

# ANALYSE HEBDOMADAIRE

## Marchés: Austérité ou relance, confusion en Europe

 1<sup>er</sup> mai 2012


### Focus : Retour de la volatilité – la France sous les projecteurs

#### Points clés:

- Impossible d'éviter l'austérité dogmatique
- Le sentiment reste négatif
- La Banque Centrale Européenne suggère une politique plus orientée vers la croissance
- La France face à une réalité dangereuse pour la stabilité européenne

**Affaiblissement du leadership franco-allemand et retour de la volatilité en Europe**

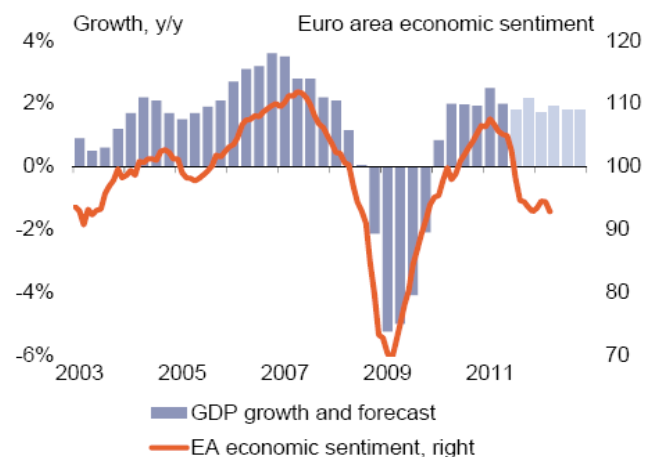
#### Quels pourraient être les effets d'une victoire de François Hollande le 6 mai sur la perception des risques des investisseurs ?

A quelques jours de l'élection d'un nouveau président pour la seconde économie d'Europe et la cinquième puissance mondiale, les commentaires du président de la Banque Centrale Européenne (BCE), appelant à un programme global centré sur la croissance, relance le débat sur les solutions à apporter à la crise des finances publiques de la zone euro en suggérant un changement de cap. Austérité ou croissance, les politiques devront choisir. Pendant la campagne présidentielle française, tous les candidats se sont pourtant déjà prononcés pour une solution évidente, l'austérité et la fin des déficits publics. Le débat s'est vite focalisé sur l'échéance de déficits zéro, puis sur les moyens d'atteindre cet objectif communément accepté. La date de 2016 fixée par M. Hollande, aujourd'hui encore candidat le plus probable à l'élection, n'est sans doute pas plus crédible que celles avancées par les autres candidats. Il serait pourtant grand temps que les politiciens soient en mesure d'évaluer plus justement leurs véritables moyens d'actions. Nous verrons plus loin les risques que l'application du programme politique de M. Hollande pourrait faire peser sur l'économie française, mais surtout sur le sentiment des investisseurs, qui s'étaient laissés convaincre progressivement au cours des

derniers mois de l'adéquation des mesures de sauvetage appliquées.

Entre temps, si l'appétit pour le risque des investisseurs s'est accru au cours des six derniers mois, les indicateurs de confiance ne montrent toujours pas une image très positive des perspectives conjoncturelles en Europe.

**L'indicateur du sentiment économique publié par la commission européenne poursuit son déclin en avril et n'a selon nous que peu de chance de rebondir après les élections françaises.**



Source: Datastream, Julius Baer

## Toujours pas de véritable relance du crédit

Les récentes remarques du président de la BCE montrent sans doute son inquiétude quant à l'insuffisance d'actions concrètes sur le plan institutionnel pouvant supporter et prendre le relai d'une politique monétaire plus accommodante que jamais en Europe. **L'absence d'une relance nette des crédits à l'économie réelle malgré deux LTRO et des taux historiquement bas y sont sans doute pour quelque chose.**

Ce que les politiques devraient faire est pourtant connu, mais ils ont tendance, surtout en période électorale, à choisir les extrêmes pour marquer leurs différences. L'inscription dans la constitution d'une « règle d'or » obligeant les gouvernements à respecter l'objectif d'équilibre budgétaire n'est pas appropriée à la situation actuelle, car clairement trop dogmatique. Ainsi, le bon sens voudrait certainement qu'un subtil mélange d'austérité couplée à une poursuite de politique monétaire accommodante puisse à la fois rassurer les investisseurs et créer les conditions nécessaires à une reprise économique. Nécessaires mais pas suffisantes, car l'économie réelle créatrice d'emploi ne profite pas assez de l'abondance de liquidités créées par la BCE qui profite par contre au secteur bancaire et aux grandes capitalisations boursières.

