

## Perspectives Economiques et Financières

Juin 2010 <sup>(1)</sup>

La tendance du début d'année se confirme avec l'accentuation du recul des bourses des trois principales zones les plus avancées économiquement que sont l'Europe, le Japon et les Etats-Unis.

Sans surprise, les taux d'intérêt à long terme ont continué à baisser. Le taux des emprunts d'Etat américains à 10 ans fluctue désormais autour de 3.20%, celui des emprunts français autour de 3%, tandis que le rendement des emprunts japonais se stabilise autour de 1.30%.

Aucune des trois Banques Centrales, FED, BCE et BOJ n'a modifié sa politique de taux directeurs. Dominé par les difficultés de financement et plus largement par les inquiétudes sur les dettes souveraines d'une partie de l'Europe l'environnement financier s'est assombri.

Pourtant depuis l'été dernier, les investisseurs avaient retrouvé le chemin des placements « actions » soutenant une bonne progression des bourses occidentales.

Deux facteurs venaient soutenir l'optimisme retrouvé des investisseurs :

- Une progression certes lente mais réelle et constante de l'ensemble de l'économie mondiale caractérisée semble-t-il, par une reprise plus rapide et plus vigoureuse des pays émergents.
- Des résultats d'entreprises, nettement supérieurs aux attentes des analystes et avec un début de progression des chiffres d'affaires depuis fin 2009 aux Etats-Unis et depuis début 2010 en Europe et au Japon.

Ces deux facteurs sont toujours présents.

L'amélioration conjoncturelle est toujours bien visible et les résultats du premier trimestre confirment la tendance observée au dernier semestre 2009.

La dynamique de croissance se renforce, sur le plan macro comme sur le plan micro économique. Elle s'accélère nettement dans les pays émergents dont la production industrielle, les exportations et les importations s'affichent en forte hausse, retrouvant souvent même des volumes proches des points atteints avant la crise.

Moins spectaculaire, la reprise n'en est pas moins manifeste dans les pays développés et en particulier aux Etats-Unis où consommation et investissement apparaissent en constante amélioration tandis que le secteur immobilier donne enfin des signes de stabilisation.

*(1) Les données chiffrées sont arrêtées au 31 mai 2010.*

Mais les bourses occidentales restent chahutées, inquiètes de la « crise de la dette souveraine » d'origine grecque, malgré la multiplication de signaux positifs. Pourtant au regard des raisons qui bousculent les marchés financiers, il est au contraire heureux que nous ayons cette multiplication de bonnes nouvelles macro et micro-économiques.

En effet, à y regarder de près, les évolutions n'ont pas été uniformes d'une place boursière à une autre. Ainsi si l'indice CAC 40 reculait de -11.4% au 31 mai, l'indice DAX des principales valeurs allemandes, ne reculait que de -0.8% et le Standard and Poor's, l'indice des 500 premières capitalisations boursières américaines, affichait un recul de seulement -3.3% depuis le début de l'année.

Plus sérieux encore :

Le DAX a affiché une progression de +5% depuis le 18 février dernier, date de la dernière présentation de nos Perspectives Economiques et Financières alors que le CAC 40 perdait -6.4%.

Malgré une activité économique tonique, les bourses des pays émergents n'offrent pas un tableau plus flatteur. La bourse de Shanghai reculait de près de 21% au 31 mai dernier. Comme pour les pays dits avancés, des évolutions divergentes sont également apparues parmi les émergents. Ainsi la Corée du Sud s'offrait une progression de +1.2% depuis le 18 février dernier alors que l'indice Brésilien cédait -8.7%.

Nous ajouterons que s'il fallait établir une hiérarchie des performances des diverses bourses nationales exprimées non plus en devise locale mais en Euro, le tableau serait particulièrement peu flatteur pour certaines bourses européennes.

Ainsi à la fin du mois de mai l'indice américain gagnait 12.9% en Euros malgré un recul de -3.3% en dollars depuis le début de l'année. L'indice japonais exprimé en Euros gagnait 11.8% alors qu'exprimé en Yens, il reculait de -4.7%, une diversification des placements, pour les investisseurs qui l'auraient faite, payante par l'effet de la hausse du dollar et du Yen auquel s'ajoute l'effet de la contre performance moins élevée que celle de l'indice CAC 40.

La confrontation des résultats boursiers et des résultats économiques soutient donc l'idée qu'il est heureux que l'environnement macro économique continue d'envoyer des signes positifs. Si tel n'avait pas été le cas, il est probable que le recul boursier aurait été plus significatif.

