

## Perspectives Economiques et Financières

Octobre 2011

### Introduction

Les évènements de l'été remettent-ils en cause notre vision de l'économie mondiale et des marchés financiers ? Nous estimions à la fin du printemps dernier que les marchés financiers allaient continuer d'évoluer sous la triple menace d'un ralentissement marqué et durable de la croissance américaine, de l'implosion de la zone Euro qui aurait pour cause un traitement erroné de la crise de la dette souveraine et d'un décrochage brutal et non anticipé de l'activité économique à l'échelle mondiale.

Nous considérons que l'ensemble de ces menaces allait amener les bourses à corriger et que la baisse du cours des actions serait alors à mettre à profit pour prendre ou accroître une exposition sur ces marchés. Notre préférence pour les marchés actions s'expliquait par leur valorisation plus que raisonnable dans un contexte de rendements à long terme faibles qui limitait l'intérêt du placement obligataire. Nous excluons d'investir dans des titres des pays européens en difficulté. La cacophonie européenne sur le traitement à accorder à la Grèce et à sa dette nous ont conduit à écarter une telle idée malgré l'attractivité des taux d'intérêt.

Enfin conscients du caractère périlleux des marchés financiers en 2011, nous restions profondément convaincus de la nécessité de maintenir une diversification des placements. L'enjeu était de limiter le risque de perte plus que de profiter de gains potentiels. Enfin il fallait rester très exigeant sur les points d'entrée dans les marchés que ce soient les marchés actions ou les marchés de dette.

Pour prémunir les portefeuilles, nous recommandions d'accumuler du dollar et de la livre sterling. L'objectif était de se tenir prêts à investir sur les marchés actions américain et britannique. Nous recommandions de privilégier les liquidités à court terme. Les obligations allemandes et françaises avaient notre préférence (3,5% pour les emprunts français à 10 ans). Nous suggérions à la marge de renforcer les titres de crédit présentant un écart de taux de rendement significatif par rapport à l'emprunt d'Etat français, de l'ordre d'au moins 1,50 %.

## **Evolution de l'environnement économique et financier.**

Depuis le début de l'année, seule la BCE a procédé à un changement de politique monétaire parmi les pays les plus développés. L'institution a ainsi augmenté l'écart de rémunération entre la zone Euro et les autres pays occidentaux stoppant, l'appréciation du dollar observée quelques mois plutôt. Missionnée pour garantir la stabilité des prix, la Banque Centrale Européenne a considéré qu'il devenait nécessaire de resserrer les conditions monétaires de financement dans la zone en raison des pressions inflationnistes croissantes issues du prix des matières toujours élevé. Elle entendait ainsi enrayer les risques d'inflation dits de second tour, des risques liés aux hausses des salaires nominaux qu'elle disait observer déjà dans certains secteurs. Pourtant la crise de la dette souveraine dans laquelle l'Europe se débat depuis plusieurs mois plaide pour que la Banque Centrale apporte son soutien à la croissance plutôt que de s'inquiéter du déclenchement potentiel d'une spirale inflationniste auto-entretenu. La progression de la masse monétaire très en deçà de la fourchette que s'est donnée la BCE lors de l'introduction de l'Euro, en raison de la faible demande et/ou de l'offre de crédit, plaide également dans ce sens.

Malgré des politiques monétaires divergentes en zone Euro et aux Etats-Unis, les taux d'intérêt à long terme se sont fortement détendus ; la détente est particulièrement importante aux Etats-Unis. Le prix du pétrole reste sur une tendance haussière même si la volatilité des prix s'est accrue ces dernières semaines.

Bien que les performances de croissance soient faibles aux Etats-Unis comme en Europe, les pressions inflationnistes demeurent élevées. Les taux de rendement réels sont négatifs en France, en Allemagne et aux Etats-Unis une autre divergence au sein même de la zone Euro. Ils sont en revanche très élevés dans les pays ayant subi une violente hausse des taux nominaux en Grèce, en Irlande et au Portugal.

Du côté des pays émergents des divergences de politiques monétaires ont commencé aussi à s'installer depuis la fin de l'été. L'Asie a maintenu le cap de la rigueur. Les politiques monétaires conservent une orientation restrictive sans parvenir à juguler les pressions inflationnistes. Brésil et Russie, handicapés également par une inflation importante, avaient aussi enclenché dès 2010 un processus de resserrement des conditions de crédit comme l'avait fait l'Asie. Bien que l'inflation reste forte, ces pays ont décidé récemment d'amorcer une détente des taux directeurs de leur Banque centrale. Ils ont pris l'option de privilégier la croissance en décélération au détriment de la stabilité des prix. Ils s'appuient sur le ralentissement des économies américaine et européenne pour expliquer leurs choix.