## Les deux leviers principaux de politiques monétaires sont au cœur du problème

La situation économique actuelle appelle des solutions plus complexes sans doute qu'il n'y paraît de prime abord. Parmi les leviers à disposition des banques centrales et des gouvernements, la politique monétaire et la politique budgétaire peuvent agir de concert ou s'opposer selon les besoins conjoncturels et politiques. Aujourd'hui, il est clair que l'on observe à nouveau ce qui s'est souvent produit par le passé, c'est-à-dire une opposition de style totale en Europe, comme si à une austérité sans faille en matière de politique budgétaire il fallait répondre par un excès de politique monétaire accommodante.

La politique monétaire a déjà été déclarée comme durablement laxiste aux Etats-Unis alors que les coupes dans les dépenses ont à peine commencé et interviendront au moment où la croissance sera relancée. En Europe, la stratégie actuelle ne suit pas le modèle américain, bien que la nomination de M. Draghi ait permis un réalignement partiel de la stratégie européenne sur la méthode américaine. Il faut bien entendu adapter le modèle. L'introduction des LTRO et la baisse des taux sont allées dans ce sens, mais cette politique se heurte à des politiques budgétaires trop rigoureuses en raison du laxisme de ces dernières années.

Historiquement, on observe au cours des 40 dernières années que les composantes du « policy mix » ont parfois tendance à s'opposer et se compenser ou à s'aligner et ainsi se renforcer. Lors du choc pétrolier des années 70, on a assisté à un renforcement de la politique budgétaire expansive par une politique monétaire expansive caractérisée par une remontée de taux plus lente que l'inflation. Dans les années 80, les politiques monétaires sont redevenues restrictives pour lutter contre l'inflation. Mais en raison de déficits budgétaires élevés, ce levier ne pouvait pas être actionné en compensation. Aujourd'hui, la réaction des politiques à la crise de financement européenne s'est focalisée sur une austérité dogmatique qui ne laisse pas d'autre option qu'une politique monétaire expansive en compensation. Un peu simpliste et surtout insuffisant pour relancer la croissance car **en déprimant l'activité et l'emploi en période de « deleveraging » durable, la consommation et l'investissement privé n'occuperont pas les sièges laissés vides par les investisseurs publics.**

## Que feront les gouvernements européens et qu'ont-ils promis à leurs électeurs ?

Les Etats-Unis devront sans doute commencer à réduire leurs déficits publics à partir de 2013 avec un certain nombre de coupes automatiques dans les dépenses publiques, à moins qu'il n'en repousse l'échéance. En Europe, la tendance est à l'austérité et en France le programme du probable vainqueur semble avant tout centré sur une augmentation des taxes, notamment sur les bénéfiques des entreprises, du secteur bancaire, pétrolier, sur les transactions financières et sur les revenus des ménages pour terminer par une taxe symbolique sur les revenus supérieurs à 1 million d'euros, mais pas question de faire subir une cure d'amaigrissement au secteur public. L'austérité s'impose comme la seule voie possible à court terme...

## La fin malheureuse d'un leadership nécessaire

La volonté déclarée de M. Hollande de renégocier le traité européen en cas d'élection n'apparaît clairement pas comme un signe rassurant de stabilité que souhaitent les marchés financiers dans une conjoncture aussi difficile, pas plus que les sujets controversés et les points de friction potentiels avec les positions actuelles défendues par Angela Merkel n'augurent favorablement pour un renforcement d'un leadership européen. Les marchés financiers avaient jusqu'à présent salué les efforts du couple franco-allemand et de la BCE pour résoudre la crise de la dette publique dans l'union monétaire. Un leadership, même fragile, est nécessaire pour l'Europe. De ce fait, sa fin risquerait d'ébranler la confiance des investisseurs.

