

Dites «AAA»

La fragile trêve des confiseurs, qui ralentit fortement l'activité des marchés, fournit une occasion de revenir, avec un peu de recul, sur les grandes interrogations actuelles du monde financier. Dans un climat que l'incapacité des politiques européens à apporter des réponses jugées suffisamment rapides ou convaincantes a contribué à dégrader, l'attention s'est récemment focalisée en Europe, et notamment en France, sur la notation des états, désormais tous menacés d'une détérioration. Tâchons de passer en revue **les principaux sujets d'inquiétude**, focalisés sur l'Europe et au demeurant **très interdépendants**.

Les investisseurs redoutent, séparément ou à la fois, des banqueroutes de la part d'états souverains dans la zone euro, une perte de contrôle de leurs budgets et de leur dette, des défaillances parmi les établissements bancaires, un affaissement voire une disparition de la monnaie unique, enfin un plongeon en récession qui rendrait impossible le redressement budgétaire et exacerberait les risques sociaux. L'importance extravagante accordée au jugement des agences de notation de crédit aggrave chroniquement la fébrilité des marchés. Ce tableau apocalyptique est relayé par certains médias et une proportion mineure mais non marginale d'économistes. Gouvernements et autorités s'organisent afin de conjurer ces dangers ; mais l'inexistence d'une gouvernance de la zone euro, le jeu des préférences nationales, l'inadaptation de plusieurs aspects des traités européens entravent lourdement les réponses à adresser à des créanciers trop impatients. La mise en oeuvre de **la ligne de défense** depuis un an **apparaît franchement laborieuse**. De ce fait, l'Union européenne donne l'impression d'être sans arrêt en retard sur l'évènement et de colmater les brèches dans l'urgence si ce n'est l'improvisation.

Pourtant, l'addition des mesures et actions, si l'on veut bien s'y pencher, est déjà impressionnante. Tous les pays d'Europe ont mis en place des plans d'économies – qualifiés d'ajustement, de rigueur, d'austérité, etc., selon les pays-, dont une des conséquences est un bouleversement politique, avec la chute de six gouvernements, qui occulte le fait qu'à l'exception du cas particulier de la Grèce, **les exécutions budgétaires s'améliorent partout** en dépit d'une activité atone. La BCE, soutenue par l'orthodoxie monétaire allemande, se refuse à céder à la monétisation (achat de titres par simple création d'argent) des déficits des états qui lui est bruyamment réclamée et qu'au demeurant ses statuts interdisent ; mais elle a, en moins de deux mois, abaissé son taux d'intervention à 1% et récemment pratiqué à ce taux une allocation gigantesque de 489 milliards d'euros afin de **maintenir la liquidité du système bancaire**, opération qu'elle devrait renouveler en janvier. Elle montre ainsi son attention envers la conjoncture et repousse le risque d'un grippage du crédit qui aggraverait le ralentissement économique. De façon contrôlée, elle laisse glisser l'euro, apportant ainsi un peu d'oxygène à la compétitivité-prix étioyée de plusieurs pays de la zone. Par ailleurs, la mise en place du mécanisme européen de stabilité (MES), successeur du fonds européen de stabilité financière (FESF) est avancée au 1er semestre 2012, avec une dotation élargie à au moins 500 milliards. Ce mécanisme a vocation à aider directement les états et recevra, si nécessaire, l'appui du FMI dont le principe a été acquis. Soutenues par les concours de la BCE, **les banques**, très éprouvées (les cours de bourse en témoignent) et peu enclines à prêter, **entament une convalescence** qui passe par la réduction de leurs bilans et de leur endettement ; on peut regretter que leur soit imposée l'accélération des mesures de l'accord « Bâle 3 », qui aboutit à restreindre les possibilités de prêt à un moment où la conjoncture commanderait de les faciliter. Ceci retardera la reprise de l'activité, au profit cependant d'une meilleure capacité bancaire à encaisser les chutes.

