

3 Octobre 2011

EDITORIAL

On vous avait prévenus...

Il est toujours facile après coup d'expliquer pourquoi la crise financière que nous vivons était inéluctable. Notre seul mérite est d'avoir annoncé dans notre dernière « newsletter » la séquence des événements qui ont secoué la planète finance depuis cet été : le défaut partiel de la Grèce, la crise des dettes souveraines y compris de la dette US, la paralysie des marchés dans la crainte d'un effet domino et enfin le spectre d'une nouvelle récession dans les pays développés. Il est aussi d'avoir indiqué clairement que la crise n'était pas uniquement financière mais structurelle ce que tout le monde s'accorde à dire aujourd'hui. Nous nous étions trompés sur un point, l'attitude des banques centrales et notamment de la BCE. Encore une fois elles ont joué les pompiers en attendant que les gouvernements prennent un relai qui apparaît de plus en plus problématique. Dans cette « newsletter » nous analysons naturellement les éléments conjoncturels et financiers de nature à permettre de formuler un jugement sur l'ampleur et les conséquences de la crise et nous tenterons de dépasser l'analyse factuelle. Certes le rôle de Pythie est gratifiant mais l'action est essentielle. Synthèse Finance, en engageant une réflexion sur le thème « quelle stratégie adopter face à la crise », essaiera au cours des prochaines semaines d'être un acteur de propositions concrètes vis-à-vis de ses lecteurs et de ses clients. Nous continuerons donc à développer une méthodologie d'analyse des risques et de mise en œuvre de

moyens de limiter ces risques tant au niveau de la gestion de l'entreprise que de la gestion de patrimoine.

Nous continuerons donc à aller de la macro-économie à la micro-économie car les deux nous semblent indissociables et sommes bien sûrs attentifs à toutes vos réactions dont nous vous remercions par avance.

Deux faits marquants ont illustré notre récente actualité :

- L'arrivée de Jean-Louis Chave dans l'équipe Synthèse Finance. Il apporte son expérience de direction de banques de réseau pour conseiller les chefs d'entreprise, et mettre sur pied des solutions de financement innovantes ;

- Le succès de la création de la SAS Klara Invest, système de financement innovant qui rapproche investisseurs et porteurs de projets, en introduisant un important effet de levier sur les fonds propres.

Vous pouvez naturellement vous désinscrire et retrouver la collection des lettres sur notre site internet www.synthese-finance.com. Vous serez également les bienvenus à la conférence « Crise : Risques et Opportunités » organisée conjointement avec la CCI du Vaucluse à l'amphithéâtre de l'UIMM (Avignon Agroparc) le 13 octobre à 18h30.

Bonne lecture et à bientôt.

L'équipe de Synthèse Finance

Sommaire :

- ◆ Editorial 1
- ◆ Indicateurs conjoncturels 1
- ◆ Crise financière européenne 2
- ◆ Les graphiques du mois 3
- ◆ Prévisions taux d'intérêt et changes 4
- ◆ Crise : quelle attitude adopter 4

Quelques indicateurs conjoncturels

France : la consommation soutien encore l'activité mais les ménages dépriment et les entreprises voient l'horizon s'assombrir

- 😊 Progression de la consommation de ménages après le ralentissement du 2^{ème} trimestre et légère reprise des immatriculations de véhicules neufs
- ☹️ Indicateur du climat des affaires dans l'industrie en recul et repli important des perspectives de production (INSEE)
- ☹️ Forte dégradation de l'opinion des ménages (indicateur de confiance)
- ☹️ Indicateur du climat des affaires dans les services en recul et baisse des perspectives (INSEE)
- ☹️ Taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie en baisse en août (78.7%) (Banque de France)
- ☹️ Poursuite de la hausse de l'indice des prix (IPCH France +2,4 en glissement annuel) et forte accélération de la hausse de l'indice des prix à la production et surtout des prix des logements (+7.7 % en glissement annuel)
- ☹️ Ralentissement de la demande de crédit des ménages (crédits à l'habitat) et progression des crédits aux entreprises sur les crédits de trésorerie
- ☹️ Déficit publics stables (- 5,7 % du PIB) mais poids accru de la dette publique (85.4 % du PIB)
- ☹️ Solde mensuel de la balance des paiements plus négatif en juillet (- 4.5 Mds € contre -3.4 en juin) et solde énergie incluse sur 12 mois de - 67,1 Mds € (2010 : - 51,7 Mds €).
- 🤔 Hausse du nombre de logements autorisés en moyenne annuelle mais ralentissement d'un mois sur l'autre et baisse des perspectives de mises en chantier
- Stabilité du taux de chômage au 2^{ème} trim (Insee 9,6 %) mais dégradation de l'indice Eurostat sur juillet (9.9 %) et hausse de l'emploi salarié

