

Octobre 2012

Sommaire :

- ◆ Editorial 1
- ◆ Indicateurs conjoncturels 1
- ◆ Les graphiques du mois 2
- ◆ Les graphiques du mois (suite) 3
- ◆ Prévisions taux d'intérêt et changes 4
- ◆ Prévisions taux d'intérêt et changes (suite) 5
- ◆ Zoom sur la compétitivité de la France 6
- ◆ Quelle stratégie face à la crise ? 7

EDITORIAL

On vous avait prévenus, bis repetita...

Plusieurs mois se sont écoulés depuis notre dernière « newsletter ». Les raisons de ce long silence sont multiples :

- ◆ des changements dans l'équipe de Synthèse Finance ont absorbé pas mal d'énergies,
- ◆ le développement de notre activité nous a obligé à nous concentrer sur ce qui n'est pas l'essentiel mais l'indispensable à savoir le business au quotidien,
- ◆ l'actualité économique qui est à la base de nos commentaires dans cette « newsletter » nous a laissé le faut l'avouer, sans inspiration, tant les événements des derniers mois étaient prévisibles et déjà largement commentés dans nos précédentes livraisons.

En effet comment commenter une actualité sur laquelle nous avons tout dit ou presque depuis longtemps ; Il nous semblait que nos lecteurs ne pouvaient que se reporter à ce que nous avons écrit il y a plus d'un an pour avoir un avis sur la situation aujourd'hui. Citons pêle-mêle :

- ◆ Le défaut probable de la Grèce et le défaut partiel de l'Italie, de l'Espagne et du Portugal,
- ◆ La crise des dettes souveraines notamment européennes mais aussi de la dette US,
- ◆ l'apparition de nouvelles bulles spéculatives et la probabilité de nouveaux accidents de marchés et de défaillances bancaires, la BCE et la FED repoussant le problème à des jours « meilleurs »,
- ◆ la chute du dollar certes de courte durée (1 mois environ) face à l'Euro, nos prévisions d'un niveau

de 1.25 ayant été atteintes pendant l'été.

- ◆ Après le sauvetage des banques par les états, le sauvetage des états par la BCE, qui sauvera la BCE ?

Bref, face à cette crise qui, nous le confirmons, est encore devant nous, nous étions en mal de commentaires vraiment originaux. Par ailleurs, des échéances politiques en France et ailleurs pouvaient brouiller les cartes. Dans cette nouvelle « newsletter » nous allons tenter cet exercice difficile de donner un peu de lisibilité aux chiffres et aux événements pour éclairer l'avenir. Mais au risque de nous répéter la crise est source d'opportunités. Gestion attentive des risques, maîtrise des coûts et capacité à saisir ces opportunités feront le succès des managers de demain. Synthèse Finance essaiera au cours des prochaines semaines d'être un acteur de propositions concrètes vis-à-vis de ses lecteurs et de ses clients.

C'est pourquoi dans cette « newsletter », après avoir analysé le contexte économique nous tracerons quelques perspectives d'action tant en matière de gestion d'entreprise qu'en matière de gestion de patrimoine où l'optimisation financière et fiscale est plus que jamais à l'ordre du jour. Nous serons bien sûrs attentifs à toutes vos réactions dont nous vous remercions par avance et vous pouvez naturellement vous désinscrire ou retrouver la collection des lettres sur notre site internet www.synthese-finance.com

Bonne lecture et à bientôt.

L'équipe de Synthèse Finance



Quelques indicateurs conjoncturels septembre 2012

France : les nuages s'amoncellent, les ménages dépriment et les entreprises voient l'horizon s'assombrir

-  Légère progression de la consommation des ménages au 3^{ème} trimestre après la baisse du 2^{ème} trimestre et légère reprise des immatriculations de véhicules neufs en août après 2 trimestres de forte baisse.
- Solde mensuel de la balance des paiements moins négatif en juillet (- 2,5 Mds € contre - 4,8 en juin) et solde cumulé sur 12 mois à - 40,6 Mds € à fin 06/2012 contre - 41,8 Mds € à fin 06/2011.
-  Indicateur synthétique d'activité Banque de France : le PIB baisserait de 0.1 % au 3^{ème} trimestre.
- Indicateur du climat des affaires INSEE dans l'industrie : légère hausse mais à un niveau nettement inférieur à la moyenne de longue période.
- Forte dégradation de l'opinion des ménages (indicateur de confiance).
- Indicateur du climat des affaires INSEE dans les services : détérioration et les perspectives reculent.
- Taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie stable à 77 % (Banque de France).
- Poursuite de la hausse de l'indice des prix (IPCH France +2,4 % en glissement annuel) mais baisse des prix à la production.
- Hausse du taux de chômage INSEE à 10,2 % (Eurostat 10,3 %) et baisse de l'emploi salarié dans les secteurs marchands et dans l'intérim.
- Baisse de la demande de logements neufs et forte baisse des perspectives de mises en chantier.
- Déficits publics stables en légère amélioration (- 4,5 % du PIB) mais poids accru de la dette publique (88,2% du PIB selon le FMI).
-  Légère progression de l'indicateur du climat des affaires Banque de France en août mais anticipation d'une baisse du PIB au 3^{ème} trimestre.
- Baisse très faible des prix des logements anciens après + 1,9 % au 1^{er} trimestre mais prix moyen en baisse et stocks de logements neufs en hausse.
- Stabilité de la demande de crédit des ménages (+ 1,5 % sur 3 mois annualisés).

