

## NOTE D'ANALYSE MENSUELLE

### L'Europe à la diète..... et pour longtemps

Qui aurait pu prévoir, il y a seulement quelques semaines, les décisions de politique budgétaire que viennent de prendre les gouvernements de la zone euro ? Ce qui frappe, c'est autant l'ampleur des mesures d'austérité qui ont été décidées que leur concomitance. On ne peut plus douter aujourd'hui que nous sommes entrés dans une nouvelle approche de la dépense publique et des prestations sociales. De ce point de vue, aucun gouvernement ne manque à l'appel. On peut certes considérer que les sacrifices demandés sont les plus importants dans les pays à l'origine de la crise des dettes souveraines, Grèce, Portugal et Espagne en

tête, mais les pays moteurs de la construction européenne que sont la France et l'Allemagne, confrontés au déficit de leurs comptes publics, ne sont pas en reste.

Que peut-il en résulter sur le plan de la croissance ? Les Cassandres avancent que les politiques d'austérité visant à contenir la hausse de la dette publique et de sa charge de financement risquent d'avoir un effet très négatif sur le taux de croissance et la date de sortie de crise. Le spectre de l'économie japonaise menacerait, selon eux, l'économie européenne....

Nous ne retiendrons pas ce scénario très sombre.

Certes, les plans de rigueur budgétaire, d'autant plus durs qu'ils ont été longtemps différés, vont pénaliser la croissance européenne et l'emploi. Mais la faiblesse de l'euro, dans un contexte de croissance mondiale tirée par les pays émergents, devrait avoir des effets positifs sur notre commerce extérieur et limiter l'impact de la réduction des dépenses budgétaires. Le retour de la confiance est à ce prix. Il devrait accompagner le retour des Etats comme acteurs économiques responsables de la régulation.

---

---

**SOMMAIRE**

---

---

<b>SOMMAIRE</b>	<b>2</b>
<b>MACROÉCONOMIE : POINTS CLÉS</b>	<b>3</b>
LA MAISON N'A PAS BRULÉ, MAIS LE REZ-DE-CHAUSSEE EST INONDE	3
BALANCE DES RISQUES AUTOUR DU SCENARIO CENTRAL	9
<b>FOCUS</b>	<b>10</b>
FINANCES PUBLIQUES : COMMENT REVENIR A L'EQUILIBRE ?	10
<b>LES MARCHES ET LA STRATEGIE D'INVESTISSEMENT</b>	<b>12</b>
EVOLUTION DES INDICES	12
MARCHE MONETAIRE	12
MARCHE OBLIGATAIRE	13
MARCHE CREDIT	14
MARCHE ACTIONS	15
LES CHANGES ET LES MATIERES PREMIERES	17
SYNTHESE	18
<b>Questions/réponses</b>	<b>19</b>
CONJONCTURE DU SECTEUR ASSOCIATIF	19
<b>ANNEXES</b>	<b>23</b>
PRINCIPES DE GESTION	23
LEXIQUE	24



## MACROÉCONOMIE : POINTS CLÉS

## La maison n'a pas brûlé, mais le rez-de-chaussée est inondé

**Reprise à plusieurs vitesses...** La croissance économique mondiale reste tirée par celle des pays émergents, asiatiques notamment (Chine, Inde...), dont le dynamisme de la demande profite aux pays développés. La croissance aux États-Unis et au Japon témoigne de la poursuite du rebond, avec une progression trimestrielle de 0,8% et 1,2% respectivement au premier trimestre 2010, soit +2,5% et +4,2% en glissement annuel. L'arrêt des programmes de relance courant 2011 conduira toutefois à une croissance modérée de l'économie américaine dans les trimestres à venir.

**Des hésitations en Europe...** Les chiffres publiés au premier trimestre 2010 témoignent de la fragilité de la reprise en zone euro, avec une progression trimestrielle de 0,2% seulement. Parmi les grandes économies européennes, l'Italie (dont le détail des comptes nationaux n'est pas encore publié) affiche la meilleure performance avec une progression de 0,5%, en glissement trimestriel, de son PIB. L'Allemagne reste sur un rythme de croissance modéré (+0,2% t/t), alors que la croissance française a ralenti de 0,5% à 0,1%. L'Espagne sort quant à elle timidement de récession avec une progression de 0,1% de son PIB. Dans l'ensemble, la consommation des ménages paraît moins résistante, notamment en Allemagne, alors que le retournement du cycle des stocks continue de soutenir la croissance.

**... avec l'apparition de nouveaux risques.** Les dernières publications officielles font état de déficits publics beaucoup plus élevés qu'initialement prévu dans plusieurs pays pour l'année 2009. En conséquence de l'ampleur de la crise des dettes souveraines et de la persistance de tensions sur les marchés financiers – malgré l'adoption du plan de stabilisation européen –, de nombreux gouvernements (Espagne, Grèce, Portugal, Royaume-Uni...) ont été contraints d'adopter

des politiques d'austérité visant à limiter la hausse de la dette publique et de sa charge de financement. La crise a par ailleurs durement rappelé les lacunes institutionnelles de la zone euro avec l'absence de mécanismes de régulation et de contrôle et un degré de solidarité européenne insuffisant.

**En conséquence, une sortie de crise à la fois plus difficile et plus lente.** L'accélération des plans de rigueur budgétaire, dans un contexte d'activité déjà fragilisée par la faiblesse durable de la demande intérieure (chômage élevé, moindre effets des plans de relance, désendettement, capacités de production sous-utilisées), pénalise d'autant plus la croissance européenne. Malgré le redressement graduel de l'activité, la reprise de l'emploi se fera attendre comme en témoigne la nouvelle hausse du taux de chômage en zone euro, à 10,1% en avril.

**Heureusement, la faiblesse de l'euro contribuera à limiter l'impact du choc budgétaire sur la croissance.** Depuis fin 2009, l'euro s'est déprécié de plus de 18% vis-à-vis du dollar, mais également contre les autres principales devises (16% contre Yen et 8% la livre Sterling). Les inquiétudes sur l'évolution des finances publiques et la croissance européenne devraient conduire au maintien de l'euro à un bas niveau pour les mois à venir. Dans la conjoncture, l'effet positif de la dépréciation de l'euro sur le commerce extérieur via l'amélioration de la compétitivité prix est un soutien à la croissance particulièrement bienvenu dans la zone euro (dès lors qu'elle ne génère pas d'inflation, ce qui est le cas). L'affaiblissement de l'euro pourrait augmenter de 0,5 points par an le taux de croissance du PIB sur les deux prochaines années, mais l'effet ne perdurera pas au-delà.

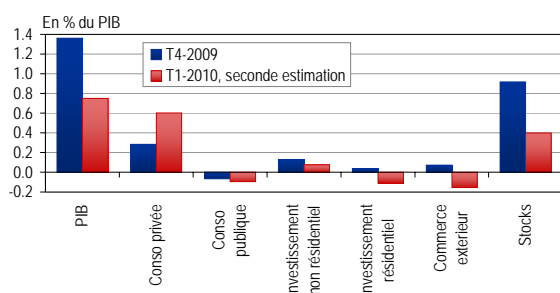


**Dans le monde émergent, la croissance reste robuste.** Dans la plupart des BRIC, la production industrielle a retrouvé le rythme de croissance d'avant-crise (+17,8% en glissement annuel en Chine en avril). La poursuite du rebond du commerce international et le retour des capitaux étrangers ont dynamisé la croissance au T1-2010, le PIB indien progressant de 8,6% en glissement annuel alors que la Chine affichait une croissance de 11,9% sur la même période.

**Aux États-Unis, le rebond se poursuit.** Les comptes nationaux du 1er trimestre 2010 ont confirmé la poursuite de la reprise, avec une croissance du PIB de 0,8% en glissement trimestriel. Si le rythme de croissance a ralenti par rapport au trimestre précédent (1,4% t/t au T4-2009), la composition de la croissance est plus solide en ce début d'année, avec une contribution de la consommation privée à la croissance de 0,6 point. Parallèlement à la reprise de l'investissement productif, l'accumulation de stocks a également repris, pour la première fois depuis plus de deux ans. Cependant, avec le nouvel appétit pour la consommation, la hausse des importations a tiré le solde extérieur à la baisse et pesé négativement sur la croissance (-0,2 point). Il en est de même de l'investissement résidentiel et de l'investissement en équipements.

### Composition de la croissance aux États-Unis

Etats-Unis : Contributions à la croissance du PIB



BIPE - Mai 2010

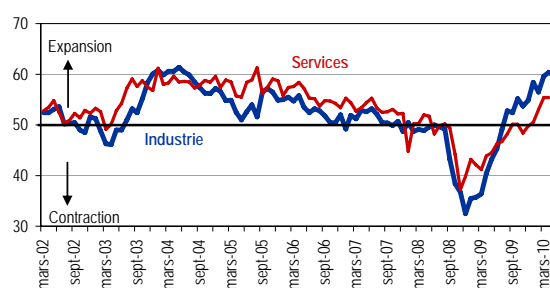
Source : BIPE d'après Datastream

**Les derniers indicateurs conjoncturels restent globalement bien orientés.** En avril, la production industrielle progressait encore de 1% en variation mensuelle (+5,2% en glissement annuel) tandis que les taux d'utilisation des capacités de production augmentaient pour

atteindre 73,2%, niveau qui reste néanmoins en dessous de la moyenne de long terme (80%). Les enquêtes auprès des directeurs d'achat restent sur une tendance positive : l'ISM manufacturier s'est quasiment stabilisé à 59,7 points en mai, la majorité des composantes (production, nouvelles commandes, emploi...) continuant d'indiquer une expansion de l'activité. Seule la composante « stocks » a baissé, indiquant que la phase de restockage pourrait être déjà arrivée à terme. L'ISM non manufacturier s'est quant à lui stabilisé à 55,4 au mois d'avril. Le secteur tertiaire reste en retard sur l'industrie dans le cycle.

