



BANQUE
ERIC STURDZA

11 INTERROGATIONS SUR LA CONJONCTURE ET LES MARCHES

« Ce n'est pas tant que des temps difficiles arrivent ; ce sont les temps agréables qui s'éloignent ». Groucho Marx

Bruno Desgardins

Le 17 mai 2016

La scène internationale compte quelques grands acteurs, les Etats-Unis avec un PIB de \$17.900 milliards, l'Union Européenne \$16.200 milliards (la seule zone Euro entre pour \$11.500 milliards), la Chine \$10.900 milliards, le Japon \$4.100 milliards. Globalement 20 des 200 pays réalisent 85% de la production mondiale.

Cette scène internationale, depuis la fin du XX^e siècle, présente trois caractéristiques :

- Macroéconomique : un ralentissement structurel des taux de croissance, 2.5% escompté cette année pour la planète, 1.7% pour les pays développés, 4% seulement dans les pays émergents, car la population mondiale vieillit, les générations du « Baby Boom » parviennent à l'âge de la retraite, les innovations sont moins riches en gains de productivité, les inégalités s'accroissent, le recours au crédit est freiné par le niveau élevé de l'endettement, les nouveaux emplois ou les travailleurs indépendants sont souvent faiblement rémunérés.

- Microéconomique : une hausse du taux de profit des entreprises, favorisée par l'élargissement des débouchés avec l'accès au marché de plus de 1.5 milliard d'habitants de Chine et de l'Est de l'Europe, la baisse du coût du capital, une baisse du ratio salaires/valeur ajoutée, les mutations technologiques et récemment, la baisse du cours des matières premières.

- Politique : des classes moyennes pénalisées par des pertes de salaires lors des changements de travail imposés, déstabilisées par des menaces de délocalisations, amères devant l'augmentation des inégalités, fragilisées par le dumping social et la déréglementation nés de la révolution technologique, séduites par les alternatives populistes et les politiques nationalistes.

Croissance faible, profits à risque, opinions publiques à prendre en compte, autant de raisons qui motivent la recherche des moyens susceptibles de dynamiser la croissance, qu'il s'agisse de mesures budgétaires, exemple la création en Europe d'un budget européen pour renforcer la compétitivité grâce aux investissements dans les infrastructures, dans l'éducation et la recherche, qu'il s'agissent de mesures financières comme des annulations de dettes, de mesures fiscales pour réduire les inégalités et accroître la propension marginale à consommer, d'une réforme du marché du travail et d'une révolution écologique pour réorienter les modèles de croissance.

Qu'en est-il des Bourses ? Aussi surprenant que cela puisse paraître, là où la politique pourrait inquiéter, les marchés ne sont pas impactés. Les discours nationalistes ou anti-globalisation d'un Trump, d'un Erdogan, d'un Orban, d'un Kasynski, d'un Duterte ne semblent pas perturber les marchés, pas plus que la crise politique brésilienne puisque le Real s'apprécie de 13.9% cette année, pas plus que les discussions sur la

Grâce puisque le taux à 10 ans, 7.8%, est très inférieur à celui de l'année dernière. Est-ce l'effet anesthésiant des injections de liquidités ? Est-ce l'impression que les discours ne seront pas suivis d'actes ?

On analysera successivement le risque chinois, le risque Brexit, le pétrole et les autres matières premières, les incidences des politiques monétaires, les perspectives des grandes zones, Etats-Unis, Europe, Japon et Brésil, puis nous terminerons avec les devises et les marchés actions.

Quelles sont les deux options de la Chine ?

1.1 L'alternative : La Chine a deux options, continuer dans la voie initiée il y a trente ans, d'un modèle polarisé sur l'investissement, fermer les surcapacités et réorienter l'économie vers la consommation.

- Stimuler, c'est prendre le risque d'un accroissement des surcapacités, déjà abondantes dans de très nombreux secteurs, de l'acier au solaire. Stimuler le crédit, c'est aggraver les problèmes dans l'immobilier et ainsi au premier trimestre, les mises en chantier ont cru de 16% alors qu'une cinquantaine de villes sont presque vides et que le taux de vacance à Chongqing, ville de 30 millions, est proche d'un tiers du parc. Stimuler, c'est accroître la dette globale qui, depuis 2008, est déjà passée de 1.5x le PIB à 2.5x le PIB, soit \$25 000 milliards ! Stimuler, c'est faciliter le crédit, accroître les dettes des entreprises publiques, donc les créances douteuses déjà évaluées par le FMI à 15% du PIB. La publication de la dette de China Railways, Euros 557 milliards, le quart de la dette publique française, est ainsi d'autant plus édifiante qu'il est prévu, d'ici 2020, de porter le réseau ferré chinois de 19 000 à 30 000 kms. Stimuler, c'est aggraver la déflation que la Chine exporte dans le monde.

