



# Baromètre des Marchés

## - 2010 Q2-



### Dettes publiques, épargne et équilibres extérieurs.

La crise de 2008 a trouvé son origine dans le surendettement privé (ménages US et banques sous capitalisées eut égard aux risques endossés). Les ajustements rapides réalisés par ces agents ont conduit -de fait- à transférer l'endettement privé sur les agents publics.

Les marchés financiers semblent aujourd'hui s'en émouvoir. La rhétorique est cependant incomplète : à la dette des uns correspond nécessairement l'épargne des autres.

L'équilibre épargne investissement s'écrit donc ainsi :  
*épargne des ménages + investissement des entreprises + solde budgétaire + balance courante = 0.*

Dans un environnement de croissance molle, la réduction des dettes publiques suppose donc une compensation.

Dans un premier scénario, une réduction du taux d'épargne des ménages, du fait de la baisse de leur revenu disponible, aura un impact négatif sur la croissance économique.

L'autre scénario consiste à envisager un rééquilibrage substantiel des soldes commerciaux de pays tels que les Etats-Unis et la Chine. Ce rééquilibrage peut s'opérer par un ajustement des cours de change ou par le maintien d'un différentiel de croissance significatif au profit des zones excédentaires.

La combinaison, totale ou partielle de ces deux scénarii influera, à notre sens, les évolutions en 2010 des marchés financiers.

François Jubin  
Actuaire

## I. Environnement financier

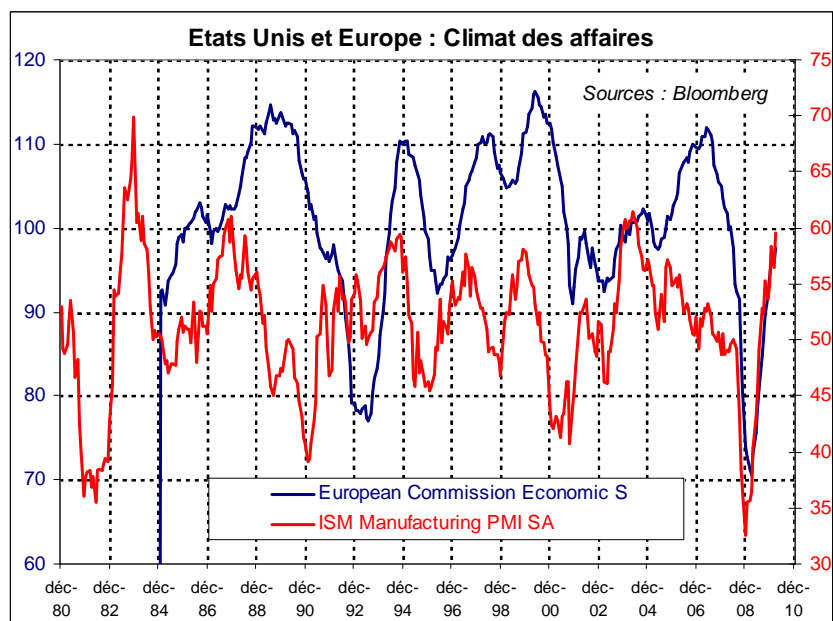
Les interrogations du premier trimestre 2010, d'une part sur la pérennité du redressement économique et, d'autre part, sur la capacité de la Grèce à honorer ses engagements, semblent avoir été levées.

Le désendettement des agents privés a eu comme corolaire une explosion de l'endettement public pour soutenir l'activité économique, jetant le doute sur la capacité des plus endettés à maîtriser leurs finances publiques. En dépit du cafouillage européen sur le soutien à apporter à la Grèce, la situation semble être contenue pour le moment. Les taux sur les emprunts grecs se sont stabilisés même si la prime de risque reste élevée (3 points au dessus des taux 10 ans allemands).

Parallèlement, le climat des affaires s'est à nouveau amélioré sur l'ensemble des zones économiques, laissant augurer une poursuite du redressement et, partant, une reprise rapide des profits des sociétés (ces statistiques étant fortement corrélées à celles des profits).

