

196, avenue Victor Hugo – 75116 Paris  
Tél. : 01.45 03 51 58 / 06.15.73.64.54  
Mail : [contact@sgafinances.com](mailto:contact@sgafinances.com)  
Site : [www.sgafinances.com](http://www.sgafinances.com)

**Stéphane GUILLOT**  
Conseiller en Gestion de Patrimoine

## Conjoncture et perspectives économiques

### Des Urgences aux soins intensifs...

La reprise est engagée, mais elle demeure encore fragile et inégale (I). Les initiatives sans précédent prises par les autorités monétaires et gouvernementales ces trois dernières années ont permis d'éviter une nouvelle Grande Dépression, mais elles atteignent à présent leurs limites : les déficits publics ont considérablement augmenté au point de susciter des interrogations sur la viabilité des finances publiques (II). De fait, l'endettement public –*et non plus privé*– est devenu le principal motif de préoccupation des investisseurs. Les bilans des banques américaines et européennes se sont améliorés mais plusieurs facteurs conduisent à se demander si les banques pourront dégager durablement des profits (III). Dans ce contexte, la politique monétaire reste très stimulante mais les banques centrales doivent faire face à la délicate et décisive question de leur gestion de sortie de crise (IV).

### I- Une reprise fragile et incertaine

Le rebond des marchés financiers a précédé le redressement de l'activité économique dans les grandes économies avancées.

Entre mars 2009 et avril 2010, les cours des actions ont fortement augmenté à travers le monde, tout en restant bien en dessous des pics d'avant crise.

Les primes de risque et les niveaux de volatilité se sont réduites et ont retrouvé un niveau à peu près conforme à leur moyenne de long terme.

A mesure que les tensions se relâchaient sur les marchés monétaires et que les banques se montraient plus enclines à se consentir des prêts, les marchés qui s'étaient grippés durant la crise ont pour la plupart recommencé à fonctionner.

Cependant, la reprise du secteur financier reste menacée :

- la crise économique a entraîné une aggravation très nette du chômage dans un certain nombre de pays, en particulier dans ceux où un boum de la construction avait précédé la crise.

Le chômage a progressé de plus de 8 points de pourcentage en Espagne et en Irlande, et de presque 5 points aux Etats-Unis, suite aux licenciements opérés dans le secteur de la construction en surcapacité. En Espagne, l'importance du travail temporaire a contribué à rendre le chômage très sensible aux fluctuations de la production. Aux Etats-Unis, le chômage a atteint son plus haut niveau depuis les années 30, même si le PIB s'est moins contracté que dans la plupart des autres économies avancées.

- la reprise dans les grandes économies avancées est encore loin d'être auto-alimentée. Dans le G3, la reconstitution des stocks explique l'essentiel du taux de croissance annualisé de 2,5% affiché au 1<sup>er</sup> trimestre 2010.
- si la situation est radicalement différente dans nombre d'économies émergentes, des politiques expansionnistes conjuguées à l'impact des politiques monétaires et budgétaires très souples menées dans les économies avancées, se sont parfois traduites par des signes de surchauffe ;

## II- Le creusement rapide des déficits budgétaires suscite des questions sur le risque souverain

La conjugaison de vastes programmes de relance budgétaire, de plans de sauvetage financier et de baisse des recettes fiscales a entraîné des déficits budgétaires d'une ampleur historique et des niveaux sans précédent d'endettement public, réel ou anticipé, dans la plupart des pays industrialisés.

Pour les gouvernements concernés, ces contraintes viennent s'ajouter à la croissance rapide des engagements implicites non financés liée au vieillissement démographique (financement des retraites,...).

Cette conjonction a jeté un sérieux doute sur la viabilité des politiques budgétaires menées dans le monde industrialisé, exacerbant par là même les craintes relatives au risque souverain.

- Les préoccupations concernant le risque souverain se sont manifestées dans un 1<sup>er</sup> temps après l'annonce des plans de sauvetage et des programmes de relance budgétaire fin 2008 et début 2009 ;
- Puis après être restées quelque peu en retrait durant la plus grande partie de 2009, occultées par les inquiétudes liées au ralentissement de l'activité économique mondiale et à l'aggravation concomitante du chômage, ces préoccupations ont occupé à nouveau le devant de la scène lorsque les primes CDS<sup>1</sup> sur la dette souveraine de Dubaï ont augmenté après la recherche surprise de moratoire sur le service de la dette de Dubaï World –l'un des trois véhicules d'investissement stratégiques du pays ;
- Dès la fin de 2009, les projecteurs se sont braqués sur la zone euro, où l'ampleur des déficits budgétaires de plusieurs pays a ouvert la perspective d'une hausse rapide des ratios de dette publique/Pib : les préoccupations se sont centrées sur les finances publiques de la Grèce, puis se sont rapidement propagées à des pays confrontés à la conjonction dangereuse d'un déficit budgétaire élevé et d'un manque de compétitivité, tels que le Portugal et l'Espagne, déclenchant des épisodes de forte volatilité et entraînant une chute brutale des prix des actifs considérés à risque ;

