

# Note d'analyse mensuelle

Éditorial

Janvier 2012

---

## Nos comportements individuels et collectifs doivent évoluer avec la crise

Tout le monde a en tête l'histoire de ce désespéré qui se jette dans le vide du haut d'un gratte ciel. Il chute, il chute, et à chaque étage, il se dit « jusqu'ici tout va bien ». On connaît la fin. Ne sommes-nous pas depuis plusieurs années dans une situation de ce type ? Oui et non.

Écartons, tout d'abord, ceux qui refusent de voir la réalité en face et qui croient aux vertus d'un changement radical de politique et de système économique. La situation est très préoccupante et la perte du triple A et les motivations avancées par S&P sont là pour nous le rappeler. Les faits donnent tort aux partisans de la méthode coué : l'année 2011 restera comme une des pires en matière d'évolution des marchés financiers et de gestion de la crise des dettes souveraines, en particulier en Europe, et l'année 2012 s'annonce sous de mauvais auspices en matière de croissance, avec des risques d'entrée en récession dans la Zone euro.

Faut-il cependant tout voir en noir ? S'il est une leçon à tirer de la crise qui secoue nos économies depuis 2008, c'est bien celle qui impose à tous les acteurs économiques et aux investisseurs de changer de comportement, sinon de philosophie, dans les mois et les années à venir. Nos économies, et singulièrement l'Europe, connaissent depuis le début des années 2000 des phases d'indétermination et d'instabilité inconnues jusqu'alors : les bulles des marchés n'ont cessé de se succéder, bulle internet, crise des subprimes, bulle immobilière, crise des dettes souveraines, dans l'attente d'une nouvelle crise... On peut faire l'hypothèse que ce nouveau cours du monde va se prolonger, sans savoir quels domaines seront à l'avenir les premiers affectés. Face à un environnement hostile et souvent imprévisible, les comportements individuels et collectifs de résilience sont à privilégier et sont un peu la condition d'un rebond.

**AssetFi MS présente ses meilleurs vœux de bonne année  
à ses clients et aux lecteurs de sa note mensuelle**

## Sommaire

<b>MACROECONOMIE : POINTS CLES</b> .....	<b>3</b>
2012 : une année à hauts risques.....	3
<b>FOCUS</b> .....	<b>10</b>
Ce qui pourrait aller mieux que prévu en 2012 ! .....	10
<b>INDICATEUR DE STRESS</b> .....	<b>13</b>
<b>INTERVIEW</b> .....	<b>15</b>
Quatre questions à Joseph Ramos, Délégué Général d'HANDECO .....	15
<b>ANNEXES</b> .....	<b>18</b>
Principes de gestion.....	18
Lexique.....	19

**Co-directeurs de la publication :** Gérard SOULARUE, Président AMS,  
Elisabeth ROCHA, Vice-présidente BIPE

**Ont collaboré à cette note :** Laure BAQUERO,  
Nathalie FENARD,  
Pierre GRAPIN,  
Sébastien LE BERRE,  
Thuy Anh NGUYEN,  
Quentin PERRONAT.

## Macroéconomie : points clés

### 2012 : une année à hauts risques

Frappée par une succession de chocs géopolitique et naturel négatifs, l'année 2011 s'est terminée dans un contexte de grande incertitude, sur fond de crise des dettes publiques. Les défaillances de gouvernance des deux côtés d'Atlantique ont assombri les perspectives de croissance pour 2012. Après avoir perdu un point de croissance en 2011 (de 5% à 3,8%), l'économie mondiale devrait décélérer en 2012, mais à des rythmes variables selon les régions. Les États-Unis devraient enregistrer une croissance molle mais sans récession en 2012. L'économie japonaise restera soutenue par les travaux de reconstruction. Et, malgré le choc négatif sur le commerce mondial, les économies émergentes devraient résister grâce à leurs politiques économiques accommodantes. L'Europe concentre pour l'instant toutes les inquiétudes, du fait de l'ampleur des émissions publiques prévues au cours des premiers mois de l'année et des objectifs de recapitalisation des banques avant juin 2012, jugés ambitieux pour certaines d'entre elles.