### Enquêtes d'activité toujours bien orientées

États-Unis : indices des directeurs d'achat, solde de réponses



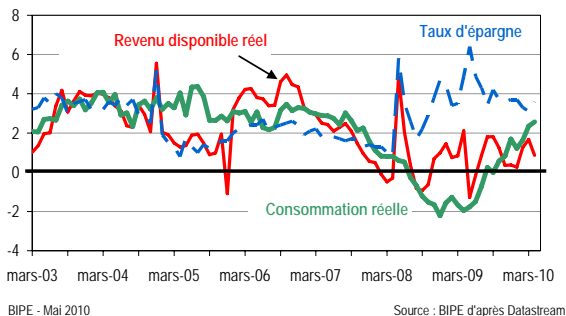
BIPE - Mai 2010

Source : BIPE d'après Datastream

La croissance devrait rester bien orientée, même si le rythme pourrait décélérer : les ventes au détail progressent depuis sept mois (+0,4% m/m en avril) et le revenu des ménages est toujours soutenu par les différents types de transferts liés à la relance budgétaire. Mais les derniers chiffres publiés augurent d'un moins début pour la consommation au T2 2010 : cette dernière a stagné en avril et le taux d'épargne des ménages a de nouveau augmenté, passant de 3,1% à 3,6%.

## Le taux d'épargne augmente de nouveau en avril

Etats-Unis : Revenu, consommation et épargne des ménages, en % glissement annuel

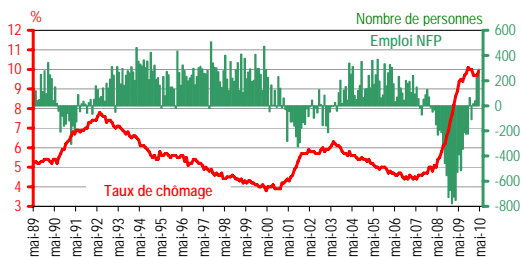


## Du côté de l'emploi, les bonnes nouvelles affluent, mais la reprise n'est pas franche.

Quelques 290 000 emplois ont été créés en avril, et les créations d'emplois des mois précédents ont été révisées à la hausse de +120 000. Quasiment tous les secteurs ont enregistré une hausse de leurs effectifs, témoignant de la forte flexibilité du marché du travail américain, tant à la hausse qu'à la baisse. Rappelons en effet que plus de 8,5 millions d'emplois ont été détruits aux États-Unis entre janvier 2008 et décembre 2009. Malgré cela, le rythme actuel de créations d'emplois n'est toujours pas suffisant pour absorber l'ensemble des entrants sur le marché du travail, comme en témoigne la nouvelle hausse du taux de chômage (de 9,7% à 9,9% en avril), après sa stabilisation lors des mois précédents. Conjugué à la stagnation des salaires horaires, cela reflète l'inquiétude des entreprises quant au rythme futur de la croissance.

## L'économie crée de l'emploi mais pas de retournement du taux de chômage

Etats-Unis : Taux de chômage et emploi NFP



Malgré ce tableau plutôt positif des évolutions économiques sur la période récente, nous continuons à penser que les performances actuelles de l'économie américaine sont principalement sous-utilisées du fait d'effets

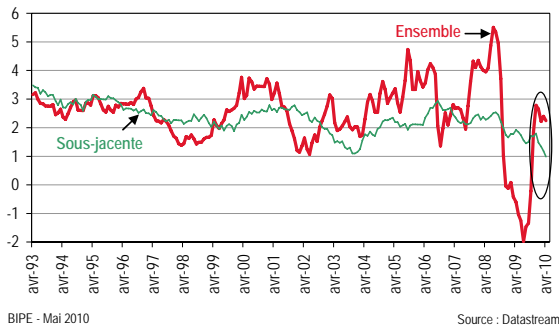
temporaires (relance budgétaire et reconstitution des stocks). Ces facteurs de soutien devraient s'affaiblir sur le court terme et amener un certain ralentissement de la croissance en cours d'année 2010. En effet, une grande partie du plan de relance de l'économie (ARRA) adopté au T4-2008 a déjà été consommée, et la dégradation du déficit public américain laisse peu de marges de manœuvre. Par ailleurs, l'ensemble des mesures de politique monétaire non conventionnelle (dont les rachats de titres hypothécaires pour soutenir le marché de l'immobilier résidentiel) arrivent à échéance à la fin du second trimestre 2010. Cela devrait conduire à un nouveau ralentissement de la consommation et du marché immobilier (qui bénéficie du crédit d'impôt aux primo-accédants jusqu'à fin juin).

À plus long terme, le rééquilibrage du modèle de croissance américain d'une croissance interne vers la croissance externe reste, à nos yeux, peu probable. Ce rééquilibrage est carrément impossible dans le contexte actuel d'appréciation du dollar. Il restera difficile après l'inversion de la tendance actuelle des taux de change, attendue à partir de 2012. Aussi, dans les deux prochaines années, le PIB des États-Unis sera principalement tiré par la demande intérieure. Or, la nécessité de désendettement des ménages et le moindre soutien de l'activité via le crédit devraient conduire à un taux de croissance de la consommation privée moins rapide que par le passé, et plus en ligne avec l'évolution des revenus (qui restera plutôt modérée). Par ailleurs, la reprise de l'investissement résidentiel et de l'investissement productif ne devrait être que graduelle (les taux de défaillance continuent d'augmenter pour l'instant) alors que l'immobilier commercial risque d'être encore déprimé pour une assez longue durée.

Dans ce contexte, le retour de la Fed à une politique monétaire plus standard ne devrait se faire que graduellement afin de ne pas entraver la reprise. Si la Fed reste prudente sur ce point, l'absence de tensions inflationnistes (faible niveau des taux d'utilisation des capacités, dont le retour à la normale devrait prendre du temps, inflation sous jacente à son plus bas depuis 1968, chômage durablement élevé,...) et la fragilité de la reprise plaident pour une politique monétaire durablement accommodante, suivie d'un cycle progressif de hausse des taux débutant mi-2011.

## L'inflation reste largement contenue aux États-Unis

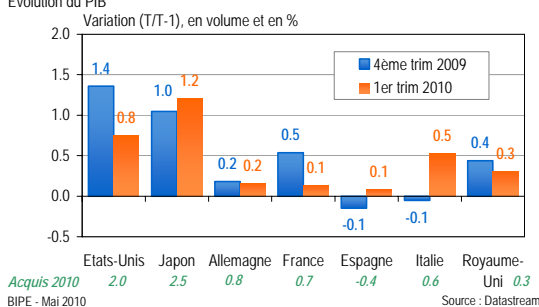
États-Unis : Prix à la consommation, % en glissement annuel



**En Europe, la reprise est plus lente.** Le PIB de la zone euro n'a progressé en glissement trimestriel que d'un « timide » 0,2% au premier trimestre 2010, bien loin du rythme de croissance observé aux États-Unis (+0,8% t/t) ou au Japon (+1,2%/t). Parmi les grands pays de la zone, c'est l'Italie qui a affiché la meilleure performance avec un rebond de 0,5% de sa croissance (après -0,1% t/t le trimestre précédent) alors qu'en France la croissance a ralenti de 0,5% t/t à 0,1% t/t au premier trimestre 2010. L'Allemagne reste quant à elle sur un rythme de croissance modéré +0,2% t/t, principalement soutenue par les stocks. L'Espagne sort timidement de récession avec une progression de 0,1% de son PIB.

## Croissance à plusieurs vitesses au 1<sup>er</sup> trimestre 2010

Évolution du PIB

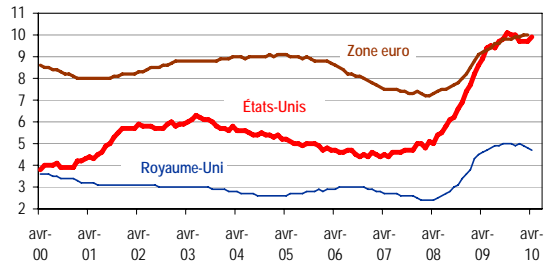


Dans l'ensemble, les évolutions récentes en Europe reflètent une moins bonne résistance de la consommation privée, notamment en France et en Allemagne (respectivement 0% et -0,8% t/t), du fait du moindre soutien des dispositifs de relance (fin / réduction des primes à la casse, hormis en Espagne) et de la hausse continue du

taux de chômage, qui dépasse maintenant les 10%.