L'avenir de l'économie mondiale affecte le moral des investisseurs du monde entier. Le recul des bourses exprime des interrogations sur le caractère soutenable de la reprise de l'activité.

Les divergences de performance suggèrent l'idée que le destin des pays est inégal dans le vaste jeu de construction de l'économie mondiale imposé par l'ouverture grandissante des économies sur l'extérieur. Elles suggèrent aussi le retour en force du risque pays au sein de la zone Euro.

Il y a ou il y aura les gagnants, ceux qui ont la capacité à s'adapter au monde nouveau. L'Allemagne jouit aujourd'hui d'un tel statut dans l'esprit des intervenants sur les marchés, un statut conforté par l'image de rigueur monétaire et budgétaire associée à une des « plus puissantes machines économiques de la planète ».

La forte et rapide dépréciation de la monnaie européenne face à la plupart des autres devises est l'un des faits les plus marquants de la période et vient avantageusement renforcer la position dominante de l'Allemagne.

L'€uro a perdu 15% face au dollar au cours des cinq premiers mois de l'année. Il en a perdu tout autant face au Yen. L'essentiel de la dépréciation s'est fait au cours du mois de mai.

Le décrochage de la monnaie européenne est un signe clair de perte de crédibilité aux yeux de la communauté internationale.

En effet le recul des places boursières partout dans le monde repose sur deux éléments, à savoir ;

1. Le risque systémique mis en lumière par la crise sur la dette souveraine grecque qui touche à son paroxysme au mois de mai. Par contagion les rendements des emprunts d'Etat de la zone €uro dévissent par rapport au taux de l'emprunt allemand à 10 ans. Ce dernier tombe à 2.5%.  
Le risque systémique sur les dettes souveraines a fait ressurgir le spectre de la défaillance d'établissements financiers. Les craintes d'une récession générale par manque de financement de l'économie sont de nouveau présentes.
2. Une vraie inquiétude sur la capacité d'accélération des économies en 2011 pour des raisons variables d'un pays à un autre, d'une zone à une autre.

La dynamique des économies émergentes conduit les autorités de ces pays à resserrer l'accès aux liquidités par hausse des taux d'intervention de leur Banque Centrale. Ainsi la Chine organise depuis des mois le resserrement des conditions d'accès au crédit notamment à travers un encadrement chiffré de l'activité de prêts des établissements bancaires. Or le moindre repli d'un indicateur macro-économique chinois met en émoi toute la communauté financière internationale.

Toutes les grandes entreprises de la planète misent sur les économies émergentes pour leur propre croissance. Les investisseurs achètent cette espérance de croissance. Le moindre doute sur la capacité de ces pays à honorer les espérances de progression des bénéfices des entreprises les rend nerveux et fait baisser le cours des actions.

La crise sur les dettes souveraines européennes s'est traduite par des plans d'austérité de grande ampleur, voire insoutenables pour des pays comme la Grèce. La réduction des dépenses publiques associée à la pression fiscale est une véritable menace pour la consommation européenne, et donc pour les pays émergents, grands fournisseurs du marché européen.

Les marchés des matières premières commencent à intégrer les inquiétudes des investisseurs sur la solidité de la reprise économique mondiale à horizon 2011. Le prix du pétrole se replie à moins de 74\$ le baril après avoir frôlé les 90\$ le baril au cours de ces derniers mois.

Les inquiétudes sont perceptibles dans le consensus Forecasts que nous suivons mois après mois.

Les experts s'accordent sur le redressement de l'activité dans nos zones développées. Mais il reste marqué par l'absence de vision sur l'évolution des taux d'intérêt et des devises. Plus préoccupant, le consensus ne voit pas d'accélération de l'activité en 2011 et donc maintient des perspectives d'emplois très défavorables.

Il concrétise un double changement de statut, celui du Japon et celui de l'Europe. L'intégration Européenne, longtemps perçue comme un facteur de progrès économique et social, est aujourd'hui vu comme un frein. La zone Euro empêtrée dans sa construction européenne pas vraiment politique, pas vraiment économique, devient désormais la zone vieillissante, à faible potentiel de croissance, loin de là où tout se passe, l'Asie. Le consensus a révisé tardivement ses perspectives sur l'économie japonaise. La croissance de 2010 a été revue à la hausse. Le Japon se trouve dans la zone, aujourd'hui considérée comme le cœur de l'économie mondiale.

