

Conjoncture et Perspectives économiques

Un ralentissement d'activité généralisé de l'économie mondiale

Aucune région du monde n'échappe au mouvement général de repli d'activité et la plupart des pays développés sont entrés en récession au second trimestre 2008.

Le ralentissement mondial affecte¹ toutes les composantes de l'activité économique, et la panique financière de l'automne 2008 a transformé le retournement conjoncturel en véritable collapsus économique.

La production industrielle s'est effondrée, entraînée par les industries automobiles et les secteurs de base qui ont vu s'évanouir leurs carnets de commandes.

Si ces mécanismes sont classiques à chaque retournement de conjoncture, la simultanéité et la profondeur systématique de ce mouvement global est frappant, comme en témoignent de nombreux indicateurs d'activité au dernier trimestre 2008 :

- *la production industrielle espagnole s'est effondrée dans des proportions jamais connues par le passé (-19.6 % sur un an) ;*
- *Au Japon, la production industrielle a baissé tellement rapidement sur les derniers mois de 2008 que l'indice de décembre se compare à celui d'octobre 1987 ;*
- *Les exportations taiwanaises ont chuté de 42 % sur un an en décembre ;*
- *Aux Etats-Unis, les indicateurs ISM, notamment sur le secteur manufacturier, ont baissé de façon spectaculaire, rapide et profonde. Le léger rebond de janvier n'est qu'une conséquence de cette rupture et ne doit pas être considéré comme un retournement de tendance ;*
- *En France, la production manufacturière a chuté de 8,6% sur l'ensemble du 4^{ème} trimestre, par rapport aux 3 mois précédents² ;*
- *La Chine, moteur économique de l'Asie du Sud-Est, a enregistré au dernier trimestre 2008 son plus faible taux de croissance de son PIB en sept ans ;*

Des conséquences inéluctables très fortes

→ **Un repli durable de l'investissement :**

Les entreprises diminuent leurs stocks et leurs dépenses d'investissement pour contrer la pression sur les marges.

→ **Une dégradation rapide et forte du marché du travail :**

Le marché du travail continue à se détériorer, particulièrement en Europe et aux USA.

Aux USA, les annonces de réduction d'emplois sont spectaculaires (693.000 suppressions d'emplois pour le seul mois de décembre) et incitent les ménages à épargner plutôt qu'à dépenser pour réduire leurs dettes et faire face à un effet richesse négatif accéléré par la poursuite de la chute des prix de l'immobilier.

¹ Contraction du commerce mondial de 9% sur le seul mois de décembre 2008 ;

² A titre d'exemple, en 1993, dernière grande récession de l'activité industrielle, la production manufacturière s'était repliée de 2,2% au 1^{er} trimestre.

En Europe, cette diffusion sur le marché du travail n'est pas encore de grande ampleur, et n'est en tout cas pas comparable à la rupture constatée sur l'activité. Cela veut dire que jusqu'à l'été 2009, au moins, les chiffres du chômage vont continuer à se dégrader, pénalisant d'autant la demande.

La simultanéité de cette rupture profonde au sein de l'économie globale est également perceptible au sein des pays émergents qui sont entrés en phase d'ajustement.

Néanmoins, si les pays émergents sont sérieusement impactés, leur taux de croissance restera positif grâce à l'Inde et à la Chine.

Inflation : désinflation ou déflation ?

Alors que l'inflation était la principale préoccupation des marchés au début de l'année 2008, la publication des derniers indices des prix montre une chute spectaculaire du rythme annuel de l'inflation aux USA, en Europe³, et au Japon, en raison de la forte baisse des prix du pétrole et des matières premières d'une part et de la demande d'autre part.

La conjoncture depuis fin 2008 a radicalement changé pour évoluer vers une réduction généralisée des tensions sur les prix (*désinflation*).

Cette spirale désinflationniste en période récessive peut engendrer un processus plus grave, la déflation, qui allie à la fois une baisse généralisée des prix (*prix des actifs ainsi que prix des biens et services*) et une baisse de l'activité et des revenus.