- Prévisions FMI du PIB France stables sur 2012 : +0,3 % (acquis de croissance au 2^{ème} trimestre + 0,2 %) et prévisions 2013 + 0,8 %.

Zone Euro : encore tirée par l'Allemagne mais qui s'essouffle

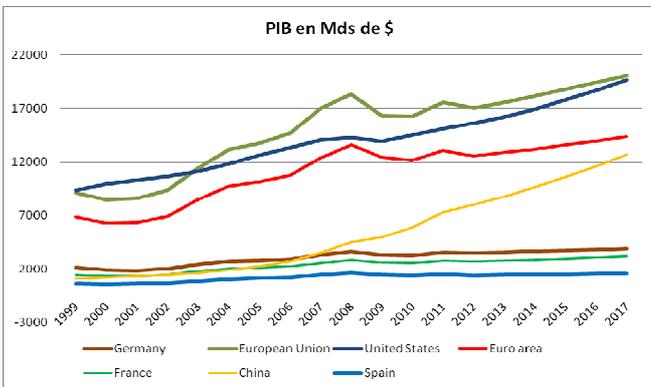
-  Progression de la production industrielle toujours tirée par l'Allemagne.
-  Prévisions PIB 2012 : entre - 0,2 (OCDE) et - 0,3 % (FMI) avec + 0,8 à 1,0 % pour l'Allemagne contre - 1,9 à - 2,4 pour l'Italie et prévisions BCE pour 2013 entre - 0,4 à + 1,4 %.
- Baisse de l'indicateur de confiance des entreprises et de l'indicateur de confiance des ménages.
- Baisse des crédits aux entreprises et stabilité des crédits aux ménages.
- Indice des prix zone Euro (+ 2,6 %) l'Allemagne ne tirant plus l'indice vers le bas (+2,2 %) avec l'Italie (+ 3,3 %) et l'Espagne (+ 2,7 %) toujours en forte hausse. Prévisions 2012 : + 1,0 % à + 2,4 % (révision en hausse).
- Indicateur climat des affaires dans l'industrie en baisse notamment en Allemagne.
-  Solde mensuel du commerce extérieur en léger recul (exportations et importations en baisse) mais reste positif en valeur sur 12 mois glissants (+ 45,3 Mds € à fin juin).
- Finances publiques : déficit public en diminution (- 4,3 % du PIB prévu pour 2012) et dette publique attendue en hausse sur 2012 (90,0%) mais avec des écarts très importants entre pays.
- Taux de chômage stable à 11,3 % mais écarts élevés : 5,5 % en Allemagne et 25,1 % en Espagne.

Indicateurs juillet-août 2012 disponibles à fin septembre 2012
(source BCE, Banque de France, INSEE, Eurostat)

Graphiques du mois

La crise de 2007-2008 : vaste redistribution des cartes, la zone euro fait du sur-place, les Etats-Unis repartent, la Chine décolle

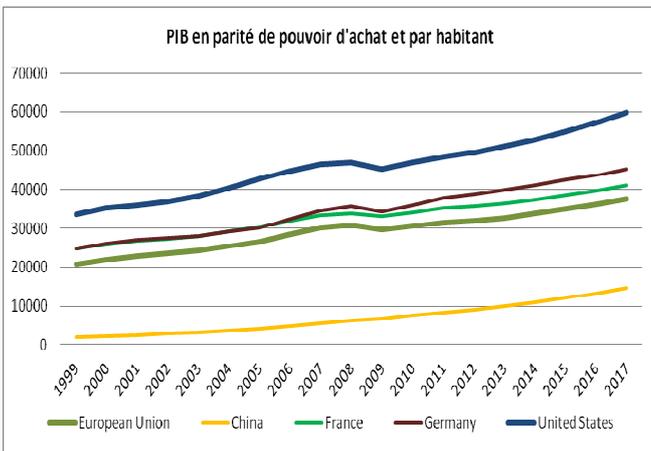
Depuis 2003 l'Union Européenne est la 1^{ère} zone économique mondiale mais reste un nain politique. Paradoxalement, la crise venue des Etats-Unis, les a remis en selle grâce notamment au pouvoir dévastateur de la finance américaine. La zone Euro qui devait doubler les Etats-Unis en 2008 s'éloigne inexorablement et sera rattrapée par la Chine en 2019. Vieillesse, inefficacité politique ou théorie du complot, peu importe, le monde a changé et pas en notre faveur. Le monde selon Goldman Sachs mettra les indignés dans la rue.



Source Fonds Monétaire International 09 2012

Relativisons les choses : le PIB par tête d'habitant en Chine n'est pas près d'égaliser celui des américains ou des européens et l'écart est loin de se réduire

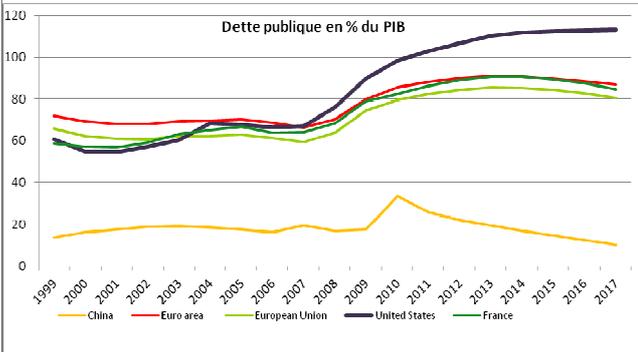
Certes, il fait toujours bon vivre chez nous mais les moyennes cachent des disparités fortes et l'explosion sociale n'est pas loin. Le pouvoir d'achat par habitant progresse lentement en Chine. Jusqu'à quand ce modèle pourra-t-il tenir? L'écart se creuse entre la France et l'Allemagne depuis 2007 : problèmes de compétitivité et chômage structurel nous pénalisent. La crise a accentué nos divergences sur fond de désindustrialisation accélérée de la France.



