

Bilan économique et financier



et perspectives 2011...

CONJONCTURE MONDIALE 2010 - PERSPECTIVES 2011

2010 : forte reprise de la croissance mondiale

D'un point de vue macroéconomique, l'année 2010 aura été caractérisée par une forte reprise de la croissance mondiale (initiée au second semestre 2009), par la dichotomie entre les rythmes de croissance des pays émergents et des pays développés, et par la crise des dettes souveraines de certains pays périphériques de la zone euro. Les économies ont été confrontées à des problématiques très différentes, avec d'un côté des pays en surchauffe avec résurgence des tensions inflationnistes et, de l'autre, des pays faisant face au risque de déflation (Etats-Unis, Europe) impliquant des réponses de politiques économiques divergentes.

Au premier semestre 2010, les économies ont continué de progresser à un rythme soutenu grâce à la poursuite de plans de relance budgétaire et la conduite de politiques monétaires extrêmement expansionnistes dans la plupart des pays (conduisant à un redémarrage du commerce mondial). En particulier, de nombreuses économies émergentes ont enregistré des rythmes de croissance supérieurs à leur potentiel, leur permettant de revenir à des niveaux de production bien plus élevés que ceux d'avant crise. Les économies développées ont également été dynamiques en début d'année mais dans une moindre mesure. **Le second semestre 2010** a été caractérisé par une décélération de la croissance liée à un moindre restockage et à une atténuation des effets des stimuli fiscaux (les chiffres de croissance au T4-10 ne sont pas encore disponibles).

Du côté des pays émergents, l'Asie émergente aura été particulièrement dynamique en 2010 (7,8%), profitant de la reprise du commerce mondial mais également des demandes domestiques (en Inde par exemple). L'Amérique Latine a également enregistré une forte croissance (5,6%), avec en première ligne le Brésil qui a bénéficié d'une forte reprise de sa demande domestique. L'Europe de l'Est a été la zone émergente la moins dynamique (1,5%). La Russie a connu une croissance relativement dynamique en 2010 (3,8%) mais après une récession extrêmement marquée (-7,9% en 2009). De nombreux pays ont été confrontés à la forte hausse du crédit (reprise de l'immobilier). Le risque inflationniste est également revenu sur le devant de la scène dans un certain nombre de pays (Inde, Brésil, Russie et plus récemment en Chine), du fait de la remontée du prix des matières premières mais également en raison des tensions domestiques des économies.

Du côté des économies matures, le pays ayant particulièrement bénéficié du dynamisme des émergents aura sans conteste été le Japon. En 2010, l'économie nipponne a en effet retrouvé un rythme de croissance d'avant crise (2,8%). La zone euro a, quant à elle, été une fois de plus caractérisée par ses hétérogénéités en 2010. La croissance aura été globalement modérée (1,6% en moyenne) mais avec d'importantes divergences. L'Allemagne est le moteur de la zone, avec une croissance qui pourrait s'établir à 3,5% en 2010. Toutefois, la crise des dettes souveraines a contraint plusieurs pays à mettre en place des plans d'austérité budgétaire qui ont commencé à peser sur leur dynamique de croissance. La Grèce, l'Irlande et l'Espagne devraient encore enregistrer une croissance négative en 2010 (de respectivement -4,3%, -0,7% et -0,2%). La France peut être considérée comme l'élève moyen, se situant entre ces deux extrêmes avec une croissance qui devrait être de l'ordre de 1,5/1,6% en 2010. Le marché du travail européen ne s'est pas amélioré (taux de chômage à 10,1% en octobre vs 9,9% en janvier), cachant d'importantes divergences en fonction des pays. Aux Etats-Unis, le ralentissement de la croissance à partir du milieu d'année a été beaucoup moins marqué qu'initialement anticipé, avec une croissance proche de 2,5% T/T annualisé au 3^{ème} trimestre contre 2,75% au 1^{er} semestre 2010. Le partage de la valeur ajoutée a continué à se déformer au profit des entreprises avec des gains de productivité qui devraient atteindre 3,5% en moyenne en 2010. La conséquence de forts gains de productivité a été de faibles créations d'emplois (environ 1,2 million dans le secteur privé après 8,4 millions de destructions lors de la récession), ne permettant pas au taux de chômage de significativement baisser (9,7% en janvier ; 9,4% en décembre). Les marchés immobilier et de l'emploi restent le point noir de l'économie américaine.

