



NOTE D'ANALYSE MENSUELLE

Un été à surveiller, mais le soleil continue de se lever à l'Est, fort heureusement.

Avec les grosses chaleurs vient le temps d'un certain relâchement des comportements et l'idée que la pause estivale est bienvenue. Les acteurs économiques sont ici à l'image de la société. Et pourtant, le simple rappel de l'histoire de ces dernières années montre que des événements importants sont susceptibles de se produire au cours de l'été et qu'il convient de rester vigilant.

Le deuxième trimestre a finalement été marqué par une déception : l'économie américaine n'a pas tenu ses promesses du début d'année. La croissance US pourrait connaître un fléchissement au deuxième trimestre, en partie lié à l'appréciation du dollar par rapport à l'euro qui a stimulé les exportations

européennes. Cependant le scénario macroéconomique n'est pas remis en cause : plus que jamais, la croissance mondiale, révisée à la hausse ces derniers jours, reste tirée par les économies émergentes, et par le très fort dynamisme de l'Asie.

L'Europe reste à la traîne. La faible croissance de la zone euro au deuxième trimestre est entièrement alimentée par le frémissement des exportations, avec un avantage décisif pour les pays ayant une spécialisation sectorielle favorable. L'Allemagne et l'Italie ont ainsi davantage tiré partie de la dépréciation de l'euro. Dans un contexte où le chômage reste partout à un niveau élevé et où le

pouvoir d'achat stagne, le moral des ménages faiblit, contredisant sur ce plan le regain de confiance des industriels.

Au final, deux risques sont particulièrement à surveiller. D'abord, le risque toujours possible d'une nouvelle crise de la dette souveraine, notamment en Europe : ce risque s'est déplacé vers les pays périphériques tels que la Hongrie, mais il continue de peser sur le système bancaire. Ensuite, la dépréciation du taux de change de l'euro, si elle devait se poursuivre, aurait des conséquences sur le niveau de croissance en 2010 et au-delà.



SOMMAIRE

SOMMAIRE	2
MACROÉCONOMIE : POINTS CLÉS	3
ETATS-UNIS : UN PROBABLE RALENTISSEMENT AU SECOND SEMESTRE	3
BALANCE DES RISQUES AUTOUR DU SCENARIO CENTRAL	7
FOCUS	8
LES CONSEQUENCES SECTORIELLES DE LA CRISE	8
INDICATEUR DE STRESS	12
INTERVIEW	15
QUATRE QUESTIONS A COLAS AMBLARD, AVOCAT AU BARREAU DE LYON	15
ANNEXES	19
PRINCIPES DE GESTION	19
LEXIQUE	20



MACROÉCONOMIE : POINTS CLÉS

Etats-Unis : un probable ralentissement au second semestre

Plusieurs signes montrent que l'économie américaine, encore dynamique au T1-2010, commence à fléchir. La deuxième partie de l'année pourrait être à nouveau difficile.

En dernière estimation, le taux de croissance des Etats-Unis au T1-2010 publié le 25 juin a une nouvelle fois été revu à la baisse à 2,7% en rythme trimestriel, (par rapport aux 3,0% annoncés lors du deuxième exercice et aux 3,2% de la première estimation). La révision reflète le moindre dynamisme de la consommation des ménages, révisée à 3,0 % (au lieu de 3,5 %).

En juin, l'indicateur du *Conference Board* synthétisant la confiance des ménages s'est replié à 52,9, après 62,7, notamment en raison d'inquiétudes persistantes sur les évolutions de l'emploi. En effet, au mois de juin, l'économie américaine a détruit 125 000 postes, notamment dans le secteur public (-208 000). La contribution de l'emploi public à la création nette d'emplois s'était élevée à 400 000 et à 72 000 respectivement aux mois de mai et juin, du fait d'emplois temporaires liés au recensement de la population. Dans le secteur privé, le rythme des créations nettes d'emploi (83 000 en juin) s'est considérablement réduit depuis le mois de mai. Il demeure principalement alimenté par le secteur des services.

Les revenus des ménages ont décéléré en mai (1,7% m/m) après avoir atteint un pic de 3,9% en mars. Les ventes de véhicules neufs ont reculé de 11% entre mars et avril. Le taux de croissance annuel des ventes au détail s'est replié en mai à 6,9 %, après 9,0% en avril.



Par ailleurs, l'indice ISM manufacturier a poursuivi son repli. L'indice non manufacturier amorce un mouvement de baisse au mois de juin (53,8, après 55,4 en mai). Le recul de la composante « prix payé » de l'indice a été particulièrement forte (57,0 après 77,5).

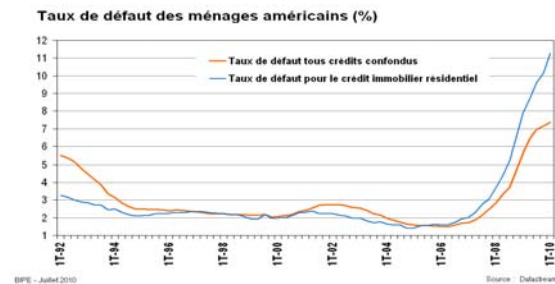


Au final, le faible dynamisme de la demande se traduit par une inflation sous-jacente faible puisqu'elle campe, en rythme annuel, en deçà de 1% depuis le mois d'avril.

