

## **Quel été ! – Merci Messieurs les banquiers centraux...**

Les dernières semaines ont été marquées par les discours attendus ou plus parfois surprenants de MM. Draghi et Bernanke, respectivement responsables de la Banque Centrale Européenne et de la Réserve Fédérale. Tous deux ont indiqué être « prêt à tout » pour sauver sinon le monde, au moins l’Euro et les économies occidentales.

Dans les deux cas, il s’agit de décisions non orthodoxes, que ce soit de la part de la BCE de racheter – sous conditions – de la dette souveraine de pays européens en difficulté, ou bien pour la Fed d’initier un troisième mouvement d’assouplissement monétaire (dit « Quantitative Easing ou QE3 ». Les commentaires de la majorité des analystes soulignent que cela indique que la situation est grave, ce que l’on pouvait déjà imaginer, que cela ne règle pas les problèmes de long terme, mais que cela peut effectivement soulager les différents marchés (dont celui de la dette souveraine des pays en difficulté) et bien sûr favoriser les actions en inondant la sphère financière de liquidités abondantes.

Un rappel historique s’impose. Déjà, au début des années 2000, après l’éclosion de la bulle internet, Alan Greenspan avait initié une politique monétaire plus qu’accommodante et entraîné une forte augmentation de la dette privée (notamment par le biais de l’immobilier) avec les conséquences que l’en connaît lors de la crise de 2007/2008. Les différents gouvernements avaient, dans l’urgence de la situation, alors pris le relais (des deux côtés de l’Atlantique), et avaient en quelque sorte transféré la dette privée vers la dette publique, entraînant ainsi une explosion des ratios d’endettement publics parfois insoutenables.

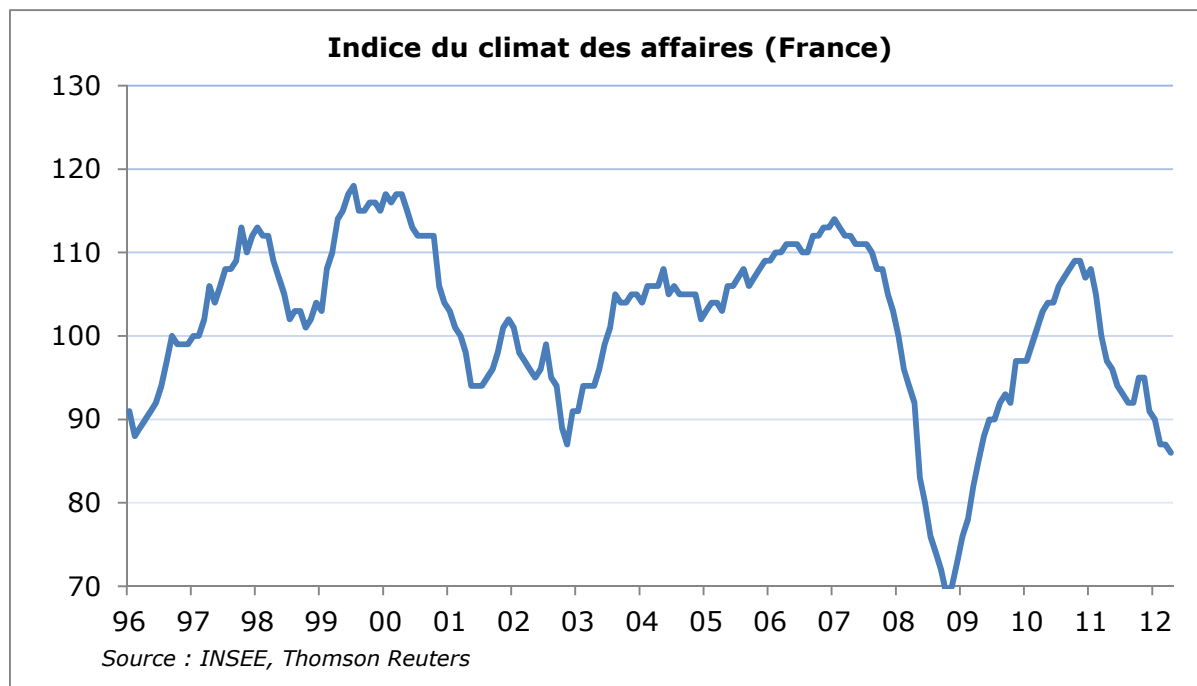
Agissant comme prêteurs de dernier ressort, les banques centrales sont désormais dans l’obligation de prendre à leur charge une partie de cet endettement qui ne peut plus être financé par les marchés. Malgré le soulagement de court terme (mais qui peut durer !), les problèmes économiques et les perspectives de durcissement fiscal restent entiers.

