

« Trop, trop vite, trop tôt »

Nouriel Roubini

Au mois de Juillet dernier, dans notre précédent bulletin « Perspectives Financières » nous vous indiquions que si la 1^{ère} phase de récession -celle où l'activité chute brutalement- paraissait toucher à sa fin, il nous semblait prématuré de parler pour autant de reprise :

« Compte tenu du caractère inédit et de la gravité de la crise actuelle qui a pris sa source dans l'insolvabilité et le besoin de désendettement de l'ensemble des agents économiques tant privés (ménages, entreprises, et banques en particulier) que publics, le rebond des indicateurs qualitatifs ne signifie pas encore le début d'une reprise d'activité, même s'il est clairement admis que le point bas de l'activité est désormais dépassé ou proche de l'être dans la plupart des régions du monde.

L'ampleur de la crise est telle qu'elle mettra du temps à se résorber : la contrainte de désendettement des agents économiques, l'efficacité relative des plans de relance, la poursuite de la montée du chômage, et les très probables hausses des impôts à venir pour financer les déficits croissants vont nécessiter une hausse durable de l'épargne qui pèsera lourdement sur l'investissement et la consommation.

(...)

Nous pourrions donc prétendre sortir véritablement de la crise lorsque les entreprises seront prêtes à réinvestir, les consommateurs à acheter davantage, les banques à se remettre à prêter, et quand les Etats et les banques centrales auront décidé de rééquilibrer leurs budgets. »

Après avoir connu tout au long de l'année 2008 et jusqu'au 1^{er} semestre de cette année une phase de rupture brutale et profonde de l'activité économique, aussi bien en Asie, aux Etats-Unis qu'en Europe, nous assistons au 3^{ème} trimestre 2009 à une stabilisation de l'activité qui marquerait la fin de la récession mondiale.

Il est vrai qu'après l'Allemagne, le Japon et la France au 2^{ème} trimestre, la plupart des pays industrialisés enregistrent une croissance de leur PIB depuis les mois d'été :

Aux USA, la première livraison du PIB américain pour le 3^{ème} trimestre affiche une croissance de +3,5 %, soit sa plus forte progression depuis 1980, grâce à un effet de base comparatif favorable 2008 (-2,7%).

La consommation -qui représente 70% du PIB- s'envole de +3,4%, soit un apport de 2,4% de croissance du PIB, sous l'effet des crédits d'impôts et autre prime à la casse tandis que l'investissement résidentiel des ménages s'apprécie fortement grâce aux mesures fiscales et aux aides encadrant le crédit hypothécaire.

Egalement, la fin progressive du déstockage bénéficie mécaniquement à la croissance à hauteur de 0,9% du PIB.

Du côté des entreprises, leurs investissements sont toujours en repli à -2,5% mais ils interrompent leur glissement antérieure (-39,2%).

En Europe, le rebond de l'activité des indicateurs de confiance, hormis la consommation, confirme le retour d'une croissance du PIB au 3^{ème} trimestre. : après cinq trimestres de recul, le PIB est attendu en hausse de +0,7%, soit un rythme annuel de +2,8% comparable aux publications américaines. Toutefois, la situation européenne reste très hétérogène avec des disparités grandissantes entre les pays sortis de récession (Allemagne, France, Belgique,...) et ceux qui y demeurent embourbés (Espagne, Irlande, Royaume-Uni...).

En Chine, après une progression de 7,9% au 2^{ème} trimestre, la croissance devrait atteindre 8,9% au 3^{ème} trimestre et permettre ainsi à Pékin de réaliser son objectif de 8% d'ici fin 2009.

Les chiffres de croissance reverdissent, la théorie du découplage ressurgit alors qu'on ne l'attendait plus...
A y regarder de plus près, tout cela ressemble plus à l'espoir d'une normalisation de la situation économique qu'à une véritable reprise économique ... et nous pensons que les clairons sonnent un peu trop tôt l'heure de la reprise.

→ Peut-on raisonnablement penser pouvoir sortir en quelques mois d'une sévère et brutale récession, directement liée à une crise d'endettement structurel creusé depuis plus de quarante mois (2001 à 2004), avec une relance financée par de la dette ?

Nous avons tous le souvenir d'une embellie économique solide et durable au sortir des trois précédentes crises, mais le cœur même du système financier n'avait alors jamais été aussi profondément mis à mal.