Le rôle essentiel des Etats et des Banques Centrales pour contrer le risque déflationniste

La montée du taux de chômage favorise une abondance du facteur travail au niveau du système de production de l'économie mondiale, qui se traduira par des pressions à la baisse sur le coût du travail partout dans le monde.

Que l'on soit en Chine, aux USA ou en Europe, le coût du travail est un facteur déterminant dans la formation finale des prix et peut engendrer pour cette raison un vrai risque de déflation : en effet, l'attente d'un prix anticipé comme plus faible demain détériore davantage la conjoncture d'aujourd'hui.

Parallèlement, un moindre taux d'utilisation des moyens de production et une conjoncture difficile pèsent sur la croissance et sur les échanges, et incitent dès lors les entreprises à baisser davantage certains prix.

Les autorités monétaire et budgétaire doivent donc soutenir rapidement et activement la demande : l'adoption actuelle des politiques monétaires très accommodantes et des politiques budgétaires de relance va dans ce sens et permettra d'enrayer l'effet déflationniste.

Les défis économiques majeurs de demain

Les forces récessives et les risques déflationnistes actuels étant bien présents, le retour à une situation économique plus stable et à un climat de confiance dépendra de la capacité des Etats à surmonter deux défis économiques majeurs : le dégel du crédit bancaire et la réactivité d'application effective des plans de soutien publics.

→ la relance du crédit bancaire : la nécessité de créer un choc de confiance

La crise ayant démarrée par le crédit, c'est lui qui en déterminera l'issue.

Grâce à la baisse historique et coordonnée des taux directeurs et à l'élargissement de la palette d'outils utilisés, les banques centrales ont réussi à normaliser le marché interbancaire, à sécuriser le périmètre bancaire, et à susciter un début de détente sur les emprunts hypothécaires.

Mais la distribution du crédit et le marché de la dette privée sont toujours largement gelés.

En effet, la baisse des taux s'est à peine diffusée dans l'économie, car les banques sont de plus en plus réticentes à prêter, préférant conserver leur liquidité pour limiter la dégradation de leur bilan face à la dépréciation de leurs actifs et éviter toute nouvelle vague de recapitalisation.

³ Taux d'inflation divisé par 2 entre octobre et décembre 2008

Ainsi, la poursuite de la dégradation des bilans des banques empêche tout redémarrage de la distribution de crédit à l'économie et freine les efforts des gouvernements pour accélérer les perspectives de sortie de crise.

Il est donc impératif que les établissements de crédit conservent ou, plus souvent, reconstituent une grande quantité de fonds propres pour sécuriser leur bilan pour pouvoir distribuer davantage de crédits à la demande des Etats pour relancer l'économie.

Or, quand la réglementation fixe à 4% le minimum de fonds propres « durs » des banques, la Bourse, effrayée par les pertes restant encore à éponger, réclame que les banques le portent à hauteur de 8% ou 9%.

De fait, les exigences de solvabilité des banques s'accordant difficilement avec celles attendus par les marchés financiers, l'économie, qui se détériore déjà rapidement, se trouve exposée à un nouveau risque : que le ralentissement de la croissance *-inhérent à l'instabilité persistante du système bancaire-* et la tension sur les marchés financiers se renforcent l'un l'autre.

C'est pourquoi, confrontée à cette situation à la fois paradoxale et contre-productive, les banques centrales se substituent de plus en plus aux banques en achetant des titres émis par le secteur privé pour répondre aux appels du marché et créer ainsi un véritable et nécessaire choc de confiance : la réserve fédérale américaine a commencé à prendre de telles mesures sur les titres hypothécaires et va faire de même sur les obligations émises par les entreprises afin de faire baisser les taux.

Elle est également prête à acquérir les titres d'Etat pour financer les plans de relance et maintenir les taux longs à un très bas niveau.

A coté de cette politique non conventionnelle, qui se traduit par un gonflement du bilan des banques centrales, les autorités monétaires vont continuer à mobiliser les moyens classiques : la baisse des taux directeurs sera poursuivie là où il reste des marges de manœuvre, c'est-à-dire en Europe et dans les pays émergents, les Etats-Unis, le Japon et la Suisse ayant déjà adopté la politique des taux zéro.