Sur le mois de septembre, la réaction des marchés obligataires a été nette. Les taux d’intérêt à 10 ans en Italie et en Espagne ont baissé respectivement de 0,75% et 0,70% tout en restant à des niveaux élevés au détriment de l’Allemagne et de la France qui gardent néanmoins leur statut de valeurs refuge.

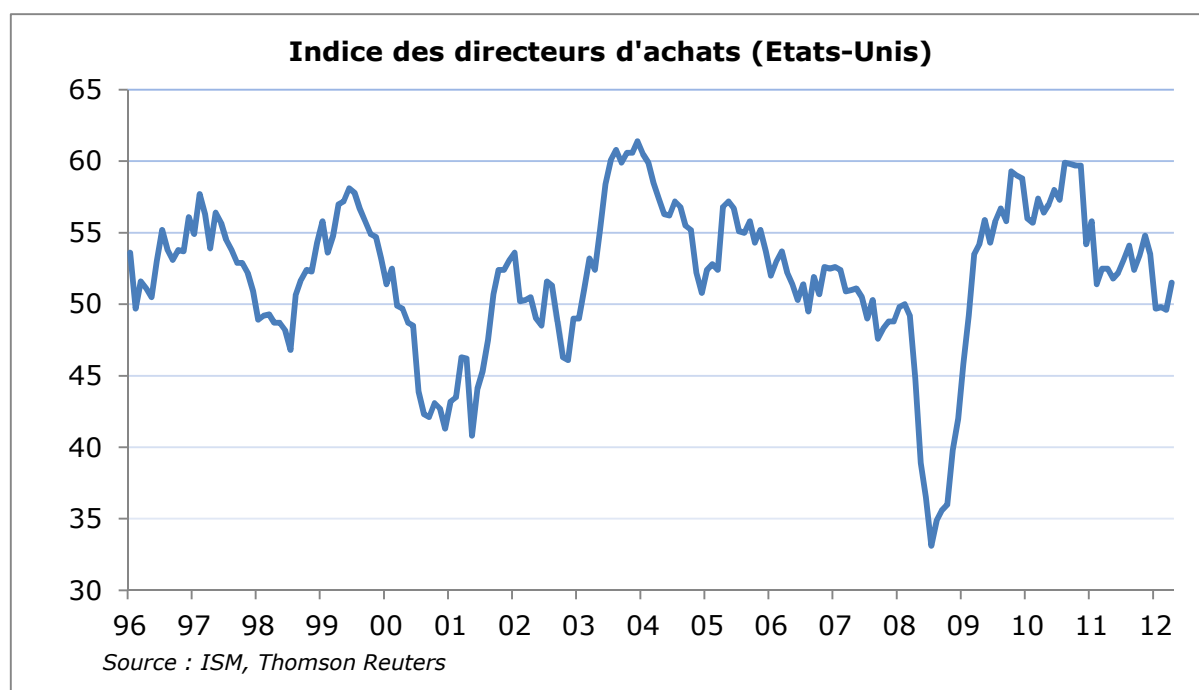
Malgré tout, la situation économique reste difficile dans tous les pays occidentaux, et même maintenant dans des pays émergents comme la Chine.