**La confiance encore affichée aujourd'hui est donc incertaine et peut être remise en question brutalement au lendemain des élections.**

**La France a été épargnée pour l'instant mais l'élection présidentielle pourrait provoquer une nouvelle prise de conscience des risques**

Les problèmes de la France ne sauraient être résolus d'un coup de baguette magique par un programme politique austère essentiellement centré sur l'augmentation des taxes. La compétitivité française reste faible et une augmentation de la fiscalité des entreprises couplée aux mesures prévues en matière d'emploi, de salaires minimums et d'abaissement de l'âge de la retraite, ne leur laisseront que peu de place pour défendre leurs marges. Produire en France apparaîtra vite dans ce contexte une solution peu réaliste et les entreprises, comme les individus, pourraient bien chercher ailleurs de nouveaux lieux plus favorables à leur développement.

**M. Hollande réalisera peut être assez vite que sa marge de manœuvre est étroite, car les marchés financiers pourraient ne pas lui laisser le temps d'implémenter son programme en lui envoyant un message clair de perte de confiance.**

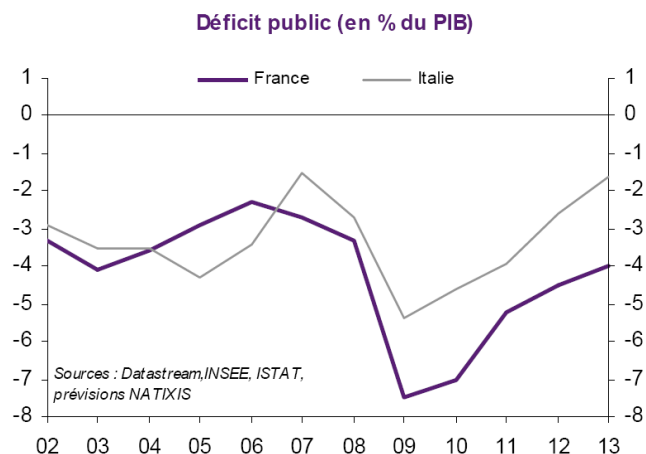
Il modérera alors peut-être sa position, mais les taux de financement de la dette française auront sans doute déjà explosé renforçant rapidement le besoin d'action concrète et de réforme du secteur public.

**Après six mois de réduction des risques la modification du leadership en Europe provoquera sans doute un retour de la volatilité dans les marchés financiers.**

La France n'est de loin pas à l'abri des turbulences qu'ont connues les pays du sud de l'Europe. En ayant laissé les déficits publics croître dans les périodes d'expansion et de croissance économique, la marge de manœuvre de la France est aujourd'hui de plus en plus faible en cette période de ralentissement conjoncturel.

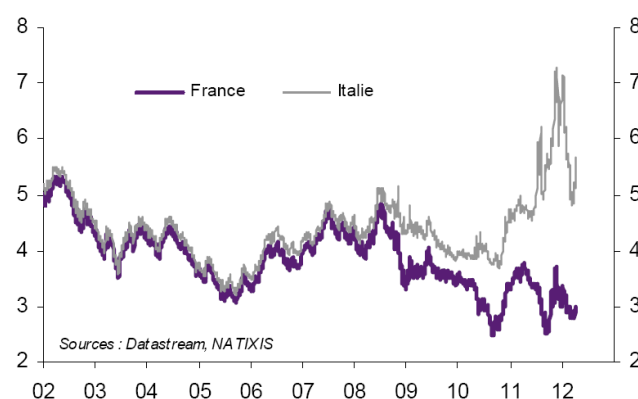
Une comparaison rapide avec le cas italien montre que les déficits publics français sont supérieurs aux déficits publics italiens par exemple.