↘ Prévisions FMI du PIB France stables sur 2011 : +1,7 % mais prévisions 2012 en recul : +1,4 %

Zone Euro : encore tirée par l'Allemagne (mais qui s'essouffle) et l'inflation qui se réveille

- 😊 Progression de la production industrielle tirée par l'Allemagne
- 😊 Crédits aux entreprises en hausse
- ☹️ Crédit aux ménages en progression ralentie
- ☹️ Solde mensuel du commerce extérieur stable (juillet) mais déficitaire en juillet comme en juin. Solde des transactions courantes cumulé sur 12 mois : - 71,8 Mds € dont - 53,5 Mds € pour la France !...
- ↗ Indice des prix zone Euro (+2.5 %) l'Allemagne ne tirant plus l'indice vers le bas (+2.5 %) avec Italie (+2.3 %) et Espagne toujours en hausse (+3.7 %). Prévisions pour l'année 2011 : +2.0 à +2.8 % (révision en forte hausse). Prévisions 2012 : +1.0 % à + 2.4 % (révision en hausse). Inflation 2011 : de +1.0 à + 5.6 % selon les pays
- ☹️ Indicateur climat des affaires dans l'industrie en baisse notamment en Allemagne
- 🤔 Finances publiques : déficit public en diminution (- 4.3 % du PIB prévu pour 2011) et dette publique stable (88.6.1 % du PIB en 2011) mais en hausse sur 2012 (90.0%) mais avec des écarts très importants entre pays
- ↗ Prévisions PIB 2011 : entre +1,6 % (FMI) et + 2.0 % (OCDE) avec +2,7 à 3.4 % pour l'Allemagne et +1.1 à 2.0 % en 2012
- Taux de chômage stable à 10,0 % mais écarts élevés : 6.1 % en Allemagne et 21.2 % en Espagne

Indicateurs juillet-août 2011 disponibles à fin septembre 2011 (source BCE, Banque de France, INSEE, Eurostat)



Crise financière européenne

« Cours camarade le vieux monde est derrière toi » (Mouvement étudiant - France Mai 1968)

Dans notre dernière « newsletter » nous soulevions un certain nombre d'interrogations :
1/ dans le jeu de mistigri initié aux Etats-Unis en 2007-2008, qui a perdu la partie et gardé le valet noir ?

2/ sommes nous entrés dans un nouveau cycle économique ?

La réponse à ces questions n'incite pas à l'optimisme. Le valet noir ce n'est pas tant l'Union Européenne mais plutôt, à l'intérieur de l'Union, la Zone Euro qui la garde en fin de partie et le changement de cycle est évident, ce qui ne laisse guère entrevoir de sortie par le haut pour les Etats surendettés.

Tout d'abord, force est de constater que l'Union Européenne, première puissance économique mondiale devant les Etats-Unis depuis 2003, ne fait toujours pas le poids sur le plan politique. Les analystes démontreront qu'elle est loin d'avoir les attributs d'une puissance, réduite par la volonté des Etats à une zone de libre échange sans grand pouvoir supra-national, sans harmonisation fiscale, budgétaire, sociale, etc... Rien ne l'empêcherait pourtant de vivre encore longtemps dans cette ambiguïté.