En France, par exemple, l’indice INSEE du climat des affaires a continué de se dégrader en septembre, mais on pourrait également citer le taux de chômage (plutôt un indicateur retardé) ou bien l’indice de confiance des consommateurs :

# LATITUDES

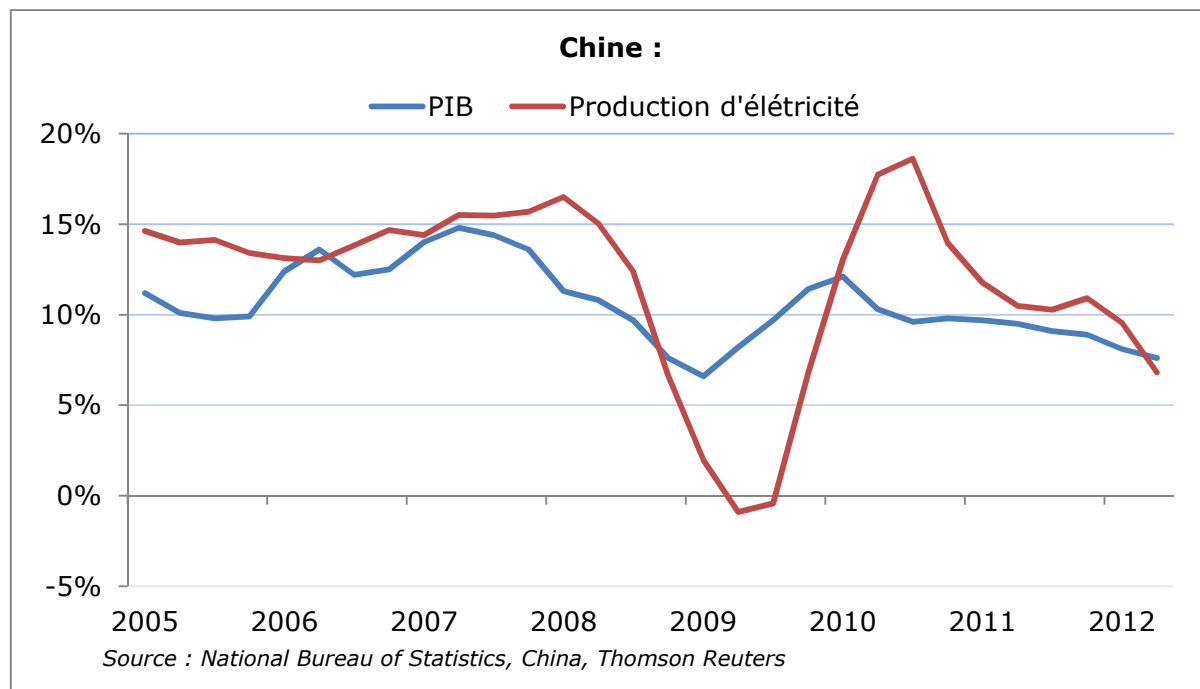


Il en est de même aux Etats-Unis où, encore une fois à titre d'exemple, l'indice composite des directeurs d'achat du secteur manufacturier, un indicateur particulièrement suivi, montre des signes de faiblesse depuis plusieurs mois, malgré la hausse surprise du mois de septembre.