**Une perception qui pourrait rapidement se renverser au détriment de la France.**

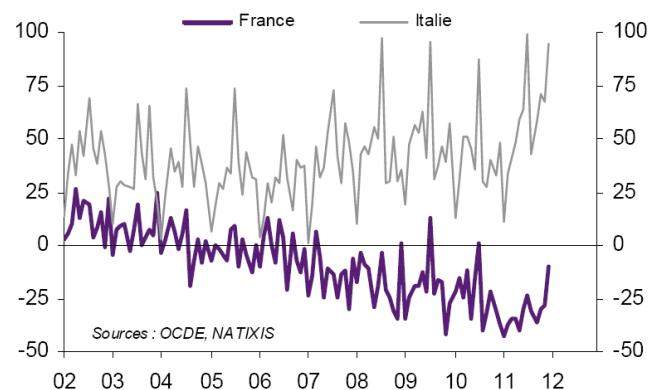


Car si l'Italie a été plus fortement attaquée par les investisseurs malgré un secteur industriel plus compétitif et une balance commerciale excédentaire, les projecteurs pourraient vite se tourner désormais vers une France en marche vers une austérité improductive et une politique européenne déstabilisante. Un changement de perception des investisseurs exigeant une prime de risque supérieure pour détenir et financer la dette française pourrait ainsi conduire à une remontée des taux d'intérêt en France plus rapide qu'attendue.

**Taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat**



**Balance commerciale en biens manufacturés (en Mds d'euros, annualisée)**



## Les investisseurs ont déjà choisi leur favori

L'Allemagne s'impose toujours plus comme le gagnant à long terme des turbulences à répétition de la zone Euro.

Les marchés financiers n'ont ainsi pas attendu les résultats des élections françaises pour prendre en compte les risques d'un changement de cap politique en France et en Europe.

Les actions allemandes ont ainsi largement surperformé les actions françaises et italiennes au cours des six derniers mois. Depuis six mois, les actions allemandes ont en effet bondi de +20% tandis que le marché italien restait négatif et que la campagne présidentielle française laissait déjà entrevoir un changement probable de majorité pesant sur la performance des titres français.

## Performance des actions allemandes, françaises et italiennes (septembre 2011 – avril 2012)



Source : Bloomberg

Cependant, malgré une anticipation assez large du résultat des élections le 6 mai prochain, nous n'avons pas le sentiment que les investisseurs ont totalement pris en compte les effets négatifs d'un tel changement de politique et de style en matière de gouvernance européenne. **Il n'y aura pas de période de grâce pour le nouveau gouvernement français et ses actions seront selon nous très vite jugées et sanctionnées par les marchés financiers.**

BBGI Group est soumis à l'Autorité de surveillance des marchés financiers (FINMA) et offre les services suivants à ses clients suisses et internationaux:

- Gestion institutionnelle
- Gestion de patrimoine privé
- Fonds de placement
- Conseil indépendant pour clients institutionnels et privés
- Gestion active du risque monétaire
- Placement immobilier

**Information importante :** Ce document et ses annexes sont confidentiels et destinés exclusivement à leur destinataire et ne peuvent être donc reproduits sans l'accord écrit explicite de BBGI Group. Ceux-ci sont mis à disposition à titre informatif et ne constituent en aucun cas une offre ou une sollicitation d'achat, de vente ou de souscription. BBGI Group ne peut être tenu pour responsable de n'importe quelle décision prise sur la base des informations mentionnées, qui ne constituent d'ailleurs pas non plus un conseil, lié ou non à des produits ou services financiers. Ce document et ses annexes sont basés sur des informations disponibles publiquement. En aucune circonstance, ces derniers ne peuvent être utilisés ou considérés comme un engagement de leurs auteurs. BBGI Group s'efforce d'utiliser des informations réputées fiables et ne peut être tenu pour responsable de leur exactitude et de leur intégralité. D'autre part, les opinions et toutes les informations fournies peuvent faire l'objet de modification sans avis préalable. Les prix ou marges mentionnés ne sont qu'indicatifs et restent sujets à modification sans préavis en fonction de l'évolution des conditions des marchés. Les performances passées et simulations ne sont pas représentatives des résultats futurs. Les opinions, vues et prévisions exprimées dans ce document et ses annexes reflètent les vues personnelles de leurs auteurs et ne traduisent pas les opinions de BBGI Group.

**BBGI Group SA**  
Rue Sigismund Thalberg no 2  
1201 Genève -Suisse  
T: +41225959611 F: +41225959612  
info@bbgi.ch - www.bbgi.ch