Jamais une reprise économique n'a été observée dans un tel contexte de surendettement des Etats et de rareté du crédit tel que nous le connaissons.

Par exemple, un examen plus approfondi des chiffres économiques du PIB pour le 3^{ème} trimestre aux Etats-Unis a montré une « croissance de mauvaise qualité », selon le chef économiste d'ING, Rob Carnell.

« Les revenus disponibles des ménages ont en fait chuté de 3,4%, tandis que leurs dépenses ont augmenté de 3,4%... Ce n'est pas une situation tenable, et c'est incompatible avec la nécessité des familles américaines de rembourser leurs dettes ».

Si les pays émergents, grâce à la locomotive chinoise lancée à bon régime, semblent mieux armés pour profiter du rebond de l'activité mondiale, les conséquences pour le monde développé où la contraction a été violente seront en revanche durables en matière de dégradation budgétaire, de dettes publiques et d'effets sociaux.

Les améliorations de conjoncture actuelles ne sont le fait essentiel que des plans de relance « dopants » des pouvoirs publics, des politiques monétaires très accomodantes et activistes des banques centrales, d'une faible inflation redonnant un semblant de pouvoir d'achat aux ménages, d'un niveau de taux extrêmement bas et favorable aux remboursements d'emprunts à taux variable,...

→ Peut-on raisonnablement croire en une relance économique sans emplois ?

La rechute de la confiance des consommateurs en octobre a une racine difficile à ignorer : la progression ininterrompue du chômage dans les pays occidentaux.

Après 236.000 nouvelles suppressions de postes en septembre, soit plus que le mois précédent, l'économie américaine a encore détruit 190.000 emplois en octobre : pour la 1^{ère} fois depuis 26 ans, le taux de chômage passe ainsi la barre fatidique des 10%, à 10,2%...

En zone Euro, la situation n'est pas plus réjouissante : 9,6% de la population active est sans emploi.

Ainsi, en dépit d'une consommation soutenue et sous perfusion (crédits d'impôts, primes à la casse, allocations spéciales,...) les ménages peinent à améliorer leur perception et leur confiance dans la situation en Europe – à l'exception relative de la France- tandis qu'aux Etats-Unis le défaut de confiance non seulement ne s'améliore pas mais le moral se situe à de bas niveaux records.

→ Exit le risque systémique ?

Le 1^{er} novembre, le groupe financier américain CIT -leader incontournable du financement des PME aux Etats-Unis avec plus d'un million de clients- a fait savoir qu'il se mettait sous la protection de la loi sur les faillites.

Cette faillite dit ainsi haut et fort ce que le monde n'est pas prêt à entendre : la crise du système financier américain n'est pas réglée, loin de là.

Le dépôt de bilan de CIT est la cinquième plus grosse faillite de l'histoire des Etats-Unis, après celles de Lehman Brothers (2008), Washington Mutual (2008), WorldCom (2002) et General Motors (2008).

Le fameux Tarp ou plan Paulson, qui recapitalisa moult institutions financières à hauteur de 700 milliards de dollars, n'aura résolu qu'une partie du problème, celui des subprimes.

Reste les innombrables crédits douteux apparus au fil des mois, crédits à la consommation, crédits aux étudiants, aux PME fragiles...

→ Peut-on raisonnablement croire en la poursuite du rallye boursier ?

Jamais le marché n'avait affiché une telle certitude concernant la réalité du rebond économique alors que ce scénario n'est jamais apparu aussi peu probable depuis les années 70.

Sous la pression continue d'abondantes liquidités et de la faiblesse des taux d'intérêt conjuguée à la relative fermeté des derniers indicateurs économiques et des récents résultats d'entreprises, les indices des marchés d'actions

poursuivent leur ascension, conduisant les investisseurs à poursuivre inlassablement leurs arbitrages en faveur d'actifs risqués.

La plupart des entreprises délivrent certes actuellement des résultats supérieurs aux attentes, mais n'oublions pas que l'effet de base annuelle comparative sur les points bas de 2008 facilite grandement ces résultats, et que la réduction drastique des coûts de production ainsi que le phénomène de déstockage/restockage ont artificiellement gonflé ces résultats.

La réalité des entreprises est toute autre : elles n'ont pas suffisamment accès au crédit, donc les investissements ne repartent pas, les chiffres d'affaires reculent, les emplois sont détruits,...ce qui entravera inévitablement le prix futur des actions : face à l'emballement actuel des valorisations boursières, les marchés financiers pourraient donc se trouver vite « découplés » de la réalité...

