



## Retour sur un été hors norme

**2011, l'été de tous les doutes**

Encore une fois pendant l'été, les différents marchés actions mondiaux ont très fortement baissé. Cette chute violente (plus de 30% par rapport aux plus hauts de l'année en zone euro) s'est effectuée avec des volumes échangés très significatifs.

Nous pouvons nous interroger sur l'origine de ces mouvements : aux Etats-Unis, les autorités de marché ont estimé que plus de 70% du volume des transactions, soit près de 90% des ordres étaient réalisés dans le cadre d'opérations d'arbitrages systématiques et de spéculation à court terme alors qu'en Europe le chiffre équivalent était estimé à 50%. Mais ces données ne sont que des estimations. En effet, il devient de plus en plus difficile de disposer de statistiques précises car les ordres de transactions peuvent être émis par de multiples plateformes de négociation localisées dans de nombreux pays.

Parallèlement à cette baisse brutale, la volatilité sur les actions de la zone euro s'est fortement accrue passant de 25 à plus de 50 alors que chaque jour, l'or et le franc suisse, jouant leur rôle de valeurs refuges, ont battu de nouveaux records.

**Nous ne sommes pas au bord du gouffre comme en 2008**

Dans cet environnement chaotique, difficile de garder la tête froide. Cependant, les prix affichés par les marchés de taux d'intérêts et des actions sont à des niveaux correspondant à une récession de l'économie.

Certes, le ralentissement économique est significatif voire plus fort qu'anticipé mais, à ce stade, nous écartons le risque d'une récession. Aux Etats-Unis, les taux réels (taux nominal - inflation) sont nuls voire négatifs, ce qui permet à l'état de s'endetter de façon profitable, c'est aussi le cas en Allemagne, et bientôt en France.

Si les économies émergentes ralentissent, la croissance reste cependant soutenue et, en particulier, des marges de manœuvre existent en Chine.

Au regard de la baisse des actions, il semble que nombre d'acteurs se soient retirés des marchés.

Performances des principaux marchés financiers au 23/11/2011		
	Depuis début Août	Depuis début Janvier
<b>Indices Actions</b>		
France : CAC 40 Price index	-15,99%	-18,93%
Zone Euro : DJ Eurostoxx (TR)	-17,54%	-19,04%
Etats-Unis : S&P 500 (TR)	-7,58%	-10,05%
Emergents : MSCI TR EM in Euro	-13,76%	-11,11%
<b>Indices Obligataires</b>		
Obligataire Zone Euro : BarCap EuroAgg	2,23%	3,34%
Obligataire G7 : BarCap Treasuries G7 €	2,13%	4,72%
Obligataire EU : BarCap Treasury US \$	3,05%	7,26%
<b>Indice Matières Premières</b>		
Or : Gold Index	15%	31%
Pétrole : Pétrole NY (LSCO)	-9,96%	-6,50%
<b>Volatilité (exprimée en points)</b>		
Actions Etats-Unis : VIX	+11,02	+18,52
Action Zone Euro : VSTOXX	+16,73	+20,44

Source : Swiss Life AM, Bloomberg.

A ce jour, les actions ne semblent pas particulièrement chères en Europe et les obligations du secteur privé, hors financières, se tiennent bien car les entreprises privées ne sont pas particulièrement endettées.

Cependant, deux types de risques ne doivent pas être négligés :

- des erreurs de politique économique, par exemple des choix de politiques déflationnistes trop poussées qui feraient rentrer certains pays dans un cercle vicieux entraînant des baisses de notation.
- une nouvelle crise de liquidité interbancaire qui entraînerait l'insolvabilité des certains acteurs du secteur financier faisant ressurgir un risque systémique majeur.



## Retour sur un été hors norme

### Une brutale révision des scénarios de croissance économique à l'origine de ces violents mouvements de marché

Les mouvements observés durant l'été traduisent une **remise en cause des scénarios de croissance** envisagés au printemps par la majorité des agents économiques. La profondeur de la baisse des marchés actions et le niveau atteint par les taux d'intérêt des emprunts d'états de pays comme les Etats-Unis, l'Allemagne, le Royaume-Uni, le Japon, la Suisse intègrent même un scénario de récession. Toutes les bourses sont impactées et le prix des matières premières aussi, bien que l'on observe des mouvements moindres sur le prix du baril de pétrole par comparaison aux années 2008 et 2009.