Un rebond durable du marché de l'immobilier résidentiel est à ce jour loin de se profiler. Jusqu'ici soutenues par des mesures de crédits d'impôts, les ventes dans le neuf et les mises en chantier ont décliné, entre avril et mai, respectivement de 32,7 % (à 300 000 unités) et de 10% m/m. Ces mesures temporaires de soutien au marché n'auront toutefois pas exercé un effet décisif sur les stocks de logements invendus, ces derniers étant revenus à leur niveau de fin 2008. Elles ont toutefois permis un rebond correspondant, selon nous, à une normalisation des prix immobiliers mesurés par l'indice S&P Case-Shiller : après six mois consécutifs de baisse, le retour en territoire positif à 0,8 m/m a coïncidé avec la forte hausse des ventes due à un effet d'aubaine. Outre la poursuite du processus de désendettement des ménages, il est vraisemblable que les banques soient peu incitées à prêter : la proportion de ménages rencontrant des difficultés à honorer leurs échéances de crédit continue en effet à croître de façon exponentielle (11,3 % au T1-

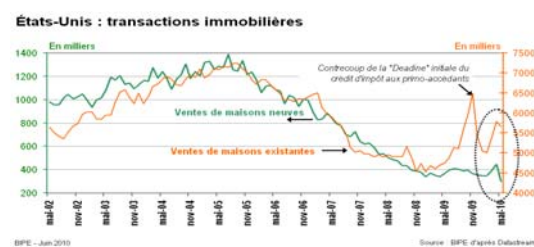


2010, après 7,9 % au T1-2009 et 3,7% au T1-2008).



Ces évolutions plus tempérées sont cohérentes avec la baisse du taux d'inflation sous-jacente, et la stabilisation relative du taux d'inflation autour de 2 %. Ce ralentissement de l'inflation peut aussi résulter de l'appréciation relative du taux de change effectif du dollar. L'assouplissement de la politique de change de la Chine constitue à ce titre une bonne nouvelle pour les Etats-Unis et les autres pays industrialisés, notamment en Europe : notons toutefois que cet assouplissement était déjà intégré dans les prévisions à court et moyen terme du BIPE ? et qu'il ne nous conduit donc pas à modifier notre prévision.

Au final, l'économie américaine devrait connaître une croissance au T2-2010 moins vigoureuse qu'au T4-2009/T1-2010, un ralentissement qui pourrait aussi être lié à l'appréciation du taux de change du dollar par rapport à l'euro, qui a revigoré la compétitivité-prix des exportateurs européens.



Ces évolutions de l'économie dite « réelle » devraient se traduire par un rétrécissement du différentiel de croissance entre les Etats-Unis et l'Europe, et une interruption de la dégringolade du taux de change que l'on commence à observer. Une stabilisation du taux de change – nominal et effectif – de l'euro à un niveau proche de celui que l'on connaît aujourd'hui permettrait toutefois aux économies européennes d'augmenter leurs exportations de 2 à 3 fois plus

vite qu'en l'absence de cette dépréciation, et donc de gagner un demi point de croissance chaque année pendant deux ans. Ce relai de croissance, certes temporaire, vient cependant à point nommé puisqu'il compense partiellement l'impact négatif des plans d'austérité sur la demande intérieure.

Zone euro

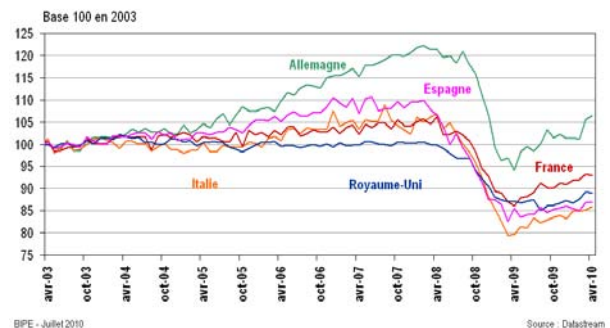
Eurostat a confirmé que la croissance de la zone euro s'était élevée à 0,2% au T1-2010 t/t. Alors que la consommation des ménages se repliait à -0,1% (après 0,2%), l'activité a principalement été alimentée par le frémissement des exportations (2,1%, après 1,8%) et la dépense publique (0,3%, après 0,1%).

Enquête de confiance de la commission européenne



L'amélioration de l'indice composite de sentiment économique publié par la Commission Européenne (à 98,7 en mai, après 98,4 en avril) masque de fortes différences entre pays (+0,4 en Allemagne, -3 au Royaume-Uni et -2,3 en France) et entre agents déclarants ; tandis que l'indice des industriels est sur une pente ascendante, celui des ménages peine à décoller. Il s'établit à -17,3 en juin, soit son niveau de novembre 2009.

Production industrielle



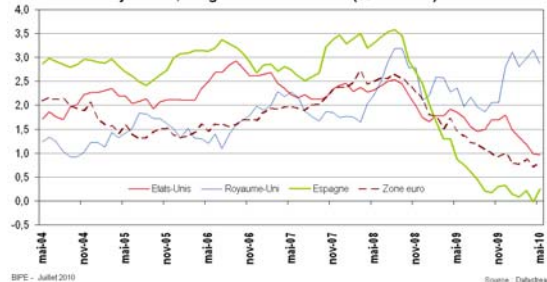
Comme aux Etats-Unis, les consommateurs européens n'ont pas retrouvé le niveau de confiance d'avant la crise, ce qui pèse vraisemblablement sur leurs comportements et les incite à maintenir, voire à augmenter à nouveau, leur épargne de précaution. Alors que le revenu disponible réel (pouvoir d'achat) n'augmente que très modérément suite à la reprise de l'inflation, cette prudence du consommateur se traduit par une quasi-stagnation de la consommation privée, y compris dans des pays comme la France où celle-ci est traditionnellement un des principaux moteurs de la croissance.

A la lumière de l'évolution des indices de production industrielle, l'Allemagne aurait, davantage que ses partenaires (Italie exceptée), bénéficié de la dépréciation de l'euro face au dollar.

La quasi-stabilité du PMI manufacturier dans la zone euro (55,6 en juin, après 55,8 en mai) masque là encore des évolutions divergentes entre pays : à la baisse pour la France et l'Espagne, stable pour l'Allemagne et à la hausse pour l'Italie pour laquelle il est apparu que le spectaculaire redressement de la croissance au premier trimestre 2010 (+0,5%, après -0,1% 2009T4) était largement imputable à la contribution du solde extérieur (0,4%, après -0,9 %). En Italie, en effet, la forte reprise des importations corrélée au processus de reconstitution des stocks entamé au quatrième trimestre 2009 a été plus que compensée par le développement des exportations (5,3%, après -0,4 %).