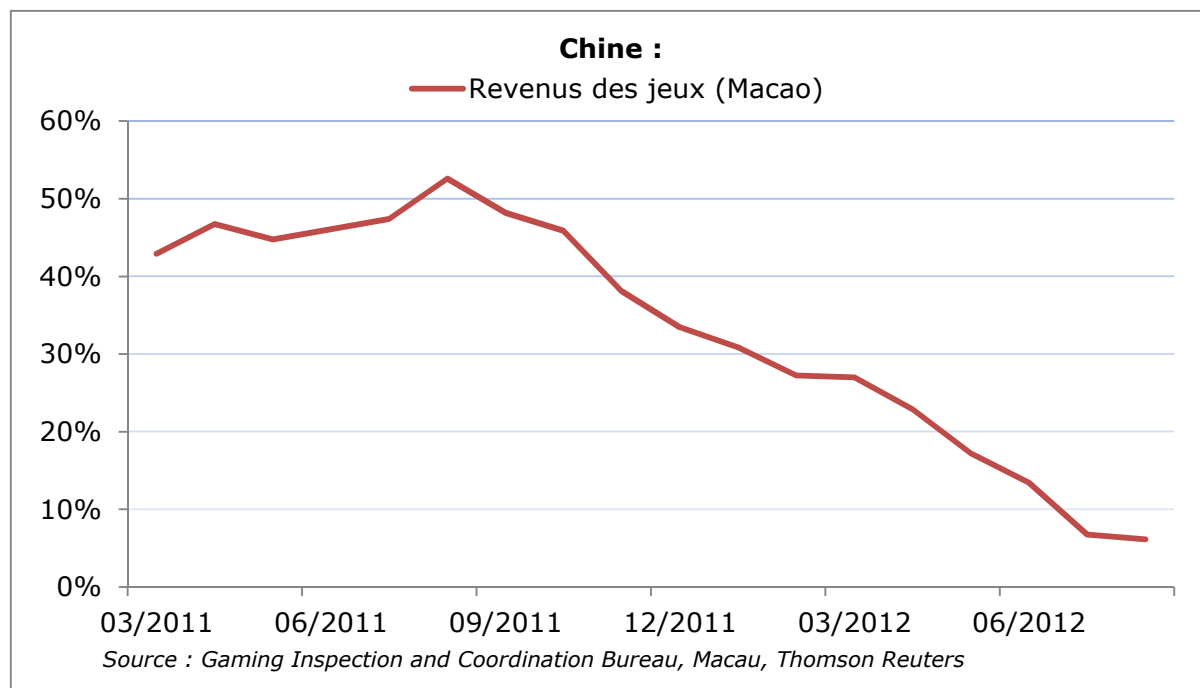


Enfin, les investisseurs s'inquiètent du ralentissement observé en Chine, véritable moteur de la croissance mondiale de ces dernières années, et qui, de plus, possède un secteur bancaire pour le moins fragile. Le PIB ralentit, mais reste à un niveau satisfaisant, toutefois, la production d'électricité souvent considérée comme un indicateur plus fiable, continue de ralentir.

# LATITUDES



Pour l'anecdote, la croissance du revenu des jeux à Macao (malgré tout assez corrélée à l'activité générale en Chine) continue de s'effondrer.



Pour conclure sur les marchés d'actions, et en se restreignant à l'analyse du CAC 40, le rapport cours/bénéfice (sur la base de l'exercice 2012) est passé de 8,8 à 10,5 entre fin 2011 et fin septembre 2012, ce qui dans l'absolu est toujours relativement faible, mais représente néanmoins une hausse de 19%. Celle-ci se décompose entre une appréciation de l'indice de 6,2% sur la période, mais

# LATITUDES

également d'un impact dû à la révision en baisse des bénéfices de 12,8%. Sans rentrer dans des considérations de théorie financière, l'impact de la baisse des taux d'intérêt sur les emprunts d'état (-0,93%) aurait dû conduire à une hausse de la valorisation d'environ 9%. Ces chiffres illustrent le contraste entre une politique monétaire clairement en soutien des marchés et une actualité économique toujours défavorable.

Peu d'investisseurs et d'analystes ont anticipé le rebond de l'été. A ce stade, le soutien des banques centrales reste puissant et devrait continuer de constituer un facteur positif pour l'évolution des marchés d'actions à court terme, mais il convient toutefois de rester vigilant quant aux développements à moyen terme, c'est-à-dire sur l'année 2013, sauf si bien sûr les fondamentaux économiques se redressent, ce qui n'est jamais ni à exclure ....