Source Fonds Monétaire International 09 2012

Les résultats de la crise : des Etats à bout de souffle

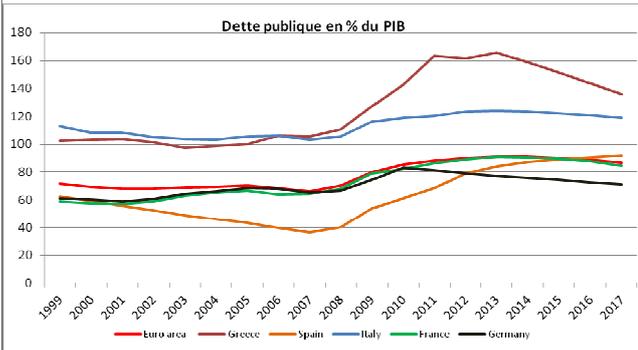
Les plans de relance ou de soutien de l'économie ont engendré un processus cumulatif d'endettement public qui ne se résorbera que très lentement. Certes l'endettement de la Grèce à plus de 180 % du PIB est insoutenable mais quid de celui des Etats-Unis à près de 120 % à l'horizon 2016. Largement exporté, mais pour combien de temps, cet endettement colossal parie sur une forte reprise économique. Mais d'un côté ou de l'autre de l'Atlantique pas d'amélioration à attendre avant 2020-2025. De quoi désespérer les électeurs et faire valser les politiques (au mieux).



Source Fonds Monétaire International 09 2012

Certes les écarts sont larges mais la Zone Euro dans son ensemble n'est pas particulièrement endettée

La Zone Euro victime de ses incohérences congénitales : l'Allemagne fait du pilotage dur, la France de la navigation molle, l'Espagne est injustement sanctionnée, l'Italie n'est pas sortie d'affaire et la Grèce ne paiera jamais. Seule la solution des euro-bonds et le défaut rapide de la Grèce auraient permis de sortir de ce piège. Mais comment accepter une solidarité sans contrôle avec un pouvoir « fédéral » aussi faible, des structures de développement et des systèmes sociaux aussi différents. La zone euro n'est certes pas une « zone monétaire optimale » mais la crise aura eu le mérite de montrer qu'elle « existe » plus que l'Union Européenne et peut être de mettre fin à la stratégie du passager clandestin de la Grande Bretagne.

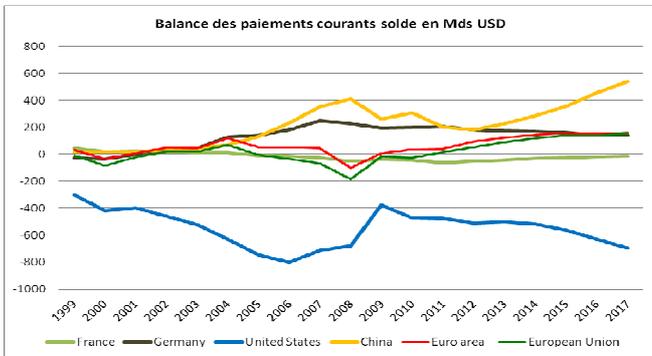


Source Fonds Monétaire International 09 2012

Graphiques du mois (suite)

Les cigales et les fourmis : des pays structurellement déficitaires et consommateurs face à des pays structurellement excédentaires et producteurs

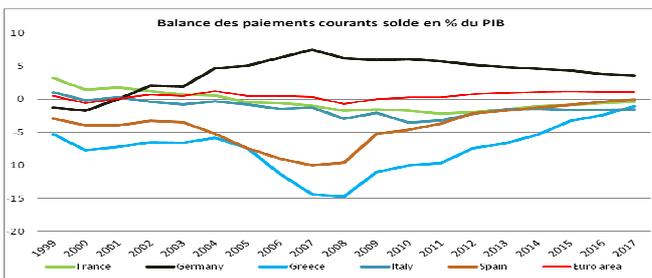
Ce schéma n'est supportable que lorsqu'il est compensé par des mouvements de capitaux. Lorsque les créanciers commencent à douter le schéma n'est plus tenable. La France semble inverser lentement la tendance négative depuis 2012 mais n'est pas près d'être excédentaire et l'Allemagne ne tire plus autant la Zone Euro. L'inquiétude majeure : les Etats-Unis qui après un instant de remise en cause de leur modèle et après avoir exporté leurs problèmes repartent de plus belle dans les déficits et la dépendance vis-à-vis de la Chine. Mais la finance américaine est aux manettes...