En raison d'une faible demande finale émanant des ménages, la hausse des prix à la consommation demeure contenue (1,4% a/a, après 1,6% en mai). Le détail par pays connu à ce jour signale une baisse de 0,3 point en Allemagne et de 0,1 point en Italie, soit des taux d'inflation ramenés à 0,9% et 1,3%, respectivement. Depuis mars, les prix à la production en zone euro ont interrompu, en rythme annuel, leur chute vertigineuse. La poursuite de l'accélération (3,1% en mai) résulte autant de tensions sur les prix des biens intermédiaires que sur ceux des matières premières.

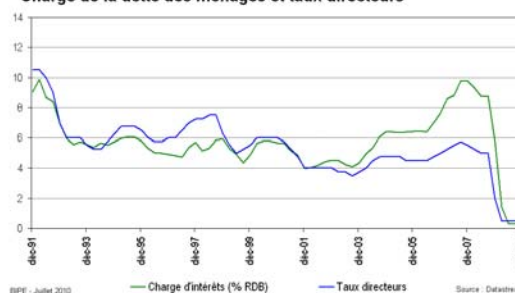
Inflation sous jacente, en glissement annuel (% M/M-12)



Au Royaume-Uni, on observe un recul de l'inflation à 3,3 % après 3,7 %. La persistance de tensions sur les prix devrait se traduire par un retour plus rapide qu'en Europe ou aux Etats-Unis à une politique monétaire moins accommodante. Alors que la hausse des taux provoquerait une ponction sur le revenu des ménages, le plan de consolidation fiscale annoncé le 22 juin visant à réduire le déficit budgétaire à 1% à l'horizon 2015 est de nature à l'amputer davantage. Ce plan se traduit par des coupes dans les dépenses, notamment sociales, d'environ 32 milliards de livres par an.

Royaume-Uni

Charge de la dette des ménages et taux directeurs



Comme aux Etats-Unis, ces évolutions sont conformes aux dernières prévisions de court et moyen termes du BIPE, annonçant une croissance en 2010 dans la zone euro principalement tirée par le commerce extérieur du fait de la dépréciation de l'euro, d'un dynamisme des importations du reste du monde, et des écarts de croissance entre pays reflétant leur orientation au commerce extérieur – à la fois en termes de structure des exportations par produit et d'orientation géographique des échanges.

Sur le marché de l'emploi, les évolutions divergent là aussi, avec la baisse du chômage en Allemagne qui contraste avec la stabilité relative

en France et le maintien d'une tendance haussière ailleurs.

Sur le marché obligataire, les conditions de financement restent tendues depuis la résurgence des tensions au mois de mai. Elles devraient le rester au cours des mois à venir. En témoigne notamment le fait que – situation inédite – les banques continuent à s'acquitter d'une prime de risque (au sens des *Credit Default Swaps*) supérieure à celle des entreprises non financières, d'environ 40 bp sur leur dette *senior*. Parallèlement, d'après la BCE, le taux de croissance de la dette obligataire des banques s'est inscrit en repli à +2,3% a/a au mois de mai (après +3,6 % au mois d'avril) ; les encours se sont ainsi contractés d'environ 21 milliards d'euros (pour mémoire, à titre de comparaison, les encours avaient fondu de 69 milliards en octobre 2008). Ce mouvement est de nature à se poursuivre au mois de juin, et ce aussi longtemps que des doutes subsisteront sur le degré d'exposition de la sphère bancaire aux risques souverains. Pour le mois de juillet, une incertitude subsiste aussi quant à la façon dont les banques vont compenser l'arrivée à échéance, le 1^{er} juillet dernier, du prêt de 442 milliards à douze mois consenti par la BCE. En première instance, il apparaît que la fin de la mesure exceptionnelle visait avant tout à éponger les excédents de liquidités et que les besoins effectifs étaient inférieurs aux attentes : l'appel d'offre à trois mois de la BCE n'a été souscrit qu'à hauteur de 132 milliards €, sans doute une fois de plus par les établissements grecs, portugais ou espagnols, plus fragiles.

Courant juin, hormis l'Espagne, les taux d'emprunt d'Etat à dix ans des pays de la zone euro ont dans l'ensemble diminué. Le problème de la dette publique s'est en revanche déplacé vers les pays périphériques, la Hongrie en particulier (+ 73 bp).

Dans son rapport annuel rendu officiel le 28 juin, la Banque de Règlements Internationaux (BRI) a aussi lancé un avertissement sur les dangers que représente le degré d'exposition des investisseurs sur le marché de l'immobilier non résidentiel, pour lequel la normalisation des prix n'est pas d'actualité : en Irlande et au Royaume-Uni, les prix auraient respectivement perdu 39% et 46%. Parmi les facteurs pesant sur la rentabilité des banques, la BRI relève une potentielle sous-estimation des provisions pour pertes, d'autant que les dettes auraient été restructurées.

Tous ces signes laissent à penser le risque d'une nouvelle crise de confiance du système financier, qui appellera de nouvelles mesures de soutien non-conventionnelles des banques centrales, n'est pas loin. En effet, les moyens classiques (relevant notamment des politiques budgétaires) sont largement épuisés compte tenu de la situation actuelle des finances publiques.

Une telle situation pourrait se traduire par un nouveau resserrement des conditions d'octroi de crédits dont les conséquences sur l'économie réelle devraient être moindres que lors de la première phase de la crise financière, en raison de la faiblesse du niveau d'investissements et de la demande de crédits de la part de ménages de plus en plus prudents. De plus, de nombreuses entreprises – notamment des PME – bénéficient de conditions de paiement favorables de la part de leurs fournisseurs. Dans certains secteurs (comme l'aéronautique), les donneurs d'ordre ont amorti les chocs conjoncturels en maintenant entre autres les commandes adressées aux PME afin d'éviter des déperditions de savoir-faire.