## Maintien du taux de chômage à un niveau élevé

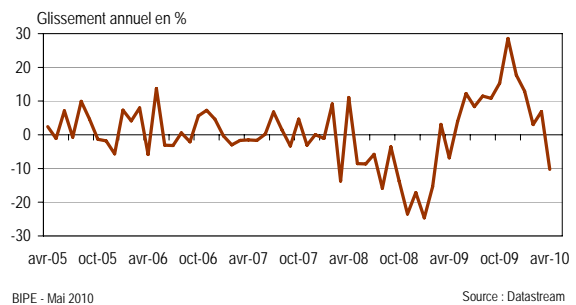
Évolution du taux de chômage, en % de la population active



Les divergences de trajectoire observées d'un pays à l'autre traduisent leurs différentes positions dans le cycle (certains pays comme la France ayant entamé la reprise plus tôt) et des différences d'évolution de la consommation privée. À titre d'exemple, celle-ci s'est accélérée en Espagne (+0,5% t/t après +0,3% t/t au quatrième trimestre 2009) alors qu'elle faiblissait dans les autres grands pays.

## Recul des ventes d'autos

Zone euro : immatriculations de véhicules particuliers



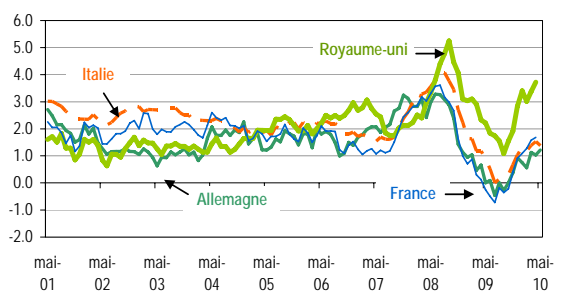
Du côté de l'offre, la reprise de l'investissement productif tarde : l'activité de construction a fortement souffert des conditions climatiques exceptionnelles du début d'année dans la majorité des pays (forte chute en Allemagne notamment), mais elle devrait repartir à la hausse au cours du deuxième trimestre. Dans de nombreux pays, notamment en Allemagne, la contribution des stocks à la croissance du premier trimestre a été particulièrement importante.

Le commerce extérieur reste bien orienté grâce à la forte demande des pays émergents, et à une reprise moins vive mais néanmoins effective de la demande à l'importation des pays industrialisés. La dépréciation de l'euro au cours des derniers mois a sans doute joué un rôle, même si l'on observe souvent un décalage d'un à deux trimestres entre le moment de la dépréciation et l'accélération des exportations. Le premier trimestre 2010 semble constituer un trimestre de transition, avec l'accélération des importations dans plusieurs pays dont l'Allemagne, liée au phénomène de (re-)stockage, alors que les exportations marquaient parfois le pas après plusieurs trimestres de hausse. L'affaiblissement récent de la consommation privée et publique, et la hausse des prix à l'importation résultant de l'évolution des taux de change, limiteront la croissance future des importations, tandis que les exportations devraient rester dynamiques.

Dans ce contexte de reprise encore incomplète et de demande intérieure durablement affaiblie, l'inflation reste largement contenue dans la plupart des pays européens, hormis au Royaume-Uni où la hausse de la TVA a poussé l'inflation moyenne de la zone euro s'établissait à 1,5% sur le même mois.

### La hausse des prix en zone euro reste également limitée

Inflation, en glissement annuel (% M/M-12)



BIPE - Mai 2010

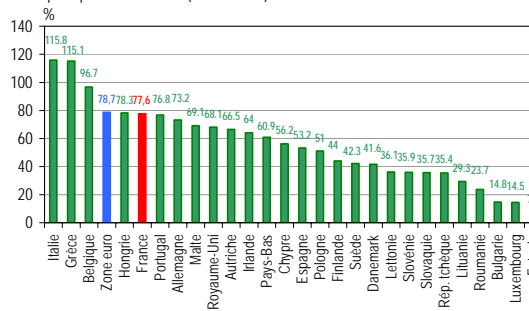
Source : Datastream

**De nouvelles pressions s'exercent :** inquiétude des marchés financiers, et retour aux politiques d'austérité visant à limiter la hausse de la dette publique et de sa charge de financement. Les dernières publications officielles font en effet état de déficits publics beaucoup plus élevés qu'initialement prévu dans plusieurs pays pour l'année 2009. Malgré l'annonce du plan de stabilisation européen et l'adoption de

nombreuses mesures pour limiter l'ampleur de la crise budgétaire européenne, la persistance de tensions sur les marchés financiers a obligé plusieurs gouvernements à adopter des plans de consolidation budgétaire d'une ampleur inédite (Espagne, Grèce, Portugal, Royaume-Uni...). Cet effort supplémentaire pour certains pays, avancé dans le temps pour d'autres, impactera négativement la croissance des pays européens dans les années à venir.

### Situation budgétaire : la consolidation de plus en plus pressante

Dettes publiques brutes en 2009 (en % du PIB)



BIPE - Mai 2010

Source : Commission européenne - European Economic Forecast

Fort heureusement pour l'économie européenne, ce retour à une plus grande rigueur budgétaire (le mot austérité étant déplacé dans un contexte de déficits approchant souvent 10 points de PIB) coïncide avec une phase de dépréciation de l'euro, qui améliore la compétitivité prix de la zone euro. Comme indiqué ailleurs dans ce rapport, l'affaiblissement de l'euro pourrait augmenter de 0,5 point par an le taux de croissance du PIB sur les deux prochaines années. Dans la réalité, cet effet positif sera toutefois compensé par la plus grande rigueur budgétaire, et par le probable resserrement des conditions d'octroi des crédits.

Vu l'ampleur des corrections à réaliser en termes de budgets publics, la consolidation budgétaire en Europe devra se poursuivre tout au long de l'horizon prévisionnel (2010-2015).

La dépréciation de l'euro ne soutiendra cependant la croissance que durant les premières années.

## La dépréciation de l'euro devrait bénéficier à la croissance via le commerce extérieur

Évolution du taux de change nominal de l'euro contre dollar



En effet, les déficits américains (déficit public, déficit de la balance courante) ont peu à envier aux déficits européens. Le ralentissement attendu de la croissance américaine après la fin

des programmes de soutien devrait donc conduire à une stabilisation du taux de change euro/dollar, puis à une inversion lente, les évolutions structurelles reprenant ainsi le pas sur les mouvements conjoncturels liés aux décalages de cycles. Fin 2015, le taux de change devrait donc revenir vers 1,35 \$/€, un niveau encore très inférieur aux 1,58 observés début 2008, avant l'aggravation de la crise.

La croissance moyenne du PIB de la zone euro devrait donc avoisiner les 1,6% par an entre 2010 et 2015, comparé à 2,3% par an aux États-Unis, 1,5% par an au Royaume-Uni et 8% par an en Chine. La crise économique et financière aura donc durablement impacté l'économie mondiale, réduisant la fracture entre pays émergents et pays industrialisés.

*Article rédigé par Elisabeth Rocha et Amine Tazî (BIPE), le 09 juin 2010*

## Balance des risques autour du scénario central

■ International ■ Facteurs spécifiques à l'Europe

## Scénario central - Probabilité : 55%

- Les mesures de soutien à l'économie qui ont favorisé le retour de la croissance en Europe et aux États-Unis font place à une plus grande rigueur budgétaire
- L'affaiblissement de l'euro permet toutefois de limiter les impacts négatifs de cette plus grande rigueur budgétaire sur la croissance
- Le manque de dynamisme de la consommation privée et la baisse de la consommation publique freinent la demande intérieure et les importations
- Malgré des taux d'utilisation des capacités de production toujours faibles en moyenne, l'investissement en Europe repart timidement à la hausse à partir du second semestre 2010. Aux États-Unis, cette reprise des investissements a déjà commencé
- À court terme, la croissance reste positive mais faible aussi bien en zone euro qu'en France. Le rythme s'accélère légèrement à partir de 2012, sans pour autant atteindre le rythme d'avant la crise
- L'écart de croissance entre les États-Unis et l'Europe traduit le plus grand dynamisme démographique des États-Unis. Les pays émergents sont les véritables moteurs de croissance à horizon 2015.

## Points favorables – Probabilité : 15%

- Maintien d'une croissance très soutenue de la demande intérieure dans les pays émergents, tirant l'économie mondiale
- Mise en place d'une régulation effective sur les marchés financiers, contribuant à une baisse de la volatilité
- Faible hausse des cours de l'énergie et des matières premières
- Accélération de la convergence intra-européenne, générant de nouvelles sources de demande
- Montée de nouveaux types d'investissements, liés notamment à l'environnement et au développement durable
- Stabilisation de l'euro à un niveau plus faible, renforçant la compétitivité européenne
- Accélération des réformes favorisant une hausse de la compétitivité non-prix des entreprises européennes
- Relance de grands travaux trans-européens

## Points défavorables - Probabilité : 30%

- La dégradation de la note de nombreux pays finit par provoquer une surestimation permanente du risque (d'où une montée des taux d'intérêt LT) et une allergie au crédit
- Montée des protectionnismes et des égoïsmes nationaux, éclatement des structures multilatérales de concertation (G20) et affaiblissement des organisations internationales (OMC, CE)
- Montée des déséquilibres sociaux liés au chômage de masse
- Pousée inflationniste sous la pression d'une forte remontée des prix des matières premières
- Absence d'homogénéité et de coordination des plans de relance entraînant des effets pervers
- Rupture de la solidarité intra-européenne
- Sur-réactions des banques les incitant à resserrer à nouveau les conditions d'octroi de crédit
- Hausse de l'inflation entraînant une sur-réaction de la BCE