Face à cette situation insoutenable et en réponse à l'envolée des primes sur les obligations et les CDS, Les autorités de l'Union européenne et du FMI ont annoncé la mise en place d'un plan de sauvetage d'une ampleur sans précédent de 750 milliards € et l'adoption d'une nouvelle série de mesures d'urgence par les banques centrales pour enrayer la contagion de la zone euro.

Les préoccupations concernant le risque souverain se sont alors rapidement propagées au secteur bancaire.

## III- Des banques aux bilans fragiles

Les craintes concernant le risque souverain européen ont lourdement affecté le cours des actions et les primes de risques des banques des pays directement concernés (Grèce, Espagne, Portugal) mais aussi d'autres banques de la zone euro du fait de leur exposition aux secteurs publics de ces pays.

Cinq systèmes bancaires de la zone euro (Allemagne, Belgique, France, Italie et Pays-Bas) détenaient près de 17% de l'encours de la dette publique grecque, soit près de 6,5% du montant agrégé de leurs fonds propres de base...

Néanmoins, les injections de capital ayant permis d'éviter l'implosion du système, les banques, aidées en cela par l'appréciation des actifs et l'accentuation de la pente de la courbe des rendements, sont redevenues rentables en 2009.

Egalement, la crainte d'un effondrement imminent du système s'atténuant chez les investisseurs en 2010, les primes des CDS des établissements bancaires diminuaient très nettement.

Globalement, l'argent frais injecté dans les banques –*en grande partie par les Etats*- a presque comblé les pertes subies par celles-ci durant la crise.

Ces pertes et les dépréciations d'actifs totalisaient 1306 milliards\$ à la mi-avril 2010, comparés aux 1236 milliards\$ de fonds levés par les banques...

A la mi-avril 2010, les banques nord-américaines avaient levé 518 milliards\$, soit l'équivalent de 72% de leurs pertes déclarées, et les banques européennes 341 milliards\$, soit à peu près l'équivalent de leurs pertes annoncées. Les capitaux mobilisés par les banques asiatiques totalisaient plus du triple de leurs pertes annoncées (34 milliards\$) !

---

<sup>1</sup> Credit default swaps : contrats dérivés sur défaut

Toutefois, malgré l'amélioration des bilans bancaires, plusieurs facteurs conduisent à se demander si les banques auront la capacité de dégager durablement des profits :

- leurs bénéfices 2009 provenaient essentiellement du produit des transactions sur les marchés des valeurs à revenu fixe et des devises, marchés qui se sont nettement contractés depuis ;
- dans un contexte de stagnation de prêts, les banques ont donc pu dégager des bénéfices en canalisant simplement leurs fonds vers des titres à plus long terme sans risque de défaut. Ce faisant, elles se sont exposées au risque qu'un aplatissement de la courbe des rendements n'augmente leurs coûts de financement ou n'entraîne des pertes sur la valorisation au cours du marché de leurs actifs ;
- également, il n'est pas sûr que la totalité des pertes liées à la crise aient été comptabilisées. Notamment, on peut s'attendre à ce que l'exposition à l'immobilier commercial entraîne de nouvelles pertes ;
- les banques sont encore très exposées au risque souverain (cf : supra) ;
- les banques pourraient éprouver des difficultés à se refinancer : plus de 60% de la dette long terme des banques seront exigibles dans les 3 ans qui viennent ;
- enfin, de nombreuses banques, européennes ou non, sont exposées au dollars : selon les estimations, elles détiennent encore à leurs bilans 7.000 milliards d'actifs libellés en dollars...

## IV- Les risques de distorsions liées à une politique monétaire stimulante

Face au ralentissement économique causé par les turbulences financières, les banques centrales ont commencé par abaisser fortement les taux d'intérêt, qui se trouvent actuellement entre zéro et 1%.

Lorsque la crise s'est aggravée, et pour éviter que ne se développe le scénario d'une nouvelle Grande Dépression, les banques centrales ont adopté des mesures non conventionnelles consistant notamment à l'injection massive de liquidités dans leur propre monnaie, à l'utilisation de lignes de swap (d'échange) pour procurer des liquidités aux établissements locaux, et à des interventions soutenues sur les marchés obligataires.