Malgré l'inflation et le niveau des taux d'intérêt à court terme et les divergences d'orientation des politiques monétaires, toutes les devises subissent une forte baisse face au dollar au cours de la période à l'exclusion du yuan. Sur le plan boursier, le recul est pratiquement aussi important qu'en zone Euro mais avec l'effet change, le bénéfice d'une diversification sur les BRIC'S apparaît moins évident en 2011.

Une diversification aux Etats-Unis et même au Japon était un meilleur choix. Pourtant les performances boursières et les performances économiques nippones ne font plus rêver depuis longtemps. Nous avons là la manifestation des inquiétudes que concentre la zone Euro depuis des mois.

Depuis l'été, les évènements se sont accélérés. L'accumulation de mauvaises nouvelles, une série de statistiques économiques américaines décourageantes notamment sur le plan de l'emploi, des symptômes de fléchissement d'activité en zone Euro et en particulier en Allemagne, moteur de l'Europe, des Grecs qui n'arrivent pas à répondre aux exigences de ses créanciers européens et du FMI, et enfin des signes d'essoufflement dans certains pays émergents, ont constitué un cocktail suffisamment puissant pour casser la résistance des bourses début août. Le mouvement n'a épargné personne, les pays développés comme les pays émergents. Mais dans la baisse, les bourses de la zone euro ont particulièrement souffert et notamment l'indice français du CAC 40 lourdement chargé en valeurs financières.

Le risque de contagion s'est accru de manière considérable. La Grèce fait figure d'accusé aux yeux du monde, une analyse commode mais peu crédible. Comment un pays de 11 millions d'habitants dans une zone qui en pèse 330, dont le PIB représentait à la veille de la chute de Lehman Brothers, 2,2% du PIB de la zone aurait-il, à lui seul, pu plonger l'Europe et par ricochet le monde dans un tel désordre économique et financier ?! Comment la zone Euro, présentée comme un ensemble de vieilles démocraties, de vieux pays incapables de se réformer, incapables de générer de la croissance au-delà de 1,5 % en moyenne depuis 20 ans, peut-elle mettre la croissance mondiale en déroute ? La Grèce n'a été que le détonateur d'une situation explosive résultant des excès des années précédentes la chute de Lehman Brothers

La crise grecque dont nous redoutions les effets de contagion sur les dettes publiques des autres pays de la zone Euro les plus endettés, s'est finalement propagée au secteur bancaire européen. Les banques françaises ont été particulièrement attaquées.

Propagation de la crise de la dette souveraine à l'Espagne et à l'Italie dont la note a été dégradée deux fois au cours de l'été par les agences de notation et les banques françaises attaquées, ont constitué deux alertes très sérieuses pour l'Etat français. Après la chute des bourses européennes au mois d'août, la résistance du AAA français concentrait l'attention des investisseurs. Ils en ont fait une sorte de dernier rempart à la désintégration de la zone Euro et de sa monnaie. L'inquiétude était d'autant plus légitime que les Etats-Unis, première puissance économique du monde et émetteur de la monnaie internationale avaient perdu le leur chez une des trois principales agences de notation, Standard and Poor's.

Le gouvernement français a donc été contraint de revoir ses perspectives de croissance pour cette année et l'année prochaine, jugées trop optimistes. Or les engagements de réduction de déficit budgétaire pris par la France avaient été établis à partir des prévisions de croissance sur les 5 années actuelles et à venir. Il a fallu opérer un réajustement. Pour maintenir les engagements pris en matière de réduction du déficit budgétaire, un nouveau train de mesures budgétaires a été nécessaire pour prendre en compte les conséquences d'un taux de croissance revu à la baisse de 0,5%. Le trafic sur le marché des dérivés de crédit sur le risque « France » s'est intensifié traduisant en cela les préoccupations des investisseurs.

Par effet boomerang, les inquiétudes sur la capacité de la France à conserver sa note AAA, n'ont fait que renforcer les pressions vendeuses sur les banques françaises, premières visées par les investisseurs, en particulier par les investisseurs américains. Depuis que le gouverneur de la Banque Centrale Américaine a envoyé des messages de prudence concernant les banques européennes au début de l'été, les banques françaises accèdent plus difficilement au refinancement de leurs activités de banque de financement et d'investissement dont une grande partie est libellée en dollars.

Les investisseurs ont été amenés à s'intéresser de plus près à l'équilibre actif-passif des banques européennes. Ils s'inquiètent depuis lors, de la grande dépendance des banques françaises au financement de court terme d'activités de long terme avec en prime la menace de dépréciation sur des dettes souveraines européennes.