2011 : vers un monde tripolaire ?

Les thèmes qui ont dominé 2010, dichotomie des rythmes de croissance et crise des dettes souveraines, seront vraisemblablement toujours d'actualité en 2011. En zone euro, l'assainissement des finances publiques pèsera sur la croissance. Les économies émergentes devraient ralentir en comparaison des rythmes de 2010, tout en restant dynamiques. Les Etats-Unis vont bénéficier d'un nouveau stimulus fiscal, décidé début décembre, qui prévoit, outre l'extension pour deux ans des baisses d'impôts Bush de 2001/2003, d'allonger les prestations chômage pendant treize mois et de baisser certaines taxes payées par les ménages. La conséquence directe sera l'absence de consolidation budgétaire aux Etats-Unis en 2011 avec un déficit budgétaire, en pourcentage du PIB, de 9,4%. On pourrait donc passer d'un monde bipolaire en 2010 à un monde tripolaire en 2011. Le FMI prévoit une croissance mondiale de 4,2% en 2011 (contre 4,8% en 2010).

EVOLUTION DES MARCHES ACTIONS - ANNEE 2010

Au premier semestre, le retour de l'aversion pour le risque a provoqué une forte volatilité sur les places boursières et une baisse généralisée des marchés mondiaux : Shanghai -26.8%, Tokyo -11%, indices américains SP500 -7.6%, Nasdaq -7%, MSCI monde -10.9%. Les indicateurs économiques témoignaient pourtant de la poursuite de la reprise, et, les résultats des entreprises (notamment celles dont l'activité est liée aux pays émergents) ont dépassé les attentes.

En Europe, les fortes tensions sur les risques souverains des pays périphériques, la peur d'une contagion à d'autres pays et les incertitudes macro-économiques (faibles croissances liées aux plans d'austérité budgétaire) ont maintenu les marchés sous pression. Les indices des pays situés en dehors de la zone euro ont mieux résisté à la tendance (Suède +5.5%, Zurich -6.4%, Londres -9.2%). L'indice Eurostoxx50 s'est replié de 13.2% (Francfort +0.14%, Paris -12.5%, Milan -16.9% et Madrid -22.6%).

Le deuxième semestre a été plus positif, marqué par une remontée de l'ensemble des indices boursiers, accueillant favorablement la mise en place d'un nouvel assouplissement quantitatif de la part de la Fed et saluant les résultats d'entreprises souvent au-dessus des attentes : Shanghai +17.1%, Tokyo +9%, indices américains SP500 +22%, Nasdaq +25.8%, indice MSCI monde +22.9%, Londres +20%, Francfort +15.9%, Paris CAC40 +10.5%, Eurostoxx50 +8.5%. Mais le rebond est resté très différencié, avec des performances négatives de pays davantage affectés par la crise financière (Madrid et Milan + 4.5% seulement).