Source Fonds Monétaire International 09 2012

A l'abri de l'euro les pays impécunieux ont oublié la théorie de l'élastique : on tire dessus mais quand il casse ça fait mal. La crise de 2008 n'a fait que révéler des incohérences qui auraient éclatées tôt ou tard

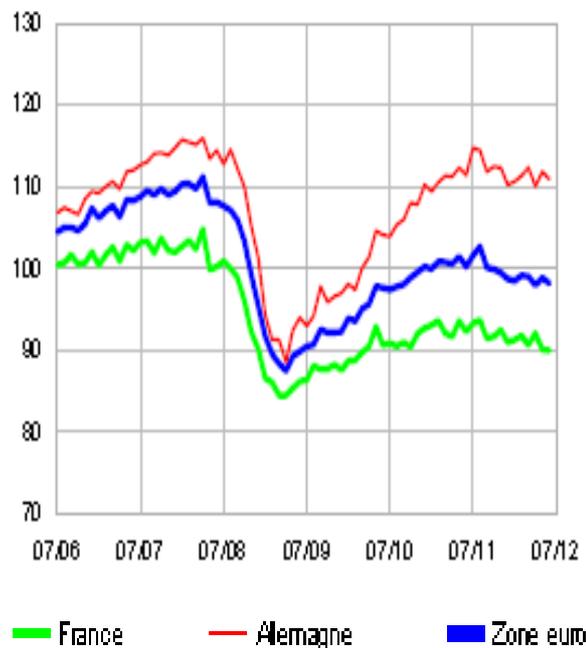
En cas de déséquilibre, l'ajustage ne peut se faire que par le change, les prix ou les salaires. En Europe, la rigidité des salaires notamment en France limite sérieusement cette variable. Les prix sont du ressort de la BCE avec son objectif d'inflation de 2 %. Restait le change. Il est devenu fixe à l'intérieur de la zone et la politique de change de la BCE s'est révélée d'un rigorisme (ou d'un angélisme) suicidaire. Une seule solution s'endetter autant que cela reste possible en attendant que le ciel ne nous tombe sur la tête puis remettre brutalement à niveau la variable du pouvoir d'achat. Jusqu'où ce schéma pourra-t-il tenir sans explosion sociale ?



Source Fonds Monétaire International 09 2012

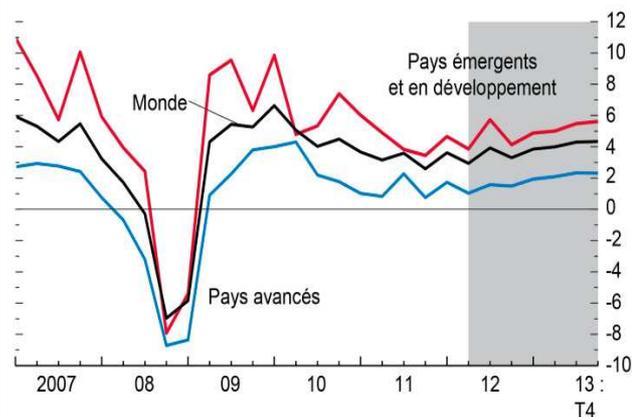
Les économistes retiennent leur souffle mais le pessimisme gagne peu à peu : les prévisions pour la France sont régulièrement revues à la baisse. On espère désormais + 0.3 %

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. Il est à craindre que le scénario le plus défavorable soit celui de la zone Euro. Le PIB mondial est soutenu par les pays émergents mais la zone Euro et la France voient leur production industrielle s'enfoncer entraînant une nouvelle dégradation de leur commerce extérieur et de l'emploi.



Source Banque de France 09 2012 base 100 en 2005

Graphique 1. Croissance du PIB mondial (En pourcentage ; d'un trimestre à l'autre, annualisé)



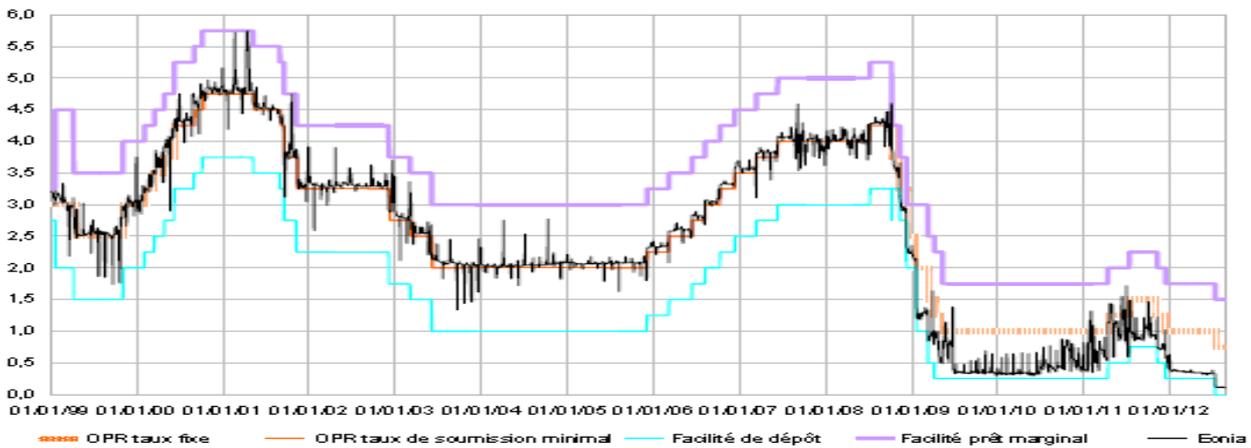
Source : estimations des services du FMI.