Article rédigé par Elisabeth Rocha et Philippe Rousseau (BIPE), le 08 juillet 2010

Balance des risques autour du scénario central

■ International ■ Facteurs spécifiques à l'Europe

Scénario central - Probabilité : 50%

- 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 : 20%

- 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
- **Poussée 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

Les conséquences sectorielles de la crise

Sans surprise, la reprise économique s'est traduite par un rebond de l'activité sectorielle, avec toutefois des rythmes de croissance variables selon les secteurs et les pays.

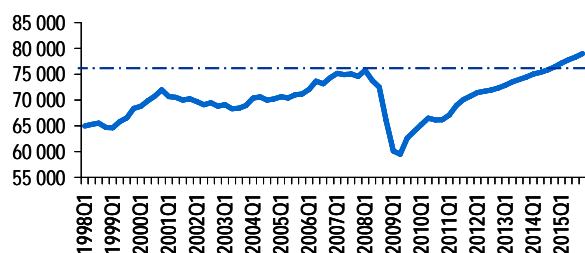
Ainsi, les secteurs qui ont le plus souffert de la crise – perdant, dans certains cas, plus de 30% du niveau de production de mi-2008 – sont les secteurs des biens d'équipements, et les secteurs des biens intermédiaires comme la chimie, les produits métalliques et non-métalliques, les caoutchoucs et plastiques. En comparaison, les secteurs qui ont subi la plus faible chute de leur activité sont les biens de consommation et les services – dans ce dernier cas, malgré la baisse prononcée de l'activité des services aux entreprises qui inclut l'intérim.

Depuis le milieu de 2009, l'activité s'est redressée, mais à un rythme plus lent que lors de reprises précédentes de telle sorte qu'on est encore loin du niveau de production d'avant crise. La reprise a été plus rapide dans certains secteurs de biens intermédiaires – notamment la chimie et la transformation des métaux – grâce au phénomène de restockage destiné à éviter les goulots d'étranglement lors de la reprise. Tous les secteurs producteurs de biens intermédiaires n'ont toutefois pas récupéré au même rythme, du fait de l'état toujours dégradé des marchés de la construction : la reprise de la construction – notamment par le biais de l'activité de rénovation – n'étant attendue que fin 2010 au plus tôt, les secteurs produisant les matériaux de construction (verre, ciment, céramique, etc.) restent en retrait.

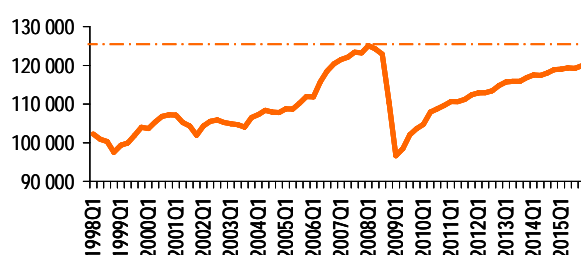


Evolution passée et future de la production dans les secteurs des biens intermédiaires

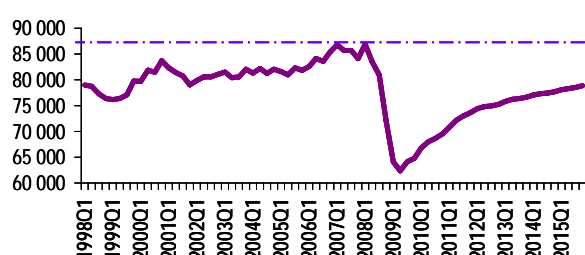
France (volume, M€)



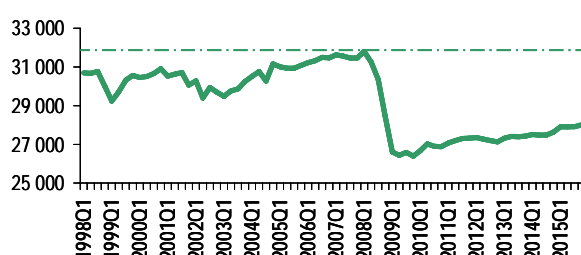
Allemagne (volume, M€)



Italie (volume, M€)



Royaume-Uni (volume, M€)



Source : BIPE, club Dynamiques Sectorielles, d'après des données nationales

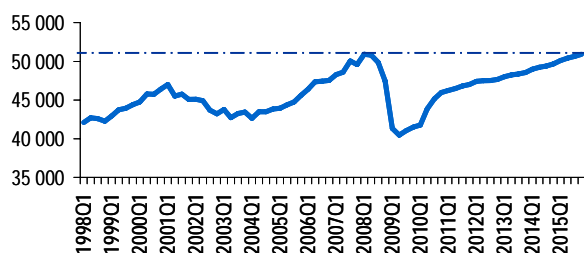
Selon la spécialisation sectorielle des différents pays, les niveaux de production, exprimés en millions d'euros constants, rattraperont plus ou moins vite les niveaux d'avant crise : c'est par exemple le cas de la France, où l'industrie chimique, qui comprend l'industrie pharmaceutique, les cosmétiques, la parfumerie et les produits d'entretien, pèse relativement plus lourd qu'ailleurs dans le total du secteur et voit aujourd'hui sa production repartir rapidement. C'est aussi le cas des produits métalliques, tirés notamment par la reprise de l'activité dans les secteurs des biens d'équipements. En Allemagne, la reprise des secteurs de biens intermédiaires est aussi tirée par l'industrie chimique et par la fabrication de produits métalliques, mais la crise dans le secteur de la construction tire vers le bas les secteurs produisant des minerais non métalliques et la fabrication de produits en bois. La reprise de l'activité est liée à la fois à des phénomènes de reconstitution de stocks et à la nécessité de fournir les matières premières entrant dans la fabrication des machines et équipements en forte demande sur les marchés mondiaux, et notamment dans les BRIC, où une part significative des exportations allemandes est vendue.

Au Royaume-Uni, en revanche, la faiblesse de la reprise est liée à une orientation des échanges vers le reste de l'Europe assez prononcée, alors même que cette zone reste à la traîne. Le Royaume-Uni est en effet l'un des pays européens les plus tournés vers le marché intérieur de l'UE, contrairement à l'Allemagne ou à l'Italie par exemple, où la part des émergents dans le total des exportations augmente de manière continue depuis plusieurs décennies.