Toutefois, pour le moment, bien que la phase la plus puissante du rebond semble derrière nous, si l'appétit pour le risque -qui montrait temporairement des signes d'optimisme excessif en septembre- revient maintenant à des niveaux plus raisonnables, une croissance modérée et des taux très bas devraient continuer d'alimenter la hausse des marchés.

L'environnement économique et monétaire devrait rester favorable à moyen terme : compte tenu des enjeux économiques puissants, les gouvernements prolongent et amplifient la relance budgétaire, tels l'Allemagne, la France et les Etats-Unis. Les banques centrales des grandes zones développées continuent d'ancrer les anticipations sur des taux durablement bas. Ainsi, croissance modérée et conditions monétaires accommodantes sont appelées à durer quelques temps...

Dans ce contexte plusieurs éléments militeront en faveur de la tendance haussière des places boursières, notamment l'intensification des opérations de fusions-acquisitions¹, et l'abondance de liquidités qui constitue un atout à l'approche des traditionnelles opérations d'habillage de bilans de fin d'année.

Mais tous ces catalyseurs de soutien aux marchés financiers demeurent bien fragiles et peu consistants... alors gare aux lendemains qui déchantent !

A terme, la faiblesse de la demande conjuguée à la poursuite de la progression des taux de chômage limiteront la progression du pouvoir d'achat des ménages. La mauvaise tenue des marchés obligataires et la crainte d'une remontée prématurée des taux pousseront les opérateurs à des prises de profit. Une amplification importante de la baisse du dollar pourrait être de nature à contrarier le rebond sur les places européennes. Quant au frein à la reprise sur les marchés américains, il pourrait venir de la baisse de la confiance des consommateurs devant la montée inexorable du chômage.

Dans des périodes de fortes revalorisations des actifs, en décalage des fondamentaux économiques anticipés, je conserve toute prudence dans le choix de mes allocations d'actifs, conscient que le risque de correction des marchés peut être fort.

→ Peut-on raisonnablement lire dans la poursuite actuelle de la baisse des taux obligataires la confirmation d'une sortie de crise ?

La recherche de sécurité, plus que de rémunération, avait incité l'an passé les investisseurs à se reporter massivement des actions vers les emprunts d'Etat et vers les placements de trésorerie. Depuis cet été, ils font le chemin inverse.

Si le rallye des marchés d'actions s'inscrivait effectivement dans la confirmation que l'économie mondiale avait passé son point bas, le rendement des taux des emprunts d'Etat devrait monter au regard des anticipations de reprise, et ce d'autant plus que l'offre est actuellement pléthorique, que la concurrence est forte pour placer ces émissions, et que l'appétit des investisseurs s'est calmé.

Or, du côté des taux monétaires et des obligations d'Etat, il n'en est rien : les taux poursuivent inlassablement leur baisse².

De toute évidence, contrairement aux marchés actions, les marchés obligataires n'anticipent pas une reprise économique autoalimentée dans un avenir proche.

Par conséquent, soit les marchés obligataires soit les marchés actions commettent une erreur dans leurs prévisions : pessimistes pour les premiers et optimistes pour les seconds.

¹ A l'arrêt de puis 2 ans, les restructurations ont démarré, débouchant sur des primes confortables de 25 à 30%.

² le niveau du TBond US est actuellement à 3,5% et celui de l'OAT à 3,6%, contre respectivement 4% et 4,20% en juin dernier.

Plusieurs éléments contrarient l'optimisme des seconds, expliquant les raisons pour lesquelles les rendements diminuent en dépit d'importantes émissions obligataires :

- la demande en obligations se tasse : la Chine traditionnellement gourmande semble vouloir être moins exposée à la dette libellée en dollars. Si elle ne peut se délester en masse de ses titres de peur de précipiter la devise américaine dans le chaos –non par empathie mais par nécessité pour ne pas nuire à son commerce- Pékin a été depuis le mois de juin moins friand en obligations à échéance longue libellées en dollars ;