Mais la difficulté réside dans le fait qu'au sein de cette Union, 17 états sur 27 ont adopté une monnaie commune, l'Euro. On a voulu ainsi démontrer le mouvement en marchant et créer une zone de fédéralisme monétaire à l'intérieur d'une zone non intégrée. Et c'est là que se situe le cœur de tous les problèmes, le défaut originel. La zone Euro n'est certes pas une zone monétaire optimale au sens économique mais son vice essentiel est d'avoir été gérée sur le plan politique comme l'UE alors que la BCE aurait dû avoir comme pendant un gouvernement économique de la zone.

On sait ce qu'il en est advenu. Les marchés ont vu le maillon faible de la chaîne et ont compris tout le profit qu'ils pouvaient tirer des différentiels de risque et donc de taux à l'intérieur de la zone. Une banque centrale maîtresse des taux courts, mais des taux longs s'écartant de plus en plus entre les Etats : il y avait là matière à spéculation sans grand risque. Ajoutons à cela des banques suralimentées en liquidités par les banques centrales qui ont volé au secours du capitalisme financier, des Etats surendettés de manière structurelle depuis 30 ans et conjoncturelle depuis 2007, toutes les composantes d'un cocktail explosif étaient réunies.

Comme les animaux qui chassent en meute en s'attaquant aux plus faibles, les fonds spéculatifs ont naturellement jeté leur dévolu sur la Grèce, petit pays (2,9 % du PIB de la zone Euro - mais quel est le vrai PIB de la Grèce ?) donc à portée de spéculation sans grand risque d'échec et caricature de tous les défauts de gouvernance. Ne nous y trompons pas, la Grèce est un test et la question n'est plus « fera-elle défaut ? » mais « quand ? ». Comment imaginer que des générations de Grecs acceptent sans se révolter de payer la décision irresponsable d'entrer dans une zone monétaire à l'abri de laquelle on a pu s'endetter sans vergogne sans en mesurer les risques ?

A cette occasion les gouvernements de la zone Euro ont démontré que venir au secours d'un animal blessé n'était pas encore dans leurs

gènes. Mais face au risque de contagion, ils se sont enfin accordés sur un plan qui ne sera peut être jamais totalement mis en œuvre. Le temps des marchés n'est pas le temps des politiques et soumettre de telles décisions à 17 parlements peut laisser perplexe. Il est clair qu'après la Grèce ce sera le tour de l'Italie, puis du Portugal, de l'Espagne, etc... Alors comment en est-on arrivé là et peut-on en sortir ?

L'endettement des états de la zone, pris globalement, n'a rien de dramatique (85 % du PIB contre 94 % pour les Etats Unis) et le président de la BCE l'a rappelé en termes peu diplomatiques à Tim Geithner, Secrétaire d'Etat au Trésor aujourd'hui donneur de leçons et surtout quelque peu préoccupé par un choc en retour vers le système bancaire US alors que le problème majeur se situe de l'autre côté de l'Atlantique. Le cynisme dans cette guerre économique est parfois sidérant.

Mais l'endettement de la zone Euro, globalement acceptable, a un défaut majeur. Il repose sur de multiples débiteurs dont la solvabilité est très différente. De ce point de vue, les taux directeurs de la BCE n'ont plus aucun sens sinon de jouer comme un pousse-au-crimé pour des banques pouvant engranger des différentiels de taux confortables sans risque de change. Pouvoir faire du carry-trade sans risque : quel meilleur business peut-on trouver dans le monde bancaire ? Lorsque l'Allemagne paie en juillet 2011 du 2.74 %, la Grèce paie du 16.15 %, l'Espagne 5.83 % et la France 3.40 %. Avec une seule devise, ayant le statut de devise internationale sur laquelle les transactions sont faciles et de faible coût et des produits de couverture de risque disponibles comment pouvait-on imaginer que les traders ne fassent pas une fois de plus tourner la machine qui rapporte de gros bonus. C'est là où la finance américaine a donné la pleine mesure de son efficacité. En développant à outrance le marché des CDS (Credit Default Swaps) elle a créé un marché virtuel de la dette, pseudo marché d'assurance contre le risque et en réalité véritable marché de spéculation au profit des hedge funds. La Grèce aurait conservé la drachme comme devise, les fonds spéculatifs auraient eu tôt fait de se lasser : marché trop étroit, exotique, peu rentable... Ils seraient rapidement passés à autre chose, le blé, le pétrole, ou la graine de caroube. Mais le drame est que la Grèce a une devise, l'Euro, des partenaires qui ne peuvent s'en désintéresser et qu'il lui est impossible de sortir de la zone quoiqu'en disent des économistes ou des politiques mal avisés (ou mal intentionnés). Une sortie de la Grèce serait une catastrophe technique et mettrait la zone euro à genoux.