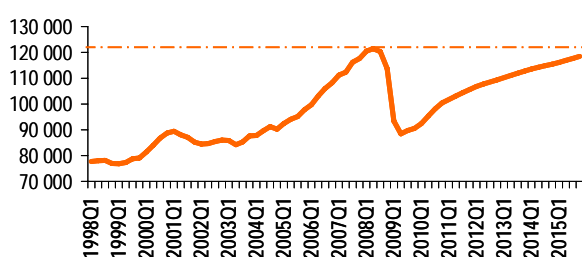
La reprise est également soutenue pour les secteurs producteurs de biens d'équipements, comme illustré ci-dessous.

Evolution passée et future de la production dans les secteurs des biens d'équipement

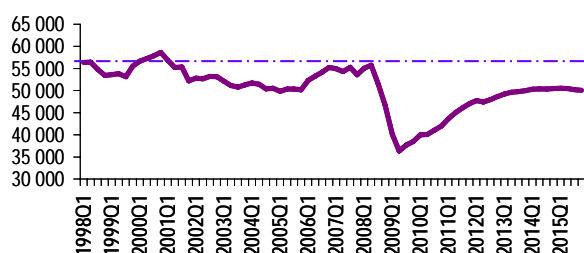
France (volume, M€)



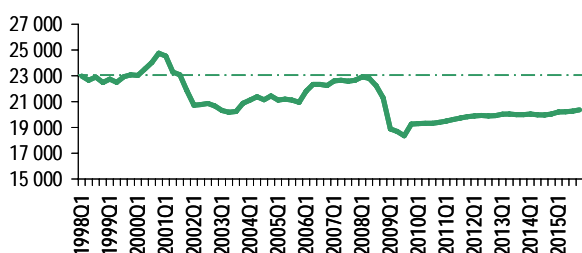
Allemagne (volume, M€)



Italie (volume, M€)



Royaume-Uni (volume, M€)



Source : BIPE, club Dynamiques Sectorielles, d'après des données nationales

Cet ensemble comprend la fabrication de machines et d'équipements mécaniques, électriques et électroniques respectivement, ainsi que la fabrication de matériels de transport (aéronautique, naval, ferroviaire), hors automobile. Dans ce cas aussi, les niveaux de production actuels restent très en-deçà de ceux d'avant la crise, mais la reprise a bien démarré grâce à la vigueur des importations des pays émergents. L'Allemagne en bénéficie au premier chef, et tire à son tour les exportations de biens d'équipements de la France. L'Italie connaît aussi une reprise assez dynamique de ses exportations, étant spécialisée en machines textiles et en équipements destinés à la production de céramiques et autres mécanique, très en demande dans les pays en développement. En France, l'aéronautique soutient également ce secteur et explique le rattrapage à moyen terme, alors que le Royaume-Uni reste à nouveau à la traîne.

Dans le secteur automobile et les biens de consommation, la reprise est moins vigoureuse du fait de la dégradation de la situation du pouvoir d'achat et de la fin des mesures de soutien à l'automobile. La baisse de l'inflation en 2009 avait en effet permis de minimiser l'impact négatif sur la consommation privée du ralentissement conjoncturel : ce n'est plus le cas cette année, caractérisée par ailleurs par un moral des consommateurs en berne. Dans ces deux familles de secteurs, il faudra donc attendre plusieurs années avant que les entreprises ne retrouvent les niveaux de production antérieurs, sauf cas particulier lié à des avantages comparatifs forts d'un pays dans un secteur donné – comme l'automobile en Allemagne par exemple.

Au final, les seuls secteurs qui permettront réellement de sortir l'économie de la crise sont les secteurs de service : dans ces secteurs, le ralentissement conjoncturel a été de faible ampleur et l'on a retrouvé dès à présent les rythmes de croissance d'avant la crise. L'impact de la crise sur les secteurs de services est en effet plus tangible en termes de création d'emplois que de volume d'activité : les entreprises ont clairement mis l'accent sur les gains de productivité et le remplacement à minima des départs, une évolution en rupture par rapport aux cycles précédents pendant lesquels les secteurs de services continuaient à créer des emplois.

En guise de conclusion, si la crise économique s'est traduite par des fortes baisses d'activité dans tous les pays, la reprise est inégale : elle concerne au premier chef les pays ayant une « bonne » spécialisation sectorielle et des avantages comparatifs relatifs dans les secteurs bénéficiant d'une reprise de la demande. Ce sont ces avantages comparatifs qui expliquent la bonne performance des exportations allemandes, leur rôle étant peut-être plus important dans la reprise que les gains de compétitivité salariale qui ont été réalisés depuis le début de la décennie. En effet, malgré une évolution plus lente des rémunérations horaires en Allemagne que dans la plupart des pays européens, le niveau du salaire horaire en Allemagne reste supérieur à celui de ses partenaires européens. Ainsi, le tableau qui suit présente les secteurs dans lesquels chaque pays cité dispose, à l'heure actuelle, d'avantages comparatifs révélés. Comme on le voit, la cohérence de l'orientation sectorielle allemande est particulièrement importante, permettant aux industriels de bénéficier de synergies de (co-)développement, alors que dans d'autres pays les avantages comparatifs sont plus éparses.

