



# La lettre

## Que souhaiter pour 2012?



Achevé de rédiger le 5 janvier 2012

L'année 2011 aura été bien difficile et caractérisée par une chute violente des marchés en zone Euro et dans les émergents et un plébiscite relatif ou absolu pour les actifs considérés comme sûrs ou refuge (actions et taux US, taux allemands, franc suisse, yen, or...) témoignant ainsi de la très grande aversion aux risques des investisseurs. Sur l'année, le CAC recule de 16.95%, l'EURO STOXX de 17.05%, tirés vers le bas notamment par les valeurs financières et les valeurs cycliques, l'indice MSCI émergent en devises de 20.41% et parmi ceux-ci, seule l'Indonésie termine positive à +4.70 %.

La mauvaise performance affichée par la plupart des marchés ne reflète que l'inquiétude qui n'a cessé de croître sur l'année, d'abord autour de la dette européenne puis du niveau général de la croissance dans les différentes zones et au niveau mondial.

A l'heure du bilan et avant de se projeter sur 2012, il est essentiel de rappeler le message adressé par les marchés financiers. L'excès d'endettement, qu'il soit privé ou public, tue à échéance rapprochée toute forme de croissance et donc la capacité à générer de la richesse nouvelle susceptible de permettre le remboursement des échéances précédentes. Cette expérience douloureuse, les entreprises privées l'ont vécu lors de la première partie de la crise financière en 2008-2009. Depuis cette date, elles ont réduit et restructuré leurs dettes avec succès et se présentent aujourd'hui avec des bilans assainis et un stock de dettes au

plus bas de 20 ans, gages de potentiel futur prisé des investisseurs. Cette bonne santé affichée se retrouve dans l'appétence de ces derniers pour les émissions obligataires industrielles y compris inférieures aux notations « investment grade ».

A contrario, les Etats ont continué d'accroître leur endettement sans vraiment utiliser les phases de croissance ponctuelle pour réduire le total de la dette.

Tétanisés politiquement et économiquement par la désindustrialisation galopante au profit des pays émergés, et par l'accroissement du chômage, les gouvernements ont jugé utile de substituer une création de richesse artificielle basée sur la dette et son effet de levier à une ré-industrialisation des pays concernés. Ils l'ont fait pour partie, en toute bonne foi, pensant, comme dans la théorie keynésienne, que faire creuser des trous et payer des travailleurs pour cela, permettrait une relance de la consommation et donc de la croissance qui générerait une relance de l'investissement des entreprises. Cette démarche a certainement fonctionné mais elle a cruellement masqué une véritable difficulté : l'orientation d'une part parfois importante du travail vers des secteurs peu productifs au détriment des secteurs exportateurs a contribué à la dégradation industrielle et à celle des comptes extérieurs. Or, les déficits publics à financer par le recours à l'emprunt proviennent à la fois d'un excès de dépenses publiques mais aussi de déficit extérieur lié notamment à l'accroissement du déficit commercial. En conséquence, la réduction essentielle mais déjà difficile de la dépense publique peut s'avérer insuffisante si elle ne

s'accompagne pas d'un réajustement des comptes extérieurs. La puissance de l'Allemagne repose avant tout sur sa capacité industrielle exportatrice. A l'inverse, l'exemple de la Grèce est de ce point de vue, à la fois parlant et terrible pour le futur. Comment un pays qui n'a pas ou plus d'industrie et qui importe la quasi intégralité de ses biens d'investissements et de consommation peut-il sortir de cette impasse sans possibilité de faire baisser sa devise ou de transfert massif en provenance d'autres pays (UE ?) ?

Le cas de la Grande Bretagne est également intéressant de ce point de vue. L'industrie britannique a profondément diminué depuis l'ère Thatcher au profit du tertiaire et notamment l'industrie de la City. Ce pays traverse aujourd'hui une grave crise économique, douloureuse pour sa population. La banque d'Angleterre et le gouvernement ont choisi une voie proche de celle des Etats-Unis. Les émissions de dettes britanniques sont achetées par des fonds de pension britanniques, des banques britanniques ou la banque d'Angleterre, autorisant ainsi la poursuite de l'accroissement de la dette sans hausse significative des taux d'intérêt long terme.

La zone Euroland s'est engagée, sous la pression allemande, dans une autre voie. La Banque Centrale Européenne ne peut pas prêter aux Etats et donc acheter massivement de leur dette en la payant par de la création de monnaie. Pour autant, la Banque Centrale a initié un virage significatif pour aider à passer ce cap difficile, d'abord par la baisse des taux directeurs qu'elle va sans doute poursuivre, et ensuite par un refinancement bancaire à trois



ans de grande ampleur sécurisant l'accès aux ressources de banques confrontées à un durcissement réglementaire et à une crise de liquidités.

La cure d'amaigrissement programmée de la dette passe donc par des choix nationaux forts et des plans de rigueur. L'exercice est compliqué par la faible croissance voire la récession de certains pays (Espagne, Portugal...). La potion est amère et doit être correctement dosée pour ne pas tuer le patient. Il existe peu de chance que cette contrainte se desserre en 2012 tant l'Allemagne est ardue sur cette position rigoriste. Plus que jamais le navire européen prend du gîte et affale la voile faisant prédire à certains journaux anglo-saxons depuis toujours euro-sceptiques, la disparition de l'euro en même temps que la fin du monde du calendrier Maya.

