

Repères – N°1 – 15 Septembre 2011

Panique et réalités

Les marchés financiers s'inquiètent du cercle vicieux qui se met en place (pression sur les dettes souveraines-> rigueur budgétaire -> récession -> baisse des rentrées fiscales -> creusement de la dette...), imaginent déjà la restructuration des dettes publiques (c'est à dire un défaut) et son effet domino sur le secteur bancaire.

Les dettes publiques américaines et japonaises, pourtant plus importantes que celles de la zone Euro prise dans son ensemble (respectivement 100%, 200% et 85% du PIB), ne bénéficient pas du même traitement en raison d'une gouvernance centralisée permettant une réponse politique rapide et appropriée.

Cette absence de gouvernance budgétaire au sein de la zone Euro et l'étroitesse du mandat de la banque centrale européenne laissent les opérateurs de marché seuls face à leur désarroi : l'Italie et l'Espagne peinent à se financer, les valeurs bancaires sont attaquées et le marché interbancaire se grippe.

Pourtant, la destruction de valeur implicite à la chute vertigineuse des cours est très éloignée de la réalité, même dégradée, des principales banques et des entreprises. Celles-ci abordent le ralentissement avec des situations bilanciennes saines, ce qui laisse présager un retour à meilleure fortune sur les actions et obligations de qualité une fois le calme revenu.

La solution passe a minima par une coordination accrue au sein de la zone Euro. Malheureusement, le temps politique n'est pas celui des marchés. Gageons que l'intérêt de tous permettra aux gouvernements de la zone Euro de surmonter l'immensité des difficultés. Une fois la sérénité en vue, la logique de valorisation des actifs devrait permettre aux marchés de retrouver quelques couleurs.

François Jubin,
Président

Wiséam

31, rue des Poissonniers
92200 Neuilly-sur-Seine
Tel : 01 55 62 19 80
Fax : 01 55 62 19 81

Société de Gestion
Agréée AMF N°GP11 000028
SAS au capital de 300 000 €
RCS Nanterre 533 756 938

I. Environnement du troisième trimestre 2011

La crise des dettes publiques en zone Euro et, dans une moindre mesure, le ralentissement de l'activité observé aux Etats Unis et en Europe ont provoqué un nouveau krach boursier et favorisé les actifs « refuges ». La perspective d'un défaut de la Grèce, d'une contagion aux dettes « périphériques » et de ses effets sur la solidité du secteur bancaire européen, ont à nouveau précipité les marchés dans une crise amplifiée par l'absence de réponse politique crédible.

Les taux d'intérêt sur obligations des Etats « périphériques¹ » de la zone Euro se sont envolés. Bien évidemment la Grèce n'a plus accès au marché. Les taux Italiens et espagnols ont pu être maintenus en dessous de 6% grâce à l'intervention de la BCE. La hausse des taux sur ces dettes publique a entraîné dans son sillage les rendements à l'échéance des obligations privées (3.43%) et notamment ceux des obligations à haut rendement (9.16%).

Les marchés actions ont enregistré des baisses d'une rare violence, l'indice Eurostoxx 50 des 50 principales valeurs européennes a ainsi chuté de plus de 28% en moins de 3 mois (-25% pour le CAC). L'ampleur de la chute est telle que les ratios de valorisation (PER, P/B, etc.) des marchés actions européens retrouvent des niveaux observés début 2009, au plus bas de la crise de liquidité de 2008. Le secteur bancaire a été particulièrement malmené avec une chute supérieure à 35% en moyenne portant le prix sur actif net en dessous de 0,5.

Les marchés américains et émergents ont été moins impactés. D'une part la correction boursière a été moindre et, d'autre part, ils ont bénéficié de la dépréciation de l'Euro (-6% contre USD). Ainsi, les baisses enregistrées pour un investisseur en Euro s'établissent respectivement entre -7% et -9%.