	Top des avantages comparatifs en 2008
Allemagne	Automobile, Machines spécialisées, Véhicules utilitaires, Moteurs
France	Aéronautique / espace, Produits pharmaceutiques, Produits de toilette, Boissons
Italie	Quincaillerie, Machines spécialisées, Moteurs, Produits raffinés
Royaume-Uni	Produits pharmaceutiques, Bijoux, Moteurs, Aéronautique et espace, Produits raffinés
Etats-Unis	Mécanique - Chimie - Agroalimentaire
Japon	Automobile - Electronique - Mécanique
Brésil	Agroalimentaire - Sidérurgie
Russie	Energie - Sidérurgie - Non ferreux
Inde	Textile - Sidérurgie - Agroalimentaire
Chine	Textile - Electronique - Bois papier - Electrique

Source : BIPE, d'après Chelem

Article rédigé par Elisabeth Rocha, le 13 juillet 2010



INDICATEUR DE STRESS

Suite à l'éclatement, en juillet 2007, d'une crise financière sans précédent, l'ensemble des systèmes financiers et des économies mondiales a été largement touché. Cette crise qui trouve ses origines dans la finance mondiale s'est cependant étendue à tous les pans de l'économie, et s'est transformée en crise globale. Tous les marchés financiers et toutes les économies mondiales sont alors rentrés dans une sévère récession.

L'analyse de cette crise a alors mis en avant la financiarisation de nos économies, son internationalisation, ainsi que son importance croissante.

Si l'économie réelle possède toujours une influence évidente sur l'évolution des marchés financiers (chiffres économiques très attendus par les marchés : inscription chômage, indice de confiance, indice de production, évolution des taux d'intérêt...), la crise actuelle a également démontré l'influence réelle qu'exerce la finance sur la macroéconomie.

C'est à partir de ce principe que nous avons cherché à construire un indicateur purement financier avec un double objectif : l'utiliser comme indicateur de prévenance du risque (et éviter de subir les bouleversements sur les marchés financiers lors d'une crise future), et l'utiliser comme un indicateur avancé de l'économie, afin de prévoir des retournements de tendance macroéconomique.

Graphique : indicateur de stress (arrêtée au 6 juillet 2010)



Source : AssetFi MS, BIPE

Indicateur de stress en juin

Au cours du mois écoulé, l'indicateur de stress a augmenté de 4% témoignant ainsi de la dégradation de situation sur les marchés financiers. Ces derniers sont actuellement aux prises avec de multiples sources d'inquiétudes : finances publiques en zone euro, risque de retomber en récession, craintes sur le système bancaire.

Mises à part les tensions du marché interbancaire qui se sont quelque peu apaisées, les autres sous-composantes de l'indice de stress des marchés financiers ont toutes été orientées à la hausse.

Plusieurs éléments expliquent ces évolutions :

- La poursuite de la crise de la dette souveraine en zone euro

Les marchés se sont inquiétés des conséquences négatives que pourraient avoir les plans de rigueur européens sur la croissance de la zone euro et plus largement sur la croissance mondiale. L'indice iTraxx SovX, portant sur les CDS souverains des 15 pays d'Europe occidentale, a donc continué de s'écarter au cours du mois dernier.

Parmi les pays qui ont suscité le plus d'inquiétudes, nous retrouvons l'Espagne qui a été observée de près par les marchés et les agences de notation. Ainsi, Moody's, dernière des trois agences à ne pas avoir dégradé le pays, l'a cependant mis sous surveillance et a indiqué qu'elle envisageait d'abaisser sa note souveraine en raison de la détérioration des perspectives de croissance économique à court et long terme. Malgré ces éléments négatifs, les différentes adjudications du Trésor espagnol se sont jusqu'à présent déroulées sans accroc mais cela n'aura que partiellement rassuré les investisseurs.

Dans ce contexte, l'Allemagne et dans une moindre mesure la France et les Pays-Bas ont joué le rôle de valeur refuge. A l'inverse, les autres pays, au premier rang desquels les pays du sud, ont souffert de cette crise et ce d'autant plus que la Banque Centrale Européenne a ralenti ses achats d'obligations d'Etats au cours de la deuxième partie du mois de juin.

- La situation des banques

Les bancaires ont continué à être impactées par la crise de la dette publique et les incertitudes quant à leur exposition à la dette souveraine des pays du sud. Malheureusement, nous ne pouvons pas dire que les « Stress tests » qui seront publiés le 23 juillet permettront de lever cette inconnue puisque le CEBS (Committee of European Banking Supervisors) n'a pas indiqué si le risque souverain serait évalué.

Par ailleurs, un certain nombre de banques, et en particulier les banques espagnoles et portugaises, ne parviennent toujours pas à se refinancer sur le marché et sont obligés d'avoir recours au guichet de la Banque Centrale Européenne. Ainsi, ces banques sont assurées d'obtenir autant de prêts que nécessaire de l'institution monétaire européenne.

Malgré la défiance qui reste importante entre les banques, les tensions du marché interbancaire ont quelque peu reflué suite notamment au « roll » du LTRO 12 mois du 1^{er} juillet. Afin de faciliter cette transition, la Banque Centrale Européenne a remis en place un LTRO 3 mois illimitée à 1% ; lors de cette opération, la demande de la part des banques a été inférieure aux attentes (132 Mds contre 200 Mds attendu) ce qui a constitué une bonne nouvelle pour le marché interbancaire. Au total, suite au roll du LTRO 12 mois on estime à 190 Mds les liquidités qui ont été retirées du marché.

- Les craintes sur l'économie chinoise suite à la publication d'indicateurs décevants

La croissance mondiale étant tirée en grande partie par les zones émergentes et en particulier par la Chine, les investisseurs ont mal reçu la révision à la baisse des « leading indicators » chinois publié par le Conference Board ainsi que la publication du PMI. Ce dernier a effectivement enregistré une nouvelle baisse en juin revenant de 53.9 à 52.1 alors que les marchés misaient sur un recul moins prononcé à 53.2.



- La dégradation des statistiques américaines

Plusieurs statistiques américaines sont ressorties inférieures aux attentes des analystes notamment dans le secteur immobilier en mai. Ainsi, les ventes de maison neuves se sont établies à -32.7% (en glissement mensuel) alors que l'on attendait un recul de 18.7%, les ventes de logements existants ont abandonné 2.2% (en glissement mensuel) alors que les analystes misaient sur une croissance de 6.0%, et les mises en chantier ont baissé de 10.0% (en glissement mensuel) alors que le consensus tablait sur une baisse de 3.7%. La confiance du consommateur est ressortie nettement en dessous des attentes (52.9 contre 62.5) notamment du fait d'un marché de l'emploi toujours en proie à de vives difficultés. Dans ce contexte, la consommation est restée morose comme en témoigne les ventes au détail de mai (-1.2% contre +0.2% attendu).

