

ANALYSE ECONOMIQUE Juillet 2012

A l'issue du second trimestre 2012, la divergence notée lors de notre point d'Avril dernier entre les trajectoires économiques des grandes zones géographiques n'est comme nous l'envisagions plus de mise : le ralentissement économique s'impose partout, à des degrés distincts. USA et Chine (et que dire du Brésil !) voient leur économie fléchir, certes moins que l'économie européenne, pour l'heure essentiellement par effet de contamination via le commerce international pour les USA, pour des raisons plus diverses pour les autres pays.

La principale économie mondiale voit sa reprise plafonner. En effet le premier trimestre n'aura finalement vu la réalisation que d'un modeste taux de croissance, de l'ordre de 1,9 % en rythme annualisé, et le second trimestre aura vu une croissance inférieure encore, de l'ordre de 1,3 % annualisée (prévision de juillet 2012 du Fonds Monétaire International pour l'ensemble de l'année 2012 : + 2,0 %, contre une croissance de 1,7 % en 2011). Pourtant la croissance est fortement stimulée par la persistance d'une politique budgétaire et notamment fiscale très expansionniste qui continue à creuser l'endettement public (déficit de l'ordre de 7,5 % du PIB à attendre pour 2012) et par une politique de taux d'intérêts très bas qui rend possible le financement de cette dette considérable et soutient le marché de l'immobilier. Si la sphère privée de l'économie US se porte mieux qu'il y a quelques trimestres, les créations globales d'emploi ne sont déjà plus au rendez-vous. De 54 000 créations d'emplois en Mai 2011, point bas de 2011, les créations sont montées à 275 000 en Janvier 2012, puis retombées lourdement à 68 000 en Avril (et 80 000 en Juin première estimation). C'est insuffisant pour éviter une remontée du taux de chômage. La croissance US a en outre bénéficié du coup de fouet d'une réduction de sa dépendance énergétique, d'une amorce de réindustrialisation et d'un regain de vigueur des crédits à la consommation, dont on peut douter qu'il se poursuivra, notamment dans la perspective des élections présidentielles qui approchent à grand pas, alors que devront être prises en 2013 des mesures de réduction du déficit fédéral qui donnent naissance à l'expression significative de « falaise fiscale ».

Au total, l'économie US nous paraît vouée à approfondissement de son ralentissement, malgré la stabilisation des prix de l'immobilier (voire leur légère reprise, mais sur des volumes de transaction pas totalement affirmés) et une dynamique intérieure en partie non durable car suscitée par une absence d'austérité qui reporte à un futur de plus en plus proche les potions amères qui pèseront inéluctablement sur sa croissance en 2013, et sans doute dès à présent par attentisme des acteurs économiques. Les résultats bénéficiaires des entreprises US pour le second trimestre sont actuellement au début de leur période de publication. Du fait en particulier d'un moindre soutien par le taux de change, ils sont pour la première fois depuis le second semestre 2009 dans une tonalité décevante malgré une rentabilité toujours très forte (Apple nous fournit une illustration à la fois de la rentabilité et de la déception). Le marché des actions US, étant bien valorisé contrairement à la plupart des autres marchés, ne nous paraît ne pas avoir pris la mesure de ces perspectives douteuses. Il est pour nous maintenant à éviter hors périodes ponctuelles, notamment en cas de réitération qui nous paraît probable d'opérations exceptionnelles de la Réserve Fédérale US (dont elle-même ne sait pas comment elle sortira), peut-être dès le 13 Septembre.

La zone Euro voit de son côté sans surprise les trajectoires de croissance économique de ses principaux membres converger vers le bas. La récession a probablement gagné la France et est en voie d'atteindre l'Allemagne (et en Europe hors zone Euro, le Royaume-Uni a connu un troisième trimestre consécutif de récession, avec une contraction de son activité de 0,7 % en rythme annualisé sur le dernier trimestre). Le taux de suppression d'emplois sur l'ensemble de la zone Euro enregistre en Juin un plus haut de deux ans et demi (recul marginal en Allemagne, mais sur son rythme le plus élevée en France depuis décembre 2009). Italie et Espagne paient un prix trop fort en termes d'activité économique pour les mesures d'austérité, sans effet positif sur le coût de financement de leur dette (mais avec des gains de compétitivité consistants, qui s'accomplissent notamment au détriment de la France, dans le grand jeu de la concurrence interne à la zone euro – la question est posée si à ce compte il ne vaudrait pas mieux retrouver pour chacun rapidement sa souveraineté monétaire, et en ce qui nous concerne nous questionnons l'opportunité de creuser notre endettement pour soutenir les pays du Sud, tout en achetant voitures allemandes à la compétitivité singulièrement améliorée par l'absence d'une monnaie allemande qui serait bien plus forte que l'Euro et produits agricoles espagnols). Le cercle vicieux de la baisse de l'activité impulsée par l'austérité budgétaire venant réduire les recettes fiscales se referme fortement sur l'Espagne, qui ne paraît plus à même de faire face seule à ses besoins de refinancement nationaux, régionaux, et bancaires. Refinancement car il ne s'agit pas d'emprunter pour investir, mais simplement pour rembourser les échéances des dettes passées. La comparaison avec la Grèce s'impose et la réalisation du fait que la Grèce n'est en rien en meilleure posture qu'il y a trois ans amène, compte tenu des tailles respectives des économies, et même modulé par de plus grands ressorts de productivité en Espagne, à attribuer une probabilité conséquente à une issue de la crise espagnole (et dans une moindre mesure, italienne) conduisant à une fragmentation à terme de la zone Euro avec défaut espagnol. Pour autant cette issue peut être retardée par les autorités politiques de la zone Euro, même si leur tentative en ce sens sont jusqu'à présent suivies de succès peu durables. Le nœud du problème réside conjoncturellement dans le refus de la Banque Centrale Européenne à pratiquer des politiques de rachat direct massif des emprunts d'Etat des pays du Sud de la zone, à l'inverse de ce qu'a fait la banque centrale américaine. Il est vrai, nous le répétons, que l'on ne sait pas comment sortir de ces politiques et que l'Allemagne, principal contributeur, peut redouter une résurgence à terme de l'inflation du fait de sa création monétaire.