Aujourd'hui la peur de la récession domine les marchés financiers à l'échelle planétaire, une vraie nouveauté.

### **Notre Analyse**

À la fin du premier semestre, nous indiquions notre préférence pour l'Europe. La zone Euro avait privilégié le maintien de l'activité et donc de l'emploi. Ses économies montraient des signes de résistance alors qu'aux Etats-Unis le marché de l'emploi se détériorait très rapidement et se caractérise aujourd'hui par une situation inédite (fort taux de chômage des jeunes, près de la moitié des chômeurs sont des chômeurs de longue durée etc). L'analyse comparative de l'emploi de part et d'autre de l'Atlantique illustre les différences de méthode empruntées par la zone euro et les Etats-Unis en réaction à la crise financière.

La zone Euro a privilégié les emplois mais en contrepartie les Etats membres se sont fortement endettés. L'excès d'endettement de certains Etats menace directement l'existence de la monnaie et contraint l'ensemble de la zone à adopter des plans d'austérité budgétaire avec réduction de dépenses et hausse de la fiscalité, en particulier hausse de la TVA qui touche directement la stabilité des prix et la consommation des ménages.

Les Etats-Unis ont choisi un ajustement du secteur privé mais aussi du secteur public avec des destructions massives d'emplois et en contrepartie des injections colossales de liquidités de la part de la FED et de l'Etat fédéral.

Les deux solutions se sont avérées coûteuses et à l'efficacité discutable. Les pays émergents ont-ils mieux réussi ?

Après la chute de la banque d'investissement Lehman Brothers, tous les pays développés comme émergents, avaient mis en place une politique monétaire très assouplie afin d'enrayer le risque de faillite en chaîne dans le système financier mondial. Depuis lors des divergences sont apparues. Les pays émergents associent politique monétaire et politique budgétaire afin de soutenir la reprise de leur économie, devaient renouer avec la croissance bien plus rapidement que les pays développés et en particulier le premier d'entre eux, les Etats-Unis. La force de la reprise devait provoquer une nouvelle envolée des prix des matières premières, favorisant en boomerang la croissance des pays producteurs.

Mais cette reprise rapide et de forte amplitude s'accompagnait très rapidement de l'intensification des pressions inflationnistes s'exerçant sur ces pays.

L'emballlement de l'inflation devait conduire les pays émergents à adopter des politiques monétaires plus restrictives dès 2010, d'intensité et de modalité variables suivant les pays avec une constante, la hausse des taux directeurs de la banque centrale. Croissance incertaine et marchés financiers fragiles, sous perfusion budgétaire et monétaire aux Etats-Unis, les pays développés ne supportaient pas la comparaison avec la vitalité des économies émergentes. Les investisseurs ont alors anticipé un différentiel de croissance et de taux d'intérêt élevé durablement entre le dollar et les devises des pays émergents. Les flux de capitaux se sont massivement orientés vers ces pays favorisant la hausse de leur devise mais aussi de la croissance.

Plus tardivement la BCE entame un retournement de sa politique monétaire en 2011 alors même que l'austérité frappe durement les pays d'Europe du Sud.

Les marchés ont peur de la récession. La baisse générale du cours des actions de cet été exprime cette peur. Le consensus Forecast de fin Septembre qui est établi mensuellement auprès des analystes et investisseurs opérant dans le monde reflète ces inquiétudes dans ses prévisions tout en ne validant pas de récession. Mais il acte enfin la faiblesse de l'activité économique aux Etats-Unis. Le différentiel de croissance entre la zone Euro et l'économie américaine se resserre.

Fait nouveau, les analystes interrogés admettent aussi le ralentissement des économies émergentes, une position inenvisageable quelques semaines plutôt et en tirent les conséquences pour le Japon qui tombe en récession cette année.

Le ralentissement économique touche l'ensemble de l'économie mondiale, une synchronisation que les marchés financiers intègrent dans les cours des actions. Mais le consensus retrouve partiellement son optimisme pour 2012 et envisage un découplage entre l'Europe et les Etats-Unis, les seconds voyant leur croissance rebondir dès l'année prochaine, tandis que la progression du PIB tombe à 1 % en zone Euro.

Le consensus voit également une sorte de découplage s'installer au sein des BRIC'S dont la croissance, après le coup de frein du second semestre, accélère de nouveau en 2012 tandis qu'il s'attend à voir l'économie chinoise continuer de ralentir, à un rythme cependant toujours extrêmement élevé.

Nous pensons que le risque de récession est réel en raison de la lenteur de la reprise. Une croissance très lente, après un choc causé par une crise financière hors norme, maintient les économies dans une grande fragilité et les rend vulnérables aux chocs, qui se multiplient ces dernières semaines (printemps arabe, Fukushima, sortie du nucléaire en Allemagne, naufrage grec, crise des dettes souveraines européennes, perte du AAA de Standard and Poor's pour la dette publique américaine etc.).