Principaux indicateurs financiers

	Niveau au 13/09/2011		Performances en EUR depuis le			
			30/08/2011	30/06/2011	30/12/2010	13/09/2010
Taux Monétaire						
Zone Euro (EONIA)	0,93		0,03	0,20	0,63	0,80
Obligations						
Etat Zone Euro	3,99		0,00	2,71	2,38	-1,21
Etat Allemagne	1,88		2,89	8,43	8,24	6,19
Obligations privées Investment Grade	3,35		-0,24	0,88	1,51	0,54
Obligations Haut Rendement	9,28		-0,90	-7,14	-3,91	-2,19
Actions	P/E	P/B				
Europe (Stoxx 600)	9,4	1,23	-3,17	-18,72	-18,22	-14,65
Euro (Stoxx 50)	7,6	0,90	-8,99	-28,30	-25,37	-24,92
Etats-Unis (SP 500)	11,9	1,88	1,19	-6,93	-9,82	-1,37
Pays Emergents (MSCI)	9,8	1,47	3,12	-8,98	-15,53	-8,88
Devises (1 EUR = ...)						
USD	1,374		-5,74	-5,68	2,91	6,17
GBP	0,871		-1,98	-4,04	0,63	3,82
JPY	105,3		-5,60	-9,92	-2,84	-2,39

Sources : Bloomberg/Wiséam

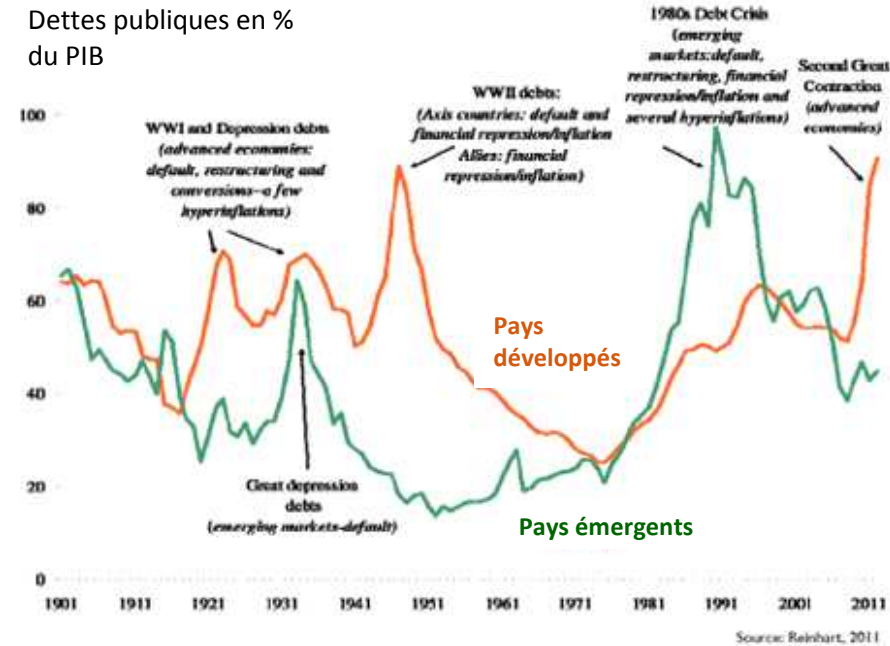
Inversement, certains actifs ont profité du contexte de panique pour s'envoler vers des niveaux difficilement justifiables sur le plan économique autrement que par leur rôle de valeur refuge : l'or a établi de nouveaux records à plus de 1900 \$ l'once et les taux 10 ans sur les emprunts allemands et américains ont franchi à la baisse la barre des 2% ! Le franc suisse a également été l'objet de convoitises qui l'ont porté à parité avec l'euro, nécessitant une action déterminée de la Banque Nationale Suisse pour ramener le CHF au cours de 1.20 contre EUR.

¹ Italie, Espagne, Portugal, Grèce

II. Perspectives

La croissance de l'activité économique des 25 dernières années dans les économies développées s'est réalisée au prix d'une progression continue de l'endettement public, privé (ménages américains), voire externe (Etats Unis et certains pays de la zone Euro). La crise qui a commencé en 2007 constitue un point de retournement dans le fonctionnement de nos économies et le début d'une stratégie de désendettement des agents². Le désendettement des économies développées sera un processus long et continuera de peser sur la croissance mondiale et, par conséquent, sur les profits des entreprises.