- A l'inverse, réformer l'économie, c'est fermer des surcapacités, c'est se mettre en position de gérer une forte augmentation du chômage, donc probablement des conflits sociaux, en attendant de repositionner la croissance sur l'indispensable lutte contre la pollution, sur le secteur de l'Assurance qui ne représente que 3% du PIB contre plus de 6% en moyenne mondiale, et sur le secteur de la Santé.

1.2 Quelle est la politique suivie actuellement ?

Le taux de croissance, au premier trimestre, 6.7%, est le plus faible de toutes ces dernières années, ce qui pourrait suggérer que les dirigeants ne cherchent plus à maximiser la croissance. Le développement du crédit n'a jamais été aussi prononcé, ce qui souligne la difficulté à changer de politique et atteste d'un cruel manque d'efficacité dans l'allocation des capitaux. Concrètement, en dépit des stimulations, l'indice de la production industrielle s'effrite et les exportations stagnent. Si le discours des dirigeants prône la réforme, la pratique incline à la stimulation, les taux sont abaissés pour encourager le crédit, le déficit budgétaire est

accru de 2.3% du PIB en 2015 à 4% en 2016, les créances des banques sur les entreprises devraient être converties en fonds propres, les subventions aux entreprises en difficulté sont multiples, le dumping est manifeste, ce qui n'aboutira que marginalement à la fermeture d'entreprises déficitaires ou à la réduction des surcapacités.

Le capitalisme d'Etat à la chinoise déstabilise beaucoup les entreprises occidentales soumises aux lois du marché. Les réformes structurelles piétinent, le gouvernement a annoncé le licenciement de 1.8 million employés dans l'acier et le charbon mais les décisions tardent. Il faudrait probablement supprimer 40 millions de salariés et, dans l'intervalle, la dette globale, déjà 2.5x le PIB, pourcentage très élevé pour un pays émergent, ne cesse d'augmenter.

Globalement, le recul des profits dans l'industrie a été de 2% en 2015 mais dans les entreprises publiques, cette baisse a excédé 20%. Pour ne considérer que le secteur de l'acier, près de la moitié des sociétés chinoises sont en perte, mais les aides se multiplient. Globalement, les aides aux entreprises publiques pour les restructurations ont totalisé \$23 milliards en 2015 et les fermetures n'interviennent pas.

1.3 Que penser d'un point de vue occidental ?

- Une récession en Chine aurait des conséquences importantes sur l'économie mondiale : avec un PIB de \$10.400 milliards, la Chine est un acteur clé dont le PIB est supérieur au PIB cumulé de l'Inde, de la Russie et du Brésil. Si, en 2007, elle réalisait 6.7% des importations mondiales, désormais, c'est plus de 10%. Entre 2009 et 2014, la croissance chinoise a été, en moyenne, de 8.7%/an quand la croissance du reste du monde n'a pas dépassé 2%/an. Selon le FMI, un ralentissement d'un point de la croissance chinoise, c'est -0.23 point sur une croissance mondiale déjà faible.

- Tenter de préserver le taux de croissance, c'est contribuer à court terme à la demande mondiale mais aggraver les problèmes dans de nombreux secteurs, fragiliser de nombreuses sociétés, comme celles qui opèrent dans l'acier, provoquer des licenciements dans les entreprises occidentales.

- Tenter de réorienter le système vers la consommation intérieure, c'est promouvoir l'Etat Providence, réduire le coût de l'éducation, abaisser les dépenses pour la santé aujourd'hui à la charge des ménages, étendre les systèmes de retraite et ainsi encourager une diminution du taux d'épargne, aujourd'hui près de 50% du PIB, donc un développement de la consommation. Le pire des scénarii serait une récession en Chine car le Yuan se déprécierait, les marchés émergents s'effondreraient et la déflation se diffuserait.

Le potentiel Brexit : « Toute puissance est faible à moins que d'être unie » La Fontaine.

