier. Au prix néanmoins d'une politique monétaire et budgétaire particulièrement accommodante. La zone émergée est aussi significativement impactée par les révisions en baisse. Notons que les prévisions ci-dessous tablent sur une croissance chinoise supérieure à l'objectif officiel de 7,5%.

FMI: évolution des prévisions 2012 et 2013 depuis avril 2012

	2012e avril	2012e octobre	révision	2013e avril	2013e octobre	révision
Monde	3,6%	3,3%	-0,3%	4,1%	3,6%	-0,5%
Zone Euro	-0,3%	-0,4%	-0,1%	+0,9%	+0,2%	-0,7%
USA	+2,1%	+2,2%	+0,1%	+2,4%	+2,1%	-0,3%
Japon	+2%	+2,2%	+0,2%	+1,6%	+1,2%	-0,4%
UK	+0,8%	-0,4%	-1,2%	+2%	+1,1%	-0,9%
Brésil	+3,1%	+1,5%	-1,4%	+4,1%	+4%	-0,1%
Russie	+4%	+3,7%	-0,3%	+4%	+3,8%	-0,2%
Inde	+6,8%	+4,9%	-1,9%	+7,2%	+6%	-1,2%
Chine	+8,2%	+7,8%	-0,4%	+8,8%	+8,2%	-0,6%

Source : FMI

Les principaux facteurs de risque que nous évoquons le trimestre dernier restent d'actualité. Aux Etats-Unis, un « mur budgétaire » s'annonce pour la fin de l'année. En l'absence d'accord sur le relèvement du plafond de la dette fédérale (100% du PIB), l'accord négocié durant l'été 2011 provoquerait la non reconduction des allègements fiscaux ainsi que des coupes automatiques dans les budgets fédéraux. Selon le FMI et le CBO (Congress Budget Office), ces mesures auraient un impact de près de 4 points de PIB en 2013. Au fond, l'équation américaine pour l'année prochaine ressemble à celle qui s'impose à l'Europe depuis 2010 : réduire le déficit public pour remettre la dette sur une trajectoire soutenable à long terme, sans remettre en cause la croissance économique. Dans ce contexte plutôt défavorable en Europe et aux USA, la croissance des pays émergés est aussi revue en baisse. En particulier, le poids de l'investissement dans la croissance chinoise continue d'inquiéter.

Repères

Au 28 septembre 2012	valeurs	Variation T3 2012	Variation 2012	Variation 2011
Eurostoxx 50 (Europe)	2454,26	+8,4%	+5,9%	-17,05%
Rémunération exigée en Europe*	9%	-0,26	-0,30	+1,5
CAC 40 (France)	3354,82	+4,9%	+6,2%	-16,95%
Etats-Unis				
S&P 500 (USA)	1440,7	+5,8%	+14,6%	0%
Nasdaq (USA technologies)	3116,23	+6,2%	+19,6%	-1,80%
Asie				
Hang Seng (Hong Kong)	20840,4	+7,2%	+13,1%	-20%
Nikkei (Japon)	8870,16	-1,5%	+4,9%	-17%
Emergents				
Brésil (Bovespa Index)	59175,86	+8,9%	+4,3%	-18,1%
Russie (RTS Index)	1475,7	+9,3%	+6,8%	-21,9%
Inde (Sensex)	18762,74	+7,6%	+22%	-25%
Chine (SSE Composite)	2086,17	-6,3%	-5,1%	-21,7%
Taux 10 ans (au 30 juin 2012)				
France (OAT)	2,18%	-0,35	-0,94	-
Allemagne (Bund)	1,44%	0	-0,10	-
Italie	5,09%	-1,09	-1,09	-
Espagne	5,94%	-0,95	0,86	-
Irlande	6,62%	-0,68	-1,67	-
Grèce	19,49%	-8,2	-11,9	-
USA (US Notes)	1,63%	0	-0,25	-
Japon	0,77%	+0,02	-0,18	
Autres				
Parité €/§	1,286	1,5%	-0,8%	-3,3%
Pétrole (BRENT §)	112,09	+14,9%	+4,4%	+14%
Or (Once §)	1772,4	+11,2%	+13,2%	+15%

Source : Bloomberg

*inverse du PER de l'Eurostoxx 50, selon le consensus