La croissance a assez logiquement déserté la zone euro où manque désormais, et durablement, le soutien de la dépense publique et où s'imposent des **restructurations difficiles trop longtemps repoussées**. Ce constat affole les marchés qui se demandent non sans raison comment réduire une dette sans générer de revenus supplémentaires. Pour autant, **l'activité ne se dérobe pas** : elle oscille en moyenne autour d'une horizontale, certains pays conservant une croissance minimale quand d'autres subissent une légère érosion. On notera cependant que les indicateurs des trois premières économies occidentales : Etats-Unis, Japon, Allemagne, restent positifs et qu'un ralentissement visible dans les grandes nations « émergentes » laisse néanmoins subsister des taux de croissance encore enviables. La crainte d'une rechute mondiale dans **la récession refuse de se concrétiser** comme le montrent les cours des matières premières, énergie comprise, sous leurs plus hauts mais toujours assez élevés en moyenne.

Le système est soumis à de très fortes tensions à cause de la mauvaise situation européenne mais, à l'encontre de nombreux pronostics très sombres, démontre jour après jour sa résilience. La crise de l'Europe peut-elle dégénérer jusqu'au chaos, et entraîner dans ce cas le reste du monde compte tenu de son poids économique ? Le risque existe, attisé par l'instabilité des marchés financiers, l'accès plus difficile aux financements, la montée rampante des tentations protectionnistes. Mais la mobilisation déjà effectuée, dont les effets vont monter en puissance, et celle à venir si elle s'avérait nécessaire (aucun pays, aucune entité n'ont intérêt à long terme à un tel scénario) rendent cette hypothèse assez peu vraisemblable. Ce dont a besoin la zone euro aujourd'hui, c'est d'un retour d'une confiance sérieusement ébranlée, elle-même condition d'un retour à des conditions de financement normales ; pour cela, encore un peu de temps est impératif, qu'une frange des marchés, pas forcément bienveillante, ne semble pas disposée à lui accorder. C'est l'objet du **bras de fer actuel**, dont tout indique qu'il **va se prolonger au début 2012**. On ne pourra considérer avoir franchi le gué que lorsque l'argent recommencera à circuler entre tous les acteurs économiques, et ce n'est pas encore imminent.

Les mêmes causes produisant les mêmes effets, **la perspective immédiate des marchés financiers est frappée de médiocrité**, tant pour les obligations que pour les actions ; la poursuite des tendances observées depuis quatre mois est la plus probable : défiance persistante envers les obligations souveraines de l'Europe méridionale et refuge fragile sur les autres titres d'état, mouvements erratiques à un niveau très déprimé sur les bourses d'actions, avec de plus une préoccupation croissante quant au désintérêt des investisseurs pour ce type de placement. La surperformance relative, mais limitée, de la bourse américaine pourrait durer entre réveil progressif de la demande et, pour l'épargnant européen, appréciation modeste du dollar. La classe d'actifs la plus prévisible semble être l'obligation de pays émergents, où la poussée inflationniste de 2011 reflue avec la modération de la croissance et alors que les taux faciaux de rendement sont encore élevés. Les actions de ces pays présentent pour beaucoup un potentiel reconstitué après -15% sur les cours et + 10% ou davantage de bénéfices en 2011, qui ne peut cependant s'exprimer que si les grands marchés retrouvent une tendance plus sereine. Mais d'une manière générale, la **tendance de long terme à la décroissance des rendements** sur tous les actifs, que constatent les titulaires de contrats d'assurance vie en euros, ne sera pas remise en cause encore en 2012 ; une éventuelle embellie boursière, qui reste envisageable plus tard dans l'année en sortie de la passe de crise aigüe, ne corrigera pas le constat d'une décennie détestable.

Achévé de rédiger le 30/12/2011

Les analyses et commentaires figurant dans cette lettre reflètent le sentiment de Christian CHARDIN, économiste.