Le Politique est en 2011 un facteur de risque supplémentaire et non plus un atout comme il l'a été dans la résolution de la crise qui a suivi la chute de Lehman. Le temps des Politiques, le temps des Démocraties n'est pas adapté au temps des marchés financiers. Le 21 juillet dernier, un accord prévoyant la résolution de la dette grecque par la participation des créanciers privés au plan de sauvetage, est signé. L'ensemble de la classe politique européenne part en congés alors que les marchés financiers attendent des explications techniques concrètes résultant de l'accord signé. Le 21 juillet se transforme en rendez-vous manqué.

Or la situation économique en 2011 est très différente de celle de 2008. Les pays ne peuvent pas s'offrir le luxe d'être conduit par une classe politique sans vision, et en particulier sans vision commune alors que la tentation du protectionnisme national refait surface.

Depuis 2008, la situation économique est dominée par le problème de l'endettement, celui des Etats mais aussi celui des ménages.

Les économies toujours sous perfusion restent très fragiles. Le monde qui, en 2008, subit le choc de la chute de Lehman est un monde qui était encore en forte croissance, avec des marchés de l'emploi fluides, des dettes publiques considérées comme soutenables etc.

C'est pour l'ensemble de ces raisons que pour la première fois, nous considérons que la récession est un scénario avec une probabilité d'occurrence plus élevée. Les « munitions » pour soutenir des économies affaiblies s'épuisent. Le retrait de la note AAA par Standard and Poor's à la dette souveraine américaine, vient soutenir l'opposition républicaine et entrave la politique budgétaire de B. Obama. La faiblesse du dollar et l'hypertrophie du bilan de la FED limitent le potentiel d'intervention de la politique monétaire qui a déjà depuis longtemps franchi la ligne jaune de l'orthodoxie monétaire sans pour autant apporter de la sérénité aux marchés financiers qui doutent de la capacité de l'économie américaine à renouer avec la croissance.

En zone Euro, seule la BCE de par sa fonction a encore la capacité à agir mais elle n'en a pas le mandat. Les marchés financiers ne croient plus les Européens capables d'enrayer la contagion de la crise grecque aux autres Etats. Cette absence de crédibilité des autorités Européennes contraint les politiques budgétaires des Nations constitutives de la zone Euro. Les plans d'austérité se multiplient et sont régulièrement renforcés au fur et à mesure que la croissance ralentit obligeant les gouvernements à prendre des mesures budgétaires supplémentaires pour garantir les autorités européennes de leur volonté de respecter les engagements pris en matière de réduction de déficit. Les Européens prennent ainsi le risque de voir la spirale grecque se généraliser à l'ensemble de l'Europe : hausse de la pression

fiscale plus baisse des dépenses publiques, contraction de l'activité, baisse de la note de la dette publique, nouveau plan d'austérité, contraction de l'activité, baisse de la note de la dette publique, mesures supplémentaires de restriction budgétaire etc.

À la lumière de ce qui précède, tout doit normalement nous conduire à privilégier un scénario de récession au moins en Europe. Pourtant nous considérons que la reprise lente des pays développés et plus particulièrement aux Etats-Unis et en Europe est toujours à l'œuvre, les transferts de richesse vers les pays émergents le sont aussi. Même en repli, le prix des matières premières et du pétrole reste élevé et soutient un transfert de richesse des pays consommateurs vers les pays producteurs. Les déficits commerciaux entre les pays développés occidentaux et les pays émergents, en particulier l'Asie et plus spécifiquement la Chine restent très élevés, signe que le transfert de richesse est toujours à l'œuvre ici aussi. Ce transfert à travers ces deux canaux permet aux pays émergents de développer une demande interne ouvrant des débouchés aux produits à forte valeur ajoutée des pays occidentaux.

Nous accorderons une attention spécifique à l'évolution macro économique de ces pays. En effet le processus de transfert de richesse est toujours là mais il s'essouffle. La dépendance à la consommation des pays occidentaux reste très élevée dans les pays émergents qui ne disposent pas d'une demande interne déjà suffisamment autonome pour soutenir l'économie.

De plus, les économies émergentes n'ont pas été seulement portées par la consommation des pays développés. Elles ont été aussi soutenues par l'afflux de capitaux extérieurs d'abord sous forme d'IDE (investissements directs à l'étranger), puis en substitution ou en accompagnement sous forme de capitaux financiers, là où des marchés de capitaux ont été organisés.