### Bilan 2011 : une année décevante

Après un rebond en 2010, l'année 2011 a été très décevante en termes de croissance. Selon nos estimations, l'activité économique mondiale n'aurait progressé que de 3,8%, en moyenne en 2011 contre 5% l'année précédente. Une succession de chocs exogènes sont survenus, qui ont freiné la croissance globale. D'après le FMI, le séisme survenu le 11 mars 2011 au Japon et ses conséquences auront coûté environ 300 Mds de dollars. Cette catastrophe a perturbé les chaînes de productions de différents pays, notamment dans le secteur automobile, et la production de certains biens d'équipement.

Par la suite, le printemps arabe a poussé les prix du pétrole vers de nouveaux sommets. L'augmentation des prix des matières premières au cours de la première moitié de l'année a fortement érodé le pouvoir d'achat des ménages et les marges des entreprises. Dans les pays émergents, les tensions inflationnistes constituent la principale source d'inquiétudes des autorités. Les banques centrales ont été contraintes de durcir leur politique monétaire pour atténuer cette hausse des prix, ce qui conduit à un ralentissement conjoncturel des pays émergents.

L'été 2011 a vu exploser les débats interminables des gouvernements européens face au problème de financement de dette de plusieurs pays. D'importants problèmes de gouvernance en matière de gestion de dette souveraine ont été relevés. En Europe, les mesures d'austérité annoncées et mises en place, parfois tardivement ou de manière insatisfaisante, n'ont pas calmé les marchés financiers, et n'ont pas permis de mettre un terme à la problématique de dette souveraine. Les sommets se sont succédés mais... en vain. Aux États-Unis, l'accord budgétaire pour relever le plafond de la dette n'a été conclu qu'en dernière minute, ce qui a alimenté des spéculations sur les risques de défaut du pays ou de certaines de ses entités (États et municipalités). La dégradation de la note américaine par l'agence de notation S&P le 2 août a provoqué un effondrement des marchés financiers et une forte dégradation de la confiance des agents économiques. La chute des cours boursiers a par ailleurs fortement dégradé la santé financière des banques, déjà malmenées dans la crise de 2008-2009. Ces dernières doivent désormais satisfaire à des nouvelles exigences de leurs fonds propres dans le cadre des réformes de Bâle III. Un durcissement des conditions de crédit est attendu, ce qui pourrait constituer un facteur de frein important aux projets d'investissement des entreprises et des ménages. Dans un contexte de perspectives de demande déjà affaiblies par les cures d'austérité mises en place, le resserrement de l'offre de crédit et la détérioration de confiance des agents économiques dégradent davantage le panorama.

### 2012 : une année à hauts risques

Les perspectives de croissance de 2012 sont encore très floues compte tenu du manque de visibilité sur les évolutions à venir de l'environnement économique et politique (risques en Iran, en Afghanistan et au Pakistan, en mer de Chine, en Russie, ...). L'activité économique mondiale devrait continuer à ralentir, mais à des rythmes qui différeront par région géographique.

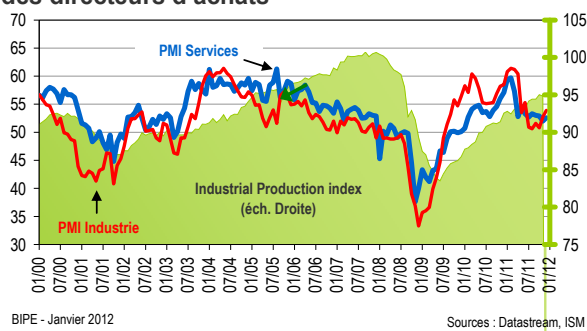
#### États-Unis

L'année 2011 a terminé sur une bonne note et des signaux encourageants, au vu des indicateurs conjoncturels relatifs à la période octobre – décembre 2011. À titre d'exemple, sur le marché de l'emploi, le

taux de chômage a de nouveau baissé pour s'établir à 8,5% en décembre (niveau le plus bas depuis avril 2009). Les indicateurs avancés ont progressé également en décembre, à l'instar des indices ISM manufacturier (à 53,9) et tertiaire (à 52,6).