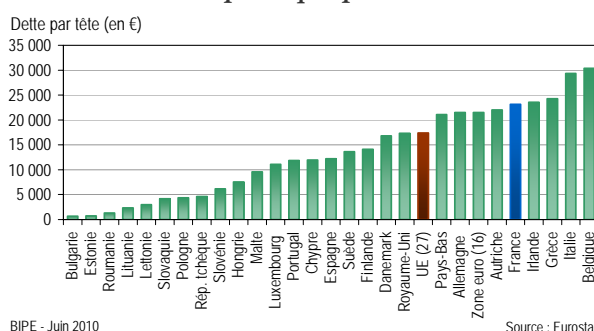


## FOCUS

## Finances publiques : comment revenir à l'équilibre ?

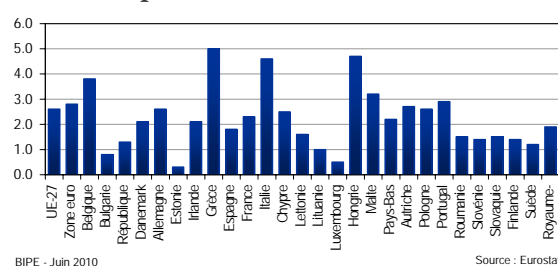
Pour de nombreux pays européens, les problématiques d'endettement public ne sont pas récentes. C'est d'ailleurs pour cette raison qu'un double critère a été retenu parmi les désormais fameux « critères de Maastricht » imposés aux pays faisant partie de la zone euro : la part du déficit public dans le PIB, qui doit être inférieure à 3%, et la part de la dette publique dans le PIB, qui doit être ramenée sous les 60%. La détérioration de la situation économique en 2008-2009 et la nécessité de restaurer la confiance sur les marchés financiers ont toutefois amené la plupart des États (européens et non-européens) à mettre de côté pour un temps la rigueur budgétaire pour soutenir l'économie. Si l'ampleur des plans de soutien a varié, tous les pays ont vu leur dette publique exploser du fait du creusement des déficits budgétaires. Aujourd'hui, le montant de la dette par habitant varie entre 657 € en Bulgarie, 739 € en Estonie et 1 278 € en Roumanie, et 30 363 € en Belgique – ce pays précédant de peu l'Italie (29 324 €), la Grèce (24 280 €), l'Irlande (23 521 €) et la France (23 139 €).

## La dette publique par habitant



Si la hausse des déficits résulte en partie de l'effet des stabilisateurs automatiques (baisse des recettes fiscales, augmentation des dépenses liées aux transferts, notamment au titre du chômage), la capacité de retour à l'équilibre lors de la reprise est très variable selon les pays. Elle dépend en effet de la part des dépenses « ajustables » dans le total des dépenses (dépenses courantes hors rémunérations dans la fonction publique, dépenses d'investissements non encore engagées) ainsi que de la capacité à ajuster le niveau des recettes. Cette faculté est naturellement supérieure dans les pays à faible pression fiscale. La capacité à réduire les déficits dépend aussi du poids de la charge de la dette (intérêts et remboursements), très variable selon les pays.

## La part des intérêts de la dette



Dans les années qui viennent, la menace de hausse des taux d'intérêts alourdira sensiblement le poids du service de la dette, et obligera les pouvoirs publics à dégager des surplus budgétaires récurrents – donc à collecter plus de recettes qu'ils ne dépenseront – pour éviter un cercle vicieux : maintien d'un déficit budgétaire alimentant la dette donc augmentant le poids du service de la dette dans le PIB, et de ce fait le déficit budgétaire des années suivantes...

Dans un rapport récent portant sur la consolidation des comptes publics dans les pays industrialisés et émergent<sup>i</sup>, le FMI explore différentes pistes de réduction des déficits, et leur applicabilité aux différents pays. Ils classent les pays en quatre catégories :

- Ceux où les efforts à consentir sont modestes et où une augmentation de la pression fiscale pourrait suffire (Indonésie, Mexique).
- Ceux où l'ajustement à réaliser est faible et où l'accent pourra être mis sur la réduction des dépenses après leur hausse récente.
- Ceux où l'ajustement, plus important, devra conduire à une réduction structurelle des dépenses du fait des faibles marges de manœuvre en termes de recettes publiques : ce groupe comprend la Belgique, le Canada, la Finlande, les Pays-Bas et la Pologne.
- Ceux où l'ampleur de la correction nécessaire nécessitera à la fois une réduction des dépenses et une hausse de la fiscalité. La France figure dans ce groupe, aux côtés de la Grèce, de l'Irlande, du Japon, du Portugal, de l'Espagne, du Royaume-Uni et ... des États-Unis.

Le FMI estime la hausse de la part des déficits primaires dans le PIB à 7,5 points de PIB en moyenne entre 2007 et 2010. La hausse des dépenses « structurelles » a été de 2,5 à 3 points de PIB, dont la moitié seulement est liée au stimulus budgétaire. Compte tenu de la hausse attendue des dépenses liées au vieillissement (santé, retraites, etc.) la correction des déséquilibres nécessitera une réduction structurelle des dépenses non liées à l'âge.

Pour réaliser cette réduction, l'accent devra être mis sur l'amélioration de l'efficacité des dépenses. Dans les pays de l'OCDE, seule une faible part des dépenses fait aujourd'hui l'objet d'analyses d'efficacité (moins de 10% pour les dépenses à titre social).

Dans l'UE, moins du tiers des dépenses publiques non liées à l'âge font l'objet d'études de coût-efficacité. Le bilan pour la France n'est pas meilleur. Le FMI se prononce aussi en faveur d'une hausse de la fiscalité indirecte, de préférence à l'impôt direct, et en particulier de la fiscalité environnementale.

*Article rédigé par Amine Tazî, le 10 juin 2010*

---

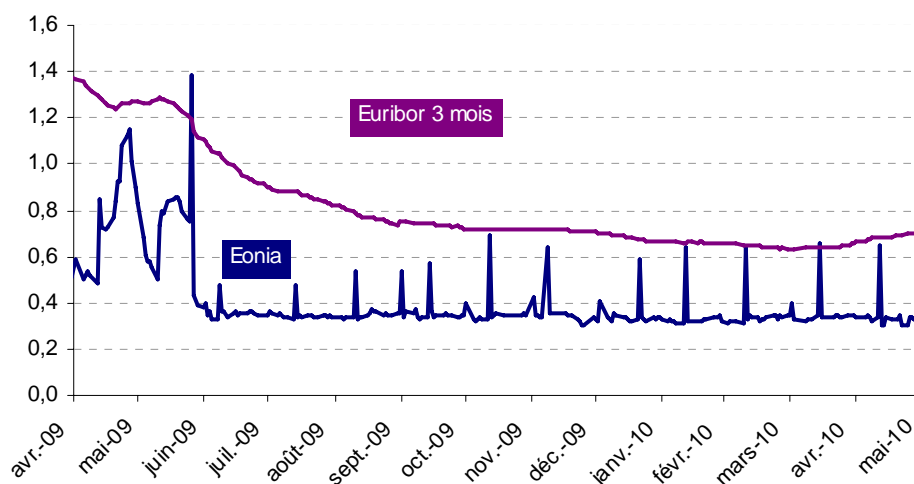
<sup>i</sup> « From stimulus to Consolidation: Revenue and Expenditure Policies in Advanced and Emerging Economies », FMI, 30 Avril 2010.

## LES MARCHES ET LA STRATEGIE D'INVESTISSEMENT

## Evolution des indices

	31/12/2009	30/04/2010	31/05/2010	Variation sur 1 mois	Variation depuis le début de l'année
<b>Monétaire</b>					
<i>Eonia</i>	0,41%	0,34%	0,33%	-1 bp	-8 bp
<i>Euribor 3M</i>	0,70%	0,66%	0,70%	+4 bp	0 bp
<b>Obligataire</b>					
<i>Taux Bund 10 ans</i>	3,39%	3,02%	2,66%	-36 bp	-73 bp
<i>Spread iTraxx Main</i>	76	87	117	+30 bp	+42 bp
<i>Spread iTraxx Xover</i>	432	426	558	+131 bp	+125 bp
<b>Actions</b>					
<i>DJ Euro Stoxx 50</i>	2 964,96	2 816,86	2 610,26	-7,33%	-11,96%
<i>S&amp;P 500</i>	1 115,10	1 186,69	1 089,41	-8,20%	-2,30%
<i>MSCI Emerging Markets</i>	989,47	1 020,03	926,40	-9,18%	3,09%
<b>Change et matières premières</b>					
€/€	1,43	1,33	1,23	-7,36%	-14,21%