Les experts interrogés par « Forecasts » partagent notre optimisme raisonnable d'une croissance modérée et sans accélération en 2011 dans les trois zones développées, optimisme raisonnable qui a conduit notre stratégie d'investissement tout au long de l'année 2009. Mais aujourd'hui il est ébranlé.

La capacité de l'économie mondiale à conserver un rythme de croissance équilibré nous paraît menacée. Les risques anciens que nous avons identifiés, se sont matérialisés. Des risques nouveaux apparaissent.

Le risque systémique souverain et ses conséquences en termes de réduction drastique de l'endettement public associé à une forte dépréciation de la monnaie européenne, domine l'environnement économique et financier ces cinq derniers mois.

Nous estimons que la crise grecque et plus largement la crise sur le marché des dettes souveraines met en danger l'économie mondiale.

La crise financière dont les premiers symptômes avant-coureurs datent de 2007, connaît un pic d'intensité à la fin de l'été de l'année 2008 avec l'effondrement d'un géant mondial de la Banque d'investissement, Lehman Brothers. Le spectre de 1929, et des années qui ont suivi, occupent tous les esprits. Un consensus politique, une coopération internationale d'une rare intensité s'établit.

Il faut sauver le système financier en s'appuyant sur deux leviers, la politique monétaire et la politique budgétaire.

Souvenons nous qu'alors, l'ensemble des économies donne des signes de ralentissement brutal et violent de l'activité. Il suffit pour s'en convaincre de voir l'incroyable vitesse à laquelle le marché de l'emploi se détériore. Entre janvier 2008 et décembre 2009, les Etats-Unis vont détruire 8.3 millions d'emplois.

La crise de l'économie dite « réelle » a rattrapé la crise financière.

Crise de la Finance, crise de l'Economie, et ce à échelle mondiale, affolent les dirigeants de la planète.

Les Etats, même les plus récalcitrants, cèdent sous la menace de l'effondrement de l'économie mondiale. Les Banques Centrales ne se contentent pas de réduire fortement le coût de l'argent. Elles introduisent des instruments hors normes pour assurer la liquidité bancaire et financer les bilans bancaires. Les Etats injectent des fonds dans les banques et prennent des mesures de soutien à l'économie réelle.

A l'époque tous les Etats tiennent le même discours : le soutien monétaire et budgétaire aux institutions financières sera remboursé. Les Etats en tireront même profit puisqu'ils percevront une rémunération sur ces aides supérieure au coût d'emprunt sur les marchés des dettes souveraines.

L'aide apportée à l'économie réelle, plus concrètement au tissu économique des pays, limitera la perte des recettes fiscales en réduisant le risque des faillites massives d'entreprises et par voie de conséquence le risque d'explosion des dépenses sociales.

Mais les Etats ont déjà accumulé des déficits structurels ; si les interventions des Banques Centrales et des Etats adoucissent les effets de la crise, ils ne peuvent l'empêcher. Par leur intervention, ils alourdissent considérablement le poids de la dette mécaniquement nourrie par la baisse des recettes.

Une question légitime se pose :

- Quelle aurait été la dérive des finances publiques si on avait laissé la crise financière suivre son cours ?

La question dérange car elle vient contrer l'idée que les efforts consentis par les autorités monétaires et budgétaires n'ont servi à rien sauf à creuser le déficit des finances publiques. La preuve en serait l'ampleur et la durée de la récession.

Beaucoup de pays connaissent la pire récession en ampleur et en durée depuis 1945.

Il est tentant de prétendre qu'en intervenant pour soutenir le système financier et le tissu économique, les Etats et les Autorités monétaires ont bloqué le processus naturel de toute crise. Ils auraient empêché l'assainissement qui aurait dû se faire et se traduire par la disparition des acteurs les plus faibles, les plus mauvais, la destruction rapide des surcapacités de production.

Ils auraient empêché le jeu des mécanismes d'ajustement, associés à toute crise et nécessaires pour favoriser une sortie rapide de récession. Plus grave, ils l'auraient fait en augmentant l'endettement public financé par les marchés financiers, se mettant ainsi à leur merci.

Nous ne sommes pas convaincus que les investisseurs à long terme que sont les fonds de pension, les caisses de retraite, les assureurs vie et autres institutions, auraient gagné à une « bonne purge » générée par l'effondrement du système financier. Il faut se souvenir que les Etats-Unis après le krach de 1929 mettront 20 ans pour retrouver un niveau de vie équivalent.