La prolongation de deux mois des mesures de stimulus fiscal (i.e. baisse du taux de cotisations sociales pour les salariés, prolongation de l'assurance chômage de longue durée) n'est pas nécessairement étrangère à ces évolutions, puisqu'elle a apporté une bouffée d'air à la consommation et atténué l'incertitude politique.

### États-Unis : indice de production industriel et indice des directeurs d'achats



Le risque de retour en récession est donc temporairement écarté. Néanmoins, nous restons prudents dans nos prévisions de croissance en 2012. Certes, fin 2011, les chiffres de l'emploi, des crédits et de la production industrielle se sont révélés rassurants. Mais ces dynamiques pourraient ne pas perdurer du fait des nombreuses difficultés structurelles sur les marchés de l'emploi et immobilier. La confiance des ménages demeure historiquement faible. Jusqu'à présent, la consommation a été soutenue par la baisse du taux d'épargne. Mais, dans le contexte de reprise molle de l'économie et de contraintes budgétaires – notamment des collectivités locales, importants employeurs de salariés publics, le marché du travail devrait rester dégradé, incitant les ménages à adopter un comportement plus prudent. Une remontée du taux d'épargne des ménages est probable, ce qui constitue un risque baissier sur la consommation qui représente 70% du PIB. L'environnement économique et politique incertain pèse également sur les perspectives de l'investissement, en dépit de la bonne santé financière des entreprises américaines et de la politique monétaire exceptionnellement accommodante de la Fed.

Au final, les États-Unis pourraient néanmoins connaître une croissance de l'ordre de 1,7% en 2012. À partir de 2013, les perspectives de croissance devraient se dégrader du fait de la nécessaire consolidation fiscale.

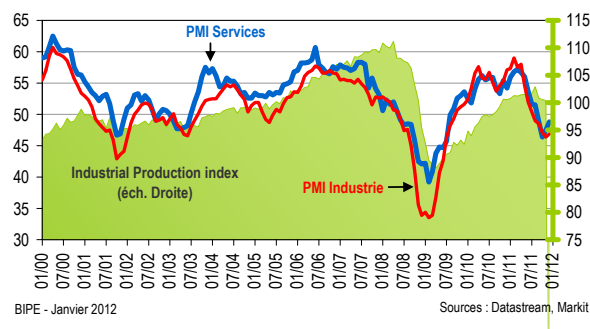
### Zone euro

La croissance de l'activité par pays est très hétérogène au sein de la zone euro. L'Allemagne confirme sa position de locomotive. La Zone euro devrait

néanmoins entrer en récession lors des premiers mois de 2012, avant d'enregistrer une croissance atone à partir du deuxième semestre 2012. Les tensions financières et les mesures d'austérité pèsent sur les perspectives de demande au début de 2012 : la crise des dettes a miné la confiance des entreprises et des ménages. Elle a également affaibli le secteur bancaire européen, provoquant un durcissement des conditions d'octroi de crédit pour les ménages et les entreprises (augmentation des demandes de garanties, hausse des coûts du crédit et réévaluation des risques). Tous ces facteurs plaident pour une contraction de l'activité au T4-2011 et au T1-2012.

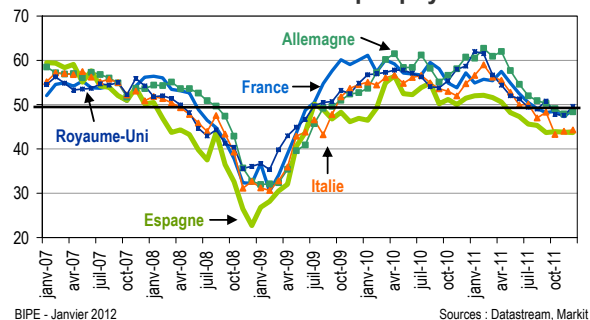
L'enquête PMI du mois de décembre confirme ces tendances en mettant en exergue le pessimisme des directeurs achats au sein de la Zone euro. D'après l'enquête de décembre, ceux-ci annoncent une poursuite du recul d'activité aussi bien dans le secteur manufacturier (46,9) que dans le secteur tertiaire (48,8). La production manufacturière est également signalée à la baisse dans la plupart des pays, alors que l'activité des services ne progresse qu'en Allemagne et en France.