- Les Etats se sont endettés tout au long de la crise financière pour renflouer les banques. Celles-ci disposent dorénavant d'un excès de liquidités qu'elles utilisent pour acheter ... des emprunts d'Etat. C'est le serpent qui se mord la queue : avec l'argent public, les banques financent le secteur public plutôt que le secteur privé, à l'instar de ce qui s'était déjà passé au Japon à la suite du krach immobilier de la fin des années 90. Ce jeu ne sera vraisemblablement pas à somme nulle : la menace est celle d'un retour de bâton de la taxation et de l'inflation, car il ne faut pas compter sur une solide croissance pour apurer nos dettes ;

- Les banques centrales, et particulièrement la Fed, ont recours aux mesures non conventionnelles, dites de *quantitative easing*, qui consistent à racheter à la fois les actifs « pourris » des banques et les emprunts émis par les gouvernements pour assurer le financement des plans de relance.

Ces mesures contribuent inévitablement au maintien des taux à des niveaux bas et à la création monétaire via le transfert de liquidités au bilan des banques.

Cette semaine, la BCE, la FED, et la Banque d'Angleterre se réunissent et pourraient annoncer l'arrêt progressif des programmes d'aides et de rachats d'actifs pourris. Ces annonces pourraient peser sur les marchés car le rallye actuel a été provoqué essentiellement par une abondance « d'argent facile » qui pourrait se tarir.

→ Peut-on raisonnablement lire dans la déroute du dollar et dans la progression historique des cours de l'or les signes d'une prochaine sortie de crise ?

Dollar

La crise financière a lourdement fragilisé le dollar qui s'inscrit dorénavant à une parité en euro proche de 1,50 \$. Pour la 1^{ère} fois depuis 2000³, la BCE s'en inquiète ouvertement, car pour avoir une vraie reprise durable, il faudrait que les exportations repartent de l'avant –ce qui n'est pas aisé avec un euro qui flirte avec 1,50 dollar- et que l'investissement sorte de sa spirale négative.

On comprend également l'impatience en la matière de la banque centrale chinoise compte tenu de sa forte sensibilité au dollar dont le poids au sein de ses réserves avoisine les 2.000 à 2.500 Mds \$.

Egalement, la combinaison de taux bas et d'un dollar faible donne lieu actuellement à des opérations de « carry trade » massives, consistant à emprunter en dollars à taux quasi zéro pour investir dans des actifs plus risqués offrant davantage de rendement.

Le renversement de ces « carry trade » (avec un dollar qui pourrait stopper sa chute et remonter) provoquerait certainement de vifs remous sur les marchés.

L'instabilité du dollar a donc été ces derniers mois beaucoup critiquée, notamment eu égard au rôle de pivot joué par la monnaie américaine dans le système monétaire international. Les conséquences des fluctuations du dollar sur l'économie mondiale sont multiples tant sur l'allocation des ressources dans le monde, que sur l'évolution des avantages comparatifs, que sur l'inflation via l'évolution du prix des matières premières, que sur les politiques monétaires...

La crise actuelle conduit à s'interroger sur l'avenir du dollar car elle introduit un doute sur l'avenir de l'économie américaine qui en est le support.

Or

Alors que les plans de sauvegarde du système financier auraient du rassurer les investisseurs et bien que les fraîches statistiques économiques tendent à vouloir démontrer que l'économie mondiale rebondirait après avoir touché le fond de l'abîme, l'or continue son inexorable progression en direction du seuil historique des 1.100\$.

En l'absence de pressions inflationnistes –*puisque les prix à la consommation continuent à baisser*- on en déduit que l'or serait en cours de monétarisation pour contrer, ou minimiser, l'instabilité structurelle du dollar.

La première nation favorable à la monétarisation de l'or est là encore la Chine qui s'est déclarée acheteuse d'or dans le but d'accroître la diversification de ses réserves monétaires sur l'or, au détriment du dollar : cela à suffit à propulser l'or à des cours à quatre chiffres, et ce d'autant plus que les autres banques centrales ont décidé de mettre fin en 2009 à leurs programmes de vente d'or concertés...

La banque centrale chinoise ne compte que 1.055 tonnes d'or dans ses coffres, soit presque 8 fois moins que la Fed, l'or constituant encore 78% des réserves américaines. Si la Chine faisait alors passer ses réserves en or à

³ A l'époque, le cours de l'euro était tombé à son plancher historique face au dollar, à 0,8230\$...

seulement 5%, ce serait 3.000 tonnes dont elle aurait besoin : on mesure le poids de la décision chinoise sur le marché.