La difficulté rencontrée par les pays développés provient principalement d'un **accroissement considérable de l'endettement public** engagé pour sortir leurs économies de la plus forte récession (2008/2009) observée depuis plus de 80 ans. Malheureusement, cette politique interventionniste n'a permis ni une baisse significative des taux de chômage ni une relance de la croissance dans ces mêmes pays ravivant le débat sur sa pertinence.

### Le dilemme des pays développés : entre rigueur et croissance

L'annonce de la dégradation de la note des Etats-Unis par l'agence de notation Standard and Poors a contribué à semer davantage le trouble dans les esprits. En effet, cette annonce est intervenue paradoxalement alors que le congrès américain, après des semaines de tension avec la Maison Blanche, venait de trouver enfin un accord! Les dirigeants politiques et économiques des pays développés sont pris maintenant entre deux contraintes :

- d'un côté une dette publique, qui ne peut plus continuer à croître indéfiniment et implique de mettre en place des mesures de restriction budgétaire
- et de l'autre côté, la certitude mécanique que ces mesures ne font que renforcer le cycle de ralentissement puisqu'elles retirent de la dépense et/ou augmente la pression fiscale dans un contexte de faible activité et de chômage élevé.

C'est d'ailleurs le sens de la mise en garde du FMI : **une politique de rigueur est nécessaire mais il ne**

**faut pas tuer le peu de croissance existant!** L'équation économique est loin d'être simple.

Simultanément, certains pays à fort taux de développement comme la Chine et l'Inde, sont confrontés à une progression de l'inflation liée à un risque de surchauffe de leur économie. Cette situation peut être résolue par des politiques de restrictions monétaires, principalement par le biais de hausses de taux directeurs des banques centrales locales et /ou un accroissement du montant des réserves obligatoires des banques. Mais ici encore ces mesures ont plutôt tendance à ralentir l'activité. A cet égard, il est intéressant de noter que la Chine a laissé le yuan remonter légèrement y trouvant sans doute des vertus anti-inflationnistes.

**La prise de conscience du ralentissement économique à venir a été soudaine et brutale et son influence sur les marchés boursiers a été amplifiée par les difficultés spécifiques que rencontrent les économies américaines et européennes en raison de leur niveau d'endettement.**

### La zone euro doit faire face à ses propres lacunes

La zone euro connaît une série de problèmes spécifiques dont la sphère politique ne semble pas prendre la mesure.

S'il est devenu un lieu commun de dire que la zone euro manque de politique budgétaire et fiscale commune, les chefs d'états et de gouvernements en refusaient pourtant encore le principe, il y a seulement quelques semaines. Dans nos publications précédentes, nous n'avons cessé de répéter que la politique économique repose sur deux piliers : le pilier monétaire et le pilier budgétaire.

Les 17 états de la zone euro disposent d'une monnaie commune et donc d'une politique monétaire commune mise en œuvre par la BCE (Banque Centrale Européenne) mais n'ont pas de politique budgétaire commune (seul outil de réallocation des ressources au sein d'une union monétaire). En l'absence de tensions, avec un endettement approximativement maîtrisé et dans le cadre des contraintes définies par le pacte de stabilité et de croissance, cela aurait pu continuer à peu près à fonctionner,

Mais les niveaux colossaux de dépenses publiques engagées suite à la récession de 2008-2009, ont fait progresser la dette qui atteint à présent un niveau insoutenable pour certains pays.



## Retour sur un été hors norme

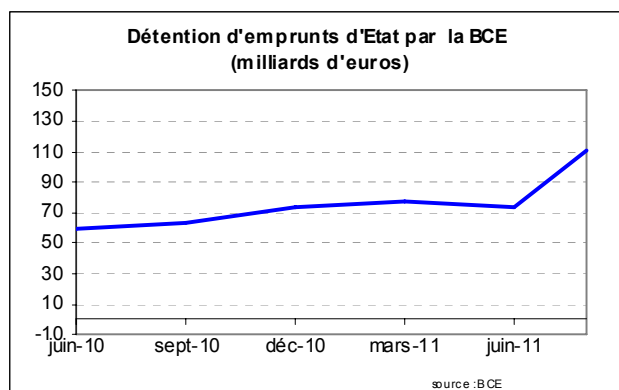
En l'absence de réponse budgétaire commune, c'est tout le système qui est fragilisé.