Si l'émotionnel peut l'emporter, le rationnel devrait conduire les anglais à rester dans l'Europe : en premier lieu, il faut se souvenir que les deux candidatures anglaises, en 1963 et en 1967 et l'admission en 1973 ont été motivées par une approche type « cheval de Troie ». Ne pas faire partie d'une Europe qui rencontrait un succès certain inquiétait les anglais. Être membre, permettait d'influencer les politiques pour ne viser que la réalisation d'un grand marché. Et 43 ans après, on peut dire que les anglais ont parfaitement réussi. Le Financial Times a bien montré à quel point l'Angleterre a profité. Entre 1958 et 1973, le PIB/habitant en France, en Allemagne et en Italie a augmenté de 95% et en Angleterre de seulement 50%. En 1973, l'Angleterre était « l'homme malade de l'Europe » selon le FT. L'appartenance à l'Europe, selon le journal a obligé l'Angleterre à être plus compétitive. Quant à l'Europe, influence anglaise oblige, elle se réduit désormais à un grand marché. Les politiques communes, budget, énergie, défense, diplomatie sont modestes ou inexistantes et on comprend ainsi la désaffection des citoyens pour une Europe sans projet. Aujourd'hui 13% du PIB anglais et 50% des exportations sont à destination de l'Europe et 9 millions d'emplois dépendent d'exportations à destination de l'Union Européenne.

La conjoncture en 2015 est caractérisée par des déséquilibres majeurs : le déficit budgétaire est, Grèce mise à part, le plus élevé de l'Europe, le déficit courant est également le plus important, 5.2% du PIB, la dette publique 90% du PIB, est proche de celle de la France, le taux d'épargne, 3.8%, est au plus bas. Depuis le début de l'année, l'attentisme règne et les chiffres se dégradent.

Une contribution nette, très faible : Chacun se souvient du « I want my money back » de Madame Thatcher, à peine six ans après l'adhésion. La réalité, c'est une contribution nette qui représente l'équivalent de 0.5% du PIB, pourcentage le plus faible des grands pays. Et si l'Angleterre sortait, elle découvrirait que la Norvège et la Suisse paient par habitant, respectivement 90% et 50% de la contribution anglaise. En d'autres termes, l'Angleterre économiserait peu et perdrait son pouvoir d'influence puisque dans l'Espace économique européen, certaines obligations et certains droits de douane s'imposeraient sans possibilité de discussion. Ne pas participer à l'Espace économique européen, c'est-à-dire choisir un accord bilatéral, à l'instar de celui négocié par le Canada lui ferait perdre le bénéfice du passeport européen pour les banques, donc serait pire.

Pour les européens, une sortie de l'Angleterre pourrait être l'occasion d'une politique de relance. 16 nouveaux membres en 18 ans, c'était trop ou trop vite. Il faudrait œuvrer en faveur d'une intégration renforcée d'un noyau dur ouest européen et ceci s'imposerait d'autant plus que pourraient surgir des risques de référendums, à l'issue incertaine, en France, en Italie ou ailleurs.

Quel prix pour le pétrole ?

Que 2% de surplus en 2014 et 2015 ait impliqué une baisse du prix du baril de 70% souligne la volatilité et la difficulté de prévision des cours des matières premières. Certes on peut invoquer des facteurs politiques, le bras de fer entre l'Arabie Saoudite sunnite et son ennemi chiite iranien dont la production est passée de moins de 3Mb/j en décembre à 3.56Mb/j en avril, les divergences entre l'Arabie Saoudite et son partenaire du Quincy, les Etats-Unis, infidèles politiquement et concurrents dans la production, l'opposition entre l'Arabie Saoudite et la Russie sur la politique à l'encontre du Président Assad, les dissensions entre l'Arabie Saoudite et ses partenaires-compétiteurs de l'OPEP pour déterminer les efforts respectifs et permettre un rééquilibrage de l'offre et de la demande. En 1985, l'Arabie Saoudite acceptait le rôle de producteur d'appoint et réduisait sa production de plus de 10 millions de baril/jour à moins de 2.5millions, en 2015, elle a appris de l'échec de cette stratégie et entend préserver sa part de marché.