Dans ce contexte les marchés actions ont continué leur progression pour dépasser les niveaux qu'ils avaient atteints en fin d'année 2009.

Selon les marchés, les progressions sur le premier trimestre 2010 sont comprises entre +4.3% (Euro Stoxx 600) et +8.9% (MSCI World en Euro).



Bien que la croissance soit en grande partie tirée par celle des pays émergents, les actions de ces pays (MSCI Emerging Market Free) n'ont pas montré sur le premier trimestre 2010 de surperformance par rapport aux actions internationales (MSCI World en Euro).

En ce qui concerne le marché des changes, la tragédie grecque a mis en exergue les faiblesses de la zone Euro et, couplée à un décalage conjoncturel en faveur des Etats-Unis, a engendré un redressement de l'ordre de 6% de la parité Euro/Dollar sur le trimestre (1.35 USD pour un EUR le 31/3/2010 contre 1.43 au 31/12/2009). Ce mouvement de change a également été renforcé par une conjoncture plus favorable aux Etats-Unis et un redéploiement des capitaux vers ce pays.

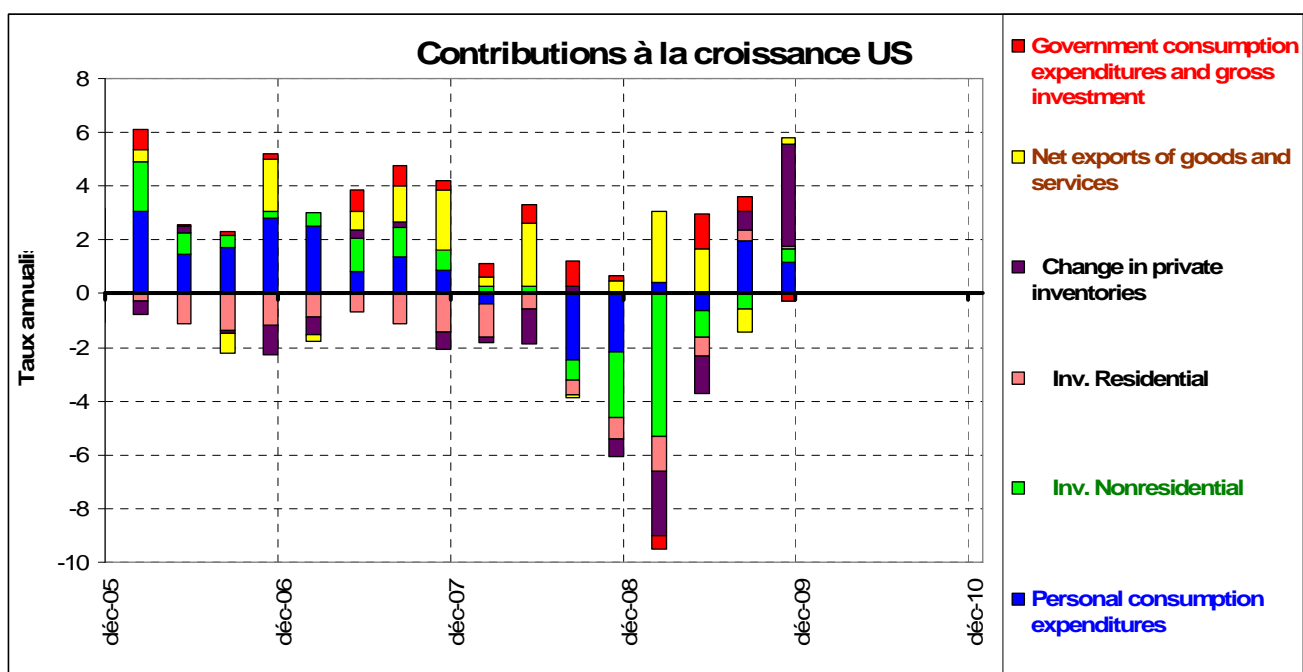
La montée du chômage et l'avis que la croissance économique restera longtemps modérée ont éclairci le paysage pour les marchés obligataires. Ceux-ci ne redoutent plus une résurgence de l'inflation. Les taux sur les emprunts d'Etat des plus solides signatures de la zone Euro (Allemagne et France) ont à nouveau décliné (3.09% sur le 10 ans allemand au 31/03/2010). De plus, le faible niveau des taux monétaires (0.75%) agit comme une force d'attraction sur l'ensemble de la courbe des taux et limite ainsi -pour un temps- le risque de remontée des taux longs.

