

## Le taux de croissance de l'Europe (et le destin de François Hollande?) désormais entre les mains du consommateur allemand



Dans l'œil des marchés : Jean-Jacques Netter, vice-président de l'Institut des Libertés, dresse, chaque mardi, un panorama de ce qu'écrivent les analystes financiers et politiques les plus en vue du marché.

Avec Jean-Jacques Netter

**Le recul des marchés européens**, cette semaine peut s'expliquer par trois facteurs : le mauvais chiffre de la croissance européenne au quatrième trimestre, les incertitudes sur les élections italiennes et la recrudescence de "la guerre des changes".

**En Europe, le recul du PIB** enregistré au quatrième trimestre à -0,6% montre que la récession qui était attendue est plus grave que prévu. Cela n'empêche pas les analystes financiers selon le consensus de prévoir une hausse de 4,7% de leurs bénéfices, progression qui sera toutefois inférieure à celle des sociétés américaines + 6,6%. Cette prévision est probablement trop optimiste...

**Les élections italiennes du week end prochain** sont un véritable facteur de risque pour l'Europe si elles se traduisent par la victoire de *Luigi Bersani*, leader du centre gauche, dans un scénario où il serait majoritaire à la Chambre mais pas au Sénat, même avec l'aide des centristes. Dans ce cas, *Silvio Berlusconi* et *Beppe Grillo*, présenté souvent comme le "Coluche italien", deviendraient les arbitres de toute future coalition gouvernementale...

**La "guerre des changes"** avait débuté avec la baisse du Yen. Depuis l'arrivée de *Shinzo Abe* le nouveau Premier Ministre japonais en décembre dernier, le yen a perdu 13% face au Dollar et depuis six mois 17%. Par rapport à l'Euro la baisse atteint 25%, ce qui devrait permettre à certains hommes politiques français de comprendre pourquoi les japonais arrivent à vendre très bien leurs voitures en France ! La hausse de l'Euro a été momentanément stoppée par les propos de Mario Draghi...

C'est finalement **le consommateur allemand** qui décidera du taux de croissance de l'Europe pour l'année 2013. Plusieurs économistes optimistes, dont *Tobias Blattner* de *Daiwa Capital* ont déjà revu en hausse leur prévision de croissance pour l'Allemagne en 2013 : 1% contre 0,7%. Pour *Laurence Boone* de *BOA ML*, cela ne changera pas grand chose, la crise en Europe est loin d'être terminée. Elle durera selon elle largement jusqu'en 2014...

En deux semaines, tous les gains acquis par les marchés européens depuis le début de l'année ont été effacés. Seul le marché américain est encore en hausse de 6% depuis le début de l'année...

### Les effets asymétriques de la globalisation

**La globalisation** a produit des effets asymétriques dans les plus grandes puissances économiques mondiales. **En Chine**, le niveau

d'inégalité ne semble pas poser de problème particulier au Parti Communiste Chinois au moment où 10% des ménages chinois détiennent 86,7% des actifs chinois ! Cela va obliger le gouvernement à accélérer le rebalancement de l'économie de l'exportation vers le marché intérieur. *Chris Wood le responsable de la stratégie chez CLSA* a d'ailleurs déjà recommandé à ses clients de diminuer leur exposition sur la Chine. **Aux Etats Unis**, 25% des salariés gagnent moins de 10\$ de l'heure, ce qui les repousse dans la catégorie des citoyens qui ont un niveau de vie inférieur à celui de la ligne de pauvreté. **En Allemagne**, la pauvreté urbaine est un phénomène assez peu commenté. La part des habitants vivant sous le seuil de pauvreté est de 25% à Leipzig, 21,1% à Berlin, 20% à Dresde. *Chen Zhao, Managing Editor de BCA à Montréal* en conclut que cette situation devrait perdurer et continuer d'être favorable aux actions jusqu'au jour où... la sortie se fera soit par le feu (=inflation), soit par la glace (déflation). On voit d'ailleurs bien au Japon que si la croissance reste faible, un brutal dérapage de l'inflation peut se produire en provoquant un krach obligataire. C'est le cauchemar que font régulièrement certains gérants de fonds obligations... !

## Le psychodrame français de la croissance et du déficit

**En France**, le gouvernement a préparé assez habilement l'opinion publique à ce que les chiffres de croissance et de déficit budgétaires maintenus depuis des semaines par le gouvernement soient revus en baisse. Tout cela ne serait pas trop grave, si le taux de croissance n'était utilisé par tous les acteurs économiques pour anticiper l'avenir de leurs activités, de leurs dépenses et de leurs investissements.