Dans nos notes de janvier et février, on appuyait la probabilité d'une remontée des prix sur deux facteurs, des facteurs économiques, une diminution de quelque 50% des budgets d'exploration des compagnies pétrolières entre 2013 et 2016, une réduction de 79% du nombre de puits de forages aux Etats-Unis depuis octobre 2014, des découvertes de nouveaux champs au plus bas depuis 1954, ce qui tarit l'offre nouvelle, amenuise les surplus et augure de futures tensions sur les cours du brut, l'autre facteur, géo-politique, fruit d'une « Realpolitik » qui consiste, notamment pour les russes et les saoudiens, à taire les divergences politiques pour faire remonter les cours, réduire les déficits budgétaires et contenir l'appauvrissement des classes moyennes.

Aujourd'hui, à \$47/baril, le cours du Brent devrait se stabiliser. La demande cette année est en hausse de 1.4Mb/j, stimulée pour un tiers par les achats indiens. L'offre hors OPEP est plus faible de 0.8Mb/j, l'offre OPEP, à 32.6Mb/j, est proche d'un record. Les faillites de petites sociétés américaines spécialisées dans les gaz de schiste devraient se poursuivre (11 sociétés se sont ainsi placées sous le chapitre 11 en avril pour un total de \$15 milliards de dettes) et Deloitte, dans une analyse de 500 groupes a pu diagnostiquer un risque de faillites pour 175 d'entre eux qui supportent une dette de \$150 milliards.

Que penser des autres matières premières ? Prudence.

La volatilité est également très forte cette année pour ces produits et la sensibilité à la conjoncture chinoise est vive car la Chine est le premier consommateur d'énergie au monde avec 25% du total. Minerai de fer, acier, cuivre, tous ont connu d'amples variations. A la hausse, en début d'année, qui a correspondu à l'espoir d'une reprise de la demande chinoise, à des chiffres de production bien meilleurs, +24% sur un an pour le ciment, +4% pour l'électricité, à l'annonce d'énormes investissements dans les infrastructures pour les trois prochaines années, \$720 milliards, soit plus qu'en 2008, semble correspondre aujourd'hui plus de doutes car

la demande gonflerait les stocks, exemple d'une hausse de 10% des stocks de minerai de fer dans les ports chinois depuis le début de l'année. Egalement, l'élévation des taux de couverture sur les achats à terme vise à casser la spéculation sur ces produits.

Illustration de la volatilité, le prix du minerai de fer était à \$188/tonne en 2011, \$38 en décembre 2015, \$55 aujourd'hui et une société comme BHP Billiton, grande actrice du secteur, a enregistré une première perte, de \$5.6 milliards en 2015. La hausse en début d'année, comme pour le cuivre, s'est accompagnée d'un gonflement des stocks en Chine. Donc une certaine vulnérabilité persiste, même si tendanciellement, comme pour le pétrole, le défaut d'investissements va rééquilibrer rapidement l'offre et la demande.

Globalement, l'exposition du secteur bancaire au secteur de l'énergie dans le monde ne dépasse pas \$550 milliards, soit 0.8% des \$70 000 milliards de prêts. Il n'y a donc pas lieu de s'en inquiéter.

Que penser de la politique des Banques centrales ? « L'aveuglement prémédité » Léautaud.

Depuis 2008, à chaque fois que les banques centrales offrent des liquidités supplémentaires, le constat est toujours sur l'insuffisance voire l'inefficacité des mesures précédentes, au point que le doute s'instille sur l'efficacité des politiques monétaires. **8 questions méritent une réponse :**

Pourquoi cette prépotence des banques centrales ? Les abondantes injections de liquidités présentent quatre conséquences : d'une part, plus de 20% de la dette souveraine est à taux négatifs, d'autre part, les Etats profitent pour lancer des émissions à 50 voire 100 ans et sont moins soucieux de résorber leurs dettes, aujourd'hui évaluées à \$44 000 milliards, ensuite, beaucoup d'investisseurs se précipitent sur les obligations risquées à haut rendement et enfin, ces injections provoquent incertitude et volatilité. Solution rêvée, les taux bas deviennent donc une partie du problème.

Les lacunes de ces politiques ont été leur incapacité à dynamiser l'investissement des entreprises et à pousser l'inflation à 2%. Chacun sait que ce n'est pas la monnaie qui crée la richesse mais l'investissement.

La réglementation bancaire, cause du tarissement du crédit : Pour conjurer le risque d'une nouvelle faillite bancaire, on a exigé des banques, plus de fonds propres, plus d'actifs aisément négociables, moins d'effets de levier et une meilleure correspondance entre durée des prêts et durée des ressources. Conséquence, les banques restreignent le crédit et un secteur financier de l'ombre, non soumis à ces contraintes, a pu se développer. On pense aux « hedge funds » de crédit, aux Money Market Mutual funds américains et aux SIV, les véhicules d'investissement structurés.