Au final, les places mondiales clôturent **l'année 2010 avec des performances boursières très disparates** : Shanghai -14.3%, Tokyo -3%, les indices américains SP500 +12.8%, Nasdaq +16.9%, touchant des plus hauts, indice MSCI monde +9.6%. La crise a séparé schématiquement l'Europe en deux : des performances boursières positives pour les pays hors zone euro et du nord de l'Europe (Suède +21.4%, Royaume-Uni +9%, Allemagne +16.1%, Pays-Bas +5.7%) et des performances en forte baisse pour les pays du sud qui cristallisent toutes les inquiétudes (Grèce -35.6%, Espagne -19.2%, Italie -13%). Le CAC 40 affiche une performance de -3.3% et l'Eurostoxx50 termine l'année en recul de 5.8%. Rappelons que l'année 2010 s'est achevée sur un repli de l'euro contre dollar de 7%; certaines devises refuges (yen, franc suisse) ont fortement progressé. La Chine, quant à elle, a laissé sa devise lentement s'apprécier. Dans ce contexte, l'or a fait office de valeur refuge et son cours est monté de plus de 30% en 2010 atteignant un record mi décembre à 1420\$.

En zone euro, les **résultats 2010 des grandes entreprises** largement exposées au reste du monde ont été supérieurs aux attentes. Les **meilleures performances sectorielles** reviennent aux valeurs exportatrices bénéficiant de la dynamique des pays émergents et de la hausse du dollar contre euro : l'automobile (+42.8%), soutenue par la forte demande des pays en développement et entraînant à la hausse le prix de certains métaux de base, l'industrie (+26.8%), le secteur Luxe et biens de consommation (+26.7%), la chimie (+22.2%) et les sociétés de Transports & Tourisme (+21.9%).

Parmi les **secteurs sous pression**, les banques ont été particulièrement attaquées (-26.9%) du fait de leur forte exposition à la dette souveraine des pays périphériques, et de la réforme en cours des ratios de liquidité et des besoins de fonds propres. Les valeurs du sud de l'Europe ont particulièrement baissé (en Espagne BBVA -38.2%, Banco Santander -31.4%, en Italie Intesa Sanpaolo -35.6%, Unicredit -30.8%). L'assurance a également reculé (-6.9%).

D'autres secteurs domestiques ont enregistré des baisses : services collectifs (-14.7%), télécoms (-9.7%), construction (-5.7%). Le secteur pharmaceutique a été malgré tout très décevant (-5.1%), comme celui de l'énergie (-3.2%) pénalisé par les grandes valeurs pétrolières, et ce, malgré un cours du brut en hausse de 15%, clôturant l'année à 91.4\$ le baril.

Perspectives 2011

Les marchés européens devraient être positifs en 2011, tout en conservant une certaine volatilité, fonction de la résurgence des problèmes de solvabilité des Etats de la zone euro et des solutions apportées. Les facteurs de soutien subsistent : valorisations modérées des marchés avec des rendements sur dividendes supérieurs à ceux des taux longs, liquidités abondantes et retour à une croissance bénéficiaire normalisée (12% pour les entreprises de la zone euro qui devraient continuer de bénéficier de la dynamique de zones géographiques en croissance et du redressement de la demande interne notamment en Allemagne). Les performances attendues des marchés devraient être en ligne avec la croissance bénéficiaire des entreprises.

EVOLUTION DU MARCHÉ TAUX - ANNÉE 2010

L'année 2010 aura été marquée par le maintien de politiques monétaires très expansionnistes dans les pays développés, avec un maintien des taux d'intérêt de référence à des niveaux historiquement faibles (1% pour la BCE, 0,25% pour la Fed, 0,5% pour la Banque d'Angleterre). La Banque du Japon a, quant à elle, à nouveau abaissé son taux de 0,1% à 0%. Le maintien de politiques non conventionnelles s'est toutefois traduit par des choix très différents des deux côtés de l'Atlantique, la Fed se révélant beaucoup plus agressive dans ses décisions de politique monétaire alors que la BCE est restée orthodoxe, même si certains événements l'ont obligée à faire des choix difficiles (notamment la mise en place du SMP - Security Market Program – lui permettant d'acheter des titres souverains européens). Dans les pays émergents, un resserrement des politiques monétaires s'est observé pour faire face au risque de surchauffe de leur économie et/ou à la montée du risque inflationniste.