### Zone euro : indice de production industrielle et indice des directeurs d'achats



Par pays, en décembre, l'indice PMI manufacturier a reculé à nouveau dans plusieurs pays, où il s'enfonce sous le seuil de 50 : en Allemagne (48,4), en France (48,9), en Italie (44,3), en Espagne (43,7). Au Royaume-Uni, le PMI manufacturier a néanmoins augmenté à 49,6 en décembre. L'indice PMI services continue à ralentir à l'exception de l'Allemagne (52,4) et France (50,3), en Italie (44,5), en Espagne (42,1).

### Indice des directeurs d'achats par pays



« Nos renseignements puisés aux meilleures sources, sont donnés sans garantie et n'engagent en aucune manière la responsabilité d'AssetFi Management Services. Ils ne sauraient constituer une recommandation d'achat ou de vente. »

En octobre, la production industrielle était pourtant encore stable dans la Zone euro (0% m/m). Mais, à l'exception de l'Allemagne (+0,8% m/m) et de la France (0% m/m), la production avait reculé en Italie (-0,9% m/m), en Espagne (-1,2% m/m) et au Royaume-Uni (-0,7% m/m). Tous ces indicateurs pointent vers un possible ralentissement de l'investissement productif. Mais le BIPE ne prévoit pas d'effondrement des dépenses d'investissement du fait du faible taux d'investissement actuel de la plupart des pays de la Zone euro : les taux d'utilisation des capacités de production restent relativement élevés, et les besoins de renouvellement et modernisation de nombreuses installations industrielles importants, après plusieurs années d'investissements « a minima ».

La dégradation du marché de l'emploi partout sauf en Allemagne menace la croissance future de la demande. La consommation privée devrait donc décélérer, compte tenu de l'atonie du marché de l'emploi, du manque de confiance des ménages et de l'intensification des plans de consolidation fiscale à travers de toute l'Europe. Selon Eurostat, le taux de chômage a augmenté dans différents pays en octobre à l'exception de l'Allemagne (5,5%) pour atteindre 10,3% dans la Zone euro, 22,8% en Espagne, 8,5% en Italie, 9,8% en France et 8,3% au Royaume-Uni.

Au final, compte tenu de l'importance de la consolidation fiscale, le BIPE maintient pour l'instant sa prévision d'une croissance molle des pays européens en 2012 : +0,7% en France, +0,7% en Allemagne, +0% en Italie, +0,2% en Espagne, +1,1% au Royaume-Uni et 0,5% dans la Zone euro.

### Émergents

Le risque de retour en récession n'est donc pas négligeable dans les pays européens, ce qui devrait peser sur le commerce mondial<sup>1</sup>. L'effet du ralentissement du commerce mondial devrait toutefois rester limité pour les pays émergents : ces derniers disposent de marges de manœuvre importantes en matière de politique fiscale et monétaire, qui devraient leur permettre d'amortir le choc négatif. Au sein du groupe des pays dits émergents, les trajectoires de croissance diffèrent néanmoins. Les pays asiatiques et d'Amérique Latine ont su tirer les leçons des crises passées : les finances publiques mieux maîtrisées, le système bancaire renforcé, les fluctuations de devises mieux contrôlées, les réserves de change conséquentes et les réglementations plus strictes, ... À l'inverse, les pays de l'Europe de l'Est devraient subir davantage les conséquences de leur exposition au risque lorsque les flux de capitaux se sont taris.

De manière générale, les pays émergents poursuivent leur rattrapage du niveau de vie des pays développés.

Leurs dynamiques s'appuient avant tout sur la réalisation de programmes d'investissements en infrastructures et sur le développement de la consommation intérieure. Néanmoins, les risques baissiers sont toujours présents, à l'instar du risque de bulle sur le marché immobilier et sur le marché de crédit, ou des conséquences du durcissement des politiques monétaires pour maîtriser l'inflation. Compte tenu de tous ces facteurs, selon le BIPE, la croissance du PIB en 2012 restera bonne mais très hétérogène entre différents pays : Chine (9%), Russie (4%), Brésil (3,4%), Inde (7,8%).