Mais on voit bien que l'enjeu n'est déjà plus là. Il est sur les banques européennes qui représentent en termes de spéculation potentielle bien plus que la Grèce et en termes de proies un autre attrait économique que les musées athéniens. D'où les grandes manœuvres du jeu de billard subtil, alimenté par les agences de notations et les injonctions de T. Geithner, et relayées par notre ancienne Ministre des finances : vous démontrez que vous pourrez résister à un défaut de la Grèce, parfait. Sauvez-vous résister à une torpille sur l'Italie ? Touché-coulé la Société Générale prend l'eau et les vendeurs de CDS se frottent les mains (les CDS émis par les 5 plus grandes banques

américaines atteignent des montants supérieurs au PIB des Etats Unis !...). Au passage, il faut saluer la parfaite coordination avec les agences de notation -dont le timing dans les annonces est une merveille- et la totale implication de l'administration américaine désormais totalement sous influence.

Une coordination en vue d'un contrôle plus rigoureux des mécanismes de couverture de risques ou une interdiction pure et simple de ces outils sur les dettes souveraines auraient été la seule bonne réponse. Les banques européennes sont donc, via la dette italienne le véritable enjeu de la spéculation.

Face à ces grandes manœuvres pour le pouvoir financier mondial, les Etats mettent en place des plans de rigueur et incitent les banques à se recapitaliser : mauvaise réponse à un mauvais coup. A un défaut du marché, ils font une réponse de marché ne pouvant soit oser casser la mécanique infernale soit dire aux peuples qu'ils sont impuissants.

Peut-on arrêter ce jeu de massacre et quelles peuvent être les solutions ? Tout d'abord, il faut comprendre que, quels que soient les plans d'austérité, les dettes des Etats surendettés ne pourront que continuer à croître. Pour que ce ne soit pas le cas il faudrait que les budgets soient structurellement excédentaires (ce qui est loin d'être envisagé puisque dans le meilleur des cas on vise à l'horizon 2015-2020 un retour aux fatidiques 3 % de déficit), que la croissance soit de retour et soutienne les rentrées fiscales (alors même qu'on engage des plans de rigueur / récession), que les taux d'intérêt restent faibles et ne redonnent pas aux marchés ce qu'on a prélevé sur les contribuables (alors que les taux d'inflation remontent), bref autant de vœux pieux qui repoussent le désendettement aux... calendes grecques. Si une sortie « vertueuse » n'est pas possible, une seule issue, l'inflation et/ou le défaut de paiement. Certes les créanciers engrangeront leurs pertes mais mieux vaut une réponse rapide qu'une guerre d'usure qui consumerait les dernières munitions dans une lutte inutile contre la spéculation. Une telle mesure radicale doit, pour redonner de la visibilité, s'accompagner d'une refonte du système : « européanisation » des dettes souveraines, renonciation à la souveraineté économique et surtout budgétaire, remise du pouvoir aux mains d'un gouvernement européen pendant de la BCE. A ces conditions seulement, les marchés se heurteraient à une résistance qui créerait un véritable risque de perte pour la spéculation. Mais il est clair qu'un tel scénario ne met pas la zone euro à l'abri d'une implosion, la volonté européenne n'étant pas la même dans tous les Etats.

Nous entrons donc dans une zone de fortes turbulences. Face à ces incertitudes, les prévisions sur les taux d'intérêt ou sur les taux de change se révèlent très aléatoires. Quoiqu'il en soit la gestion du risque devient un enjeu stratégique majeur pour l'entreprise.