Prévisions taux d'intérêt et changes

Comme nous l'anticipions, la BCE a repris fin 2011 une politique monétaire expansionniste. Un seul impératif, sauver l'Euro et le système bancaire, le risque inflationniste s'éloignant en raison de l'atonie de l'économie. Draghi le magicien de Goldman Sachs s'est donc engagé dans une politique proche de celle de la FED avec une différence notable, la FED prête au gouvernement fédéral, la BCE prête aux banques. On ne sera pas étonné qu'il y ait des pertes en ligne et que le système bancaire restructure ses bilans sans trop de douleur. Car au-delà de la baisse des taux c'est surtout les injections de liquidité à 1 an et à 3 ans, les LTRO, qui ont marqué ce virage. Objectif, redonner de la liquidité et de la compétitivité aux banques européennes poussées hors des marchés internationaux et contrer une FED menant une politique monétaire et de change très agressive. La guerre des taux et des monnaies est engagée, qui s'essouffera le premier ? La BCE s'est résolument engagée dans la voie du rachat de dettes publiques éloignant ainsi le risque de défaut au moins formel des états les plus fragiles et notamment de la Grèce. Mais se faisant elle se lie les mains et accumule un potentiel de pertes considérable. Une seule solution, gagner du temps et rouler devant elle des dettes irrécouvrables jusqu'à leur conversion en dettes européennes. Constaté les pertes serait en effet politiquement impossible pour une banque centrale qui n'a jamais qu'un capital de 10,8 Mds € dont seulement 6.4 Mds € effectivement versés face à 28 Md€ d'obligations grecques détenues par la BCE et les banques centrales de la zone euro. Ceci est d'autant plus problématique que les pertes de la BCE doivent être supportées par les pays de la zone euro mais que le capital est détenu par les 27 pays de l'Union Européenne. Un paradoxe de plus qu'il semble préférable de ne pas soulever en ce moment.

Taux des opérations principales de refinancement de l'Eurosystème et Eonia

données quotidiennes

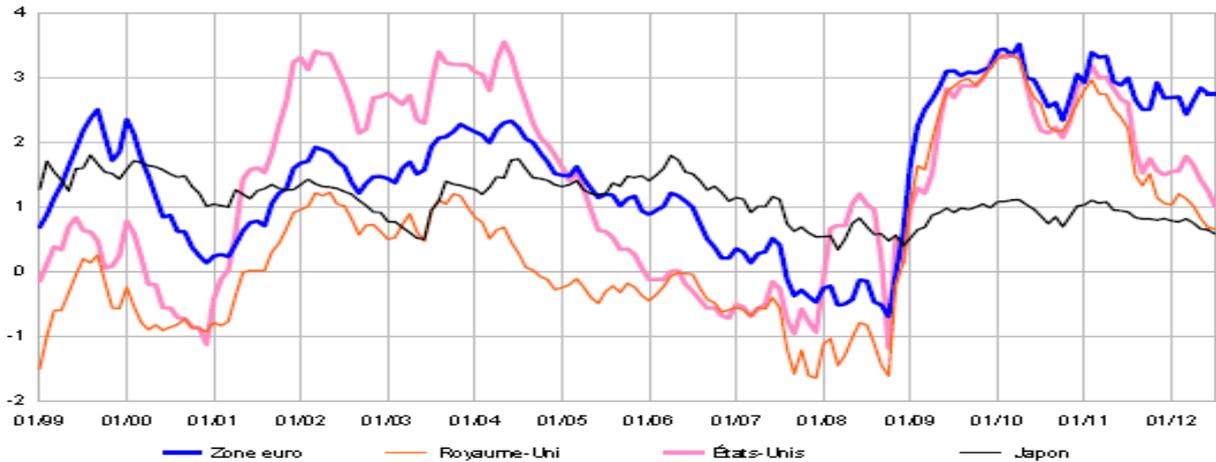


Source Banque de France 09 2012

Il y a fort à parier que ce mouvement de baisse des taux n'est pas fini et que de nouvelles baisses interviendront avant la fin de l'année, conduisant ainsi à une situation de taux d'intérêts réels négatifs. Le risque est une situation à la japonaise dite de « trappe à liquidité » où l'injection continue de monnaie dans le système ne se traduit par aucune relance du crédit et de l'investissement. Par ailleurs, les besoins de financement des États surendettés exercent un effet d'éviction qui pousse les entreprises sur des segments de marchés plus risqués et plus chers. Face à une politique de la FED du chacun pour soi nous anticipons donc une baisse des taux directeurs de la BCE à l'horizon de la fin de l'année.

Différentiels entre les taux à long terme et les taux à court terme (a)

moyennes mensuelles



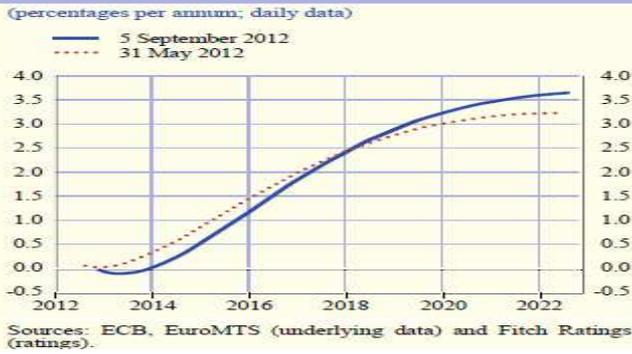
dernière valeur : 07/2012

(a) Différentiels entre les taux à long terme et les taux à court terme : calculé à partir des taux empruntés phares et des taux directeurs interbancaires à 3 mois