Il s'est également vérifié ce trimestre que la Chine n'était qu'au début du processus de développement de sa consommation intérieure, que celui-ci ne sera pas linéaire, et que pour l'heure elle demeure très sensible à ses clients internationaux, notamment européens, tandis que le ralentissement des projets d'investissement en infrastructure pèse également sur sa croissance. Son PIB réalise au second trimestre 2012 un taux de croissance annualisé tout juste en phase avec les objectifs de son dernier plan quinquennal soit 7,5 %. C'est un rythme de croissance à des plus bas de 4 ans, et le trimestre antérieur n'avait donc pas constitué un point bas. La dernière publication des indicateurs économiques avancés laisse toutefois espérer que le plus bas soit atteint dès le troisième trimestre 2012, et les effets retardés des assouplissements monétaires passés semblent commencer à se diffuser, alors que le marasme économique occidental peut inciter les autorités chinoises à accélérer la mise en œuvre de mesures de soutien à leur propre économie, notamment via des plans d'investissement en infrastructures en direction du Far West chinois (Chine occidentale bien moins développée que sa façade maritime). Néanmoins le rebond tout récent des prix alimentaires vient atténuer quelque peu les espoirs d'un soutien intense venant de la politique monétaire. Au total, le marché des actions chinoises, et plus généralement asiatiques émergentes hors Corée, sur ses niveaux actuels de valorisation, nous semble susceptible de se comporter sur les 12 prochains mois (et notamment à compter de l'automne) bien plus favorablement que les marchés occidentaux (et que le marché brésilien qui accuse le coup de l'excès de son endettement privé et du recul du prix des matières premières), d'autant que la dépréciation de certaines monnaies locales va améliorer la compétitivité des productions locales et relève les perspectives de gain de change



pour les investisseurs de la zone Euro investis sur ces marchés. Nous relevons d'ailleurs dans la dernière livraison du rapport du FMI sur la stabilité financière le retour fin Juin de flux d'investissement positifs sur les actions des pays émergents, ce qui n'était plus le cas depuis fin Mars.

La noirceur du panorama économique et financier en zone euro est indubitable. Pour autant, dans une perspective de court terme, des rebonds violents des cours des actions fondés sur des décisions politiques visant à atténuer la crise de la dette restent possibles, dont il faudra profiter raisonnablement. Surtout, dans une perspective de plus long terme, pour reprendre le titre d'une excellente étude de Citigroup parue en Mai, « le Culte des Actions » est mort en zone Euro (à la différence des Etats-Unis), ce qui signifie que la pression vendeuse à long terme est en voie de tarissement. Cette conclusion est fondée sur deux observations. Premièrement, le taux d'exposition des fonds de retraite sont très faiblement investis en actions, d'un point de vue historique. Deuxièmement, les dividendes versés par les sociétés cotées sont largement supérieurs aux taux de rendement obligataires. Nous en déduisons que la détention d'actions de la zone Euro devient plus attractive dans une perspective à long terme (nous entendons par là : 10 à 15 ans) quelle ne l'était lors de la décennie précédente. Beaucoup d'investisseurs ont perdu pied, ce qui crée des opportunités pour ceux qui fondent leur réflexion d'investissement sur des perspectives longues et sauront faire preuve de patience.

Pour l'heure le court terme demeure très dangereux et nous nous en tiendrons à une exposition très limitée, voire ponctuellement négative aux marchés d'actions de la zone Euro, et à une saine diversification géographique, également via la poche obligataire des allocations d'actifs, permettant notamment de réaliser des gains sur positions en devises en cas de nouveau décrochage de l'Euro. Les actions US nous semblent dénuées de charme autre que spéculatif, et nous sommes plus optimistes que depuis plusieurs années sur les perspectives à 12 mois des actions asiatiques hors Corée hors Japon (notamment par anticipation d'un rééquilibrage des flux d'investissement internationaux au détriment des USA), sur lesquelles nous envisageons de prendre véritablement position à la fin d'un été que nous plaçons plus que jamais d'abord sous le signe de la préservation des capitaux, dans l'attente d'un répit probant sur le dossier espagnol et de la digestion d'une saison de publications de résultats d'entreprises problématique.