La véritable inconnue à laquelle nous sommes confrontés est celle de l'état de santé des systèmes bancaires nationaux. La crise sur les dettes souveraines est nocive à plus d'un titre :

1. Si les systèmes bancaires ici ou là viennent défaillir en Europe, les Etats n'auront plus la même capacité à faire face qu'en 2008. Le financement sera plus difficile.
2. Les Banques européennes, détentrices par nature de dettes souveraines, sont à nouveau sous les projecteurs. Les difficultés de financement des économies, d'abord d'Europe du Sud, se sont traduites par d'importants changements de notes de la part des agences de notation. L'accès aux marchés financiers à des taux de rendement raisonnables s'est fermé. La violente hausse des taux a provoqué la dépréciation du stock des dettes existantes, stocks de dettes détenus par les institutions financières et les banquiers.

Face à la montée du risque de provisionnement ou de pertes sèches importantes par ventes forcées, les marchés s'inquiètent de la qualité des bilans bancaires.

On ne peut le leur reprocher.

Arrêtons-nous un instant sur le cas de l'Espagne :

L'effondrement de son modèle économique basé sur l'endettement et l'immobilier est avéré depuis le recul des bourses en juillet 2007. Pourtant il ne faudra pas loin de 3 ans pour que les financiers prennent conscience de la fragilité du système bancaire. Il faudra attendre des fusions de caisses d'épargne imposées par la banque d'Espagne au premier semestre 2010.

3. L'extension à une partie de l'Europe des difficultés de financement de la Grèce s'est traduite par la mise en place de plans d'austérité budgétaire. Ils sont pris dans l'urgence. Les gouvernements les ont voulus spectaculaires. Mais c'est la croissance européenne qui est menacée. Les ménages vont faire les frais de l'ajustement sévère qui se met en place. Ils sont pris en tenaille entre le poids de l'endettement public, et la pression fiscale qu'il induit, le poids de leurs propres dettes accumulées lors du cycle de croissance antérieure et la perte des revenus potentiels pour les uns, réelles pour beaucoup. Les baisses de salaires et des pensions de fonctionnaires et la réduction des dépenses sociales sont au menu de la plupart des plans d'austérités. Pour les salariés du secteur privé, la baisse est déjà là : réduction du nombre d'heures travaillées, chômage partiel ou total. En réponse à un environnement angoissant, les ménages accroissent leur épargne.

4. Devant l'ampleur de la crise des dettes souveraines et la désunion totale dont l'Europe a une nouvelle fois fait preuve, le Banque Centrale a été contrainte de réintroduire les outils de soutien au système bancaire qu'elle avait progressivement retirés. Plus sérieux, la Banque Centrale s'est engagée à acheter les dettes souveraines des établissements bancaires avec trois effets à la clé.
  - a. L'accentuation des tensions politiques entre Etats.
  - b. Le retour des inquiétudes sur les conséquences en termes de stabilité des prix de la monétisation de dettes publiques.
  - c. Une crédibilité affaiblie de la Banque Centrale.

Le cocktail de ces trois effets provoque une accélération de la dépréciation de l'€uro face à toutes les monnaies.

Tensions politiques européennes et perte de crédit de la monnaie unique viennent réalimenter la crise sur les dettes souveraines. Les mesures prises aux forceps et dans l'urgence étaient censées ramener le calme. Mais les préoccupations des financiers se sont déplacées. Ils redoutent désormais la désintégration européenne et l'implosion de son système monétaire.

Malgré les efforts des autorités monétaires, les moteurs du cycle de croissance précédent ne redémarrent pas, ou pas suffisamment pour arriver à contrer les effets négatifs de l'excès d'endettement public et des solutions apportées pour y remédier. Si les Etats-Unis ont choisi de se donner du temps et de donner une chance à la croissance (car ce sont des recettes fiscales à la clé), ils n'en sont pas moins condamnés à canaliser le dérapage budgétaire.

Aussi malgré la multiplication de signes positifs sur la conjoncture économique dans de nombreux pays, notre optimisme pourtant « mesuré » est ébranlé. Les menaces s'accumulent.

Les pays émergents ont-ils la capacité de tirer l'économie mondiale ? C'est ce que pensent de nombreux investisseurs mais aussi bon nombre d'entreprises. Celles-ci présentent les pays émergents, en particulier la Chine, comme la source de croissance des bénéfices futurs, mettant en avant les besoins d'équipements et de consommation de ces pays.