→ **L'application effective et réactive des plans de relance :**

Parallèlement, les gouvernements des pays développés et des pays émergents lancent à la fois des mesures indispensables d'assainissement des comptes du système bancaire mais aussi de vastes plans de stimulation budgétaires plus ou moins massifs comportant des réductions d'impôts, des soutiens aux secteurs en difficulté, des dépenses d'infrastructure, et des investissements sur les marchés porteurs (*éducation, santé, énergie*).

Selon le FMI, ces dépenses devraient représenter 2% du PIB mondial en 2009⁴ et devront être mises en œuvre rapidement, ce qui n'est toujours pas le cas jusqu'à présent...

Les Etats-Unis sont de loin les plus actifs, comme en témoigne le plan Geithner-Obama d'un montant de 800 milliards de dollars sur 2 ans, soit 6% du PIB.

La Chine fait de même avec 7% de son PIB, alors que l'Europe reste à la traîne avec des plans de l'ordre de 1 à 1,5% du PIB.

⁴ Soit 1.100 milliards de dollars

Scénario économique central

USA

La destruction de richesse est massive (*2 fois plus forte qu'en 2001*) alors même que la chute des prix de l'immobilier se poursuit. C'est la raison pour laquelle le plan Geithner-Obama comporte un important volet social et immobilier, le soutien au secteur immobilier étant une condition sine qua non à l'assainissement des économies et à la bonne efficacité des plans de relance.

Le 23 février Ben Bernanke a déclaré, selon des extraits de sa déclaration devant la commission bancaire du Sénat :

"il est essentiel de continuer à compléter la relance budgétaire avec une action forte du gouvernement pour stabiliser les institutions financières et les marchés financiers."

"Si les mesures prises par l'administration, le Congrès et la Réserve fédérale parviennent à restaurer dans une certaine mesure la stabilité financière - et seulement dans ce cas, à mon avis - alors il y a une chance raisonnable que la récession en cours s'achève en 2009 et que 2010 soit une année de reprise", a-t-il dit à l'occasion de son point semestriel sur la politique monétaire.

Dès lors, la croissance économique pourrait redevenir positive aux USA au 3^{ème} trimestre si le choc de confiance fonctionne.

EUROPE

Le retour à une croissance positive sera plus tardif en Europe, la politique de stimulation monétaire et fiscale étant moins agressive. L'absence d'unité politique entrave la bonne coordination des actions économiques au sein de l'Union, celles-ci s'effectuant actuellement de façon isolées au niveau national.

L'économie européenne sera impactée négativement par la poursuite de la baisse des prix et de l'activité de l'immobilier ainsi que par les difficultés grandissantes des pays de l'Europe centrale et orientale.

L'Allemagne, en particulier, dont le modèle de croissance reposait en grande partie sur l'essor de ses exportations, ne bénéficie plus désormais du soutien favorable liée précédemment à l'émergence des Pays de l'Est.

JAPON

De la même façon, le Japon, très sensible au commerce international, est pénalisé par le renchérissement du Yen et par le ralentissement des marchés asiatiques.

PAYS EMERGENTS

Les pays émergents sont également sérieusement touchés, mais leur taux de croissance restera positif grâce à l'Inde et à la Chine.

Marchés actions

FOCUS : CAC

Les marchés actions consolident avec toujours beaucoup de nervosité et digèrent difficilement l'ajustement en forte baisse des bénéfices 2009, attendus en recul de l'ordre de 35% en zone euro.