Malgré ces vents contraires, nous ne sombrons pas dans ce pessimisme de bon aloi. La situation de la zone est effectivement économiquement compliquée, la discussion politique à 17 ou à 27 difficile, tant chacun cherche à défendre son pré-carré quand les facilités de financement se réduisent, la mise en place de solutions nouvelles sera longue. Pour autant et en 10 ans, l'Euro est devenu la seconde monnaie de réserve mondiale. Malgré les coups de boutoir sur la zone, sa parité actuelle proche des 1.30 contre dollar se situe dans sa moyenne historique et ne montre pas le signe de l'effondrement annoncé.

Concernant la construction européenne, le quasi-avortement du FESF et sa mue en 2012 en ESM pour Mécanisme Européen de Stabilité, ne doit pas masquer la volonté de la zone de réformer ses Institutions et son mode de fonctionnement. A titre d'exemple, notons le choix fondamental adopté d'un contrôle approfondi des budgets nationaux et de leur trajectoire d'exécution par les autorités européennes, associé à des sanctions en cas de dérapage. La construction européenne n'est pas morte, elle progresse dans la douleur. 2011 fut l'année de la crise de la dette, des sommets européens d'urgence et à répétition, 2012 les place sous l'angle nettement plus positif et plus politique de la croissance et de l'emploi.

Alors quelles vont-être les thèmes qui vont rythmer ce début d'année ? L'économie va tutoyer le politique dans plusieurs pays à commencer par la France et les USA.

Le thème de la dette restera récurrent en Europe avec vraisemblablement une montée en puissance du côté américain avant l'élection. Il est vrai que pour l'ensemble des 34 pays de l'OCDE, le montant des émissions de dettes souveraines nouvelles pour 2012 face aux tombées, avoisinera les 15000 milliards \$ dont 800 milliards \$ pour la zone Euro et pour le seul mois de janvier 115 milliards \$ pour la zone. Il convient d'y ajouter les émissions bancaires nécessaires à la recapitalisation du système.

Il nous semble cependant que les plans de rigueur enclenchés en Europe vont infléchir les dérives des comptes publics et ainsi commencer à être intégrés progressivement par les marchés.

Dans un second temps, il nous paraît vraisemblable que s'opère très progressivement un changement sur les marchés de la dette souveraine euro. Ce changement pourrait se traduire par un moindre degré d'aversion aux risques et donc une tension sur les taux allemands et américains aujourd'hui proches de 2% et une détente faible dans un premier temps sur les taux espagnols et italiens. Les niveaux américains et allemands paraissent en effet très bas alors que les économies des deux pays continuent de tourner sur un rythme positif et résilient. Toute inflexion du sentiment actuel d'extrême pessimisme conduirait vraisemblablement à une reprise rapide mais peut être ponctuelle des marchés.

Ce problème de la dette souveraine pèse sur le secteur bancaire qui lui-même est susceptible d'obérer la croissance par un ralentissement de la distribution de crédit à l'économie. Dans ce contexte, la croissance s'affichera en berne dans la zone Euroland oscillant entre faible récession et faible croissance, positive (entre 1.5 et 2%) aux USA mais insuffisante pour faire refluer le chômage, et en léger retrait dans les grands émergés dont la Chine et le Brésil.

Dans cet environnement peu porteur, chacun des pays développés va chercher une fois encore à drainer l'épargne mondiale pour satisfaire ses propres besoins de financement tandis que les pays émergés chercheront à la réorienter vers leur propre croissance et accessoirement vers l'acquisition d'outils industriels en Europe ou aux USA. Pour ce faire, chacun s'essaiera à des mesures protectionnistes plus ou moins discrètes allant

des dépréciations de change aux subventions nationales ou de la TVA sociale à la régulation normative. Une autre façon de faire du protectionnisme peut consister à orienter l'épargne nationale (nettement positive en Europe) vers la satisfaction du besoin de financement national, volontairement par le biais de grands emprunts nationaux ou par l'impôt. Psychologiquement, les effets sur le comportement de consommation du ménage sont sans doute très différents.

Alors peut-on trouver des motifs de satisfaction dans ce contexte ? Certainement. Nous traversons une crise forte qui traduit une mue profonde des puissances économiques dominantes au niveau mondial. Dans ces moments, des opportunités apparaissent sur les marchés qu'il faut savoir transformer en performance dans les portefeuilles. Une illustration récente : la possibilité d'acheter des bonds du Trésor espagnol à 3 mois sur des taux de 5%. Celle-ci n'a duré que quatre jours et les taux actuels sont plus proches de 3.50 %. Raisonsons et comparons. Est-il logique que l'Italie émette sur des taux 10 ans supérieurs à ceux de certains émergents d'Asie ou d'Amérique Latine ? Nous sommes dans l'excès et le dire ne signifie pas nier la réalité des difficultés à traiter.

Notre conseil sur les marchés reste donc sans changement. Nous continuons à nous intéresser à la dimension actions principalement au travers des obligations convertibles. Leur profil de risque en termes de convexité est particulièrement adapté à ces phases de marché difficile. Nous recommandons toujours de travailler le marché des obligations privées industrielles de maturité courte (2015) qui nous semble proposer des taux de rendements confortables et nettement moins heurtés que certains fonds d'Etat de la zone. Nous prônons un retour à la prudence sur les investissements directs sur les marchés émergés et sortons des pays frontières en Europe. Plus que jamais la très faible visibilité implique la prudence et la mesure dans les choix d'investissement. Cette approche nous semble être la seule susceptible de permettre de profiter des opportunités tout en limitant les risques en capital dans un monde incertain.

**Philippe Forni**
**Directeur Général de CAMGESTION**