Les difficultés économiques des pays occidentaux deviennent perceptibles dans les balances des paiements. Les exportations se stabilisent, voire ralentissent, les sorties de capitaux financiers sont très élevées depuis le début de l'année.

Nous restons dans une logique de reprise lente dans les pays développés qui doivent aujourd'hui éliminer les excès des 10 voire des 20 dernières années. Cela va de l'excès de financiarisation de l'économie à l'excès de délocalisation.

Qui dit reprise lente dit économies extrêmement fragiles à la merci du moindre choc géopolitique ou économique.

La crise financière et économique est d'une telle intensité, d'une telle durée, traitée d'une manière tellement hors norme, que la reprise ne peut être que chaotique ; cela n'est vrai que tant que la récession reste circonscrite à quelques pays comme c'est le cas aujourd'hui. Cela n'est vrai aussi que tant que le ralentissement de l'économie mondiale se fait de manière ordonnée sans crise financière et bancaire dans les pays développés comme dans les pays émergents. Or c'est là une des principales inconnues auxquelles nous devons faire face aujourd'hui.

Enfin notre scénario ne tient pour l'Europe que si la monnaie unique survit à la crise de la dette, une inconnue réelle au vu des derniers développements. La récession générale, et surtout celle des économies les plus puissantes économiquement de la planète, est un risque élevé mais dont l'occurrence est incertaine.

Aujourd'hui nous considérons que la compréhension de ce que l'avenir proche nous prépare sur le plan de l'économie tourne en fait autour de trois questions majeures à partir desquels s'enchaînent les événements et la lecture que l'on en fait.

La première de ces questions est d'ordre structurel. Sommes-nous à l'aube d'une révolution de la conduite des affaires économiques dans les économies développées ? Depuis plusieurs décennies, la croissance de ces pays s'est accompagnée d'un accroissement quasi ininterrompu de l'endettement public mais aussi privé.

La chute de la Banque d'investissement Lehman Brothers conduit aujourd'hui à une remise en cause de cette évolution. Suivant l'avenir donné à cette question, le ralentissement de l'économie mondiale ne sera « qu'une simple pause » ou sera « profond et durable ».

La libéralisation des marchés de capitaux a facilité l'accès à l'épargne. Ce faisant, elle a favorisé le développement de l'endettement qu'il soit public ou privé. La Banque Lehman Brothers n'a d'abord été « que la manifestation d'une crise » de surendettement d'une catégorie privée spécifique, des ménages...et encore des « moins solvables » nous disaient des experts se demandant comment on avait pu prêter avec aussi peu de discernement aux ménages ayant les plus faibles revenus.

Pourtant cette crise devait déboucher quelques mois plus tard sur la crise de la dette souveraine grecque, faire tâche d'huile sur les autres dettes souveraines de la zone Euro, pour déboucher cet été sur une crise bancaire Européenne.

La seconde question clé concerne spécifiquement la France. Va-t-elle pouvoir conserver sa note AAA que lui ont décerné les 3 agences de notation internationales dans leur classification des emprunteurs sur les marchés de capitaux.

Même après la récente révision du taux de croissance anticipé par le gouvernement français, les prévisions restent bien trop optimistes. La France est rattrapée par la contagion de la crise de la dette grecque. Elle n'a plus d'autre choix qu'une véritable austérité. Elle est donc menacée par la même spirale perverse qui a fini par frapper l'Espagne et l'Italie.

L'addiction aux capitaux ne s'est pas traduite uniquement en endettement public et privé, elle s'est aussi traduite dans certains pays comme la France en endettement extérieur.

Endettement, système bancaire fragilisé, dépendance à la demande extérieure et aux capitaux étrangers constituent, des menaces imminentes pour les pays développés mais aussi les pays émergents qui n'ont pas vraiment, contrairement à nos croyances, imaginé un nouveau modèle de développement économique et social.

Si la dette publique en France représente 81,6% de PIB en 2010, (87% en 2011 « *estimation provisoire* »), elle pèse 91,5% aux Etats-Unis, elle est estimée officiellement à 73 % en Chine. Celle du Brésil, plus facile à connaître, s'élève à 64,1% (toujours en 2010).

Les piliers de la croissance dans les pays émergents ont certes été des bas coûts. Les afflux de capitaux financiers et la dette publique ont largement contribué à l'alimentation de la croissance, favorisant d'ailleurs des excès, en particulier dans le secteur immobilier.

L'incapacité de l'économie américaine à renouer avec la croissance forte des deux dernières décennies menace directement l'Europe mais aussi les principales économies émergentes tributaires du niveau de consommation des ménages américains et par ricochet les pays producteurs de pétrole et de matières premières, tributaire de la demande, en particulier de la demande chinoise.