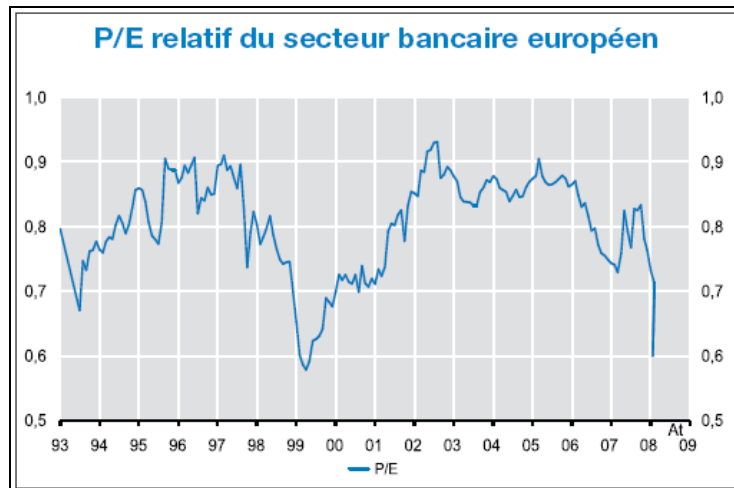
L'indice CAC 40 oscille donc depuis trois mois dans une fourchette de 2.650 / 3.400 points. Il semble qu'il ait du mal à descendre en deçà du point bas de cette fourchette, même si chaque jour apporte son lot de mauvaises nouvelles.

L'ampleur de la baisse anticipée actuelle s'explique par l'impact cumulé de la dégradation du résultat d'exploitation, du résultat financier (*forte hausse des coûts de financement*) et du résultat exceptionnel (*dépréciation d'actifs, déficit des fonds de pensions*) des entreprises ; sans parler de la dilution des BNPA⁵ inhérente aux augmentations de capital, ou aux perspectives négatives de suppression totale ou partielle de distribution des dividendes 2008...

⁵ Bénéfice net par action

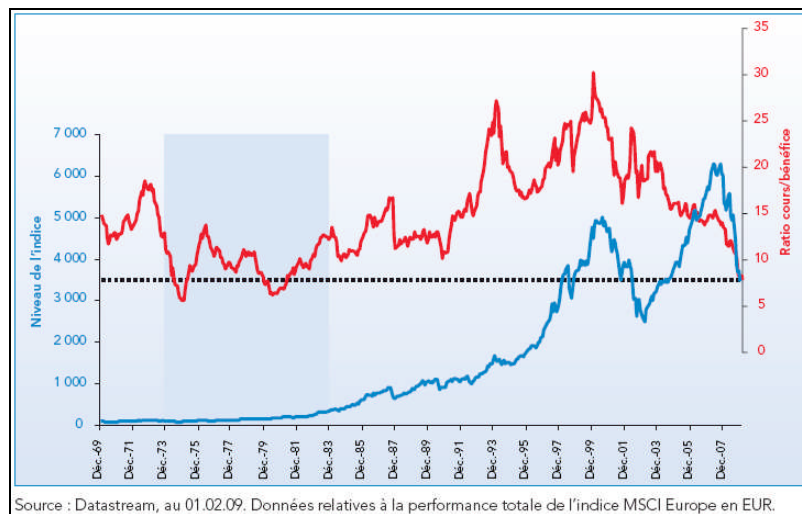
L'analyse des résultats 2008 montre à quel point les analystes avaient une fois de plus sous-estimé l'étendue des dégâts.

Pour autant, le stress lié au secteur financier reste extrême : le secteur bancaire vient de retrouver un niveau de décote relative maximale :



C'est vrai également en terme de « price to book » avec une valorisation à 50% des fonds propres, et en terme de ROE (*Return on Equity*) avec une rentabilité de 10%.

Le potentiel de baisse des marchés financiers devrait donc être très limité par rapport aux derniers points bas enregistrés en 2009, les valorisations étant très basses. La prime de risque des actions par rapport aux obligations a également atteint un record, ce qui montre une nouvelle fois leur faible prix. Les rendements des dividendes sont sur des niveaux historiquement élevés.



Source : Datastream, au 01.02.09. Données relatives à la performance totale de l'indice MSCI Europe en EUR.

Ainsi :

- le marché européen s'établit aujourd'hui au même niveau qu'il y a plus de dix ans ;
- Il faut remonter encore plus loin pour trouver une période durant laquelle le marché était aussi peu cher avec un ration cours/bénéfice comparable ;
- Un tel ratio cours/bénéfice du marché n'a été observé qu'à 2 reprises : pendant les chocs pétroliers du milieu des années 70 et au début des années 80 ;
- A ces 2 occasions, les niveaux planchers des valorisations ont été synonymes de remarquables opportunités d'achat si l'on en juge par les rebonds qui ont suivi.