Source Banque de France 09 2012

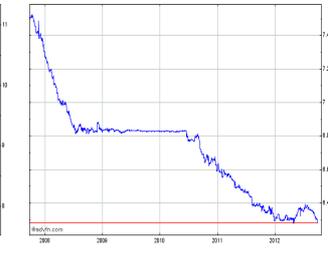
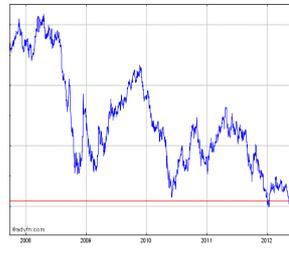
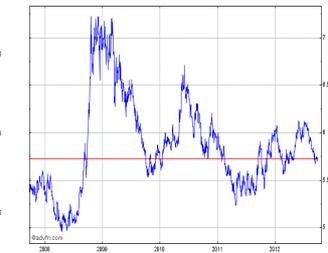
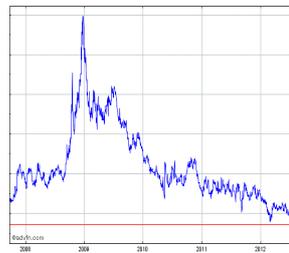
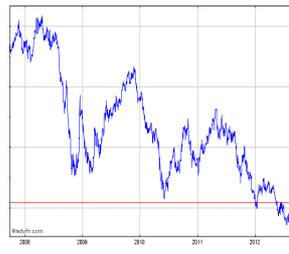
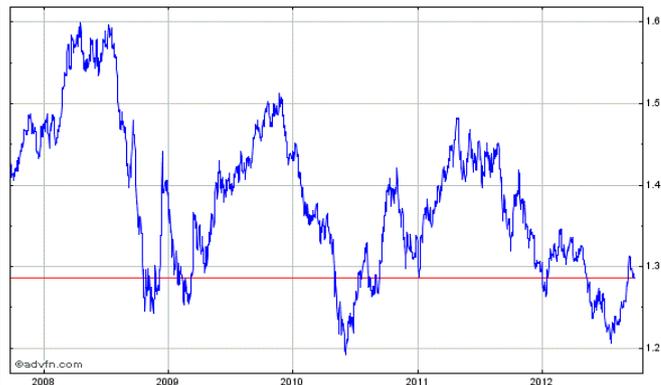
Prévisions taux d'intérêt et changes (suite)

Chart 29 Implied forward euro area overnight interest rates



La courbe des taux devrait voir sa pente s'accroître à nouveau 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. 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. Mais cette 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 qui apparaissent comme des valeurs refuge. Cette situation ouvre la voie à des périodes de corrections brutales qui s'accompagnent en général de mouvements de marchés irrationnels.

Du côté des changes, le niveau actuel de l'euro soutenu par les mouvements internationaux de capitaux nous paraît toujours surévalué. Nous maintenons un objectif de 1.25 à l'horizon de fin 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. Notre scénario de « glissements désynchronisés » entre l'Euro et le Dollar reste donc d'actualité notamment vis-à-vis des quelques devises considérées aujourd'hui comme fortes ou comme valeurs refuge.



On le voit, sauf vis-à-vis de Franc Suisse, l'Euro a continué à reculer et une baisse significative vis-à-vis du Dollar serait la bienvenue. En conclusion nous anticipons sur les 6 prochains mois :

- ♦ Un cours € / \$ à 1.25
- ♦ Un taux directeur de la BCE à 0.5
- ♦ Un taux de l'OAT 10 ans à 2.3 / 2.5

Ceci bien sûr, toutes choses égales par ailleurs, c'est-à-dire hors événements exceptionnels du type :

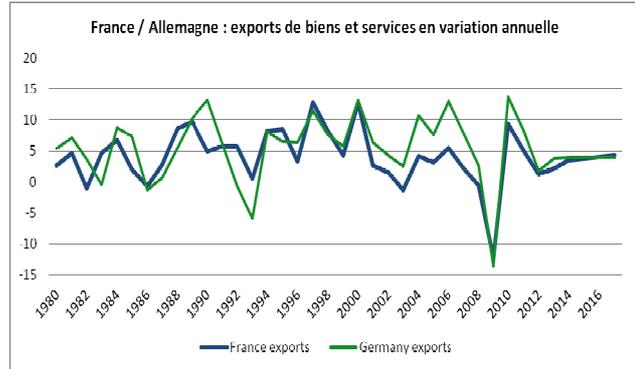
- ♦ Sortie de la Grèce de la zone euro et/ou défaut de la Grèce,
- ♦ Faillite d'une grande banque espagnole ou italienne,
- ♦ Conflit majeur au Moyen Orient ou en Iran et nouvelle crise pétrolière,
- ♦ Troubles significatifs en Europe suite aux politiques de rigueur et à la montée du chômage...

autant d'évènements qui, sur un horizon d'un an, ont une probabilité de survenance non négligeable.

Zoom sur la compétitivité de la France ou tant que la musique continue à jouer pourquoi arrêter de danser ?...

Il y a 10 ans les exportations françaises représentaient 55 % des exportations allemandes, aujourd'hui elles n'en représentent que 40 % (source COE Rexecode rapport pour le Ministère de l'économie janvier 2011)

La France et l'Allemagne entrent en 1999 dans l'Euro avec des niveaux de compétitivité relativement proches mais celle de la France se dégrade déjà lentement depuis 5 ans. Le problème n'est donc pas récent mais la compétitivité française a subi un triple choc : celui de l'Euro qui lui a enlevé une partie de sa compétitivité-prix, celui des 35 heures qui a augmenté mathématiquement le coût du travail à un moment critique, celui du dérapage de ses comptes publics et de ses comptes sociaux qui a reporté sur les entreprises une large partie du fardeau dans l'indifférence générale. La compétitivité de la France se dégrade cependant plus ou moins vis-à-vis des autres pays de la zone Euro sauf de l'Allemagne qui, elle, s'est mise en mesure de faire face au choc de la mondialisation. En ce sens le cas de la France n'est pas original ou isolé. Il reflète la difficulté des pays du sud à s'adapter aux chocs sans crise majeure. L'ennui c'est que la France n'est pas la Grèce et que la zone euro ne peut survivre avec ses deux principaux pays qui divergent durablement.