Or le marché de l'emploi américain reste sinistré. Entre 2008 et 2009, les Etats-Unis ont détruit 8 700 000 emplois. Il leur avait fallu cinq années pour les créer. Entre 2010 et les neuf premiers mois de 2011, 2 millions d'emplois ont été créés. Le rythme de création mensuel est insuffisant pour ramener le taux de chômage au niveau du plein emploi.

Plus grave, le chômage américain présente des caractéristiques d'ordre structurel préoccupantes. Par exemple, 44,6% des chômeurs sont sans travail depuis plus de 6 mois. Ils étaient 20% en 2007 et 10% en 2002. Le marché de l'emploi pèse sur le consommateur américain.

Néanmoins, la situation s'améliore très progressivement, en ligne avec notre scénario principal de reprise économique très lente, notre feuille de route depuis février 2009...

Et nous sommes attentifs à la situation des entreprises dont l'investissement continue de se redresser.

Néanmoins le secteur de l'immobilier résidentiel continue de se contracter, mais certains indicateurs relatifs au secteur semblent indiquer une stabilisation de la situation.

Le redressement du rythme des dépenses de construction laisse espérer celui de l'investissement.

Si la production industrielle américaine tout comme celle des grands pays développés à l'exclusion de l'Allemagne n'ont pas retrouvé le niveau d'avant crise 2008-2009, les courbes restent toujours orientés à la hausse sauf au Japon.

Le ralentissement de l'économie mondiale devient pourtant palpable. La production industrielle des pays émergents se modère, tout comme leurs exportations. Le ralentissement de l'activité dans les pays émergents se confirme. S'il s'intensifie, il sera dommageable à nos économies d'un triple point de vue :

1. Les anticipations de récession aux Etats-Unis et en Europe vont s'accroître significativement et maintenir les marchés actions sous pression tout comme les marchés obligataires en raison des inquiétudes qui vont s'amplifier sur la capacité des Etats à faire face à la charge de la dette.
2. Sans moteur interne, la perte de la demande étrangère affectera l'économie américaine déjà chancelante. Mais elle mettra aussi en péril l'Europe dont le moteur allemand bénéficie à plein de la demande émergente pour ses industries à haute valeur ajoutée. Pour le Japon, le choc ne fera que s'ajouter aux chocs multiples que le pays subit. La récession générale cesserait d'être seulement « anticipée » mais deviendrait une réalité concrète.

3. La fin de l'illusion à propos des pays émergents. Depuis de nombreuses années, des pays émergents montent en puissance sur la scène internationale. La forte croissance qu'ils connaissent, a masqué et masque encore la fragilité des piliers de cette croissance.

Impossible de dire aujourd'hui si le ralentissement va s'accroître et tourner à la contraction générale de l'activité. Les symptômes se multiplient mais certains signaux contrarient le mouvement. Le prix des matières premières, même en repli, reste élevé. La Chine maintient un rythme de croissance élevé, aux regards des standards occidentaux masquant le fait qu'il ne suffit pas pour assurer la cohésion sociale, masquant aussi le fait que cette cohésion sociale est également menacée par l'inflation qu'une politique de prix pourtant administrés ne parvient pas à juguler. Enfin l'état des finances publiques et du système bancaire reste une mystérieuse boîte noire. Pourtant les informations filtrent, se multiplient et vont toutes dans le même sens.

Les finances publiques et les organismes bancaires chinois pourraient se transformer en poudrière.

Enfin une troisième question clé conditionnera notre futur proche. Il s'agit de la question de l'inflation qui ne faiblit pas dans de nombreux pays. Elle affecte particulièrement les pays émergents. Ni la montée des taux directeurs des banques centrales de ces pays ni la décélération de l'activité ne parviennent à enrayer la hausse des prix. Ceci est d'autant plus préoccupant que le prix des matières élevés reste élevé. L'inflation par ses effets sur le pouvoir d'achat pèse sur l'activité et menace même la cohésion sociale. Elle alimente les revendications salariales et pèse sur les coûts salariaux, dont la forte progression devient préoccupante, notamment en Chine. Si les pressions inflationnistes apparaissent moins fortes dans les pays développés, elles n'en sont pas moins présentes et ne faiblissent pas. La responsabilité est en grande partie attribuée aux prix des matières premières et de l'énergie mais l'inflation qui sévit dans les pays émergents, représente une menace en Occident. Les pays développés ont été les grands bénéficiaires de l'ouverture des pays en voie de développement sur l'économie mondiale. L'importation de produits, d'abord de consommation courante, à bas prix a été un puissant vecteur de désinflation qui a profité aux consommateurs occidentaux. Il faut être vigilant sur ce chapitre car la tendance pourrait bien être en train de se retourner.