Bertrand Jacquillat⁶, membre du Cercle des économistes, Professeur à Sciences-Po et PDG d'Associés en Finance, partage cette approche et défend l'idée que le niveau record de l'écart actions/obligations en ce début d'année 2009 est le signe d'une importante sous-évaluation des actions de la zone euro.

Son modèle d'évaluation, Trival, a fait ses preuves en réussissant à détecter tous les grands mouvements de retournement de tendance sur les marchés.

Chacun des points extrêmes de cet indicateur a en effet signalé une situation anormale de valorisation des actions, qui s'est ensuite corrigée par un mouvement de hausse des cours lorsque l'écart actions/obligations était particulièrement élevé (*début 2003*), ou, à l'inverse, par un mouvement de baisse ultérieure des indices actions lorsqu'il était particulièrement bas (*début 2000, mi 2007*)⁷.

« Bien sûr, à court terme, les cours pourraient restés affectés par des publications de résultats 2008 encore incertains ou par une conjoncture économique se dégradant au-delà des niveaux actuellement anticipés. Mais le potentiel de rebond des cours est très important : plus de 35% selon les simulations menées à mi-février 2009, soit un indice CAC 40 remontant à 4.000 points. »

« En fait, pour justifier les niveaux de cours actuels, il faudrait anticiper un scénario noir de récession très longue, dans lequel les sociétés de la zone euro mettraient plus de dix ans à retrouver leurs niveaux de bénéfices de 2007, soit autour des années 2018/2019. Si, pour une société ou pour un secteur pris individuellement, un tel scénario est possible, il est beaucoup moins crédible lorsque l'on considère l'ensemble des sociétés suivies dans Trival, parmi lesquelles de nombreux acteurs majeurs et leaders mondiaux dans leur secteur.

Dans ces conditions, sauf à anticiper un tel scénario catastrophe, les niveaux actuels des cours justifient de se renforcer en actions, d'autant plus que l'investisseur a un horizon de placement suffisamment long. »

Marchés de taux

TAUX COURTS

La baisse des taux directeurs des banques centrales impacte directement la rémunération des liquidités qui sont devenues de moins en moins rémunératrices.

Leur rendement net permet tout juste à l'investisseur de compenser le niveau d'inflation en Europe. Les taux réels aux USA sont devenus négatifs.

TAUX LONGS

Compte tenu du niveau actuel des rendements des obligations d'Etat, qui ont bénéficié de leur statut de valeurs refuges dans un environnement marqué par une forte montée de l'aversion au risque, il semble difficile d'anticiper de bonnes performances pour cette classe d'actifs en 2009.

Exemple : le cas des USA

Les taux américains à 10 ans sont passés de 2% à 3% entre décembre dernier et le début du mois de février et depuis ils évoluent autour de 2,80%.

Pourtant, l'augmentation du déficit budgétaire entraîne un accroissement de l'offre des émissions obligataires qui devrait faire baisser les prix des emprunts d'Etat américains, c'est-à-dire faire monter leurs rendements.

Or, pour le moment, il n'en est rien.

La dette publique n'a pas d'impact à court terme sur les taux longs pour les raisons suivantes :

- compensation de la dette publique par une politique monétaire accommodante ;
- compensation de la dette publique par un surcroît d'épargne privée nationale : la hausse de la dette publique est justifiée tant qu'elle accompagne un processus de désendettement du secteur privé (*deleveraging*) ;
- compensation de la dette publique par un surcroît d'épargne étrangère, chinoise et japonaise en particulier : les stocks de dette détenus par ces pays s'élèvent respectivement à 696 et 578 milliards de dollars et s'ils ne veulent pas voir leurs actifs se déprécier, ils doivent continuer à acheter des bons du Trésor. Les USA étant en plus un marché indispensable pour les exportations de ces pays, on comprend que la Chine et le Japon aient tout intérêt à empêcher (*par une politique d'achats massifs de bons du Trésor*) une remontée brutale des taux d'intérêt américains susceptibles d'étouffer la reprise outre-atlantique...