Surges in government debt and their resolution, 1900-2011



Les réponses économiques qui en découlent sont en partie lisibles : politiques monétaires accommodantes pour les banques centrales des pays développés³, quasi absence de marges de manœuvre pour les politiques budgétaires.

Les économies émergentes qui avaient montré une forte résilience lors de la crise de 2008 continuent de réorienter leur modèle de croissance vers leurs marchés domestiques tout en faisant face à des déséquilibres importants (sous-évaluation notable de certaines devises, surinvestissement, inflation, rigidités de l'offre).

La dégradation au début du troisième trimestre des indicateurs économiques aux Etats Unis mais aussi en Europe a exacerbé la crise de la dette Grecque et entraîné l'Europe et ses banques dans une crise systémique. Les intervenants de marchés craignent que l'endettement public devienne incontrôlable, entrevoyant le défaut au terme d'une dynamique déflationniste⁴. La résolution de cette équation ne pourra reposer uniquement sur les piliers classiques de la croissance (d'où viendrait-elle?) et de la rigueur budgétaires. D'autres voies sont et devront être mises en œuvre :

- Le défaut ou la restructuration (cas de la Grèce mais également du rachat sur le marché secondaire par les émetteurs ou un fonds de stabilisation d'actifs décotés)
- Des politiques monétaires audacieuses permettant aux Etats d'accéder à des financements à des taux hors marchés réduiront d'autant leurs charges financières
- Une appréciation des monnaies de pays disposant d'excédents courants, permettrait des gains de compétitivité générateurs de croissance et un renchérissement des prix, et favoriserait les rentrées fiscales.

Cependant, le temps des agents économiques n'est pas celui des marchés financiers. La pression de ces derniers a amené les gouvernements européens à bouger des lignes que l'on croyait immuables (plan de soutien à la Grèce, FESF⁵, politique non conventionnelle de la BCE, projet d'Eurobonds). Mais en insufflant du stress, il est vraisemblable que les marchés financiers aient également conduit non seulement les entreprises et les ménages à épargner et réduire leurs dépenses, mais aussi à dégrader les perspectives d'activité.

² Carmen Reinhart et Kenneth Rogoff (2009-This time is different) utilisent le terme de « grande contraction ».

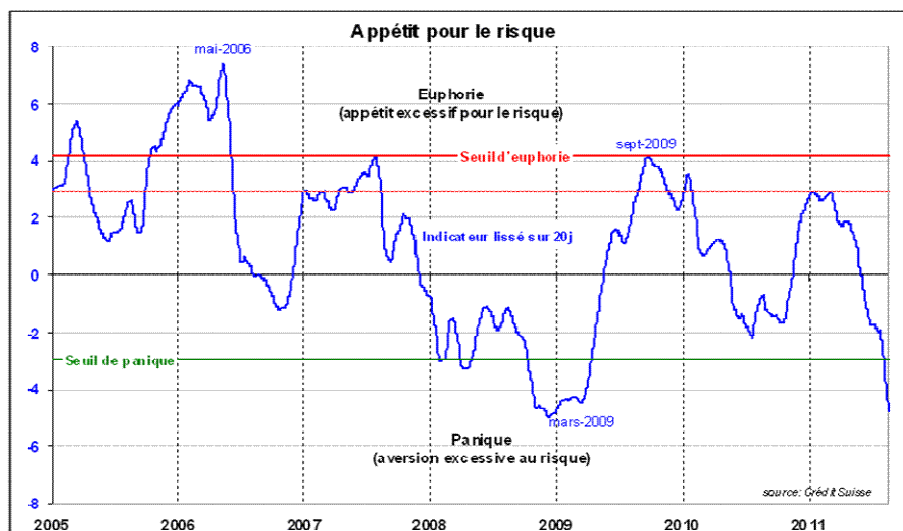
³ La situation dégradée de l'emploi et la globalisation des économies constituent un frein puissant à la mise en place d'une boucle prix/salaire généralement à l'origine de tensions inflationnistes. La réserve Fédérale a d'ailleurs signalée qu'elle laisserait ses taux inchangés jusqu'en 2013.