## Marché monétaire



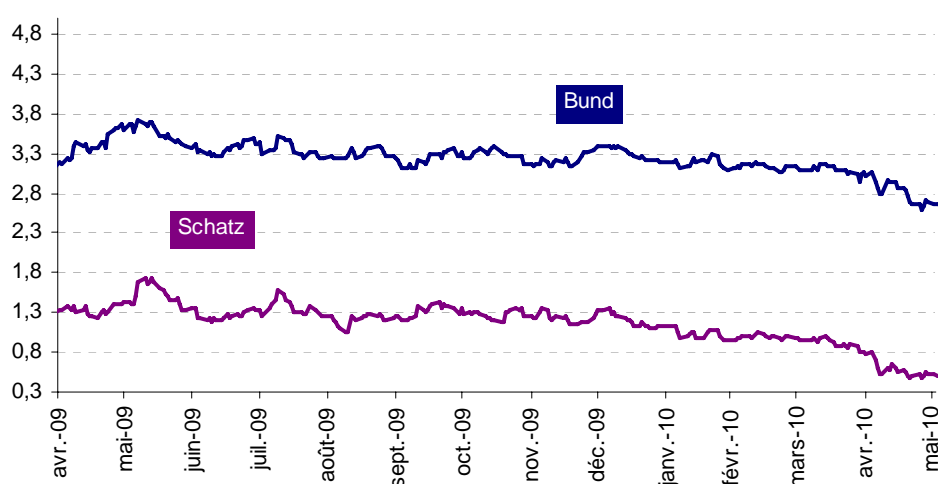
Les craintes liées aux déficits publics d'un certain nombre d'Etats de la zone euro ont provoqué de nouvelles inquiétudes sur le système bancaire européen, ce qui a entraîné la réapparition de tensions sur les marchés interbancaires. Logiquement, le spread entre l'Euribor 3 mois et les Bons du Trésor à 3 mois s'est creusé au cours du mois de mai passant, de 40 bp à 54 bp. La Banque Centrale Européenne a donc été amenée à prendre deux types de mesures :

- La réactivation des adjudications à 3 et 6 mois à taux fixes, récemment supprimées, afin de calmer les tensions en cours sur les marchés interbancaires

- L'achat de titres de dettes privées et publiques (l'achat d'obligations souveraines est une première dans l'histoire de la Banque Centrale Européenne) afin de réduire les tensions sur les marchés obligataires des pays périphériques. En mai, elle a acheté pour plus de 35 milliards d'euros d'obligations souveraines

Dans ce contexte, le taux de l'Eonia est resté sur des niveaux légèrement supérieurs à 0.3%. Ces nouvelles mesures prises par la Banque Centrale Européenne vont décaler dans le temps la normalisation attendue du marché monétaire. L'Eonia devrait revenir en ligne avec le taux directeur de la Banque Centrale Européenne au début de 2011. Au sein de la poche monétaire, nous conseillons donc de répartir à part égale le poids des taux fixes et des taux variables.

### Marché obligataire



En mai, les bonnes nouvelles n'ont pas manqué mais le marché obligataire les a systématiquement ignorées. Aux Etats-Unis, l'activité conjoncturelle est toujours robuste ; les enquêtes de confiance et d'activité ont continué à être relativement bien orientées, l'emploi a poursuivi son amélioration et la crise immobilière est désormais derrière nous.

En zone euro, le constat est relativement similaire même si l'on a noté que certaines enquêtes faisaient du sur-place, mais à des niveaux qui ne remettent pas en cause la reprise économique.

Du côté des décisions de politique monétaire, la Banque Centrale Européenne a tenté de calmer les tensions sur le marché interbancaire en réactivant les opérations d'apport de liquidité à taux fixes. Elle est également intervenue pour la première fois depuis sa création sur les marchés des emprunts d'Etats en achetant de la dette des différents pays périphériques (Portugal, Espagne, Grèce,...), afin de faire refluer les taux.

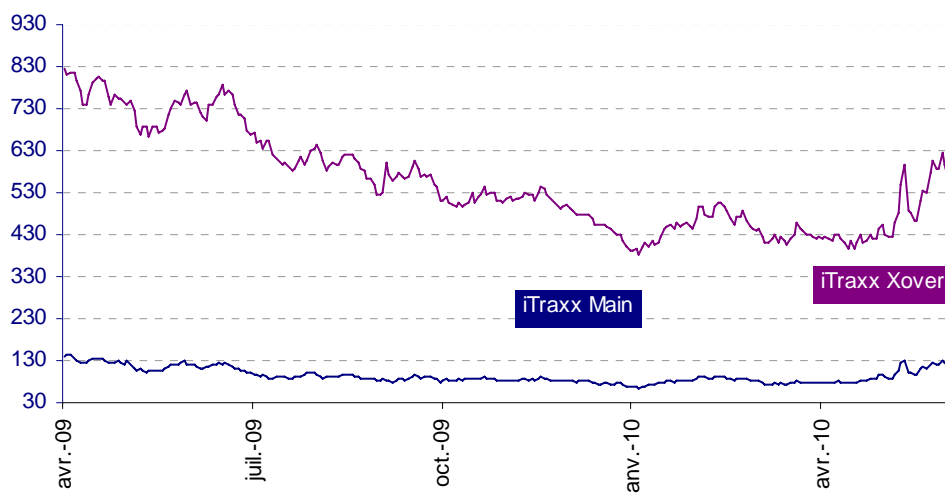
Enfin, du côté des entreprises, les analystes ont procédé à des révisions haussières de leurs attentes de résultats en 2010.

Tous ces éléments ont été ignorés par les marchés obligataires, qui se sont focalisés sur l'ampleur des déficits publics en zone euro et sur la capacité des pays à remplir leur objectif de réduction de déficits.

Les taux allemands ont donc continué à baisser dans un mouvement global de fuite vers la qualité. Ce mois-ci c'est la partie longue de la courbe qui a surperformé la partie courte. Le taux Schatz 2 ans est passé de 0.77% à 0.51% sur le mois et le taux Bund 10 ans de 3.02% à 2.66%.

Sur ces niveaux de taux, il semble que les marchés obligataires anticipent désormais une déflation durable. Ce scénario ne correspond pas à notre vision actuelle des marchés et nous considérons que les fondamentaux continue de plaider pour une remontée des rendements d'Etats même si les dernières actions de la Banque Centrale Européenne nous oblige à revoir en baisse nos prévisions de remontée de taux à 3 mois comme à fin d'année. Nous restons donc neutres en sensibilité sur l'ensemble de nos portefeuilles.

### Marché crédit



Le moins que l'on puisse dire est que mai n'aura pas été un bon mois pour le crédit dans son ensemble, en raison d'un élargissement marqué des spreads, que la baisse des taux d'Etats n'aura pas suffi à compenser. Malgré des fondamentaux macroéconomiques satisfaisants dans les différentes zones géographiques et une amélioration de la situation des entreprises, les marchés se sont concentrés là aussi sur la crise de la dette souveraine en zone euro. L'annonce d'un plan de stabilisation financier de 750 Mds d'euros n'a pas suffi à éloigner les craintes des marchés. Sur le mois l'indice iTraxx Main est passé de 87 bp à 118 bp. Contrairement au mois dernier, l'indice iTraxx Xover a également corrigé et son spread est passé de 426 bp à 558 bp. Les marchés physiques ont suivi le même mouvement de correction même si la sous-performance de ces derniers a été plus limitée du fait de la baisse des taux d'Etats en mai.

Les émissions ont été quasi-inexistantes sur le segment corporate comme sur les financières. Ainsi, on a relevé 2.5 Mds d'euros d'émissions corporates sur le mois contre une moyenne de 20 Mds à cette période l'année. Le constat est similaire sur les financières.

Malgré la correction, les marchés du crédit nous semblent toujours bénéficier de fondamentaux favorables :

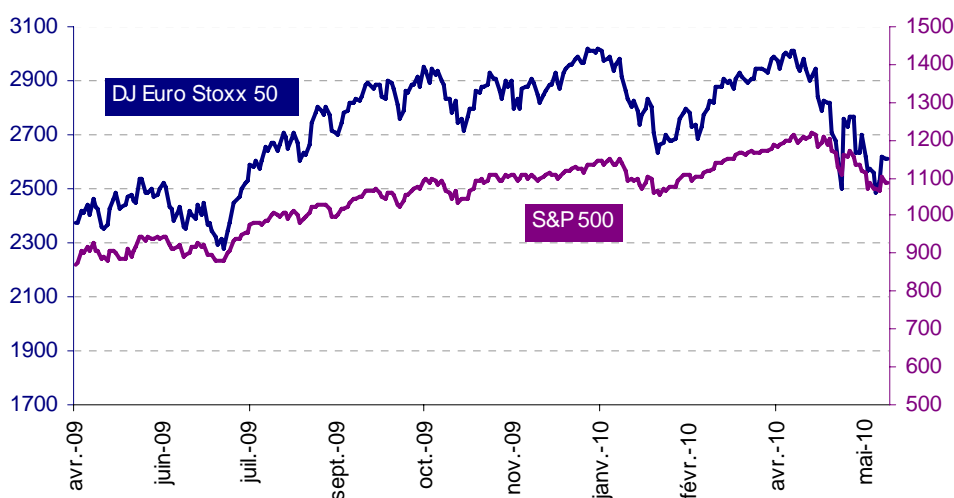
- L'amélioration du climat conjoncturel
- Le bas niveau des taux
- La bonne orientation des résultats des entreprises
- L'amélioration de la qualité de crédit. Ainsi, aux Etats-Unis, les analystes effectuent davantage de révisions haussières que de révisions baissières des notations des

entreprises. Cette amélioration des fondamentaux du crédit se constate d'ailleurs à travers la décrue des taux de défauts historique aux Etats-Unis, où, selon Moody's, ils ont atteint 9.5% en avril après 10.9% le mois précédent

- Les valorisations attractives

Nous maintenons donc un avis positif sur la classe d'actif même, si nous restons particulièrement prudents à court terme en raison de la forte volatilité sur les marchés et de la persistance des craintes sur la situation en zone euro.