## **Evolution des marchés financiers :**

Dans un environnement économique assombri, les marchés financiers ont mal réagi. Aucun continent n'a été épargné. Mais la zone Euro concentrant toutes les inquiétudes a été particulièrement touchée. Les marchés américain et japonais affichaient une meilleure résistance. La crise de la dette souveraine et ses conséquences sur le coût de financement des entreprises plus une série de statistiques inquiétantes associées ont même fini par avoir raison du marché financier allemand. Celui-ci a baissé à peu près dans les mêmes proportions que le marché français. Le second avec une forte composante de valeurs financières s'est fait rattrapé par la crise des banques européennes qui a frappé durement les valeurs financières françaises. Le premier avec un gros poids de valeurs cycliques était rattrapé par la montée des inquiétudes sur la capacité de la zone Euro et de l'Europe de manière plus large à maintenir son niveau d'activité alors que les mesures d'austérité budgétaire se multiplient et que le ralentissement des pays émergents devenait palpable.

Pourtant les entreprises restent aujourd'hui les acteurs de l'économie les plus en forme. Profits, marges et trésorerie sont toujours là, autant d'éléments qui expliquent notre préférence pour les actions. Les valorisations sont attractives. Néanmoins beaucoup de nuages obèrent la visibilité de nos marchés actions et nous font rester prudents sur le point d'entrer sur les marchés. À 3000 points le CAC 40 est un marché particulièrement attractif pour commencer des prises de positions mais nous n'excluons pas un marché tenté d'aller chercher les points bas que nous avons connu en mars 2009 autour de 2500.

Enfin il faut souligner que la configuration de la baisse des marchés depuis le début août est très particulière. Des valeurs ont baissé bien plus que la valeur de l'indice, d'autres moins tandis que certaines montaient. Il ne faut pas seulement raisonner en point d'entrée sur l'indice mais également travailler la sélection des valeurs titre à titre.

La récession est une vraie menace que les valorisations de marché n'ont pas nécessairement complètement intégrée. A force de parler de crise pour des pays comme la France ou l'Allemagne, il y a une perte de repère. Le chômage notamment a peu monté en France. Il a baissé en Allemagne. La consommation sans être excessive a résisté jusqu'à présent. On n'a pas vu les taux d'épargne s'envoler. Si les symptômes d'une crise plus dure venaient à se matérialiser, les marchés pourraient prendre conscience de la réalité d'un danger qu'ils avaient peut-être sous-évalué.

L'inflation, notamment par les matières premières mais aussi par les coûts salariaux dans les pays émergents, constitue un gros point de vigilance car elle menace directement des marges aujourd'hui sur des points élevés historiquement. C'est particulièrement vrai pour les pays exposés aux coûts salariaux chinois qui explosent littéralement depuis des mois alors même que la Chine est entrée dans un processus d'appréciation de sa devise face au dollar.

Le fait d'apparaître en bonne santé n'est pas nécessairement rassurant dans des pays minés par l'excès d'endettement public. La difficulté de faire supporter la charge d'ajustement aux ménages dans des périodes pré-électorales est réelle. Les profits et la trésorerie des entreprises pourraient être une tentation pour les pouvoirs publics qui ont un besoin urgent de cash.

Enfin, les taux d'intérêt sur les dettes obligataires des marchés les plus liquides que sont la France, l'Allemagne mais aussi les Etats-Unis constituent un autre sujet de préoccupation. Perçus comme les marchés refuges dans la montée de l'aversion au risque, les taux d'intérêt des dettes souveraines se sont fortement détendus. Pourtant l'inflation, même contenue, est bien présente dans ces pays. Les taux d'intérêt réels sont négatifs. Les obligations souveraines ne sont pas à leur prix. Une hausse brutale des rendements ne manquerait pas d'affecter les actions. Nous estimons qu'au-delà de 4 % sur l'emprunt d'Etat français de maturité 10 ans, les valeurs françaises commenceraient à souffrir.

Notre préférence reste pour les actions au détriment des obligations malgré les nuages qui s'accumulent. Les marchés, c'est aujourd'hui essentiellement des points d'entrée et des choix de titres extrêmement sélectifs, des titres choisis pour leur caractère défensif et/ou une forte décote.

En termes de régions, les marchés américain et britannique et l'Europe du Nord sont nos marchés de prédilection, devise affaiblie pour les deux premiers couplés à des moyens de sortie de crise économique plus importante que la zone euro. Les banques centrales de ces pays accompagnent l'action des gouvernements pour soutenir la reprise de l'activité.

Les marchés français et allemand viennent en seconde position. Très décotées, les actions de ces pays restent suspendues à la résolution de la crise des dettes souveraines de la zone Euro. Le risque de non résolution de la crise de la monnaie unique rend ces marchés moins attractifs que les précédents.