⁴ Stabiliser l'endettement public nécessite de mettre en œuvre des politiques budgétaires restrictives. Ces dernières pèsent sur la croissance : les rentrées fiscales diminuent, la dette se creuse davantage.

⁵ Fonds Européen de Stabilité Financière

III. Quelle stratégie pour les investissements ?

Dans cet environnement où les équilibres sont fragiles, la volatilité des marchés devrait rester importante avec une alternance de phases de pessimisme et d'optimisme. De là même, les actifs sans risque devraient connaître des rendements réels négatifs. Le graphique ci-dessous montre à partir de l'indicateur du Crédit Suisse l'appétit des investisseurs vis à vis du risque évoluant entre euphorie et panique. Les points d'inflexion sont à rapprocher d'indicateurs simples comme les ratios cours / bénéfiques qui, combinés à cet indicateur, donnent une indication de points d'entrée et de sortie.



De ce point de vue, la configuration présente devrait inciter les investisseurs à s'orienter vers des investissements à risque : les actions européennes se paient moins de 10 fois les résultats attendus.

A la différence de mars 2009, l'absence de marge de manœuvre pour relancer la croissance, le niveau du chômage et la poursuite du désendettement ne permettent

pas d'envisager une croissance économique soutenue dans les années qui viennent. On ignore si le point bas a été atteint. Cependant, le rebond des actions semble probable tout en admettant qu'il pourrait être d'une moindre ampleur que lors du précédent cycle.

Éléments favorables	Éléments défavorables
<ul style="list-style-type: none"> • Des actifs fortement dépréciés : Des valorisations des marchés actions comparables à celles de mars 2009 pour des entreprises déjà restructurées et des bilans sains ; Les spread de crédit correspondent déjà à des niveaux de récession • Des politiques monétaires durablement accommodantes : taux faibles, achat d'actifs, soutien du secteur bancaire • Face au mur, les chances de coordination au sein de la zone Euro augmentent : intérêt personnel d'un jeu coopératif (notamment pour l'Allemagne !) • Nouveaux stimuli fiscaux (discours d'Obama, etc.) pour relancer l'emploi et taxer l'épargne • La baisse des cours du pétrole va libérer du pouvoir d'achat, le trou d'air au Japon se dissipe. Le cycle des stocks devrait moins peser sur la croissance US • Un marché immobilier US qui pourrait se stabiliser (marché de la location notamment) • Des progrès réalisés en Irlande et en Espagne dans la gestion de la dette et du secteur bancaire 	<ul style="list-style-type: none"> • Les dettes publiques sur une trajectoire insoutenable : la restructuration est inévitable • Absence de gouvernance économique et d'unité politique en zone Euro • Le secteur bancaire européen fragilisé (leviers encore importants, poids en diminution dans l'économie réelle) • Quels moteurs pour la consommation et l'investissement ? (taux de chômage élevés, faible progression des revenus, l'incertitude n'incite pas les entreprises à investir et embaucher) • Les économies émergentes pourront-elles résister à un second choc macro ? Ces économies disposent de marges de manœuvre importantes mais doivent faire face à des problématiques domestiques (inflation des prix alimentaires, etc.) • Des possibilités politiques non écrites à ce jour (Mise en place effective du FESF et extension de ses capacités, mandat de la BCE ne permettant pas à ce jour des interventions d'ampleur comparables à celles de la FED ou de la BoE.

Achévé de rédiger le 15/09/2011.

francois.jubin@wiseam.fr

La présente publication vous est communiquée à titre purement informatif et ne constitue 1) ni une proposition, ni une offre d'achat ou de toute autre transaction portant sur les instruments financiers qui y sont visés et 2) ni un conseil en placement. Les futurs investisseurs sont tenus d'entreprendre les démarches nécessaires afin de déterminer eux-mêmes l'adéquation de leur investissement, en fonction des considérations légales, fiscales et comptables qui leur sont applicables. Les performances et réalisations du passé ne constituent en rien une garantie pour des performances actuelles ou à venir. Si vous souhaitez obtenir des informations complémentaires, contactez-nous à l'adresse suivante : info@wiseam.fr