### Marché actions



Ce n'est pas la tendance macroéconomique dessinée au mois de mai qui explique le recul de plus de 8% du S&P 500. En effet, outre-Atlantique, la tendance esquissée est plutôt rassurante avec entre autres la publication du PIB du premier trimestre 2010, qui reste solide avec une variation trimestrielle de 3.2%. Cette croissance s'appuie entre autres sur une hausse de la consommation personnelle. Par ailleurs, après un mauvais mois de février, la production industrielle signe son deuxième mois de croissance (chiffres d'avril) et le taux d'utilisation des capacités est toujours sur une pente ascendante. De la même manière, les ventes au détail et les revenus des ménages sont encourageants.

Autre élément positif, le recul du taux de chômage de 9.9% à 9.7%, avec une hausse sensible ces deux derniers mois de création d'emplois non agricoles. Toutefois, le dernier rapport sur l'emploi a montré qu'il y avait eu peu de créations dans le secteur privé.

Secteur sous surveillance, l'immobilier aussi semble être aussi sur une tendance de reprise. Pour la première fois depuis décembre 2006, l'indice immobilier S&P Case Schiller est en croissance en glissement annuel : le prix des maisons des vingt plus grandes villes américaines est en hausse de 0.64%. Les ventes de logements neufs et existants pour le mois d'avril ont été supérieures aux prévisions, notamment en raison des crédits d'impôts accordés.

On remarque également une embellie du côté de la confiance du consommateur, avec un rebond inattendu de l'indice du Conference Board, tout comme pour l'indice calculé par l'université du Michigan.

Nous surveillons toujours l'inflation et l'inflation core (hors alimentation et énergie), qui, en enregistrant une variation mensuelle étale en avril, retombe à un plus bas de quarante quatre ans (en variation annuelle). De même, les enquêtes ISM s'infléchissent un peu en mai, tous comme les directeurs d'achats de Chicago

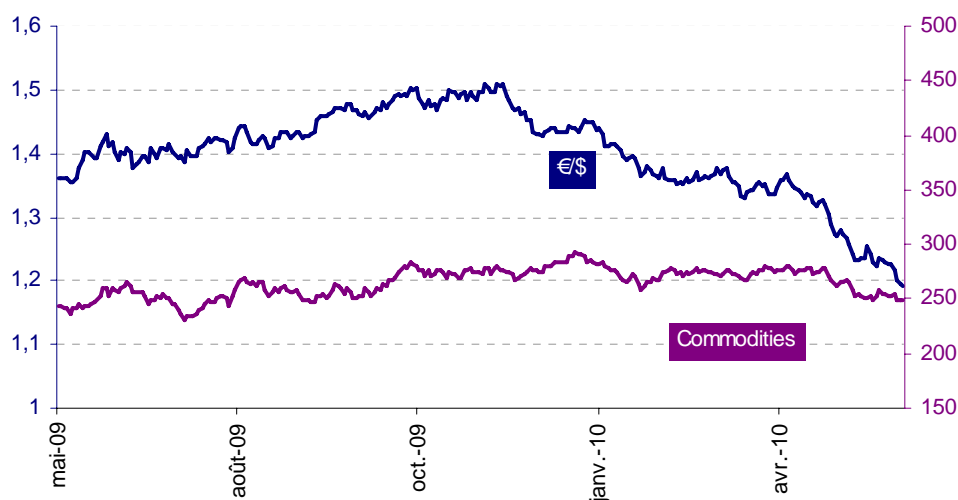
La saison d'annonces de résultats touche à sa fin aux Etats-Unis et la même tendance a été positive, tant en termes de rentabilité que de chiffres d'affaires. De plus, signe d'optimisme, les analystes ont révisé en moyenne de 10% à la hausse leur prévisions de résultats pour l'année 2010 au courant du mois de mai.

L'explication de ce fort repli des marchés actions se trouve en Europe, avec la crise de crédibilité qui touche la Grèce et les inquiétudes sur les autres pays du Sud : Espagne, Portugal. Les dégradations de notations (Standards & Poor's a dégradé la notation de la Grèce de deux crans) alimentent les craintes et les plans de secours annoncés ne calment que partiellement les investisseurs. En effet, les marchés se replient, même après l'annonce d'une aide combinée du FMI et des Etats Membres de la zone euro : 110 mlds € sur 3 ans dont 45 mlds € débloqués cette année. Par la suite un plan de 750 mds € a été annoncé, qui se décompose en deux volets : 250 Mds € apportés par le FMI et 500 Mds € par l'Union Européenne (dont 60 Mds € mobilisables à court terme et 440 M€ garantis par les Etats membres).

Ces événements ont occulté l'actualité économique de la zone euro, plus mitigée qu'aux Etats-Unis. On notera que le PIB du premier trimestre 2010 enregistre une progression de 0.2%, après une précédente estimation qui faisait état d'une variation étale. Toutefois, la confiance des investisseurs mesurée par l'indice Sentix recule brutalement en mai. L'inflation reste en ligne avec les anticipations, avec une variation mensuelle de 0.5%, ce qui ramène quand même l'inflation core à un plus bas historique en glissement annuel. Les estimations des indicateurs d'activité PMI sont mitigées : si le secteur des services bat légèrement les prévisions, le PMI manufacturier recule de 57.6 à 55.9 au mois de mai. Le sentiment économique européen, mesuré par le ZEW, déçoit aussi légèrement, à l'instar de l'IFO en Allemagne.

Dans ce contexte, le DJ Euro Stoxx 50 cède aussi du terrain à hauteur de 7.33%, baisse qui a affecté les petites capitalisations et les valeurs de rendement en premier lieu. Le repli a été plus marqué pour les valeurs de l'énergie-on souligne à cette occasion l'impact financier de l'accident et des fuites de brut sur une station BP- et les valeurs financières, toujours visées car détenant des dettes grecques, portugaises....Après un mois défavorable, les valorisations des principaux marchés actions (P/E autour de 10 pour le DJ Euro Stoxx 50) sont en dessous de leurs moyennes de long terme. Toutefois, la volatilité reste élevée, et les positions spéculatives sur le S&P 500 révèlent la prudence des acteurs. Ces signaux révèlent un potentiel baissier qu'il convient de ne pas négliger. Cependant, nous interprétons la baisse de ces derniers temps comme une réaction irraisonnée, qui ne prend pas véritablement en compte les bons fondamentaux décrits ci-dessus, et nous penchons plutôt pour un scénario de reprise, de l'ordre de 15% à 3 mois sur le marché américain, et plus élevée en zone euro.

## Les changes et les matières premières



La monnaie unique fait les frais des problèmes de déficit de la zone euro et elle se déprécie sensiblement en mai vis-à-vis du dollar : le taux de change €/€ passe de 1.33 à 1.23 en l'espace d'un mois. Tant que la crédibilité des états membres restera entachée, le dollar a un potentiel d'appréciation, même si, de notre côté, les réactions nous semblent excessives, compte tenu du degré d'endettement de la zone euro au global comparée au Japon ou aux Etats-Unis.

Malgré la croissance dans les zones dites émergentes, le prix du baril de pétrole a décliné en mai (de 86\$ à 74\$ pour le baril de WTI). Toutefois, toujours dans une optique où la nervosité des investisseurs se calmerait et où les fondamentaux reviendraient au premier plan, nous envisageons une réappréciation de cette matière première à 3 mois et à fin d'année.

*Article rédigé par Manuel Iglesias et Judith Levi le 08 juin 2010*

## Synthèse

MONETAIRE		PERSPECTIVES 3 MOIS	
<i>Eonia</i>		→	
<i>Euribor 3M</i>		→	
OBLIGATAIRE		PERSPECTIVES 3 MOIS	
<i>Taux Bund 10 ans</i>		→	
<i>Spread iTraxx Main</i>		↘	
<i>Spread iTraxx Xover</i>		↘	
ACTIONS		PERSPECTIVES 3 MOIS	
<i>DJ Euro Stoxx 50</i>		→	→
<i>S&amp;P 500</i>		→	→
<i>MSCI Emerging Markets</i>		→	→
CHANGE ET COMMODITIES		PERSPECTIVES 3 MOIS	
<i>€/€</i>		=	
<i>CRB</i>		→	



## Questions/réponses

## Conjoncture du secteur associatif

AssetFi Management Services s'est intéressé ce mois-ci aux évolutions du secteur associatif.

**Comment peut-on apprécier l'impact de la crise sur les associations ?**

Les ressources des associations ont particulièrement souffert de la crise. La moitié du financement du secteur associatif a une origine publique. Le premier effet de la crise est une baisse des financements publics en direction du secteur associatif, alors même que la crise génère des besoins sociaux plus importants et une demande de solidarité plus grande.

Dès le quatrième trimestre 2008, le ralentissement de l'activité a affecté les rentrées de TVA et de cotisations sociales. Dès que ce processus se développe, les comptes budgétaires et sociaux posent des problèmes.

La réaction de l'État est alors très rapide, au sens où la crise génère une rupture dans les financements que l'État donne aux associations, notamment lorsqu'il s'agit de subventions publiques. Cela n'est heureusement pas le cas de la commande publique qui engage l'État de manière contractuelle.

Mais la crise actuelle s'est greffée sur un contexte général de retrait de l'État. Ce désengagement a une double origine : le déficit public qui génère une contraction des financements de l'État, et en second lieu le recentrage accéléré des missions de l'État, en particulier avec la décentralisation, qui s'est traduit par une baisse du financement en direction des associations.