Ce contexte apaisé a été propice aux obligations d'émetteurs privés (*investment grade* et *high yield*) qui affichent de très belles performances sur le trimestre (entre +3% et +9%). Cette classe d'actifs bénéficie d'un ensemble de facteurs favorables : (i) la reprise économique permet de lever bon nombre d'incertitudes sur la capacité de remboursement des émetteurs corporate (et notamment bancaires), (ii) les politiques monétaires devraient maintenir des taux d'intervention bas offrant un attrait au rendement des obligations privées et (iii) les problématiques d'endettement se sont reportées sur les émetteurs publics.

## II. Perspectives « 2010 » : année de défi pour les politiques économiques

La reprise économique perçue à travers les derniers indicateurs conjoncturels semble conjurer les affres de la récession de 2008/2009. Pour aller plus loin, les chiffres de la comptabilité nationale américaine nous apportent un éclairage sur la nature de la reprise dans les principales économies développées.

Le graphique ci-dessous permet d'analyser les composantes de la croissance américaine. Plusieurs éléments peuvent être soulignés. En premier lieu, la reconstitution des stocks (*change in private inventories*) aura été l'élément majeur de la reprise du dernier trimestre 2009. Elle est consécutive au déstockage massif observé en 2008 et au cours du premier semestre 2009. Du côté des ménages, la reprise de la consommation (*personal consumption expenditures*) observée sur les deux derniers trimestres reste modeste pour une sortie de récession. Enfin, on remarquera que l'investissement des entreprises (*Inv. Non Residential*) contribue de manière très modeste à la reprise alors même qu'il en a été une des principales contributions durant la phase de contraction.



Source : Witam (BEA)

Pour les trimestres à venir, plusieurs commentaires peuvent être faits. Les variations de stocks pourront difficilement contribuer avec une même ampleur à la croissance future. Il faudra donc trouver un relai dans la dépense pour maintenir la demande. Eut égard à la faiblesse des taux d'utilisation des capacités de production, l'investissement devrait contribuer modestement à la croissance sur les prochains trimestres. Il est vraisemblable que les entreprises attendent de voir leur chiffre d'affaires croître avant de procéder à des investissements significatifs. La demande intérieure repose donc sur les dépenses publiques et la consommation des ménages. Ces deux composantes pourraient contribuer positivement à la reprise sur les prochains trimestres, mais l'équilibre pourrait également s'avérer fragile compte tenu des problématiques soulevées par l'endettement public et le niveau du chômage.

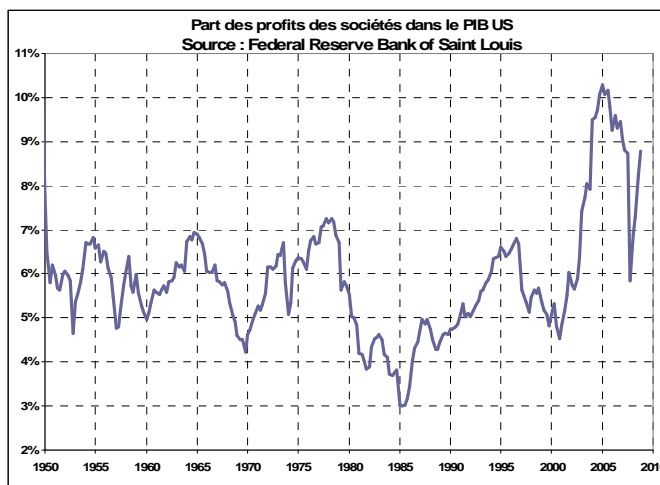
La contribution de l'extérieur (notamment celle des pays émergents) est souvent présentée comme une des voies de sortie pour pérenniser la croissance mondiale. Il est indéniable que les zones émergentes (et l'Asie en particulier) tirent de manière structurelle la croissance économique mondiale (2 points selon le FMI). L'enjeu auquel semblent parvenir ces pays consiste à transformer un modèle de croissance basé sur les exportations à un modèle qui s'appuie sur la demande intérieure (ou Sud/Sud). Ce succès apparent apporte également son lot de déséquilibre tel que le surinvestissement et l'explosion des crédits bancaires en Chine.