Source Fonds Monétaire International 09 2012

De 2001 à 2008 nous perdons des parts de marché alors que la mondialisation rebat les cartes.

2^{ème} idée : les salaires sont trop élevés en France

La comparaison des comptes des entreprises françaises et allemandes montre que les premières souffrent de 2 handicaps : une masse salariale trop élevée et des impôts et charges trop forts. Résultat, un Excédent brut d'exploitation bien trop faible d'où une moindre capacité à investir et à innover. Ainsi l'EBE de l'industrie française serait aujourd'hui le tiers de celui de l'industrie allemande (source COE Rexecode). Ce constat est à nuancer :

- ♦ les salaires français ne sont guère supérieurs en taux horaire aux salaires allemands mais ils étaient nettement inférieurs il y a 10 ans. Par contre l'écart entre les salaires est très fort.
- ♦ les charges salariales sont nettement plus élevées en France (47,1 % en France contre 27,2 % en Allemagne).
- ♦ les charges externes (prix des services) et surtout les impôts et taxes (dont la liste en France est impressionnante) sont nettement plus forts.

Au vu des statistiques, la France apparaît nettement comme un pays de rentiers privilégiant le capital au détriment du travail...

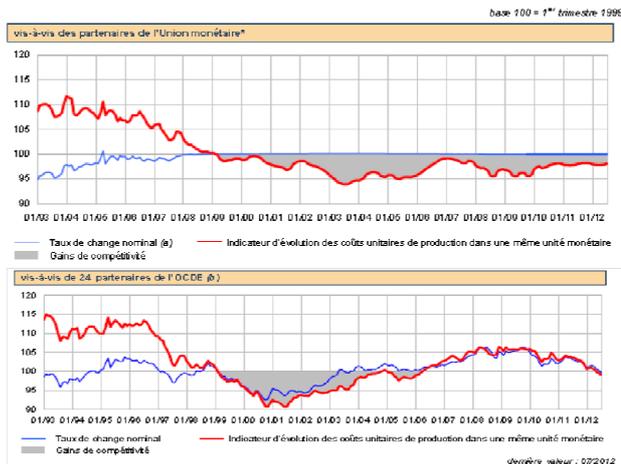
3^{ème} idée : les biens exportés par la France sont à faible valeur ajoutée

C'est faux. Le prix moyen des exportations françaises a augmenté entre 2003 et 2008 de 8 % de plus que celui des produits allemands (source COE Rexecode). Mais ce constat traduit en réalité le fait que nous avons pu répercuter notre perte de compétitivité en augmentant nos prix sur une partie de nos exportations alors que les produits les moins chers et les plus soumis à la concurrence ne peuvent en revanche plus être exportés et disparaissent peu à peu des marchés internationaux. Seuls les produits de luxe et les avions (part très/trop importante de nos exports) arrivent à résister. Même notre « or vert », l'agroalimentaire recule. Nos exportations agroalimentaires étaient supérieures de 38 % à celles de l'Allemagne en 1999, elles sont inférieures de 6 % à celles de l'Allemagne en 2008 !..

En conclusion

- ♦ Les travailleurs français sont moins productifs et les salaires plus rigides,
- ♦ Les patrons français seraient plus conservateurs,
- ♦ Les entreprises sont trop petites pour exporter,
- ♦ La fiscalité française est dissuasive.

Restaurer la compétitivité française est donc une œuvre titanesque et de longue haleine mais le temps presse avant que nous ne soyons définitivement devenus la réserve touristique de l'Europe.



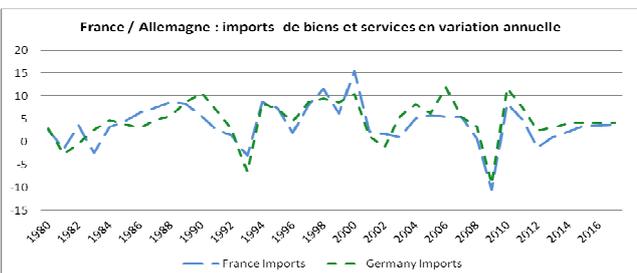
Source Banque de France 09 2012

Vis-à-vis des autres pays développés nos coûts de production baissent de 1996 à 2001 puis tout s'inverse. Ils progressent jusqu'en 2009 et depuis repartent à la baisse. Paradoxe, nous réagissons enfin quand les choses vont mieux.

Sortir des idées reçues

1^{ère} idée : la France consomme et l'Allemagne épargne et produit

Certes la croissance française a été essentiellement tirée par la consommation et la construction de logements alors que le vieillissement de la population allemande soutenait l'épargne. Mais l'examen des évolutions respectives des exportations et des importations françaises et allemandes montre que la France a plutôt été raisonnable en termes d'importations mais a, en revanche, énormément perdu en termes d'exportations entre 2001 et 2008.



Source Fonds Monétaire International 09 2012

Quelle stratégie face à la crise ?