Cela fait des semaines que plus personne ne croit au chiffre de croissance annoncé par le gouvernement. Il n'est pas possible de continuer à manipuler ces chiffres pour des raisons purement politiques les statistiques économiques. C'est pourquoi, **le Pacte Budgétaire** qui a été signé par la France prévoit que la prévision de croissance du PIB de l'économie française émane d'un organisme indépendant rattaché à la Cour des Comptes et validé par Eurostat. Cela permettrait enfin d'éviter la mise en scène à laquelle on assiste actuellement. Comme le dit très bien *Xavier Fontanet ancien Président d'Essilor* "L'état est comme un jockey obèse qui engueule son cheval parce qu'il ne va pas assez vite"...

## La compétitivité c'est moins de dépenses publiques et moins d'impôts

Il devient clair que **le CICE** (Crédit d'Impôt Compétitivité Emploi) aura très peu d'effet sur la compétitivité de l'industrie française. Quand à **l'Accord sur l'Emploi** signé entre les partenaires sociaux il est avant tout destiné aux grandes entreprises. Rien n'a encore été fait pour traiter sérieusement le problème de la formation permanente, ni celui de l'accompagnement des chômeurs qui est très inefficace.

**Les impôts** des entreprises et des particuliers auront augmenté de 65Md€ en trois ans, dont en gros la moitié attribuable à Nicolas Sarkozy et l'autre à François Hollande. Rien n'a encore été fait sérieusement pour s'attaquer à la racine du mal qui est que la dépense publique dépasse les recettes de 3,5 points de PIB en moyenne chaque année...

**Les investissements des entreprises** sont d'ailleurs en baisse (-0,8% au T3 et -1,2% au T4). Cette évolution est bien évidemment liée au taux marginal d'imposition de la tranche à 45%. Selon le tableau fourni par *Patrick Artus de Natixis*, les plus values mobilières tout comme les intérêts réalisées en 2014 sur des titres détenus depuis moins de deux ans seront taxées à 58,2% ; les dividendes seront taxés à 40,20% etc... Aucun pays, dans une économie ouverte n'a jamais été redressé durablement avec de tels taux d'imposition qui punissent les actifs risqués qui pourraient financer l'investissement dont le pays a tant besoin. Pour *Sophie Pedder, correspondante de The Economist à Paris*, François Hollande fera juste ce qu'il faut pour satisfaire les agences de rating mais il n'aura pas le courage politique de revenir sur toutes les dérives de l'Etat Providence à la Française....

Alors que le monde politique vit dans sa grande majorité en plein déni de réalité, les sociétés françaises exposées à la mondialisation comme **PPR** ou **Hermès** ont publié de bons résultats. Il n'y a pas que le luxe dans lequel les entreprises françaises sont performantes puisque **Legrand** spécialiste des infrastructures électriques a aussi publié des profits historiques. Ces entreprises sont compétitives, car elles ne dépendent pas du tout de l'état et elles ont depuis longtemps décidé d'aller à l'international pour profiter de la mondialisation...

## C'est peut être l'année des convertibles européennes

**Les obligations convertibles européennes** pense *Pierre Henri de Monts chez Aberdeen Asset Management* sont une classe d'actif intéressante pour faire face à l'environnement compliqué des prochains mois. Les obligations classiques n'offrent plus assez de rendement pour rémunérer les risques encourus. Si les taux augmentaient de 150 points de base les pertes en capital seraient comprises entre 10 et 12%. Pour se prémunir en partie de l'éclatement de la bulle obligataire, les obligations convertibles offrent un couple rendement risque très attractif avec un plancher obligataire élevé en raison du resserrement des spread de crédit depuis le mois de septembre et d'un environnement de taux bas. Depuis le début de l'année, les nouvelles émissions offrent un rendement de 3,57%. Historiquement l'univers des obligations convertibles européennes a toujours été exposé aux secteurs à forte croissance. Comme les services pétroliers et les biens d'équipement. Dans l'hypothèse d'une remontée des taux longs la composante action devrait pouvoir amortir une partie de l'impact.

## Les matières premières attirent moins les fonds de pension

Certains Fonds de Pension qui étaient exposés de façon significative aux matières premières sont en train de réduire leurs positions. C'est notamment le cas de *Calpers, le fonds de pension californien* qui gère 244 Md\$. La performance des fonds matières premières ayant été décevante depuis deux ans, ils ont perdu 20% de leurs actifs en 2012. La forêt semble avoir échappé à cette tendance

---

puisque Sampension, le premier fonds de pension danois a accru son exposition à la forêt car *Henrik Olejasz, gérant de Sampension* a augmenté depuis plusieurs années ses investissements en forêts. Pour lui c'est une des rares classes d'actif qui permet d'offrir une protection sur le long terme par rapport aux récessions qui touchent régulièrement les marchés.

L'or a baissé cette semaine de plus de 2%, tombant un moment en dessous de 1600\$/T. deux sociétés figurant dans pratiquement tous les portefeuilles exposés à cette classe d'actif (**Goldcorp** et **Newcrest Mining**) ont perdu plus de 6%.