### 2012 : les risques à surveiller

Indépendamment de ce scénario plutôt favorable, de nombreux facteurs de risques subsistent. L'ampleur de ceux-ci a d'ailleurs incité plusieurs analystes, fin 2011 et début 2012, à réviser une nouvelle fois à la baisse leurs prévisions de la croissance du PIB pour la zone euro : le FMI a baissé sa prévision à 1,1% contre 1,8% précédemment prévu, l'OCDE annonçait une croissance 2012 de +0,2% en décembre contre 2% en octobre..... Pire encore, certains scénarios privés vont jusqu'à annoncer des récessions possibles de -10% de PIB en cas d'éclatement de la zone euro et de faillites des banques provoquant une crise systémique.

Parmi ces facteurs de risques, les principaux sont :

- Celui d'un défaut (complet) de la Grèce (pratiquement déjà acté par les marchés), mais qui entraînerait la faillite d'une ou de plusieurs grandes banques. Devant le risque de crise systémique, les États seraient obligés une nouvelle fois d'intervenir, ravivant de ce fait les inquiétudes liées à la solvabilité des dettes publiques.
- Une modification des allocations de capitaux avec une poursuite du désintérêt pour l'Europe, où de nombreuses émissions obligataires publiques et des banques sont prévues en début d'année, et une chute du crédit aux entreprises, notamment des PME, provoquant un effondrement des investissements et de l'activité dans plusieurs secteurs.
- Le maintien des pressions inflationnistes : les entreprises tardent à répercuter les baisses de prix des matières premières et pourraient maintenir des prix élevés pour capter la marge qui en résulte, afin d'accroître leur profitabilité et augmenter leur capacité d'auto-financement : le pouvoir d'achat, déjà malmené par la mauvaise situation du marché de l'emploi, chuterait, freinant encore plus la demande intérieure en Europe.
- Un ralentissement accentué des pays émergents : ceux-ci pourraient moins bien résister à la chute de la demande des pays industrialisés que nous ne le supposons dans le scénario central, du fait des

<sup>1</sup> Le poids des pays européens dans le commerce mondial s'élève à 30%.

difficultés rencontrées pour restaurer les équilibres internes. Certains évoquent aussi le risque d'éclatement de bulles de crédit : bulles de crédit à la consommation, bulles d'investissements publics, bulles immobilières dans certaines mégapoles, etc.

- L'économie allemande, moteur actuel de la Zone euro, pourrait brutalement trébucher : face à des contraintes de ressources humaines mais surtout à la chute de l'activité chez ses partenaires européens, les entreprises pourraient lever le pied sur les investissements et la production.
- La diffusion des problèmes de financement des pays de la Zone euro aux pays de l'UE hors Zone euro (Pologne, Hongrie, Roumanie, Bulgarie, etc.) plonge ceux-ci dans une récession profonde et provoque une montée de tensions sociales qui se diffuse à d'autres pays européens.
- Enfin, une nouvelle dégradation du moral des acteurs économiques pèsera naturellement sur les décisions de production et d'investissement...

Ci-dessous, nous décrivons plus en détail certains enjeux susceptibles de compromettre les perspectives de croissance de 2012.

### Crise de la dette

La problématique de dettes souveraines européennes reste le sujet d'actualité en 2012. La sortie de crise est devenue un enjeu crucial pour l'avenir même de la Zone euro. Or, les autorités européennes et les gouvernements ont bien conscience de cet enjeu, comme en témoignent les différents engagements pris lors de différents sommets européens : les décisions « définitives » tardent et les moyens mobilisés semblent insuffisants. Lors du dernier sommet du 8-9 décembre, les gouvernements ont reconnu une nécessité de convergence vers une union de stabilité fiscale au sein de la Zone euro. Afin de répondre à cette convergence, des nouvelles règles ont été désormais proposées/conclues, qui se résument comme suit :

#### 1-Adoption d'une nouvelle règle budgétaire

Conforme au Traité de Maastricht, le déficit budgétaire ne doit pas dépasser 3% du PIB. En cas de non respect de cet objectif, les sanctions automatiques seront imposées et iront jusqu'à 0,2% du PIB.

#### 2-Renforcement de la gouvernance et de la coordination

Des sommets de la Zone euro seront planifiés d'une manière régulière, à périodicité mensuelle au plus fort de la crise.