La Commission Européenne et le Conseil des Chefs d'Etats et de Gouvernements ont tenté à plusieurs reprises de trouver des solutions : plans de soutien à la Grèce, au Portugal et à l'Irlande ; mise en place du FSFE (Fond de Stabilité et de Financement Européen) ; possibilité donnée à la BCE de racheter de la dette des états sur le marché secondaire. Mais ces initiatives n'ont pas véritablement convaincu la communauté financière.

Lorsque les pressions se sont déplacées vers l'Italie, l'Espagne et la France, l'inquiétude est encore montée d'un cran rendant plausible le pire scénario : l'éclatement de la zone euro.

Face à ce risque, les différents gouvernements annoncent des plans de rigueur budgétaire afin, de rassurer les marchés et de faire baisser la pression sur leurs coûts de refinancement (successivement, Italie, Espagne puis France). Mais ces annonces amplifient au contraire les craintes d'un ralentissement. Ces anticipations finissent par renforcer la probabilité d'un affaiblissement de la croissance : voilà ce que l'on nomme des prédictions auto-réalisatrices.

Si les outils mis en place sont les bons (restructuration de dette, possibilité de rachat de dettes souveraines sur le marché secondaire par la BCE, mise en place opérationnelle du FSFE), il manque encore quelques éléments pour que revienne le moteur essentiel qui pilote les marchés : la confiance. Nous avons besoin d'une vision globale à moyen terme, d'un calendrier précis et d'une volonté politique forte et portée par tous les acteurs sans exception.



Cette vision globale est la réaffirmation que la construction de la zone euro est une chance pour nos économies et qu'il faut aller plus loin dans

l'intégration en définissant de manière conjointe et cohérente une politique budgétaire et fiscale harmonisée. Contrairement à une idée reçue cette intégration ne retirait pas de souveraineté aux états mais au contraire permettrait à chacun d'eux de se prémunir contre des contraintes externes qui, de toutes façons, finissent par altérer cette souveraineté dans des conditions les plus désagréables possibles.

Ces engagements pourraient ainsi mener à terme à la mise en commun des émissions obligataires sur le marché financier. Les décisions annoncées par la chancellerie allemande et le chef de l'état français ne font pas explicitement référence à cette révolution mais elles sont suffisamment floues pour ne pas complètement fermer cette possibilité. Ce flou et le manque de vision globale à moyen long terme n'ont pas convaincu les opérateurs.

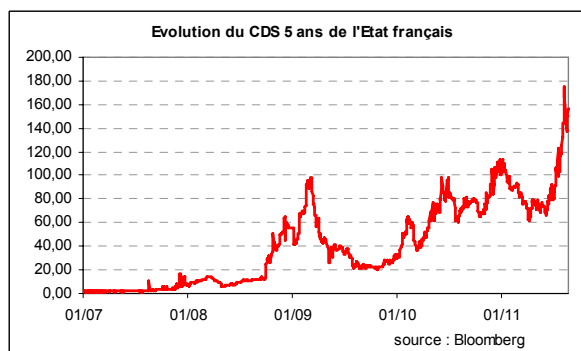
### Les banques françaises mises sous pression

Depuis le début du mois d'août, les banques françaises subissent de fortes pressions, sous le prétexte que si la France perdait son fameux AAA, alors nos établissements bancaires seraient fragilisés.

En effet, une part conséquente des réserves des banques françaises est investie en dettes de l'Etat français. Cet argument n'est, selon nous, pas valable. Tout d'abord parce que rien n'indique objectivement, à ce jour, que la note de la France puisse être abaissée et ensuite parce que l'état français n'abandonnera pas ses banques, afin d'éviter des mouvements de panique des déposants et épargnants.

Le rôle de la BCE dans ce domaine est crucial. Elle doit maintenir un niveau de liquidité suffisant sur le marché interbancaire pour éviter tout risque systémique dans le contexte d'une perte de confiance entre agents privés.

*Illustration des variations du risque anticipé sur la dette française*



**Par Jean-Pierre Grimaud  
Président de Swiss Life Asset Management (France)**