La zone euro a connu sa plus grave crise depuis sa création. Les révisions successives du déficit public grec en ont été le déclencheur, attisant à chaque fois un peu plus la défiance des investisseurs en dépit des déclarations de soutien des chefs d'Etats de l'UE.

Les agences de notation Moody's et Standard & Poor's ont abaissé leur notation de la Grèce, la classant dans la catégorie des dettes spéculatives.

Le Portugal, puis l'Irlande, ont également souffert de la défiance des marchés accompagnée de craintes de contagion. Ces deux pays ont également vu leurs notations dégradées par les agences, restant toutefois dans la catégorie « investissement ».

Les taux d'Etat grecs ont connu un pic en mai, à 14.58% sur le 5 ans, interdisant de fait l'accès de la Grèce à un refinancement par le marché obligataire. La création du Fond Européen de Stabilisation Financière et le soutien de la BCE ont écarté tout risque de défaut d'un membre de la zone euro sans pour autant atténuer la nervosité des investisseurs. Les taux de la dette grecque ont connu une forte volatilité au cours de l'année. Le 31 décembre, le 5 ans se traitait à 13.47%.

L'automne a vu renaître les inquiétudes quant à la crise des dettes des pays périphériques. Confrontée à des problèmes de solvabilité et de liquidité, l'Irlande a eu recours à l'aide conjointe de l'Union Européenne et du FMI pour un montant de 85 milliards d'euros. Le 6 ans irlandais a dépassé 8.60% de rendement en novembre et a clôturé l'année à 8.20%. Forts des expériences grecque et irlandaise, les investisseurs se sont concentrés sur deux types de problèmes (solvabilité-liquidité). La fin d'année a ainsi été marquée par une volatilité accrue des marchés, selon que les risques de contagion de la crise irlandaise à d'autres pays périphériques (le Portugal et l'Espagne notamment) étaient importants. Les taux portugais ont notamment été très volatils avec un pic à 6.07% en mai sur le 5 ans qui a terminé l'année à 5.70%. Par ailleurs, les différents plans d'austérité annoncés après le plan grec, au Portugal, en Espagne, en France, ont amené de nouvelles inquiétudes quant à la reprise économique dans les pays les plus en difficulté.

Dans ce contexte incertain, les dettes des pays AAA de la zone euro ont bénéficié de forts courants d'achats qui ont poussé les taux obligataires allemands et français vers leurs plus bas niveaux: 2.47% sur l'OAT 10 ans en août.

A partir de septembre, le meilleur climat économique en Allemagne, l'annonce par l'Irlande de nouvelles mesures de recapitalisations pour son secteur bancaire mais aussi la publication par le Portugal d'un nouveau plan budgétaire ont permis une correction des excès de l'été, laissant remonter les taux des pays AAA: l'OAT 10 ans se traitait à 3.36% le 31 décembre 2010.

Le marché de la dette privée s'est très bien comporté, soutenu par les bons résultats publiés par de nombreux émetteurs. Les primes de rendements ont montré une remarquable stabilité, mais sans réel resserrement des spread.

Perspectives 2011

Le niveau encore très bas des rendements monétaires et obligataires pour les emprunts d'Etat aux Etats-Unis et dans les pays du noyau dur de la zone euro (Allemagne, France, Pays-bas, Autriche, Finlande) correspond à une situation de crise qui ne semble plus être la situation actuelle. Les Banques Centrales des pays développés devraient maintenir des niveaux de taux directeurs toujours très bas sur une large partie de l'année 2011 mais sortir progressivement de certains soutiens quantitatifs de liquidité.

Les taux devraient alors amorcer une remontée. Les soutiens de l'Europe et du FMI aux pays en difficultés de financement devraient permettre aux plans d'austérité d'éviter une grave crise de l'euro. L'amélioration économique mondiale et la vigilance des entreprises renforcent les bonnes perspectives sur les émetteurs privés.