#### 3-Renforcement des dispositifs anti contagion

L'établissement du Mécanisme Européen de Stabilité (MES) doté d'un capital de 500 milliards d'euros entrera en vigueur en juillet 2012 (au lieu de juillet

2013). Mais les détails des mécanismes d'aide aux États en difficulté restent flous et le manque d'enthousiasme des pays émergents continue de peser négativement sur le moral des investisseurs.

L'ampleur et la durée de la crise dépendra de la mise en place de ces engagements : certes, les autorités continuent d'espérer qu'elles suffiront à restaurer la confiance des investisseurs et mettront fin à toute spéculation contre l'éclatement de la Zone euro, mais rien n'est moins sûr, d'où les inquiétudes des analystes. Le premier trimestre de l'année sera, à ce titre, décisif, compte tenu du nombre et de l'ampleur des émissions obligataires prévues, à la fois de la part des États et des banques dont certaines devront avoir recours à ce moyen pour atteindre les nouveaux ratios avant l'été.

### Élections et politique budgétaire

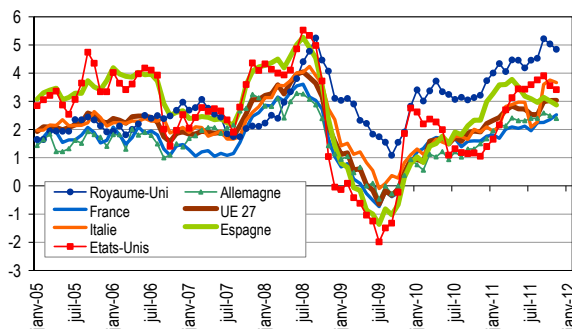
2012 sera une année chargée en termes de politique. Outre les sommets européens réguliers qui sont prévus, des élections présidentielles auront lieu en France (le 6 mai) et aux États-Unis (en novembre). Ces événements seront décisifs en matière de gestion des finances publiques. Tout blocage politique pourrait accentuer la crise de confiance et noircir les perspectives de croissance.

Aux États-Unis, en dépit du dernier accord entre les Démocrates et les Républicains sur la prolongation des mesures de stimulus fiscal, l'environnement politique demeure très incertain. Ainsi, les blocages politiques en matière de consolidation budgétaire perdurent. L'échec du super comité sur le relèvement du plafond de la dette à la fin de 2011 en témoigne. Cet échec dégrade les perspectives de croissance du pays à partir de 2013 du fait des coupes automatiques des dépenses publiques à la hauteur de 1 000 milliards de dollars pendant dix ans.

En Europe, plusieurs pays ont déjà mis en place des plans d'austérité très rigoureux : hausses de la TVA, réductions de salaires dans la fonction publique et parfois dans le privé (du fait de l'augmentation du temps de travail), coupes budgétaires, hausses de certains prix régulés, privatisations, etc... Toutefois, les trajectoires des finances publiques restent très hétérogènes. L'année 2011 a également vu des changements de gouvernement dans de nombreux pays (Italie, Espagne, Grèce, Portugal,...). Ceux-ci introduiront vraisemblablement de nouvelles mesures en 2012, et infléchiront les orientations des politiques publiques, ce qui, entre temps, rend difficile la lecture des priorités des politiques publiques. En France, du fait des élections qui auront lieu le 6 mai, l'effort budgétaire sera vraisemblablement plus important à partir du second semestre 2012. Notons également que la morosité du contexte économique actuel rend plus difficile l'objectif de réduire le déficit public des gouvernements.

**Inflation : une vraie menace pour 2012 ?**

**Inflation (%)**



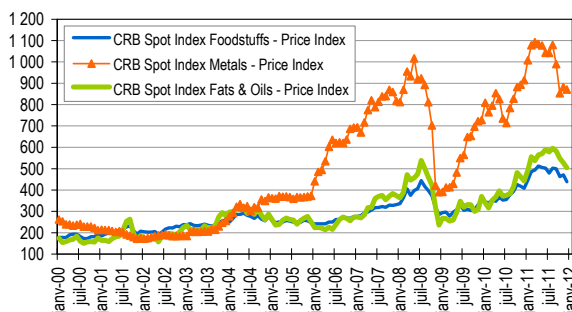
BIPE - Janvier 2012

Sources : Eurostat, Datastream

Un autre facteur ayant pesé négativement sur la fin d'année 2011 est l'inflation, du fait de la répercussion dans les prix intérieurs des hausses des cours des matières premières en début d'année. Si l'essoufflement des prix des produits de base devrait alléger cette contrainte en 2012, soulageant quelque peu le pouvoir d'achat, les réalités diffèrent selon les pays.