Que penser de « l'helicopter money » ? Trois considérations : d'une part, le « lancer d'hélicoptère », c'est-à-dire la distribution d'argent par la BCE ou une autre banque centrale à chacun est une mesure de plus en

plus envisagée mais, de facto la politique d'injection, accomplit indirectement cet objectif car, en abaissant les taux, elle permet aux Etats de financer leurs dettes et leurs dépenses sociales. D'autre part, ce n'est probablement pas à une institution non élue de prendre une telle initiative et la politique fiscale peut aboutir à un résultat similaire. Enfin, si on envisage de distribuer à chacun des 250 millions de comptes bancaires en Europe 200 Euros, le coût est de 50 milliards et, rien ne dit que cette somme sera dépensée.

Que penser des taux négatifs ? Conceptuellement, ils traduisent un manque de confiance dans le futur, l'idée que le futur vaudra moins cher que le présent. Concrètement, ils handicapent la rentabilité des fonds propres des banques, ils entravent la gestion des fonds de pension, ils pénalisent les sociétés d'assurances, ils incitent les entreprises à substituer du capital au travail. Au regard de ces points négatifs, on peut d'autant plus s'interroger sur la pertinence de cette décision des banques centrales qu'elle ne se traduit même pas par un accroissement des volumes de crédit aux PME ou par la dépréciation recherchée des devises. Le sujet est topique au Japon puisque les deux tiers de la dette se négocient à taux négatifs et l'activité reste atone. On observe que, dans l'hypothèse où les banques ne répercutent pas les taux négatifs sur les dépôts, le crédit est renchéri.

Que penser de la solidité des banques ? La réglementation bancaire, cause du tarissement du crédit : Pour conjurer le risque d'une nouvelle faillite bancaire, on a exigé des banques, plus de fonds propres, plus d'actifs aisément négociables, moins d'effets de levier et une meilleure correspondance entre durée des prêts et durée des ressources. Conséquence, les banques restreignent le crédit et un secteur financier de l'ombre, non soumis à ces contraintes, a pu se développer. On pense aux « hedge funds » de crédit, aux Money Market Mutual funds américains et aux SIV, les véhicules d'investissement structurés. Quand on se souvient que c'est le « Shadow banking » qui avait facilité la titrisation des « subprimes », quand on sait que les encours approchent la moitié de ceux des banques, on peut s'inquiéter. On pourrait en dire autant des « Cat Bonds », obligations catastrophes, commercialisées par des sociétés d'assurances désireuses de s'alléger d'une partie de leurs risques.

Le doute n'est pas tant sur un risque de faillite, car les banques ont été recapitalisées, que sur la capacité à générer des résultats. Les aspects rassurants, c'est Bâle III qui réduit le levier d'endettement des banques, c'est la mise en œuvre de « L'Europe des banques » qui formalise une aide, c'est la création, en Italie, d'une « bad bank », le fonds Atlante qui pourra absorber une partie des Euros 360 milliards de créances douteuses.

Mais, on comprend que les banques se traitent souvent à des cours inférieurs à leurs valeurs comptables car elles ont acquitté des amendes élevées, exemple \$110 milliards aux Etats-Unis dans l'immobilier et ceci n'est pas terminé. En outre, dans chaque pays, les banques détiennent des portefeuilles substantiels de dettes souveraines nationales, les obligations à taux négatifs représentent un encours entre \$7000 et \$9000 milliards et enfin, il est difficile de gagner de l'argent avec des courbes de taux peu pentues.

Que penser de l'inflation ? Sempiternelle question et même réponse. L'inflation ne menace pas, même si, aux Etats-Unis les prix des services s'apprécient de 2.7% sur un an et les loyers de 3.7%. Les injections de liquidités sont plus déflationnistes qu'inflationnistes car elles maintiennent en vie des entreprises non rentables, alimentent des investissements en surcapacités et peuvent provoquer des pertes financières. L'inflation ne serait pas la solution à l'endettement car les taux longs remonteraient. L'inflation faible est bénéfique pour le pouvoir d'achat puisqu'elle résulte souvent d'une flexibilité accrue dans la fixation des salaires ou d'une concurrence avivée dans les services par « l'ubérisation de l'économie » et ses variantes.

Que penser de l'action de la FED ?