⁶ Les 100 mots de la crise financière » - Collection Que-sais-je ? / Editions PUF

⁷ La Tribune du 28/08/2007 : « Bertrand Jacquillat envoie le CAC au tapis et prévoit une crise longue »

Immobilier

Depuis le début des années 2000, l'immobilier a été un support de la croissance et de l'emploi. L'inversion de sa tendance a pénalisé un grand nombre d'économies en 2008 (*USA, Angleterre, Espagne*) avec un fort impact sur l'emploi. En Chine, son net ralentissement a impacté l'ensemble des secteurs industriels travaillant en amont, tandis qu'en France les ventes de logements neufs s'effondraient plus rapidement qu'aux USA.

Le boom de l'immobilier avait entraîné une augmentation spectaculaire des prix. Des prix exagérés si on les compare au revenu moyen des ménages qui, de fait, sont de moins en moins solvables. Si ces prix ont d'ores et déjà baissé aux USA et en Angleterre, ils restent encore élevés.

France :

L'ajustement n'a pas vraiment démarré mais aura lieu dans les prochains mois de façon plus marquée.

Pour la première fois depuis 1996, les prix de l'immobilier ancien évoluent à la baisse sur un an et le mouvement risque de nettement s'accroître cette année avec une chute attendue de 6% à 10%. On est encore loin du plongeon de 40% enregistré lors de la grande crise immobilière française de 1991 à 1997 mais il faudra cependant suivre de près les conséquences de la chute des transactions, actuellement de 20% en France avec un pic à 40% dans le département des Yvelines.

Avec la baisse des prix, la valeur nette de l'immobilier peut devenir négative pour une partie de ceux qui ont investi dans la pierre en s'endettant, provoquant une hausse supplémentaire des taux de défaut.

Matières premières et énergie : vers la renaissance

A tort ou à raison, 2008 restera durablement dans les mémoires comme un millésime exceptionnellement sombre dans le domaine des matières premières.

La classe d'actifs a subi en quelques mois l'une des corrections les plus violentes de son histoire. Celle-ci est d'autant plus douloureuse que nombre de *commodities* évoluaient encore en juin dernier à leurs plus hauts historiques.

Par-delà toute analyse des fondamentaux qui demeurent plutôt flatteurs, les matières premières auront en définitive acquitté un bien lourd tribut à la crise financière.

Si les cours des grands indices de matières premières et d'énergie avaient, ces 10 dernières années, reproduit de manière quasi parfaite l'évolution du commerce international, ils l'ont, en 2008, considérablement amplifié et ceci tant à la hausse durant le 1^{er} semestre, qu'à la baisse depuis juillet dernier.

Par-delà toute analyse fondamentale, il apparaît clairement que les matières premières ont souffert autant, sinon davantage, de la remise en cause de tous les circuits de financement que de la dégradation des perspectives de la demande en tant que telle.

Autrement dit, les *commodities* ont in fine été les victimes de la brusque montée de l'aversion au risque, laquelle a contraint investisseurs et industriels à déboucler l'ensemble de leurs positions. Et dans un tel contexte, le naufrage de certains principaux acteurs de marchés (*AIG, Lehman Brothers*) et l'effondrement du système financier en résultant ont naturellement accentué ce climat de confusion à compter du mois de septembre dernier.

Pour autant, les matières premières présentent, compte tenu des niveaux de prix actuels, un potentiel de rebond très important qui ne manquera pas de se matérialiser dès que les circuits de financements de l'économie en général et du négoce international en particulier seront rétablis.