En Europe, l'inflation est essentiellement importée (via les matières premières) ou administrée (via la TVA), et se traduit par des hausses de prix supérieures à 3% en rythme annuel. Malgré la hausse de la TVA dans certains pays, les taux d'inflation devraient se stabiliser du fait de la morosité des perspectives de croissance. En effet, la persistance de taux de chômage élevé limitera les hausses de salaires. Mais les entreprises qui n'avaient pas intégralement répercuté les hausses de coûts antérieures dans leurs prix de vente pourraient cette fois ne pas répercuter les baisses de prix des matières premières, maintenant de ce fait une inflation relativement élevée.

**Indice de prix des matières premières (base 100 en 2000)**



BIPE - Janvier 2012

Sources : CRB, BIPE

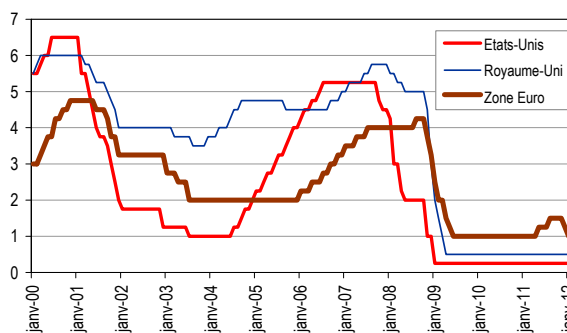
Dans les pays émergents, malgré la stabilisation des prix des matières premières, l'inflation sous jacente (hors énergie et hors alimentation) restera également soutenue du fait de la hausse des salaires minimums (comme le cas de la Chine et du Brésil).

Au final, du fait de la morosité de la demande mondiale, les hausses de prix devraient théoriquement se modérer. Mais il ne faut pas pour autant écarter les risques haussiers de tensions politiques entre pays producteurs / exportateurs de matières premières comme l'Iran, le Venezuela et les Etats-Unis / Europe, combinés à une rigidité à la baisse des prix intérieurs par des entreprises soucieuses de préserver leurs marges.

**Politiques monétaires : toujours très accommodantes**

Face à un environnement macroéconomique dégradé, des perspectives de croissance atones et un ralentissement de l'inflation, les banques centrales des pays développés (la Fed, la BCE, la BoE, la BoJ) ont annoncé le maintien de politiques monétaires extrêmement accommodantes. Les taux d'intérêt devraient de ce fait rester aux niveaux historiques bas (graphique) observés aujourd'hui, et ce jusqu'à la fin de 2012 au moins.

**Taux directeurs des banques centrales (en %)**



Sources : Fed, BCE, BOE

De plus, du fait des tensions croissantes sur la problématique de dette et des difficultés du système bancaire, les mesures non conventionnelles seront maintenues : citons par exemple le programme d'assouplissement monétaire de la Bank of England de l'ordre de 275 milliards de livre, et l'extension à trois ans du programme de prêt de la BCE aux banques, ... Mais tous les risques ne sont pas écartés de ce côté non plus : le début de l'année 2012 est à hauts risques, du fait des nombreuses émissions obligataires prévues. Un manque d'intérêt des investisseurs internationaux pour ces émissions, ou des retards dans les progrès attendus de la part des pays les plus en difficultés l'an dernier pour restaurer leurs finances publiques, pourrait voir exploser à nouveau les spreads et pousser à la hausse les taux à long terme sur les marchés.

Du côté des pays émergents, les craintes d'un ralentissement plus marqué de la croissance emportent désormais celles sur l'inflation. Dans ce contexte, les banques centrales ont commencé à assouplir à nouveau leur politique monétaire : le risque d'une stagflation augmente. Nous citons par exemple la baisse des taux

« Nos renseignements puisés aux meilleures sources, sont donnés sans garantie et n'engagent en aucune manière la responsabilité d'AssetFi Management Services. Ils ne sauraient constituer une recommandation d'achat ou de vente. »

directeurs dans certains pays comme le Brésil (taux SELIC à 11% en décembre contre 12,5% en juillet), la Russie (de 8,25% à 8% en décembre),...