« Take the money and run » Woody Allen

Face à une croissance au mieux molle et, au pire, à une récession dans les pays développés, le relai qui aurait pu être pris par les économies en développement reste pour l'instant très hypothétique compte tenu des contagions, notamment financières, qui affecteront ces économies. Quand le mastodonte chinois verra sa finance ébranlée « tous n'en mourront pas mais tous seront atteints ». Les fragilités structurelles mises à jour par la crise de 2008 n'ont pas été corrigées, elles se sont même aggravées du fait de la forte création monétaire exercée des deux côtés de l'atlantique. Les prochains mois devraient voir le scénario d'un ralentissement de l'économie mondiale l'emporter, alimenté par un regain d'instabilité financière. Nous entrons donc dans une zone de fortes turbulences où la gestion du risque devient un enjeu stratégique majeur pour l'entreprise et le particulier.

Dans le contexte plus spécifiquement français, la délocalisation peut apparaître comme une solution, mais les avantages et inconvénients doivent en être soigneusement mesurés. Toutes les activités à l'évidence ne s'y prêtent pas et le retour en arrière est problématique. Mais il est évident que c'est l'une des options qui ne peut être écartée et pour laquelle il existe des solutions à géométrie variable.

À côté de cette solution « radicale », l'entreprise qui reste en France doit au moins avoir en tête quelques principes généraux pour les périodes de gros temps :

- ♦ Limiter les coûts fixes / réduire la voilure et réduire la taille de son bilan,
- ♦ Diversifier les risques en amont et en aval,
- ♦ Avoir au moins 2 banques n'appartenant pas au même groupe et/ou n'appartenant pas au même pays,
- ♦ Gérer son risque de change,
- ♦ Renforcer autant que faire se peut ses fonds propres et ne s'endetter qu'à taux fixe,
- ♦ Strictement limiter son risque client et gérer ses stocks au plus juste,

- ♦ Etre à l'affût d'opportunités,
- ♦ Communiquer avec ses partenaires,
- ♦ Utiliser sans attendre les solutions juridiques disponibles en cas de difficultés.

Dans cet environnement les relations entre les banques et les entreprises deviendront plus tendues. D'un mode de financement des entreprises françaises très différent de ce qui est observé aux Etats-Unis nous risquons d'aller vers un modèle à l'américaine. Il faut savoir que :

- ♦ la part des financements obligataires est 3 fois plus importante aux Etats-Unis,
- ♦ les encours de crédits bancaires représentent 15 % du PIB aux Etats-Unis contre 90 % dans la zone euro,
- ♦ les marges d'intermédiation sont en moyenne de 3.5 points aux Etats-Unis contre 1.00 point dans la zone euro.

Le paysage financier français va donc profondément évoluer et les entreprises doivent s'y préparer. Face à la montée des risques et aux exigences des ratios de solvabilité « Bâle3 », les banques vont concentrer l'utilisation de leurs fonds propres sur les activités les plus rémunératrices afin de sauvegarder leur rentabilité, feront preuve d'une sélectivité plus grande vis-à-vis des clients, donneront priorité aux entreprises assurant des flux ou disposant de cash, pratiqueront des conditions de financement plus élevées avec des centres de décision souvent éloignés et exigeront des garanties renforcées.

La gestion de patrimoine dans un tel contexte doit répondre à quelques principes :

- ♦ privilégier la liquidité et réduire les horizons de placement sur les produits financiers : il faut pouvoir s'adapter, être mobile, se délocaliser, changer de banque à la moindre inquiétude,
- ♦ donner une place plus significative à l'immobilier professionnel par rapport à l'immobilier locatif privé dont le niveau d'impayé va monter,
- ♦ utiliser toutes les méthodes d'optimisation fiscale (il en reste...)

notamment le démembrement de propriété,

- ♦ être si possible débiteur plutôt que créancier, s'endetter à taux fixe,
- ♦ privilégier les revenus taxés à l'IS par rapport à ceux taxés à l'IR.

La crise de la dette dans laquelle nous sommes sera en effet longue à se résorber. En l'absence de croissance forte, tout au mieux peut-on espérer une moindre progression de la dette sur les 3 prochaines années, sa réduction étant encore à un horizon lointain. C'est ainsi que le budget prévu par la loi de finance fait état d'un déficit réduit à 61,6 Mds d'€ face à 312,3 Mds de recettes. Certes c'est un bel effort (qui ne tardera pas à mettre les indignés dans la rue) et en regard du PIB c'est mieux (4,5 % pour 2012 et un hypothétique 3 % prévu pour 2013). Mais qui est le technocrate fou qui a décrété qu'on pouvait supporter un déficit de 3 % du PIB dogme auquel tous les gouvernements et le Traité de Maastricht se réfèrent depuis 20 ans. Le prochain déficit de la France représentera 20 % des recettes attendues ! Quelle drôle d'idée que d'établir un budget avec des dépenses représentant 120 % à 130 % des recettes, dépenses tout ce qu'il y a de plus fixes face à des recettes par définition variables.

Dans de telles situations, l'histoire nous apprend qu'il n'y a que 3 issues possibles qui peuvent d'ailleurs se combiner :

- ♦ la guerre, qui détruit le capital matériel et humain et relance la machine économique,
- ♦ l'hyperinflation,
- ♦ et ce que Keynes appelait « l'euthanasie des rentiers » combinaison d'inflation et d'orientation forcée de l'épargne.

Heureusement que l'Union Européenne a obtenu le prix Nobel de la paix mais les 2 dernières options sont loin d'être des vues de l'esprit...

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

Gérard Mazziotta