

## Principaux indicateurs des marchés financiers

Indices actions (variations en euro)	Points au 29/04	Variation 2009 au 29/04
CAC 40 (France)	3 116.9	- 3.1%
Nikkei 225 (Japon)	8 828.3	- 0.35 %
Dow Jones industriel (USA)	8 185.7	- 6.7 %
MSCI Monde (world index AC euro)	72.22	2.62 %

Taux d'intérêt	au 29/04/2009
Banque centrale européenne	1.25 %
OAT 10 ans (obligations d'Etat français 10 ans)	3.62 %
Etats-Unis Fed	0 à 0.25 %

Pétrole et or	au 29/04	Variation 2009 au 29/04
Pétrole \$/baril	50.7 \$	- 27.0%
Or (\$/once)	898.25 \$	2.05%

Taux de change	au 29/04	Variation 2009 au 29/04
Euro/\$	1.327 \$	- 5.1 %

## Evolution récente des marchés financiers

### Actions

Les marchés actions ont poursuivi leur mouvement baissier jusqu'en début mars. Les marchés européens ont quasiment rejoint les plus bas de 2003. Les valorisations sont-elles attractives ? L'analyse en terme de P/E instantané (cours/bénéfices de l'année) est très favorable aux marchés actions. Cependant une analyse en terme P/E normalisé sur 10 ans montre que les cours peuvent encore fortement chuter compte tenu des points bas historiques atteints en 1921, 1931 et 1981. Les résolutions en apparence encourageantes du G20 ont facilité un rebond technique des marchés. L'interprétation des « stress test » des banques qui seront publiés le 4 mai déterminera soit une sortie par le haut du canal baissier de long terme actuel, soit un retour vers les plus bas de mars 2009. Les modalités de l'assouplissement des normes comptables de valorisation des actifs financiers pourraient favoriser un retour des investisseurs sur les marchés au cours des prochains mois.

### Obligations

Les taux obligataires ont fluctué au cours des 3 derniers mois dans une tendance légèrement haussière après la forte dégrise de la fin 2008. Les marchés sont partagés entre le risque de déflation et l'inquiétude sur l'accélération des endettements des Etats et la monétisation partielle des déficits budgétaires américains.

### Monétaire

La normalisation du fonctionnement du marché monétaire s'est poursuivie. Les taux monétaires devraient se stabiliser au cours des prochains mois entre 0.5 % et 1.5 % pour des maturités de 0 à 12 mois.

## Focus sur la crise économique

Les risques de forte récession pour 2009 anticipés dans la précédente note de septembre 2008 se vérifient. 2009 sera la pire année de récession depuis la seconde guerre mondiale. Cependant le processus de déflation (baisse durable des prix et de la production) sera évité grâce aux mesures de consolidation du système financier, aux mesures de relance et partiellement grâce aux résolutions du G20 qui apportent des éléments de stabilisation sans pour autant atteindre le cœur des difficultés actuelles.

Paradoxalement, l'ampleur des mesures de relance, la création massive de liquidités par les banques centrales, la monétisation partielle des déficits budgétaires américains font craindre pour les mois et les années à venir une reprise de l'inflation. Ces risques sont-ils justifiés ?

### Les résolutions du G 20 apportent-elles des éléments de sortie de crise ?

La réunion des chefs d'Etat et de gouvernements du G20 avait un double objectif. A court terme : favoriser la concertation voire aboutir à une coordination des mesures de relances économiques pour éviter que la récession actuelle se transforme en dépression. A moyen et long terme : réformer l'architecture financière internationale pour réduire le risque d'une nouvelle crise financière et économique majeure.

#### Des leviers financiers supplémentaires attribués aux organismes financiers internationaux

- les ressources supplémentaires du FMI (250 mds \$ supplémentaires d'allocation de DTS, triplement des ressources du FMI à 750 mds \$, vente d'or du FMI) devraient permettre d'apporter un soutien déterminant pour éviter la dérive monétaire des pays émergents européens et soutenir les pays pauvres.
- les autres résolutions d'accroissement du financement du commerce international (250 mds \$ d'apport) et de financement des investissements (100 mds \$ pour les banques multilatérales type BERD pour renforcer leur capacité de prêt, 100 mds \$ supplémentaires pour les banques de développement multilatéral (MDB)) contribueront à éviter un processus de déflation cumulatif.

#### Poursuite des mesures de relance budgétaire

- 5000 mds \$ de mesures budgétaires d'ici fin 2010 seront prises par les membres du G20 pour soutenir la croissance.

.../...