L'appétit pour les nouvelles émissions obligataires américaines pourrait décider du destin de l'or : tant qu'elles trouveront preneur, la hausse de l'or sera contenue. Dans le cas contraire, la hausse de son cours s'accélèrera, l'or constituant l'unique rempart à la hausse des taux (et au risque de krach obligataire) ou au recours à la planche à billets...

→ Peut-on raisonnablement interpréter la stabilité relative des prix des ressources naturelles par rapport aux prix des actions comme l'anticipation d'une prochaine sortie de crise ?

Depuis 2002, les matières premières évoluaient de façon corrélée avec les actions.

Le récent rebond des actions met fin à cette corrélation, la hausse du prix des matières premières ne s'inscrivant pas dans la même proportion que celle des actions.

Cela ne serait-il pas le signe que les valorisations des actions s'emballent et s'éloignent de leurs fondamentaux économiques ?

En effet, contrairement aux actions, les marchés des commodities réagissent toujours à des fondamentaux, et sur le fond rien n'a changé : avec une offre dont la croissance plafonne et une demande qui demeure à des niveaux élevés, et qui n'est amenée qu'à augmenter dans l'avenir en raison notamment des dépenses d'infrastructures des pays émergents, il est inévitable que les prix continueront de grimper.

Par exemple, depuis 2008, il se vend plus de voitures dans les 16 pays émergents qu'aux Etats-Unis, en Europe et au Japon réunis. En 2009, les ventes sont reparties dans ces pays, tandis qu'elles décroissent dans les pays développés.

Mais, au regard du seul prix des matières premières -et de l'évolution de l'inflation en général, les marchés des commodities n'anticipent pas encore une véritable reprise économique.

Concernant les matières premières agricoles, les softs, leur comportement est intéressant car les cycles y sont plus courts que pour les métaux ou l'énergie. La demande, peu flexible, dépend d'abord de la démographie et de la météorologie et, dans une moindre mesure, du niveau de vie.

Là encore, la hausse des prix contenue n'est pas le signe d'une reprise économique autoalimentée dans un avenir proche.

Interviewé fin octobre par IndexUniverse.com, Jim Rogers -qui avait prévu l'envol des cours des ressources naturelles en 2002- a rappelé que « les matières premières sont le seul placement dont les fondamentaux de marché s'améliorent progressivement ».

Dans l'univers des matières premières, son choix va clairement aux produits dérivés plutôt qu'aux actions : « dans les années 70, les prix du pétrole brut ont été multipliés par 10, alors que les titres des sociétés du secteur n'ont rien fait ».

Les études ont montré, a-t-il enchaîné, que, sur plusieurs décennies, « si vous aviez investi directement dans les ressources naturelles, vous auriez gagné 300 fois plus qu'en misant sur les actions de ce segment ».

Ses perspectives : une once d'or à 2.000 dollars et un baril de pétrole à 150 ou 200 dollars.

Conclusion

Si le pire de la récession semble être maintenant derrière nous, le scénario de reprise reste encore incertain, avec un risque de rechute non négligeable, une fois que les effets des plans de relance se seront dissipés.

Le 03 octobre dernier à Istanbul, lors de l'assemblée annuelle du Fonds monétaire international et de la Banque mondiale, le professeur d'économie de l'université de New York Nouriel Roubini, qui avait anticipé la crise financière, déclarait s'attendre à une prochaine chute des actions : «Les marchés se sont trop relevés, trop tôt et trop vite».

«Pour atteindre une croissance stable et éviter la déflation, nous plantons sans doute les graines d'un prochain cycle d'instabilité financière», estime-t-il.

Face à des données fondamentales qui restent confuses et paradoxales, à des valorisations boursières qui paraissent trop excessives, les marchés trouvent pour le moment essentiellement leur salut dans le statu quo des politiques monétaires qui demeurent très accommodantes et qui devraient le rester encore un certain temps dans le but de conjurer les tendances déflationnistes qui sont toujours à l'œuvre.

A l'avenir, le supplément de pouvoir d'achat se tarira à cause de la fin de la désinflation. Le chômage restera à un niveau élevé, l'impossibilité d'augmenter son endettement et même le besoin de le réduire perdurera encore de nombreux mois. Tout cela laisse entrevoir une consommation atone, à l'image de la future croissance économique.

Achévé de rédiger le 10 novembre 2009