



# La lettre

## Contagions



Achevé de rédiger le 10 novembre 2011

Que d'événements négatifs depuis notre dernier rendez-vous ! Le sommet du G20 de Cannes n'a pas apporté de solutions construites et pérennes susceptibles de frapper l'attention des marchés aux prises avec la crise de la dette euro. Pire encore, le Premier Ministre grec s'est cru autorisé à jeter à bas le fragile compromis prometteur décidé par les européens quelques jours auparavant. Dans ce contexte, et alors qu'étaient imaginées des mesures construites de refinancement des difficultés des pays périphériques via le FESF(1), comment s'étonner que des BRICS(2), pourtant disposés à apporter une partie de ces financements lors du sommet, se retirent de ce qui, vu la cacophonie ambiante ? Compte tenu de la situation, il nous a paru opportun de focaliser notre réflexion sur la zone euro.

Comment la première zone économique mondiale a-t-elle pu en arriver là ? Simple. La zone euro est demeurée une simple union monétaire. Sa création a certes été une grande avancée politique et économique mais elle est restée en panne par facilité. La construction de la zone a induit une convergence universelle des taux d'intérêt long terme de tous les pays la constituant, ouvrant ainsi une facilité de financement bon marché à des pays dont l'économie fragile en était jusque là dépourvue. Ce cercle de prime abord vertueux n'a pas été correctement exploité par les gouvernements en place. Tous ces pays n'avaient pas la puissance industrielle de l'Allemagne, de la France ou de l'Italie.

L'argent ainsi levé n'a pas été dirigé vers l'amélioration de l'appareil productif des pays les plus en retard (Grèce, Portugal, Irlande, Espagne). Il a financé des biens et services non productifs pour le développement à terme du pays (immobilier, services publics). Cette dérive a été notamment illustrée par la création de la bulle immobilière espagnole qui a dopé artificiellement et très provisoirement la croissance du pays, sans réelle action correctrice du gouvernement.

De plus, dans l'hypothèse où ces pays auraient disposé d'une capacité industrielle, le niveau de change élevé de l'euro contre les grandes devises n'aurait pas permis à leur industrie balbutiante d'être compétitive face à l'offre extérieure. En conséquence, ces pays se sont endettés fortement sans que leur capacité industrielle et leur capacité de création de richesse nationale soient en phase avec cet endettement. Le déséquilibre que nous connaissons aujourd'hui trouve une bonne part de son origine dans ces choix politiques.

Aujourd'hui, où en sommes-nous et que devons-nous faire ?

La croissance est en berne en Europe. Une faible récession de la zone euro est certainement, pour une courte période, désormais inévitable. Elle sera prononcée pour certains pays, tandis que d'autres auront une croissance faiblement positive. Dans ce contexte, la solution peut paraître relever de la quadrature du cercle : réduire le niveau de dettes et de déficits publics dans l'ensemble de la zone, dans un environnement de croissance très ralentie, donc de perte de

retrées fiscales.

Les marchés poussent dans ce sens pour restaurer les équilibres à terme et, ainsi, pour autoriser l'accélération de la croissance future. Mais ne nous-y-trompons pas, ils demandent une direction, une méthode, un discours clair, un engagement, mais ne croient pas aux martingales. Ils comprennent parfaitement qu'à vouloir accélérer la cadence de réduction des dettes, la mécanique de la croissance peut se gripper. Sur ce point, l'exemple américain est édifiant. La situation des USA est tout autant difficile en matière de dettes et de déficits, pour autant certains seraient tentés de croire que le marché ferme les yeux. Tel n'est pas le cas. La différence est que les américains, à tort ou à raison, ont choisi une voie claire : celle de la relance économique et du différé de réduction de la dette au premier jour de cette reprise. Pour ce faire, ils utilisent toutes les armes de la panoplie : création monétaire et baisse du dollar, financement illimité de la banque centrale par rachat d'actifs, politique budgétaire et fiscale de relance. Malgré la perte du AAA, malgré les blocages politiques prononcés, les taux 10 ans US ont été inférieurs à 2% sur la période récente.

Alors pourquoi en zone Euro n'obtenons nous pas les mêmes résultats ? Parce que nous ne sommes pas un état fédéral mais une association « à responsabilité limitée » de 17 pays. Les marchés ont d'abord perçu la zone euro comme un marché unifié et ont donné du crédit à son développement. Aujourd'hui, la faiblesse des finances publiques des états les mieux notés jointe à la grande faiblesse de certains autres ont changé cette lecture. Le temps passe et l'indécision européenne en



matière de choix politiques et économiques va devenir très couteuse pour sa croissance et son avenir.

Des solutions techniques telles que celle du FESF dopé, imaginé le 26 octobre à Bruxelles commencent à ne plus avoir cours tant les coups de boutoirs sur la zone sont importants. Par ailleurs, comment imaginer que ce fonds conserve son AAA indispensable à son bas coût de financement si tous les états qui le garantissent étaient, un à un, dégradés ?