Alors, on retiendra que les développements du monde émergent et la résorption des déséquilibres dans les économies développées seront les principaux facteurs qui influenceront les marchés financiers.

### III. Quelle stratégie pour les investissements ?

La reprise économique entraîne avec elle son lot de bonnes nouvelles. Les entreprises qui se sont rapidement adaptées à ce nouvel environnement économique en réduisant leur dépenses, voient leur profits se redresser en corrélation avec leurs ventes. Le maintien de tel taux de profitabilité suppose une poursuite de la reprise.

Ce partage de la valeur ajoutée en faveur des entreprises éloigne également les risques d'inflation et, partant, le risque de crack obligataire motivé par la hausse des prix ou celle des taux d'intervention des banques centrales. Les difficultés de financement des déficits publics sont évidemment un point d'inquiétude, mais il serait illusoire de croire que leurs répercussions seront limitées aux marchés obligataires des émetteurs les plus endettés. Une extension du syndrome grec impliquerait nécessairement des réactions sur la croissance mondiale, les profits, les marchés actions et les taux de change.



Sauf dérapage majeur de l'activité, les obligations d'entreprises pourraient être, pour la deuxième année consécutive, le secteur d'investissement qui profitera le plus de ce partage de la valeur ajoutée et offrir ainsi le meilleur couple performance/risque.

Enfin, l'attrait que constituent aujourd'hui les pays émergents pour les investisseurs conduit à renchérir le prix des actions (ratios de valorisation plus élevés que ceux des marchés occidentaux, ce depuis 2007) et induit également une pression à la hausse sur les devises des pays bénéficiant d'excédents courants et de flux de capitaux importants.

Eléments favorables	Eléments défavorables
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Les politiques monétaires resteront durablement accommodantes dans l'ensemble des économies développées.</li> <li>• La réalisation des plans de relance assure une reprise économique sur 2010.</li> <li>• Les effets de la reprise commencent à se manifester sur le marché de l'emploi.</li> <li>• Les pays émergents devraient constituer une réserve durable de croissance pour l'économie mondiale.</li> <li>• Les déséquilibres d'endettement sur le secteur privé (entreprise et ménage) se résorbent.</li> <li>• Les indicateurs d'activités progressent.</li> <li>• Les ratios de valorisation (PER/P/B) sont à des niveaux raisonnables, notamment dans une hypothèse de maintien de la reprise.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Les marchés actions ont fortement progressé depuis le point bas du 9 mars 2009, intégrant notamment la reprise économique actuelle.</li> <li>• Les créations d'emploi ne sont pas encore suffisantes pour soutenir la consommation des ménages.</li> <li>• Les dépenses d'investissement restent contraintes par des taux d'utilisation des capacités de production extrêmement faibles et l'absence de perspectives au-delà de l'effet des plans de relance.</li> <li>• Les économies occidentales ne sont pas à l'abri du syndrome japonais des années 90 avec des marges budgétaires réduites.</li> <li>• La Chine doit parvenir à dynamiser sa consommation des ménages.</li> <li>• Le montant des liquidités en circulation peut alimenter de nouvelles bulles d'actifs</li> </ul>

Achevé de rédiger le 8 avril 2010.

[francois.jubin@witam.fr](mailto:francois.jubin@witam.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 : [witam@witam.fr](mailto:witam@witam.fr)