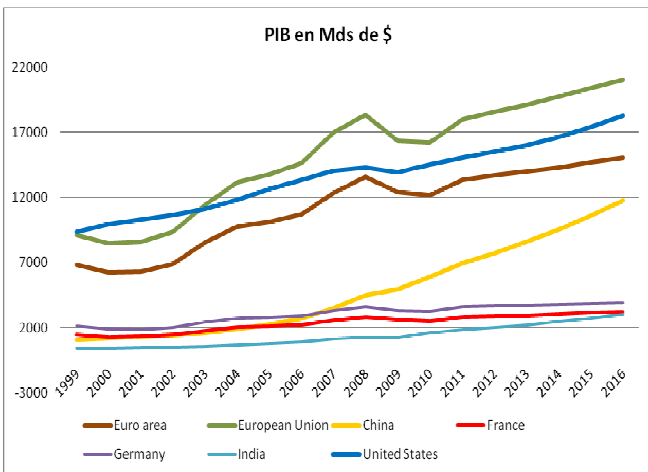
« Alors s'assit sur un monde en ruines une jeunesse soucieuse ». Alfred de Musset, La Confession d'un enfant du siècle, 1836.

Gérard Mazziotta

Graphiques du mois

La crise de 2007-2008 : redistribution des cartes, la zone euro garde le mistigri en fin de partie

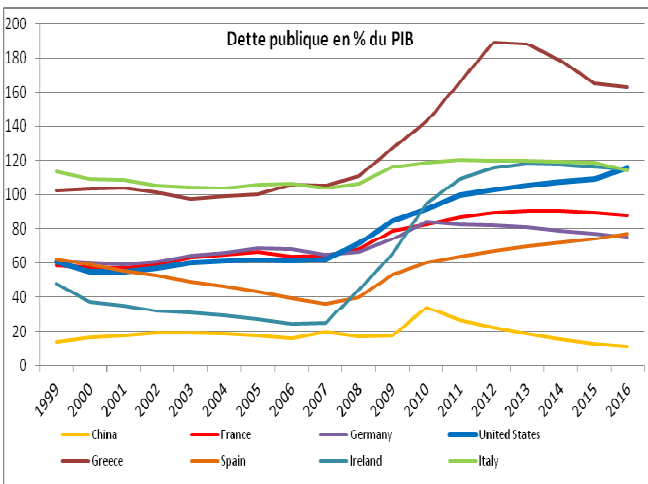
Depuis 2003 l'Union Européenne est la 1^{ère} zone économique mondiale. Paradoxalement, la crise a remis les Etats-Unis en selle et la finance américaine mène le jeu. La zone Euro ralentit. Dans cette vaste redistribution des cartes, elle paye son manque de gouvernance et les dérapages de quelques uns. C'est elle qui garde le « valet noir » d'une crise initiée aux Etats Unis, pendant que la Chine accélère...



Source Fonds Monétaire International

Les résultats de la crise

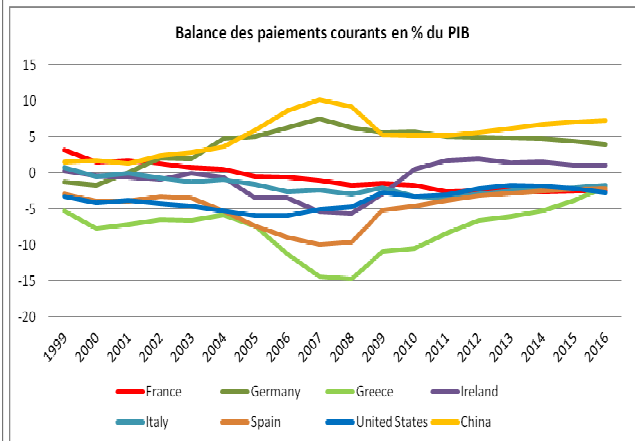
Les plans de relance ou de soutien de l'économie ont engendré un processus cumulatif d'endettement public qui ne se résorbera que très lentement. Certes l'endettement de la Grèce à plus de 180 % du PIB est insoutenable mais quid de celui des Etats Unis à près de 120 % à l'horizon 2016. Largement exporté, mais pour combien de temps, cet endettement colossal parie sur une forte reprise économique. Si le scénario est contredit, le système financier international sera profondément remis en cause.