Depuis, la politique monétaire demeure partout presque expansionniste, et devra tôt ou tard être resserrée dans un environnement économique instable qui met les banques centrales face à un vrai dilemme :

- relever les taux d'intérêt pour résorber le gonflement des bilans des banques centrales pourrait gravement compromettre la reprise ;
- différer trop longtemps le resserrement monétaire pourrait retarder l'ajustement indispensable à un modèle économique et financier plus viable.

Pour cela, les banques centrales devront prendre en compte non seulement la rapidité relative du redressement des marchés financiers et de l'activité réelle mais également les distorsions provoquées par cette longue période de détente monétaire, tant il est aujourd'hui évident que la faiblesse persistante des taux d'intérêt a eu un rôle majeur dans le déclenchement de la crise financière de 2007-2009.

En effet, on sait depuis les épisodes antérieurs de bas niveau des taux d'intérêt qu'une politique monétaire accommodante et durable favorise une forte expansion du crédit, une hausse du prix des actifs, une contraction des primes de risque et une quête de rendement.

Ainsi le renchérissement des actifs associé à une contraction des primes de risque accélère le volume des capitaux investis dans des actifs à risque, favorisant ainsi la création de bulles financières...

Les autorités devront donc être très attentives aux distorsions de prix issues de leurs mesures non conventionnelles : lorsque les banques centrales procèdent à des opérations de swap, via des prises de pension ou d'achats d'actifs sur les marchés obligataires, il en résulte un gonflement artificiel des prix sur certains marchés qui retarde le nécessaire assainissement des bilans du secteur privé et du secteur public :

- dans le secteur financier, la forte pente de la courbe des taux procure aux établissements une source de revenus confortables qui les incite à différer l'urgence de réduire l'effet de levier et de procéder à des ventes ou dépréciations d'actifs douteux ;

---

### **SGA Finances – Adhérent de la Chambre des Indépendants du Patrimoine (CIP)**

SARL au capital de 2000 € - R.C.S. Paris B 484007935 – siège social au 5, rue de la lancette-75012 Paris – tél : 01.45.03.51.58 ;

Conseiller en investissements financiers référencé sous le n°A237200 par la CIP, association agréée par l'Autorité des Marchés Financiers ;

Société de courtage en assurances enregistrée à l'ORIAS sous le n°07005039 – www.orias.fr ;

Activité de démarchage bancaire et financier enregistrée sous les n°2052944842VB et 1070433838TC ;

Garantie financière et assurances de responsabilité civile professionnelle de MMA-COVEA Risks sise au 19 allée de l'Europe - 92616 Clichy Cedex.

- dans le secteur public, en recentrant leur profil d'endettement à court terme, les Etats réduisent leur charge d'intérêts mais, faute d'ajustement, exposent leurs budgets à tout relèvement des taux directeurs...

Parallèlement, si le bas niveau des taux directeurs augmente les revenus que les banques peuvent dégager de la transformation des échéances, en empruntant à court terme pour prêter à long terme, les banques s'exposent ainsi dangereusement au risque de taux si un relèvement inattendu des taux directeurs entraînait une progression analogue des rendements obligataires : elles subiraient de lourdes pertes du fait de la baisse du prix des obligations qui s'ensuivrait, et auraient du mal à renouveler leur dette à court terme.

Egalement au niveau international, la politique monétaire a engendré des écarts de taux réels et nominaux significatifs vis-à-vis des principaux pays en crise. Conjugués à de meilleures perspectives de croissance, ces écarts encouragent des flux de capitaux énormes vers les pays à taux élevés, rehaussant l'attrait du portage entre devises. Ils peuvent de fait accélérer le renchérissement des actifs et alimenter l'inflation.

Puisque tous ces effets secondaires font naître des risques à long terme pour la stabilité financière et macroéconomique dans un monde de plus en plus interdépendant, il est indispensable que les banques centrales fassent connaître à l'avance leur intention de revoir les taux directeurs afin que les marchés, les Etats et les établissements bancaires puissent s'adapter en douceur à cette évolution prévue du prix des actifs et des coûts du financement.

Achevé de rédiger le 08/09/2010

**Nos renseignements, puisés aux meilleures sources, sont donnés à titre indicatif sans garantie et n'engagent en aucune manière la responsabilité de SGA Finances. Ils ne sauraient constituer ni un conseil personnalisé, ni une offre d'achat ou de vente, ni une recommandation d'achat ou de vente**