## Focus sur la crise économique (suite)

### *Des mesures de contrôle et de régulation des flux financiers qui limiteront l'instabilité financière*

- création d'une agence de stabilité financière : Financial Stability Board (FSB) qui prend la suite du FSF
- supervision des hedge fund
- limitation des effets de levier excessif
- réforme des agences de notation
- renforcement des ratios de solvabilité bancaire (Bâle II) (encours de crédits/fonds propres) au-delà des 8 %, la modulation des ratios de solvabilité en fonction de la conjoncture économique,
- retour sur la règle comptable de valorisation des actifs au prix du marché (« mark to market ») pour éviter les effets pro cycliques (accroissement du crédit en période de forte croissance et réduction du crédit en période de récession) devraient permettre de mieux réguler la finance internationale dans les années à venir.

### *Deux grands absents : pas de nouvelles bases pour un nouveau FMI, pas de solution globale à la sous capitalisation des banques*

- Toutefois, le G20 ne jette pas de nouvelles bases pour un nouveau Système Monétaire International. L'actuel SMI qui de fait était basé sur le dollar comme monnaie principale de commerce et de réserve a favorisé les excès d'endettement des ménages américains et des Etats-Unis dans leur ensemble : « le dollar est notre monnaie et il est votre problème » répondait Paul Volker, ancien président de la Fed, à une question d'un journaliste européen. Un SMI fondé sur une monnaie neutre (un retour au plan keynes de Bretton Woods?) ou sur un panier de monnaie apporterait plus de responsabilité et de coopération internationale.
- Actuellement, les provisions à répétition des banques face aux créances douteuses réduisent les fonds propres et la capacité de crédit aux entreprises et aux ménages. Le retour à un financement non rationné de l'économie est un préalable à la reprise économique. Le G20 n'est pas parvenu à fonder les bases d'une politique de recapitalisation généralisée des banques ou de rachat des actifs toxiques ou « historiques ».

### **Faut-il craindre la reprise de l'inflation ?**

La montée de l'endettement des Etats notamment des Etats-Unis inquiète de plus en plus les investisseurs. Les émissions obligataires de l'Etat américain vont plus que doubler en 2009.

La dette publique américaine représentera environ 80 % du PIB en 2009, la dette privée 290 % du PIB.

### *Faut-il s'inquiéter de la montée de l'endettement ?*

La hausse de l'endettement des Etats a pour but de compenser la diminution de l'endettement privé (deleveraging). Le taux d'épargne des ménages américains revient ainsi d'un taux nul en 2007/2008 à un taux proche de la moyenne historique de 5-6 %.

Elle vise aussi à corriger les effets récessifs de la diminution du crédit bancaire aux entreprises.

Ce qui inquiète le plus les économistes ou les investisseurs, c'est la monétisation de la dette publique. La banque centrale américaine achète massivement des bons du trésor en créant de la monnaie ex nihilo. La base monétaire s'accroît et risquerait de générer de l'inflation.

La Banque Centrale Européenne ne peut pas acheter directement des bons du Trésor aux Etats, mais indirectement aux agents privés.

Cette création monétaire est actuellement nécessaire, elle permet de maintenir des taux courts et longs à de faibles niveaux. En son absence, les taux d'intérêt remonterait très fortement et entraînerait un effet d'éviction de l'endettement et des investissements privés considérables.

### **Entre septembre 2008 (faillite de Lehman Brothers) et aujourd'hui, la base monétaire en dollars et en euro a doublé. Faut-il craindre un risque inflationniste majeur ?**

Ce serait une erreur que de croire que le risque inflationniste est évident. N'oublions pas que les pressions inflationnistes monétaires dépendent du produit de la vitesse de circulation de la monnaie avec la masse monétaire. Or, entre septembre 2008 et aujourd'hui, la vitesse de circulation de la monnaie a été divisée par deux et de manière assez synchrone avec la hausse de la base monétaire ! Actuellement, les pressions inflationnistes monétaires ne sont pas plus importantes qu'il y a plusieurs mois.

Toutefois, au fur et à mesure de la normalisation du marché monétaire et du système de crédit, la vitesse de circulation de la monnaie repartira à la hausse. Les banques centrales joueront alors de nouveau une partition de plus en plus restrictive pour éviter de trop fortes les pressions inflationnistes.

Compte tenu de la hausse importante des taux d'endettement publics et privés, il est probable que les autorités monétaires laissent se générer au cours des années à venir une inflation modérée de l'ordre de 3 à 5 % pour faciliter le désendettement en douceur des ménages et des Etats.

Jean Castelli