Enfin les marchés émergents ont beaucoup reculé. Certains d'entre eux sont à mettre « sous surveillance ». Aux premiers frémissements de ré-accélération de la croissance mondiale, certains d'entre eux offriront de vraies opportunités.

En ce qui concerne le marché de la dette souveraine en Europe, nous privilégions là aussi la France et l'Allemagne, un rempart si la probabilité d'implosion de la zone Euro s'accroît. Il faut cependant attendre une remontée des taux d'intérêt à long terme (autour de 3,5 % pour la France).

## CONCLUSION

Marchés des devises, marchés boursiers, marchés de taux, tous envoient au moins le même message, l'économie mondiale aborde de nouveau une phase très critique. Une sortie positive de la crise actuelle passe par un discours politique plus crédible que certains définissent comme des engagements vers davantage de fédéralisme, un ministre des Finances européen. Si le discours politique crédible est une nécessité, « davantage de fédéralisme dans la mosaïque des peuples d'Europe et un ministre des finances commun » relèvent de la rustine plutôt qu'une vision claire partagée par tous de l'Europe de demain. Après avoir abandonné leur souveraineté monétaire à travers le traité de Maastricht, les peuples d'Europe sont-ils prêts à renoncer à leur souveraineté budgétaire, déjà menacée par les agences de notation et les marchés financiers qui sont les créanciers des Etats ? Rien n'est moins sûr. Ils ont dit non à la constitution européenne alors que la croissance économique était forte dans bon nombre d'entre eux. Il a fallu revoir la copie pour aboutir difficilement au traité de Lisbonne en évitant à chaque fois que cela était possible d'en soumettre l'examen aux peuples concernés.

Une autre hypothèse n'est pas à écarter : s'ils ont dit non quand tout leur souriait, peut-être que ces mêmes peuples sont prêts à toutes les concessions quand l'avenir se fait plus incertaine. Tout dépendra alors de leur niveau d'angoisse face au crédit qu'ils accordent à l'Europe pour les remettre sur le chemin de la prospérité. Cela dépendra également et peut-être davantage de la part de responsabilité qu'ils attribuent à la monnaie unique et aux élites qui en ont été les promoteurs, des élites qui n'ont pas su mettre en œuvre les outils nécessaires à la bonne gouvernance d'une monnaie partagée.

Une sortie positive de la crise passe par une réussite du plan grec parce que ce serait une pression qui disparaîtrait sur les marchés, un retour de la confiance sur le système bancaire européen mais aussi américain, par une réussite de l'action de la FED dont la capacité à agir sur la croissance américaine est remise en cause en raison du manque de réussite alors que les moyens employés sont hors norme et pour plusieurs d'entre eux non orthodoxes

Le peu de réussite « en apparence » des deux principales banques centrales au monde contribue à la défiance à l'encontre des banques européennes et menace par ricochet l'ensemble des acteurs financiers fragilisés, les assureurs notamment.

À ce jour avec les krachs obligataires qui ont frappé la plupart des pays de la zone euro, les uns après les autres, et l'effondrement des bourses, nous observons un appauvrissement financier général. Seules les obligations allemandes ont été payantes. Même la France dont l'écart de rendement s'est accru de manière conséquente face à l'Allemagne. Tous les autres marchés, même les émergents ont perdu de l'argent avec toutefois une bonne résistance du marché américain et du marché japonais.

Les marchés attendent des réponses à un ensemble de questions : un leadership en Europe et aux Etats-Unis, la soutenabilité du AAA français, la taille du FESF et les conditions de la participation allemande, les implications de la perte du AAA US selon l'échelle de S&P's, récession ou pas aux Etats-Unis, affaiblissement général de l'économie des principaux pays, austérité, le futur des émergents (a-t-on le retour du découplage ?).

Le ralentissement que l'on observe à l'échelle mondiale est préoccupant car il est peut-être le symptôme de la fragilisation du transfert de richesse qui s'opère depuis des années entre les pays développés et les pays émergents. Si cela était le cas, les implications sont multiples.

Dans ce contexte incertain nous privilégions les marchés actions, principalement US, français et allemand. Les rendements des obligations souveraines ne sont pas attractifs alors que la valorisation des actions l'est. Néanmoins les seules valorisations ne peuvent déterminer une stratégie d'investissement. Il faut être très tactique et attendre que l'ensemble des nuages qui s'amoncellent poussent les marchés actions à la baisse pour accroître l'exposition sur ces marchés. En attendant il faut maintenir un fort niveau de liquidités placées à court terme et n'intervenir sur la dette à dix ans qu'à partir de 3,5 % autour pour les emprunts d'Etat français.