Face à ces statistiques, beaucoup d'investisseurs se sont montrés extrêmement inquiets du risque de rechute de l'économie mondiale en récession, les plus pessimistes estimant que le rebond de l'activité que nous avons connu est uniquement dû aux plans de relance. Avec l'arrêt de ces mesures de soutien, ils s'attendent à une rechute de l'activité qui sera d'autant plus brutale que les gouvernements ne pourront plus soutenir l'activité via des politiques budgétaires expansionnistes.

Ces inquiétudes de « Double Dip » (situation dans laquelle une économie qui a connu une récession rechute moins d'un an après) ont provoqué une hausse de l'aversion pour le risque et une correction de l'ensemble des actifs risqués.

Les indices actions américains ont clôturé en baisse pour le second mois consécutif et ont réalisé leur plus mauvais trimestre depuis le second trimestre 2002 ; le S&P 500 affiche une baisse de 5.4% sur le mois de juin tandis que le CAC recule de 1.84%.

Les spreads de crédit se sont tendus de 11 bp sur la partie « investment grade » et de 14 bp sur la partie High Yield.

Article rédigé par Manuel Iglesias, le 08/07/2010



INTERVIEW

Quatre questions à Colas AMBLARD, avocat au barreau de Lyon

Colas AMBLARD, docteur en droit, avocat au barreau de Lyon (contact@npsconsulting-avocats.com) vient de faire paraître un ouvrage sur le fonds de dotation. ASSETFI MS a souhaité avoir l'avis d'un expert sur cette nouvelle institution qui connaît actuellement un succès croissant.

Quelles sont les raisons qui ont conduit à la création du fonds de dotation en France ?

Le fonds de dotation a été créé par la loi du 4 août 2008. Dans son exposé des motifs, lors des débats parlementaires, la ministre de l'Économie, Christine Lagarde, a indiqué qu'un déficit se faisait cruellement ressentir en matière de mécénat.

Plusieurs facteurs expliquent cette situation. En premier lieu, le faible volume de versements liés au mécénat. Je n'ai plus les chiffres exactement en tête, mais malgré un dispositif qui date d'une loi de 1987 et qui a été renouvelé au 1^{er} août 2003 avec la loi Aillagon, le mécénat n'a pas connu le développement que l'on espérait. Force est de constater que la France était très en retard dans ce domaine, notamment par rapport aux pays anglo-saxons qui ont une très ancienne tradition de générosité privée.

Autre motif de la réforme : le constat d'un manque en termes de structures adaptées. Il existe très peu de fondations, par exemple. Cela ne veut pas dire que la France n'était pas dotée de structures dédiées au mécénat, mais il y avait un vrai qu'on naviguait entre deux eaux : d'un côté, on avait des associations, certes faciles à créer, mais qui devaient se voir reconnaître la reconnaissance d'intérêt général - avec cet espèce d'entonnoir et de couperet organisé par l'administration fiscale - et de l'autre côté, on avait toute la gamme des fondations, fondations d'entreprise, fondations reconnues d'utilité publique, je mettrai peut-être de côté les fondations abritées, qui sont des entités relativement complexes à mettre en œuvre.

Le gouvernement a donc peut-être voulu desserrer « l'étau » pour permettre un mécénat de proximité. Le but est de donner une réponse à des personnes, à des entreprises ou à des institutions, qui n'ont pas forcément les moyens d'investir 150 000 euros pour une fondation d'entreprise ou près de 800 000 à 1 million d'euros pour une fondation reconnue d'utilité publique.

Il s'agissait dans un deuxième temps d'ouvrir les portes du mécénat, notamment à des entités économiques nouvelles, à des investisseurs étrangers, en simplifiant les démarches administratives. On a ainsi voulu permettre à des associations de s'investir par le biais d'une autre structure, en passant par un fonds de dotation dans le domaine de l'intérêt général. On a voulu également permettre à des particuliers de s'investir dans ce domaine à partir d'un dispositif simple à mettre en œuvre et disposant d'un statut avantageux, notamment sur le plan fiscal.

Le titre de votre dernier livre est « Fonds de dotation : une révolution dans le monde des institutions sans but lucratif »ⁱ. Quelles sont selon vous les caractéristiques importantes à retenir dans ce dispositif ?

Je tiens beaucoup à ce titre, même si je ne vous cache pas qu'il y avait un point d'interrogation, en dessous du sous-titre, qui n'a pas été repris en dernière minute...

Néanmoins, je pense que c'est une révolution pour plusieurs raisons.

C'est un dispositif qui manquait cruellement, notamment par la simplicité de mise en œuvre qu'il offre et les nombreux avantages qu'il procure : des institutions de ce type existaient déjà dans des pays anglo-saxons, mais comme l'a dit le gouvernement, il n'a pas simplement emprunté à la forme anglo-saxonne, il a également « fait son marché » dans les nombreux avantages cumulés dans les autres institutions sans but lucratif existantes en France et cherché à innover par ce biais là.

Le fonds de dotation se situe dans le prolongement d'un certain nombre d'actions que vont pouvoir mettre en œuvre de nombreux opérateurs. Ces opérateurs peuvent être des particuliers, des associations, des entreprises commerciales, des collectivités territoriales, même si l'on sait qu'aucun financement public ne peut bénéficier à un fonds de dotation, sauf à titre exceptionnel. C'est certainement là où réside la révolution annoncée. Le fonds de dotation peut être créé par tout le monde et on a même des exemples de fonds de dotation qui ont créé des fonds de dotation... Le fonds de dotation doit répondre à un contexte particulier ; il offre ainsi beaucoup de possibilités et devrait favoriser de nombreuses expériences et innovations.