Source Fonds Monétaire International 09 2011

Les cigales et les fourmis

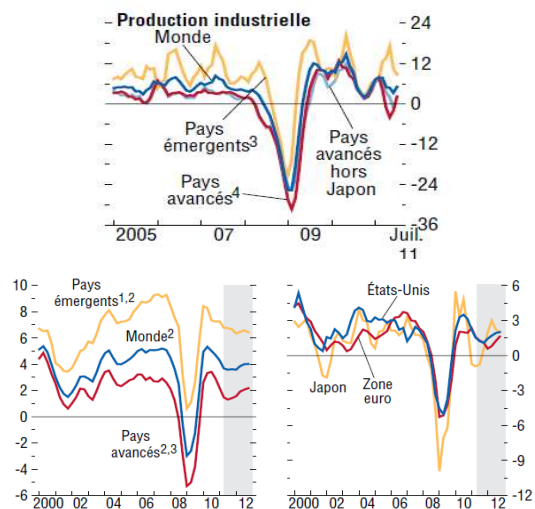
Des pays structurellement déficitaires et consommateurs face à des pays structurellement excédentaires et producteurs, un schéma qui n'est supportable que lorsqu'il est compensé par des mouvements de capitaux. Lorsque les créanciers commencent à douter le schéma n'est plus tenable. La France a plongé dans les déficits depuis 2005. L'Allemagne ne pourra plus continuer à équilibrer la Zone Euro. La Grèce se réajustera par une compression du pouvoir d'achat.



Source Fonds Monétaire International 09 2011

Les économistes retiennent leur souffle

Les perspectives économiques mondiales restent positives sur 2012 soutenues par les pays émergents. Mais le recul de la production industrielle dans les pays développés laisse craindre une nouvelle rechute de l'économie. Sortie de crise en racine carrée ou en W ? Les pronostics sont délicats.



Graph 1 - Production industrielle en variation annuelle. Source Fonds Monétaire International 09 2011

Graphs 2 et 3 Perspectives économiques mondiales : var trim du PIB par rapport à l'année précédente. Source Fonds Monétaire International 09 2011

Prévisions taux d'intérêt et changes

Comme prévu la BCE a relevé d'un demi-point son taux directeur en juillet pour le porter à 1.50 %. Les anticipations inflationnistes que nous évoquons plus haut devraient en théorie l'inciter à poursuivre ce mouvement fin 2011- début 2012. Or, il est fort possible qu'il n'en soit rien, voire même que ce soit la politique inverse qui soit menée face à un risque majeur de blocage du marché interbancaire. Le président de la BCE semble avoir résolument pris le parti de sauver « le soldat Euro » (d'où le départ de Jürgen Starck ?) et pourrait conjurer l'alimentation en liquidités et baisse des taux d'intérêt redonnant ainsi de la compétitivité aux banques européennes et contrant la FED résolument non coopérative. Dans ces conditions nous risquons un découplage accentué taux courts / taux longs qui aura surtout pour effet de renflouer le système bancaire et de mettre à mal les entreprises et les particuliers. Or une politique de taux bas et de liquidités abondantes risque à l'évidence de continuer à accréditer l'idée que la situation actuelle est soutenable et de favoriser la création de bulles spéculatives notamment sur des actifs tels que l'immobilier. Cette

situation ouvre la voie à des périodes de corrections brutales qui s'accompagnent en général de mouvements irrationnels des marchés. Face à une politique de la FED du chacun pour soi, nous anticipons une baisse des taux directeurs à l'horizon de la fin de l'année, période qui verra la délicate transition du passage de relai entre JC Trichet et son successeur. En revanche la courbe des taux devrait voir sa pente s'accroître avec une montée inexorable des taux longs tirés par l'inflation anticipée et par les risques souverains. En conséquence du côté des crédits aux entreprises nous anticipons une forte hausse des primes de liquidité et un net élargissement des spreads en fonction des signatures.