Pour les marchés, il est urgent de débloquer cette situation. Il est urgent de stabiliser les notations afin que chaque pays puisse trouver ses financements. Il est urgent que l'Allemagne, élément-clé du dispositif européen, prenne en compte cette situation qui voit tous les pays chuter les uns après les autres, le système bancaire s'atrophier, la distribution de crédit être menacée, le doute se généraliser et la confiance disparaître. A force de renâcler devant l'obstacle, il ne reste aujourd'hui que peu d'options : redonner un élan vigoureux à la construction politique et économique de l'Eurozone en autorisant une certaine mutualisation des dettes nouvelles et/ou autoriser la banque centrale européenne à prêter directement ou indirectement aux états en achetant leur dette, à l'image de ce que font toutes les banques centrales des pays développés dans cette situation.

Nous partageons l'idée que cette solution présente des risques. Une création monétaire importante peut générer de l'inflation et être facteur de bulles futures. Mais l'urgence s'impose. Elle consiste à sauver la croissance d'abord et ensuite à s'imposer les réformes indispensables de gouvernance budgétaire européenne pour rétablir la confiance. Mme Merkel s'opposait pour l'Allemagne à cette lecture aux vues de l'histoire économique allemande de la république de Weimar. Elle semble cependant omettre les conséquences de la politique déflationniste qu'a conduit le Chancelier Brüning en 1932 et qui a débouché sur la pire période de l'histoire du XXème siècle.

Heureusement les mentalités évoluent. Il est vrai que le danger se rapproche d'une

Allemagne jusque-là épargnée. La croissance mondiale souffre de ces doutes et attermoissements et l'Allemagne subit un ralentissement notable de sa croissance car désormais elle peine à exporter vers les émergés et vers ses partenaires traditionnels européens et américains. De plus, les marchés lui envoient également un signal fort quand sa dernière adjudication de fonds d'état 10 ans trouve difficilement preneur ou quand ce même taux devient supérieur à celui des émissions anglaises dont la croissance est loin d'être vaillante. La contagion gagne. Dès lors, des voix s'élèvent outre-Rhin pour une modification de l'approche rigoriste prônée jusque là sur les Euro-bonds et sur la politique monétaire accommodante de la BCE pour le refinancement des états de la zone.

Un retour à une forme de « realpolitik » nous semble aujourd'hui opportunément envisageable. Ce changement trouvera sa contrepartie dans un certain aménagement des Traités. Celui-ci visera à instaurer un réel contrôle sur les budgets nationaux et à proposer des sanctions en cas de non respect des engagements pris. Ainsi, le pas vers la supranationalité de la démarche budgétaire serait franchi. Ce choix est inévitable pour faire passer la zone Euro d'une Union Monétaire standard à la constitution progressive d'un fédéralisme compatible avec la puissance de feu économique et l'ambition de la zone de participer comme acteur principal à la redistribution des cartes mondiales en matière de croissance et d'échanges.

Une telle annonce serait un catalyseur extraordinaire pour les marchés financiers, même si, à l'aune de l'expérience douloureuse récente, ils demanderaient des actes avant d'y croire. Toute la difficulté des gestionnaires est résumée dans cette phrase. Reprendre pied sur les marchés financiers de la zone c'est d'abord croire en une solution pérenne au financement des états de la zone. Cela signifie que ce retour ne peut-être que progressif tant les chocs ont été violents. Cela signifie également, que si l'horizon politico-institutionnel permet d'entrevoir une embellie, le rebond des marchés les plus déprimés sera violent dans un premier temps. Pour ces raisons, nous continuons de penser qu'il faut

s'intéresser prudemment aux valeurs européennes de qualité qui ont été malmenées par ce contexte alors que leurs fondamentaux restent favorables. Il faut cependant ne pas oublier que la croissance sera durablement affectée par les problématiques de dettes, et donc se focaliser en priorité sur les valeurs orientées pour plus de 30% de leur CA vers les zones les plus dynamiques et les moins endettées.

Mois après mois nous avons défendu l'idée qu'il fallait conserver une poche de liquidité importante dans les portefeuilles. Cette prudence nous a été favorable et ces liquidités aujourd'hui peuvent trouver à s'investir à trois mois sur des taux de 5% sur des bons du trésor espagnol par exemple. Nous maintenons cette poche dans nos gestions.

Enfin et pour ceux qui ne se sentent pas encore l'âme de revenir, même pour partie sur des marchés d'actions qui restent volatils, l'investissement sur des obligations convertibles reste un choix intéressant qui présente à la fois d'un filet de sécurité et une participation à toute accélération haussière des marchés boursiers.

**Philippe Forni**

**Directeur Général de CAMGESTION**