Depuis les années 50, la FED annonçait une première hausse de taux moins de 1.5 ans après le creux conjoncturel.

Cette fois-ci, elle aura attendu 6.5 ans après le creux du cycle, pour initier sa première hausse des taux fin 2015. Et, la probabilité d'une deuxième hausse des taux en juin est faible, même si le taux d'inflation « core », 2.3%, dépasse l'objectif de 2%. La FED concentre son regard sur l'indice PCE basé sur les dépenses de consommation et celui-ci n'atteint que 1.7%.

Que penser de l'action de la BCE ?

Monsieur Draghi a un objectif affiché, un taux d'inflation à 2%, un objectif non affiché, le refinancement des pays d'Europe du Sud. Le taux d'inflation « core » n'étant que de 1% et la situation des pays du Sud demeurant fragile, il a donc décidé de porter les achats de la BCE à Euros 80 milliards/mois, accepté d'acquiescer jusqu'à 70% d'une même obligation, ce qui assèche le marché et va initier l'achat d'obligations d'entreprises, ce qui présente un « aléa moral » mais devrait faciliter la reprise du crédit aux entreprises. Toutes ces annonces ont permis un formidable abaissement des taux longs des pays d'Europe du Sud et, fin 2017, la BCE détiendra 20% du stock de dettes.

En conclusion, il serait excessif d'écrire que les politiques monétaires ont été inopérantes. Sans elles, l'Europe serait toujours en crise, sans elles, pour ne prendre qu'un exemple médian, la France n'emprunterait pas à 50 ans à 1.60% mais, comme en 2010, à 4%. Mais ces injections ne sont pas un succédané des autres politiques économiques et ne doivent pas dispenser des réformes structurelles. Quant à la gestion obligataire, elle dépend plus des anticipations sur les taux que du risque présenté par le sous-jacent et donc, la prudence dans les investissements reste de mise.

Que penser de la zone Euro ? « *Je cherche des grands hommes et je n'ai trouvé que des comédiens de leur propre idéal* » Nietzsche.

L'Europe glisse peu à peu vers un croisement, d'un côté, la voie de l'endormissement, d'une désintégration lente, de l'autre, la voie d'un sursaut fédéral. Beaucoup semblent avoir oublié qu'avant l'Euro, la situation économique des pays faibles n'était pas meilleure qu'aujourd'hui. D'autres veulent croire à la mise en place d'un vrai budget fédéral pour financer des infrastructures, des politiques communes dans l'énergie, la défense et la recherche.

La situation économique s'améliore modestement. Sous l'angle budgétaire, le déficit devrait être de 1.9% cette année et la dette publique d'un peu plus de 90%. Sous l'angle de la croissance, les chiffres sont satisfaisants en Allemagne, meilleurs dans plusieurs pays et le taux de chômage, actuellement 10.2%, baisse. Sous l'angle des entreprises, la baisse de l'Euro ces dernières années et celle des matières premières profite aux entreprises, notamment françaises, puisque le taux de marge est passé de 29% à 36%.

Quels risques ? La Grèce ? Le pays n'a reçu qu'un peu plus de Euros 20 milliards des 86 milliards promis. Annuler la dette publique, Euros 310 milliards, 1.8x le PIB, ne semble guère concevable par des pays comme l'Allemagne ou la France, soucieux de ne pas aggraver leur propre ratio d'endettement mais dans les faits, la dette grecque ne sera pas remboursée et ce qui prime, c'est de maintenir une fiction de cette dette : la maturité moyenne, avant allongement prochain à 37 ans, est déjà de 32 ans, le taux de cette dette ne devrait pas excéder 2%, un taux très faible au regard du risque.

Que penser de la conjoncture américaine ?

Indéniablement, le traitement de la crise a été plus probant aux Etats-Unis qu'en Europe : l'Europe vient juste de retrouver le niveau de PIB de 2008, les Etats-Unis le dépasse de dix points, les ventes de détail en Europe restent légèrement inférieures à celles de 2008, les ventes américaines dépassent de dix-huit points ce niveau. Certes, par habitant, les variations sont moindres puisque la population américaine croît quand celle de l'Europe stagne, mais les bénéfices américains dépassent d'un quart ceux de 2008 quand les bénéfices européens restent sensiblement inférieurs.