Du côté des changes, le niveau actuel de l'euro soutenu par les mouvements internationaux de capitaux nous paraît toujours sur-évalué. Nous maintenons un objectif de 1.25 à l'horizon de mi-2012. En réalité l'évolution du dollar est étroitement liée à la politique monétaire de la FED et aux mouvements de capitaux des détenteurs de réserves. Soit la crise actuelle reste une crise financière,

l'économie réelle restant sur un palier proche de celui qui avait succédé à la crise de 2008, soit on enclenche une crise en W (le fameux « double dip ») difficile à contrôler car les Etats ont épuisé leurs munitions. Dans ces conditions il est difficile de déterminer entre l'Euro et le Dollar qui glissera le plus vite. Le seul point positif de cette évolution sera un net repli des prix des matières premières et notamment du pétrole. Face à une croissance au mieux molle et au pire une récession dans les pays développés, le relai qui aurait pu être pris par les économies en développement (les « Brics ») reste pour l'instant très hypothétique compte tenu des contagions notamment financières qui affecteront ces économies. Les fragilités structurelles mises à jour par la crise de 2008 n'ont pas été corrigées, elles se sont même aggravées. Les prochains mois devraient voir le scénario d'un ralentissement de l'économie mondiale l'emporter, alimenté par un regain d'instabilité financière.

Gérard Mazziotta

Crise : quelle attitude adopter ?

Nous l'avons vu plus haut, la crise prend ses racines au niveau macro-économique. Son ampleur dépasse les aspects « techniques » pour prendre une dimension véritablement politique.

Et le chef d'entreprise dans tout cela ? Il se sent évidemment concerné mais comment ? Comment cette crise et ses inévitables sursauts vont-ils affecter la performance voire la survie de « son » entreprise. La corrélation entre ces deux « strates » lui échappe souvent, même s'il en identifie confusément quelques « liens ».

Nous nous sommes posés cette question, et nos groupes de travail ont profité de l'été pour construire une démarche structurée afin d'accompagner un chef d'entreprise dans sa réflexion et dans l'élaboration de son « plan de défense ».

La première étape est bien évidemment de s'attacher à formaliser les fondamentaux de l'entreprise :

- ♦ Ses objectifs généraux
- ♦ Ses clients

- ♦ Ses fournisseurs
- ♦ Son fonctionnement (hommes, outils de production, de distribution, outils financiers)

Dans une deuxième étape, nous nous sommes ensuite attachés à identifier les impacts de la crise sur le terrain de l'entreprise. Ces impacts sont ceux liés aux déséquilibres nationaux (consommation, accès au marché financier, accès au crédit) comme ceux provoqués par les déséquilibres externes (concurrence, approvisionnements, change). Des typologies de risques « types » sont ainsi apparues.

La projection de ces risques type sur l'entreprise elle-même permet d'élaborer sa « matrice de sensibilité ». Elle met en exergue sa vulnérabilité ; il s'agit ensuite bien entendu d'approfondir la réflexion sur la caractérisation de cette vulnérabilité, et d'en déduire les mesures à prendre dans le cadre de plan d'actions. Une cellule de crise devient l'outil approprié pour mettre en place les indicateurs nécessaires à la surveillance des

événements redoutés, au déclenchement des actions adaptées, puis à leur pilotage.

Nous nous sommes aussi rapidement rendus compte que si la crise constituait un redoutable potentiel de déstabilisation de l'entreprise... il en était de même pour ses concurrents ! Ainsi devient-elle non seulement porteuse de risques, mais aussi d'opportunités :

- ♦ Effets de change sur des concurrents européens ou non européens ;
- ♦ Fragilité financière de certains, aggravée par la restriction de l'accès au crédit ;
- ♦ Perturbation des flux internationaux impliquant la reconstruction de supply chains
- ♦ Et bien d'autres.

Les mieux préparés pourront prendre des places jusque là inaccessibles !

Dominique Daniel