En 2009, les collectivités locales ont partiellement compensé cette baisse. Les budgets des collectivités locales se sont ajustés à la conjoncture avec un temps de décalage, notamment ceux qui étaient déjà votés. Les budgets communaux, notamment ceux des grandes villes, n'étaient pas en crise en 2009, mais ils vont le devenir cette année avec la baisse des droits de mutation, et des autres recettes assises sur l'activité.

Globalement, on observe donc un solde comptable 2009 plutôt satisfaisant, mais il faut voir que la restructuration des financements publics et la montée en charge des collectivités locales ont des conséquences importantes. Le transfert des financements vers les collectivités locales a fait qu'un certain nombre d'associations n'ont plus trouvé de partenaires. Certains secteurs comme l'éducation populaire, tout ce qui est loisir, jeunesse, et enfance, se sont retrouvés souvent sans interlocuteur public à la suite du retrait de l'État.

Pour 2010, nous n'avons pas encore assez de recul. Cependant les analyses et le point de vue des experts montrent qu'aujourd'hui, le financement des associations par les collectivités locales subit des ruptures. C'est important, parce que lorsque les financements publics baissent en raison de la crise ou pour une autre raison, on conseille aux associations de rechercher d'autres ressources, mais celles-ci ne sont pas très importantes. En général, lorsque l'on dit cela, on fait allusion aux ventes de produits et de services et aux dons ou mécénat. Les dons et le mécénat représentent 5% du financement total du secteur associatif, et ce ne sont pas ces ressources qui peuvent compenser le déficit de recettes.

En réalité, la seule marge de manœuvre dont disposent de nombreuses associations, c'est de jouer sur les cotisations, ce qu'elles ont fait de façon importante dans les dernières années, et sur la participation des usagers aux services rendus. C'est une des conséquences de la crise mais aussi une évolution de long terme : la contraction des financements publics implique quasiment automatiquement une augmentation de la participation des usagers aux services rendus. Et cela veut dire à long terme, un déplacement de l'action des associations vers des « usagers » plus solvables : il y a donc progressivement un changement du profil des adhérents de certaines associations.

### Peut-on parler, comme certains le font, de crise du bénévolat ?

La crise du bénévolat fait un peu partie des idées reçues. Quantitativement, le bénévolat se porte très bien. Les données, notamment celles qui résultent des deux enquêtes de 2000 et de 2005 du Matisse et des travaux universitaires, montrent que le bénévolat est en plein développement. De même, les sondages auprès de la population, qui sont réalisés de façon régulière, nous montrent que les Français souhaitent s'engager.

Pourquoi a-t-on parlé de crise du bénévolat ? Parce que même si le bénévolat va bien, il faut essayer de comprendre quelles sont les conditions de son émergence.

Au total, sur la période 2000-2005, le volume du travail bénévole a augmenté de façon considérable, de même que le nombre de bénévoles, le nombre d'engagements par bénévole, et le nombre d'heures par engagement bénévole.

Cependant, quand on écoute les associations, on reçoit le message suivant : « les bénévoles ne sont plus aussi stables qu'avant, ils viennent quelque temps et ils s'en vont ». Le deuxième discours récurrent des associations est qu'elles n'arrivent pas à trouver les bénévoles dont elles ont besoin.

Il y a une part de vérité pour les grandes associations : le nombre de leurs bénévoles a légèrement baissé, et leur implication aussi, entre 2000 et 2005. En revanche, il s'est maintenu et a même légèrement augmenté dans les petites associations. Les nouvelles associations n'ont aucun mal à trouver des bénévoles. L'explication que l'on a, et qui est vérifiée par différentes analyses conduites par France Bénévolat ou d'autres personnes qui travaillent sur le bénévolat, c'est que les bénévoles d'aujourd'hui ont besoin d'avoir le sentiment de peser sur le projet associatif.

Le bénévolat, comme le reste de la société, a évolué avec le temps. On le voit bien quand on interroge les jeunes : ils sont très portés vers le bénévolat, mais ils veulent de plus en plus

contrôler le parcours du bénévole. Ils veulent diversifier les expériences : les jeunes et beaucoup de bénévoles adultes aiment bien l'humanitaire et les activités culturelles. Le secteur des loisirs a plus de difficultés à recruter. Enfin, le bénévole veut diversifier ses expériences en termes de qualification, et cela c'est une difficulté qu'un certain nombre d'associations ont du mal à comprendre.

Aujourd'hui, il y a au fond un marché du travail bénévole, avec une offre et une demande. Et cette demande, cette offre de travail bénévole, ont des exigences. Et parmi les exigences mises en avant par les associations, c'est que le secteur s'est considérablement professionnalisé en termes d'emploi salarié bien sûr, mais aussi en termes de bénévolat : les associations aujourd'hui ont besoin de bénévoles qualifiés. Aujourd'hui, un des freins au développement du bénévolat est le coût de la formation des bénévoles.

### **Le développement des fondations en France va-t-il se poursuivre ?**

La France avait par rapport aux autres pays européens un retard important. Il y avait très peu de fondations en France comparativement à ses voisins. Les raisons en sont multiples mais parmi ces raisons, la première était la difficulté à créer une fondation et inversement la facilité à créer une association. On sait que de nombreux projets qui auraient pu être gérés dans le cadre du régime d'une fondation avec un certain nombre d'avantages d'ailleurs, l'ont été dans un cadre associatif justement pour contourner ces difficultés.

Deux évolutions récentes ont considérablement modifié le paysage. En premier lieu, toutes les lois en faveur du mécénat et de la générosité publique sont de nature à favoriser les fondations. Par ailleurs, la création du fonds de dotation a tellement été facilitée, que pour un certain type d'organismes de petite taille, il n'est plus intéressant de créer une association.

On peut supposer que pour quelques années encore, le secteur des fondations, si on y englobe les fonds des dotations et les fondations d'entreprise, a de beaux jours devant lui. La législation favorise beaucoup la création de fondations d'entreprise, et on peut penser que ce secteur va se développer. Mais globalement, les fondations restent, comparativement aux associations, un petit secteur en terme économique, environ 4 -5% du poids des associations.

### **L'économie sociale et solidaire (ESS) peut-elle être une réponse à la crise que nous traversons ?**

C'est une question largement débattue, notamment dans certains rapports publics (mission confiée au député Francis Vercamer). Un premier constat: l'économie sociale et solidaire se développe et continue à se développer pendant la crise. On n'a pas l'impression que la crise économique ait marqué de rupture majeure dans le développement du secteur. Les dernières données sur le monde associatif et sur l'emploi montrent que le secteur a continué à créer des emplois.

Le secteur de l'économie sociale et solidaire est peut-être qualitativement mieux adapté, et propose des réponses qui prennent en compte un certain nombre de phénomènes sociaux importants, notamment la volonté des individus de participer : il y a sans doute un certain nombre de qualités dans la réponse qui est offerte par les organisations de l'économie sociale mais la limite c'est tout de même le poids du secteur. Globalement, la part de l'économie sociale dans la valeur ajoutée est de 7,5%, ce qui est très important. Mais on voit bien que même si ce

secteur explosait, il ne pourrait pas constituer une réponse au problème que traverse le pays, aux difficultés que nous connaissons.

Il existe un débat autour de l'entrepreneuriat social et de l'entreprise d'économie sociale. En écoutant les associations, en analysant leur mode d'organisation, en lisant les travaux des juristes, on constate que les organismes d'économie sociale sont déjà depuis un certain temps impliqués voire imbriqués dans le secteur capitaliste. A titre d'illustration, on peut prendre le statut de la buvette dans les associations sportives.

Beaucoup d'activités commerciales sont développées dans un cadre associatif pour réaliser des excédents, bénéficier d'avantages commerciaux qui vont avec la création d'une structure commerciale, et de manière à financer le projet associatif. Une idée communément admise est les associations sont créées pour ne pas payer d'impôt. Or c'est partiellement faux, parce qu'en fonction du projet réalisé et de l'avenir de la structure, on peut ne pas avoir intérêt à recourir à un régime associatif. Par exemple, si deux personnes créent une association pour mettre en place un projet, l'association sera dissoute quand le projet s'arrêtera. Quand une entreprise met en place le même projet, le patrimoine peut être revendu, et la question de dire « c'est plus rentable » ne se pose pas.

Les grosses associations sont les premières à faire l'audit de leur structure et à se restructurer juridiquement en différentes organisations de droit différent, de manière à optimiser leur organisation et leur fonctionnement. Lorsque l'on analyse la création de nouvelles associations, au nombre de 60 000 à 70 000 par an, on observe dans le même temps un phénomène très important de restructuration et de fusion d'associations. Pendant la crise économique, certaines associations disparaissent, pour se recréer en fait sous d'autres formes et dans une logique d'optimisation de leurs activités.

*Article rédigé par Pierre Grapin , le 10 juin 2010*

## ANNEXES

## Principes de gestion

## Sécurité

**La sécurité du capital est primordiale, procurer un rendement ne suffit pas.**

Seule la recherche de sécurité à travers l'organisation du suivi et du contrôle et la mise en œuvre de ceux-ci permettent de garantir une performance régulière pour un niveau de risque accepté.

## Service

**Chaque client est porteur d'enjeux et d'objectifs qui lui sont propres.** Des solutions spécifiques sont élaborées pour chaque investisseur en fonction de sa problématique. La satisfaction du client est ancrée dans notre culture. La recherche de solutions adaptées au contexte de nos clients permet la fixation d'objectifs réalistes.