Si depuis, le creux cyclique de mars 2009, le cycle de reprise a été plus long que la moyenne, il a été également près de deux fois plus faible en termes de taux de croissance, et récemment, au premier trimestre, le taux de croissance, 0.5%, a été le plus faible des deux dernières années, la confiance des petites entreprises faiblit, les dépenses en capital se tarissent et si la richesse des ménages atteint un record de \$86 300 milliards, celle-ci souffre d'être très concentrée.

Plusieurs raisons à cette faible croissance : d'une part, si le taux de chômage a été divisé par deux pour atteindre 5%, les 40 millions d'employés licenciés entre fin 2007 et début 2009, ont retrouvé des emplois

moins bien rémunérés et une étude de Princeton l'a récemment démontré. 80% des emplois créés sont dans des secteurs peu rémunérateurs comme la distribution, la restauration, la santé. De plus, le taux de participation, 62.8% est structurellement plus bas, le taux de chômage global demeure élevé à 9.7%, les salaires, +2.3%, augmentent à peine plus que l'inflation et le pourcentage de travailleurs indépendants est passé de 10% de la population active en 2006 à près de 16%, soit près de 24 millions de personnes mais, souvent les rémunérations sont modestes.

Ensuite, le redressement du secteur immobilier est freiné par une diminution du pourcentage de propriétaires. Les jeunes, lestés par \$1300 milliards de prêts étudiants dont plus de 20% sont jugés défaillants, handicapés par la difficulté à trouver des emplois qualifiés vivent plus longtemps chez leurs parents. Le souvenir des « subprimes » a freiné le recours aux crédits immobiliers et, conjoncturellement, les mises en chantier ont diminué de près de 9% en mars.

La croissance s'est infléchie, la production industrielle, récemment, a baissé, l'indice d'activité dans les services reflète un infléchissement, les créations d'emplois sont moindres, les crédits à risque, « subprimes », prêts étudiants, prêts auto qui expliquent le haut niveau des ventes automobiles à 17.5 millions, prêts au secteur énergie (\$275 milliards pour le pétrole, soit 7% du total) augmentent et le mois de mars a été caractérisé par un nombre de défaillances record. Autant de facteurs qui devraient inciter la Fed à différer la hausse des taux.

Que penser de la conjoncture japonaise ? Prudence.

Le moral des consommateurs est faible. L'augmentation des salaires en mars a été la plus faible des deux dernières années. Les entreprises, mêmes riches de liquidités, hésitent à prendre des décisions qui les engagent sur la durée. La côte de popularité de Monsieur Abe est déclinante car les réformes structurelles évoquées, hormis la dérégulation récente du marché de l'électricité, peinent à aboutir. La deuxième phase de l'augmentation de la TVA devrait être ajournée pour ne pas risquer d'affaiblir la consommation.

Que penser de la situation brésilienne ?

Le Brésil avait réussi à enregistrer une croissance moyenne de 3.9%/an entre 2001 et 2011, mais la situation s'est brutalement dégradée et, depuis le retour de la démocratie en 1988, jamais le Brésil n'a connu, comme aujourd'hui, deux années consécutives de récession. Le PIB a baissé de 3.8% en 2015 et reculera encore de 3.5% en 2016. Par habitant, le recul est encore plus fort, -4.6% en 2015, ce qui est problématique dans un contexte d'augmentation importante de l'endettement des ménages depuis l'année 2008, de 27 à plus de 40% du revenu disponible brut. Ajoutons un taux de chômage record à 7.6%, une inflation très élevée de plus de

10% à cause de la dépréciation du Real l'année dernière, un déficit budgétaire supérieur à 10% en 2015, un ratio de dette publique qui s'aggrave à 75% en 2016, avec un amortissement de la dette qui absorbe 45% du budget. Le prochain gouvernement devra réaliser une réforme courageuse du système de retraites, car si la population est jeune, le coût de la retraite, 11.5% du PIB, équivaut à celui de pays avancés et vieux comme l'Allemagne.

Que penser des devises ?

\$: il est vraisemblable qu'au dernier G20 un accord a été trouvé pour stopper la guerre des devises et enrayer l'appréciation du \$ car un \$ fort réduisait la liquidité internationale. L'attentisme de Madame Yellen a également contribué. Plusieurs avantages : un arrêt des sorties de capitaux des pays émergents et, concrètement, on a pu observer depuis lors une appréciation des devises émergentes. Ensuite, la baisse du \$ a eu pour conséquence un redressement du cours des matières premières, donc un allègement des tensions dans les pays producteurs. Enfin, la baisse du \$ stoppe l'appréciation relative du Yuan et donc les tentations de dévaluations. Le \$ est encore 20% supérieur au niveau de mi-2014, la zone Euro affiche un important excédent des paiements courants mais il est difficile de concevoir que Monsieur Draghi ne réagirait pas à une nouvelle appréciation de l'Euro.