Pétrole :

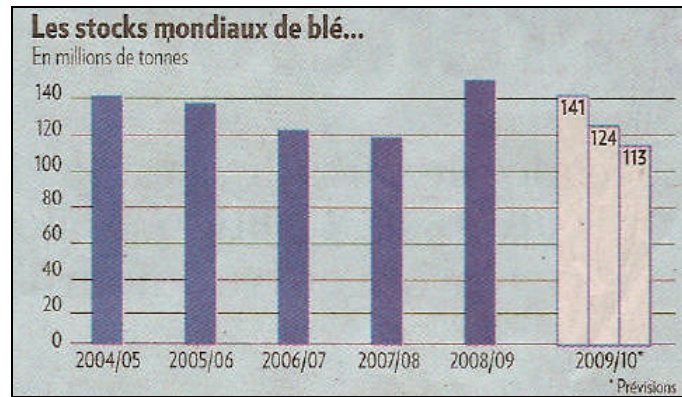
La récente et très inhabituelle montée au créneau de l'Arabie Saoudite appelant de ses vœux un retour du baril vers la zone, finalement bien consensuelle, des 75 \$ le baril, n'occasionnera pas nécessairement un rebond rapide des cours du brut mais traduit cependant parfaitement le sentiment, généralisé chez les opérateurs, qu'une reprise de la hausse tendancielle des cours du pétrole est, compte tenu des besoins énergétiques asiatiques, inéluctable à plus ou moins brève échéance.

Matières premières agricoles :

Les *soft commodities* bénéficieront en tendance du fait que la demande dont ils font l'objet est naturellement décorrélée du cycle économique.

Egalement, la FAO anticipe une campagne 2009/2010 nettement moins favorable que la précédente, sur fond de renchérissement du crédit, de baisse des rendements, de stocks à flux tendus, mais aussi de contraction sévère des

surfaces consacrées aux céréales à l'échelon planétaire et de l'impact de la production des biocarburants⁸ qui mobilise toujours plus de terres agricoles au détriment de cultures destinées à nourrir les populations...



⁸ Les biocarburants dévoreront près de 30 millions de tonnes de céréales supplémentaires cette année, selon la FAO.

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.

Conclusion

Ainsi, notre scénario central est que le creux du cycle mondial, inhérent à la crise économique et financière, devrait être atteint à la fin du 2^{ème} trimestre : la thérapie de choc qui se met en place progressivement dans le monde devrait fonctionner et faire redémarrer l'économie mondiale dans la seconde partie de l'année, si toutes les mesures annoncées sont appliquées rapidement et si les banques consolident de façon plus affirmée leur solvabilité.

Trois facteurs principaux contribueront au soutien puis au rebond de l'activité :

- la fin de la période de destockage ;
- la reconstitution des stocks impliquera un ajustement de la production industrielle à la hausse ;
- enfin, la baisse de l'inflation et l'arrivée des commandes induites par les plans de relance favoriseront la reconstitution du pouvoir d'achat intérieur.

Pour autant, si l'activité économique retrouvera un rythme positif, elle demeurera encore hésitante au cours des 2 prochaines années car les deux composantes de la demande finale (*investissement et consommation*) manqueront de dynamisme :

- l'investissement productif sera encore dans sa phase de recul, qui dure généralement 2 ans lors des retournements de conjoncture ;
- la consommation des ménages sera soutenue par la désinflation de 2009 mais restera freinée par la baisse de l'emploi.

Durant cette période de 2 ans qui suivra le rebond après le creux conjoncturel du second trimestre 2009, l'économie mondiale entrera dans une période de convalescence et de désendettement de l'ensemble des agents économiques, les banques, les entreprises, les ménages, et enfin les Etats.

Mais le simple fait de sortir de la fin de la récession redonnera des perspectives positives, ce qui modifiera sensiblement le climat économique.

Dés lors, au cours du 2nd trimestre 2009, les marchés d'anticipations que sont les places boursières pourraient se stabiliser dans un 1^{er} temps (*sur des niveaux voisins de 2.500 points pour le CAC*), pour redémarrer de façon plus convaincante en fin d'année vers des niveaux supérieurs à ceux atteints à la fin 2008.

La thématique des matières premières, agricoles et pétrole en particulier, sera un vecteur d'investissement à privilégier en 2009 : le positionnement unique du fonds Performer Commodities en fait un outil parfaitement adapté pour les investisseurs recherchant un placement à la fois performant, sécurisé et totalement décorrélé des placements actions.