Pourtant les bourses émergentes reculent depuis le début de l'année.

Une panne plus ou moins longue des économies les plus développées sont un danger pour leur modèle économique, basé, jusqu'ici, sur les exportations et l'accumulation de réserves de change.

Les pays émergents ne peuvent se substituer aux pays développés que s'ils ont su évoluer vers une croissance plus autonome, avec une contribution de l'investissement à la hausse du produit intérieur brut mais aussi une contribution croissante de la consommation domestique nourrie par une production nationale (et non des importations).

Des évolutions de cette nature sont observées dans ce sens mais il est difficile d'assurer qu'elles ne sont pas dû aux mesures de soutien artificiels mises en place pour enrayer la crise. Les nouvelles puissances économiques ont eu recours, elles aussi à des mesures domestiques. Le rebond significatif de leurs exportations suggère qu'elles ont également profité des mesures de soutien mises en place par leurs partenaires commerciaux dans leur propre pays.

Le repli des bourses, le repli du prix des matières premières à peine amorcée pourraient être les prémices d'un changement de perception sur le potentiel de croissance à court terme des économies émergentes, sur l'évolution de la croissance mondiale, dont l'extrême fragilité du continent européen en serait une des principales causes.

## **Conclusion**

---

L'économie mondiale évolue sous une triple menace :

1. Des restrictions budgétaires et/ou monétaires mises en place trop vite et trop fortes.
2. Le risque systémique via les dettes souveraines.
3. Un krach obligataire européen par diffusion de la crise grecque à l'ensemble des pays autres que l'Allemagne.

Notre lecture de la situation présente nous conduit à une inflexion dans notre stratégie d'investissement :

### Sur les obligations :

Dans les portefeuilles vie :

Il faut maintenir le poids des liquidités à 7% dans les portefeuilles car le coût d'opportunité du placement à court terme est trop élevé dans un environnement de taux bas. Il faut choisir de la dette allemande et française car ce sont les dettes les plus liquides et ne pas aller au delà de 10 ans. L'idée est de profiter de la différence de taux entre le court terme et le moyen terme et de vendre ces titres dès que nos anticipations de hausse de taux se matérialiseront. Il faudra alors laisser dériver le poids des liquidités.

La montée des primes de risques sur dettes souveraines est telle que le marché du crédit devient moins attractif.

Les obligations d'émetteurs privés offrent des rendements inférieurs à ceux d'obligations d'émetteurs souverains.

Une anormalité au regard de la leçon apportée par la crise financière. Nombre d'entreprises privées ont pu la traverser car les Etats sont venus à leur secours en émettant de la dette souveraine. Comment peuvent-elles emprunter actuellement à des rendements plus faibles ?

Portefeuille IARD :

Nous maintenons la sous-sensibilité des portefeuilles tout en continuant de rester actifs sur les opérations de trading qui mettent à profit la volatilité des marchés.

## Sur les actions

Nous estimons qu'il faut travailler cette classe d'actifs avec une très grande prudence.

Nous préférons l'Europe en raison de la forte dépréciation subie par l'€uro depuis le début de l'année, associée à un grand retard de performance de plusieurs marchés de la zone par rapport au marché directeur, les Etats-Unis.

A court terme, il sera difficile au marché US et au marché Japon mais de surperformer en €uro le marché européen ;

La livre sterling s'est également appréciée, exagérément à notre avis au regard des performances économiques de la Grande-Bretagne et de la fragilité de son secteur financier.

La cure d'austérité que prépare le nouveau gouvernement britannique ne fait qu'accroître nos inquiétudes tant sur le plan des perspectives de performances boursières que sur le plan de l'évolution de la livre.

Notre objectif est de ne pas laisser s'accroître le poids des actions dans le portefeuille en valeur de marché. La préservation des plus-values reste au cœur de notre stratégie. Nous mettons donc à profit les hausses de marchés pour vendre les titres afin de maintenir la valeur de marché de notre exposition actions.

Mais toujours dans la tension de l'anticipation, nous tenons à jour la liste de nos titres à vendre pour réduire rapidement et massivement notre exposition si les risques identifiés et rappelés plus haut se matérialiseraient, tout comme nous préparons celle des titres à acheter si le repli significatif de marché que nous escomptons, devait survenir au cours de l'été.