## Innovation

**L'innovation revêt plusieurs formes :**

- ➔ la façon dont nous identifions et formalisons les objectifs de nos clients,
- ➔ le dispositif de gestion ou de conseil que nous lui proposons
- ➔ L'organisation de travail spécifique que nous instaurons (en respectant toujours les principes de séparation des tâches)
- ➔ la mise en œuvre d'outils de suivi et de contrôle adaptés aux besoins de chaque client

## Adaptabilité

La relation mise en place avec nos clients se caractérise **par un grand respect mutuel, une grande flexibilité et disponibilité** de la part des collaborateurs et dirigeants d'AssetFi Management Services.



## AssetFi Management Services

11/13 rue René Jacques - Immeuble Le Vivaldi  
92130 Issy-les-Moulineaux  
Tél. : 33 (0)1 55.95.91.30  
Email : [infoams@assetfi.fr](mailto:infoams@assetfi.fr)

[www.assetfims.fr](http://www.assetfims.fr)



Partenaire d'AssetFi Management Services pour les analyses macroéconomiques et sectorielles.

Il participe également à l'élaboration de cette note mensuelle.

[www.bipe.fr](http://www.bipe.fr)

Co-directeurs de la publication :  
Ont collaboré à cette note :

**Gérard Soularue, Président AMS**  
**Nathalie FENARD**  
**Pierre GRAPIN**  
**Manuel IGLESIAS**  
**Judith LEVI**  
**Aline SAUCE**  
**Amine TAZI**

**Elisabeth ROCHA, Vice-présidente BIPE**



## Lexique

**EONIA** (Euro OverNight Index Average) : c'est un indice calculé chaque jour ouvré qui indique la valeur du taux pratiqué au jour le jour sur le marché interbancaire (emprunts et prêts des banques entre elles) pour les opérations libellées en euros. L'EONIA est calculé par la BCE (Banque Centrale Européenne) comme la moyenne des taux des prêts accordés un jour donné par un panel de 57 établissements bancaires représentatifs de la zone euro dont 47 établissements de la zone euro proprement dite et 10 établissements bancaires de pays européens susceptibles d'intégrer à terme la zone euro, ou encore de pays hors Union Européenne (3 banques américaines, 2 japonaises et 1 suisse) mais dont les volumes de transactions en euros sont significatifs.

**Euribor 3 mois** (Euro Interbank Offered Rate) : taux moyen publié chaque jour par la Fédération Bancaire Européenne (via l'agence Reuters) et qui est le taux auxquels 41 banques de l'Union Européenne et 8 banques internationales de premier rang se prêtent et s'empruntent des euros pour une période de 3 mois.

**Bund** : Ils 'agit de l'emprunt à 10 ans émis par l'Etat fédéral allemand.

**iTraxx Main** : Les indices iTraxx® sont publiés par Markit, principal fournisseur d'indices de dérivés de crédit en Europe et en Asie. Ce sont des indices synthétiques, représentatifs de Credit Default Swap (CDS) faisant référence à la qualité de crédit d'entreprises sélectionnées. L'indice iTraxx main est composé des 125 CDS les plus liquides du marché. La liste des sous-jacents des séries est revue deux fois par an et les nouvelles séries sont émises en mars et en septembre par Markit

**iTraxx Crossover** : La série iTraxx® Crossover offre une exposition aux dérivés de crédit sur 50 entreprises européennes de l'univers du « high yield », émetteurs à haut rendement notés au mieux BBB- (Standard & Poor's).

**CAC 40** : le CAC 40, qui prend son nom du système de Cotation Assistée en Continu, est le principal indice boursier d'actions de la place de Paris.

**Dow Jones Euro Stoxx 50** : Indice boursier européen lancé en février 1998 et constitué de 50 des plus grandes valeurs européennes de l'indice plus large DJ Euro Stoxx.

**Nikkei 225** : Le Nikkei 225 est le principal indice boursier d'actions de la bourse de Tokyo. Il est composé de 225 sociétés.

**CRB** : L'indice Reuters-CRB (CCI) est un indice des prix des matières premières, publié pour la première fois en 1958. Aujourd'hui, il est composé des prix de 19 matières premières cotées.

**Aplatissement de la courbe des taux** : désigne la convergence des taux courts et des taux longs sur un même niveau.

**Carry Trade** : transaction financière qui permet à une négociation d'obligations d'emprunter des fonds à long terme. Dans le cas du Japon, les investisseurs empruntent à des niveaux de taux proches de zéro et les investissent majoritairement dans des obligations américaines.

**Courbe des taux** : décrit la relation entre la maturité d'une obligation et son rendement. Nous l'utilisons fréquemment pour les obligations d'Etat (OAT). Si la courbe des taux a souvent une pente positive (plus la maturité est éloignée, plus le taux d'intérêt est élevé), il arrive qu'elle prenne d'autres formes (inversée, en U, etc.).

**Déflation** : caractérise une période suffisamment longue durant laquelle une baisse générale des prix est observée. La déflation est donc l'opposée de l'inflation. En règle générale, la déflation est la traduction d'un net ralentissement ou d'une baisse de la demande, et elle est associée à une période peu favorable à l'activité économique. La déflation ne doit pas être confondue avec la désinflation qui est un ralentissement de taux d'inflation, c'est-à-dire que le niveau général des prix augmente à un taux décroissant.

**Event Driven** : stratégie de la gestion alternative qui spéculé sur toutes les situations atypiques de la vie des entreprises : changement de management, rapprochement (changement de management, rapprochement, etc.)

**Future** : un contrat standardisé, coté et transférable qui exige la livraison d'une matière première, d'une monnaie, d'une obligation, d'un index ou d'un taux à un prix et à une date spécifiée d'avance sur le contrat. Les contrats futures sont en fait des contrats à terme car ils obligent à réaliser une certaine transaction à une date précise. Mais les futures se distinguent des contrats à terme du fait qu'ils sont standardisés, sont échangés sur un marché organisé, sont régulés par des agences de contrôle et garantis par des centres d'échange et de compensation.

**Gestion alternative** : se définit comme une gestion décorrélée des indices de marchés. Elle se fonde sur d'autres situations que la hausse des cours enregistré des gains. Elle repose donc sur des stratégies et des outils à la fois diversifiés et complexes.



**Gestion directionnelle** : Une stratégie de la gestion alternative qui parie sur l'évolution du marché dans un sens.

**High Yield** : Obligations non convertibles émises par des entreprises présentant généralement un niveau d'endettement élevé, ayant un profil risqué et portant un rendement élevé.

**Inversion de la courbe des taux** : Lorsque les taux longs deviennent inférieurs aux taux courts, cela décrit le phénomène « d'inversion de la courbe des taux ».

**Investment Grade** : Obligations correspondantes à un niveau de risque faible et ayant comme notation des agences de rating situées entre AAA et BBB selon l'échelle de Standard & Pools.

**Long/Short** : Une stratégie de la gestion alternative qui tire profit des hausses comme des baisses du marché actions en associant un investissement à la hausse (long) dans des titres jugés sous-évalués avec des positions à la baisse (short) sur des sociétés surévaluées.

**Obligation privé/Crédit** : Titre de créance négociable représentatif d'une fraction d'un emprunt émis par une entreprise. En tant que créancier d'une entreprise, le porteur d'une obligation ne court pas le risque industriel de celle-ci puisque sa rémunération est contractuelle. Il sera remboursé avant les actionnaires en cas de faillite de l'entreprise. En contrepartie, il ne bénéficie pas des droits sociaux liés à l'action (droit au bénéfice et droit à la gestion de l'entreprise via le droit de vote).

**Opportunités d'arbitrage** : Les stratégies d'arbitrage consistent à profiter des inefficiences du marché (différences de cours entre deux placements identiques ou semblables sur le même marché ou sur des marchés différents) et de réaliser des gains.

**Option** : contrat entre deux parties par lequel l'une accorde à l'autre le droit (mais non l'obligation) de lui acheter (**option** d'achat) ou de lui vendre (**option** de vente) un actif, moyennant le versement d'une prime. L'achat (ou la vente) de cet actif se fera à un prix déterminé (prix d'exercice), durant une période (période d'exercice pour les **options** dites "américaines") ou à une date précise (**date d'exercice** pour les **options** dites "européennes"). Le fondement de l'**option** est la rémunération du **risque**.

**Prime de risque** : La prime de risque d'un marché financier mesure l'écart de rentabilité attendue entre le marché dans sa totalité et l'actif sans risque (l'obligation d'Etat). Pour déterminer la prime de risque propre à chaque titre, il suffit ensuite de multiplier la prime de risque du marché par le coefficient bêta du titre en question.

**Spread** : Ecart. Dans le cas des obligations gouvernementales, le spread désigne souvent l'écart entre taux longs et taux courts. Dans le cas des obligations privées et corporates, le spread désigne le plus souvent l'écart de rendement entre les obligations d'Etat et les obligations corporates qui doivent avoir des meilleurs rendements du fait de la prime de risque de crédit.

**Volatilité** : La volatilité de la valeur (ou du taux de rentabilité) d'un titre financier caractérise l'amplitude des variations de la valeur (ou de la rentabilité) de ce titre. Cette volatilité se traduit mathématiquement par une variance ou un écart-type. Dans une économie de marché, elle mesure en fait le risque de ce titre : plus un titre financier est risqué, plus son cours est volatil, et réciproquement.