Enfin, ce régime présente beaucoup d'avantages sur le plan juridique et fiscal. Quelques caractéristiques très importantes sont à signaler : l'absence de contrôle administratif *a priori* (même si des contrôles *a posteriori* existent de manière importante), la liberté statutaire, c'est-à-dire possibilité de s'organiser comme l'on veut en interne, un coût de constitution très faible, la dimension unipersonnelle de cette structure qui supprime toutes les problématiques de gouvernance (le fondateur a une maîtrise complète de la structure, notamment sur les investissements qu'il consent), l'exonération des droits de mutation sur les dons et legs consentis, le droit au régime de faveur du mécénat ouvrant droit à des réductions d'impôt sur les sociétés ou sur le revenu...

Que pensez-vous du régime fiscal applicable au fonds de dotation ?

Dans le domaine de la fiscalité, il n'y a pas d'autre entité, d'autre institution sans but lucratif, qui cumule autant d'avantages.

Rappelons tout d'abord, que le régime fiscal applicable aux associations est déjà dérogatoire. Le fonds de dotation relève également de ce régime. Sur le plan de ses activités, il relève d'une instruction fiscale du 18 décembre 2006 qui est exactement la même que celle applicable aux associations, aux fondations et aux congrégations religieuses.

En outre, en ce qui concerne les versements dont il bénéficie et, comme il vient d'être dit, les dons et les legs que le fonds de dotation est habilité à percevoir, sont exonérés de droit de mutation à titre gratuit.

Pour les mécènes, les versements ouvrent droit à un avantage fiscal qui est celui lié au mécénat. Si le mécène est un particulier, la réduction d'impôt est de 66% dans la limite des 20% des revenus

ⁱ Editions Wolters Kluwers, avril 2010, collection Axe Droit, monogr. 264 pages.

annuels ; elle est portée à 75% si l'on est dans le cadre d'actions de bienfaisance. Pour l'entreprise, la réduction d'impôt est de 60%, dans la limite de 0,5% du chiffre d'affaires.

L'avantage fiscal par rapport aux autres personnes morales sans but lucratif (excepté les fondations reconnues d'utilité publique), c'est qu'à partir du moment où le fonds de dotation opte pour une dotation non consomptible, (c'est-à-dire une dotation qui est bloquée et qui génère donc des revenus de capitalisation pour financer des activités ou des organismes d'intérêt général), alors il n'est assujéti à aucun impôt, y compris au titre de ses revenus patrimoniaux.

Cette disposition est très importante, parce que cette nouvelle entité est une espèce de « personne morale refuge » dans laquelle on va pouvoir faire entrer un certain nombre de biens immobiliers. Il faut savoir qu'aujourd'hui les revenus patrimoniaux des associations sont assujétiés à l'impôt, même pour celles ne relevant pas de l'impôt sur les sociétés et la TVA. Le fonds de dotation est donc la seule entité à ne pas être imposée sur les loyers perçus au titre de ses revenus patrimoniaux, dès lors qu'elle remplit l'option de la dotation non consomptible.

Comment évaluez-vous le nouveau dispositif au terme de la première année de fonctionnement ?

Il faut être prudent dans l'évaluation, car on ne dispose effectivement que d'une année de recul. On ne connaît donc pas encore le visage définitif que prendra, dans le futur, cette nouvelle personne morale.

Je formulerai, néanmoins, un premier constat et une interrogation.

Le constat est à l'évidence celui d'un succès : le nouveau dispositif législatif fonctionne bien, si l'on en juge par le rythme important de création de nouvelles structures. Le gouvernement a opté pour un régime qui incontestablement répond à un besoin. De là à dire que les Pouvoirs Publics s'attendaient à un tel succès, on ne peut l'affirmer. Cela dit, si le rythme des créations est très important, la qualité des créateurs reste très hétérogène : près de 50% des fondateurs sont des particuliers, 37% des associations. Les entreprises, sans doute moins sensibilisées, ont peu utilisé le dispositif en 2009, de même que les collectivités territoriales.

Je serai peut être plus mesuré quant au devenir de ces structures. Il faut rappeler que le fonds de dotation ne vit qu'à partir du moment où il réalise des activités d'intérêt général, selon la définition légale qui est la sienne. Or, la notion d'intérêt général en France est encadrée par un certain nombre de dispositions du Code général des impôts (art. 200 et 238 bis), notamment : et à la lecture de certains objets statutaires, j'ai peur que certains fonds de dotation ne se voient pas reconnaître *a posteriori* la qualité d'organismes d'intérêt général.

On aura sur ce point rapidement une première réponse. La loi prévoit l'obligation de transmettre un rapport d'activité dans les six mois après la clôture du premier exercice. Le premier exercice étant celui de l'année 2009, les rapports sont en train d'être transmis aux préfets. Ces rapports seront-ils transmis ensuite à l'administration fiscale ? Si un fonds de dotation ne se voit pas reconnaître la reconnaissance d'intérêt général, qu'advient-il de la structure ?

Les analyses statistiques que nous avons faites au niveau de notre Cabinet révèlent un certain nombre de situations qui peuvent poser problème de ce point de vue là. Elles révèlent par ailleurs les conditions d'une concurrence possible avec les autres organismes dédiés à la satisfaction de besoins d'intérêt général. Ce sera d'ailleurs ma conclusion. Le gouvernement a souhaité que le fonds de dotation n'entre pas en concurrence avec les entités sans but lucratif d'ores et déjà existantes. Ainsi, les fonds de dotation devaient inscrire leur action dans une « temporalité différente » de celle des fondations. La pratique actuelle vient en partie contredire les propos de la ministre, puisque la grande majorité des fonds créés sont à durée indéterminée, ce qui montre que ces organismes n'entendent pas forcément inscrire leur action dans le court terme. Il y a donc là le premier signe d'une concurrence naissante avec les autres modes d'organisation existants.

Interview réalisé par Pierre Grapin, le 07 juillet 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

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

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

Gérard Soularue, Président AMS
Nathalie FENARD
Pierre GRAPIN
Manuel IGLESIAS
Judith LEVI
Aline SAUCE
Philippe ROUSSEAU

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.