Yen : A l'approche de 105 Yen pour un \$, le Ministre des Finances Taro Aso souhaite stopper l'appréciation du Yen mais quels sont les moyens à sa disposition ? La banque du Japon est déjà beaucoup intervenue et n'est plus en mesure de rejouer le passage de 75 Yen fin 2011 à plus de 120 en 2015.

£ : elle pourrait poursuivre son redressement car la perspective d'un Brexit s'éloigne mais les fondamentaux de l'économie sont mauvais, le déficit des paiements courants, 5.2% en 2015, est le plus élevé de l'après-guerre.

Les devises émergentes : la baisse du \$ profite aux devises émergentes à taux élevés et favorise une reprise du « carry trade ». On pense au Real, à la devise Indonésienne, à la Malaisie et d'autres devises de pays non émergents, le \$ Australien ou la devise Néo-Zélandaise.

L'or : la hausse, 20% cette année, celle de l'argent, +23% cette année, profitent des incertitudes sur la croissance internationale, de l'affaiblissement du \$ et de la généralisation des taux négatifs.

Que penser des marchés boursiers ?

Aujourd'hui, le problème n'est pas tant que les Bourses soient trop chères, c'est que la croissance est trop faible. Les investisseurs restent à l'écoute des banquiers centraux, ont racheté des actions quand Monsieur Draghi a élargi les moyens d'action de la BCE, quand Madame Yellen a différé la hausse des taux et quand Monsieur Kuroda a introduit les taux négatifs mais, il ne s'agit là que de soutiens à court terme.

Aux Etats-Unis, la sélectivité s'impose. Les résultats publiés au premier trimestre ont peu déçu. Hors énergie et financières, ils sont positifs mais, globalement, ils sont en baisse, -5%, pour le quatrième trimestre consécutif et, surtout l'évolution des chiffres d'affaires, -1.9%, a été plus faible qu'escomptée. Certes, le rendement des actions est de 2.2% pour les sociétés du S&P 500, ce qui est satisfaisant mais les dividendes des sociétés du S&P500 sont 50% plus élevés qu'en 1987 et leur augmentation, ces dernières années, a été plus rapide que celle des résultats. En outre, on observe une forte croissance des dettes, une faible augmentation des cash-flows. Beaucoup de dettes contractées ne sont pas utilisées à l'investissement mais au paiement des dividendes ou au financement du rachat d'actions (\$180 milliard sur les quatre premiers mois).

En Europe, l'appréciation récente de l'Euro est la cause principale de la sous-performance des indices européens. Ajoutons la pondération plus élevée des valeurs financières, 21% contre 15% dans le S&P, affectées par la généralisation des taux négatifs. Peut-être également, l'exposition plus importante des pays européens à la conjoncture faiblissante des pays émergents.

Au Japon, la Banque du Japon peut acquérir 7% de la capitalisation, les ménages détiennent plus de la moitié de leurs actifs financiers en liquidités et les rachats d'actions, une politique récente au Japon, se développent depuis deux ans. Autant de facteurs de soutien qui peinent à contrebalancer le scepticisme sur l'efficacité des politiques mises en œuvre.

Conclusion : « *Le doute n'est pas agréable mais l'assurance est un état ridicule* » *Voltaire*.

Doit-on craindre une crise bancaire ? Non si on en croit le FMI qui estime que plus des deux tiers des crises bancaires ont été la conséquence d'une bulle immobilière, qu'on ne saurait guère discerner actuellement. Les crédits à l'énergie aux Etats-Unis inquiètent certains mais ils représentent 5% du PIB quand les crédits hypothécaires en 2007 équivalaient à 70% du PIB.

Doit-on craindre l'éclatement d'une bulle ? Obligations plus probablement qu'actions. Mais aussi longtemps que les injections de liquidités persistent, le risque est modéré.

Peut-on espérer une croissance économique plus élevée ? La réponse, à court terme est négative et on peut adhérer à la thèse soutenue par Gordon d'une croissance anémique que des innovations insuffisamment « disruptives » ne permettent pas de dynamiser. A juste titre, il observe que la révolution numérique concerne essentiellement la communication et le divertissement, soit 7% du PIB.