Tous ces risques pourraient dégrader encore les perspectives de croissance 2012, et conduire à de nouvelles révisions à la baisse des prévisions. Mais il existe aussi un certain nombre de facteurs haussiers,

comme indiqué dans l'article suivant, relatif aux risques « positifs » pour l'année 2012.

Article rédigé par  
Thuy Anh Nguyen et Elisabeth Waelbroeck - Rocha  
le 12 janvier 2012

## Balance des risques autour du scénario central

- International
- Facteurs spécifiques à l'Europe

### Scénario central - Probabilité : 50%

- La dégradation de la confiance des acteurs économiques et le durcissement des conditions de crédits perdurent et provoquent une récession au début de l'année 2012, mais d'une ampleur moindre qu'attendu : la meilleure résistance de l'économie européenne entraîne un retour progressif de la confiance et un redémarrage de la demande et des investissements.
- L'économie des États-Unis connaît une croissance modérée en 2012, soutenue par des politiques économiques toujours accommodantes dans une année électorale importante.
- Les pays émergents bénéficient de la baisse récente des prix des matières premières et voient la poursuite de leur croissance confortée en 2012.
- En 2012, la croissance mondiale se stabilise à un niveau légèrement inférieur à celui de 2011.
- La France entre en récession au T1-2012 mais la chute est temporaire : la résistance de la demande oblige les entreprises à mettre en route les investissements reportés jusque là, et à regarnir les stocks. La baisse des prix des matières premières rend opportun cette reconstitution des stocks qui dynamise temporairement l'activité et permet à l'activité de croître de 0,7% par an en moyenne sur l'ensemble de l'année.

### Points favorables - Probabilité : 20%

- Résolution pérenne de la crise de la dette des dettes souveraines et apaisement des marchés.
- Maintien d'une croissance soutenue des investissements dans les pays émergents, tirant l'économie mondiale.
- Retombée des prix de l'énergie et des matières premières du fait d'ajustements de l'offre.
- Dépréciation du taux de change effectif de l'euro, renforçant la compétitivité européenne.
- Reconstitution des stocks soutenant temporairement la croissance.
- Mise en place d'une régulation effective des marchés financiers, réduisant la volatilité.
- Reprise des investissements, et montée de nouveaux types d'investissements, financés notamment par des PPP et liés à l'environnement et au développement durable.
- Accélération des réformes favorisant une hausse de la compétitivité non-prix des entreprises européennes.
- Développement d'une économie de services axée notamment sur le recyclage et les nouvelles conceptions produits.

### Points défavorables - Probabilité : 30%

- Absence d'accord européen, poursuite des tergiversations sur la gouvernance de la Zone euro.
- Élargissement des phénomènes de spéculation à l'encontre des pays européens.
- Montée des troubles sociaux.
- Forte contraction de l'offre de crédit.
- Remontée du chômage aux États-Unis du fait des difficultés de financement auxquelles font face les États et les municipalités.
- Montée des tensions géopolitiques aggravant les problèmes de financement des pays occidentaux, et provoquant la faillite de banques européennes ou américaines.
- Montée des tensions entre pays importateurs et exportateurs de matières premières, émergence de guerres de change et de guerres commerciales.
- Montée de l'instabilité politique et des mouvements de protestation dans diverses zones du globe.
- Persistance de la dissonance européenne.

« Nos renseignements puisés aux meilleures sources, sont donnés sans garantie et n'engagent en aucune manière la responsabilité d'AssetFi Management Services. Ils ne sauraient constituer une recommandation d'achat ou de vente. »

## Focus

### Ce qui pourrait aller mieux que prévu en 2012 !

Dans un contexte de crise de confiance croissante, à côté des facteurs de risques baissiers cités ci dessus, existent un certain nombre de facteurs positifs qui pourraient se traduire par une amélioration graduelle de la situation économique, et une croissance moyenne en fin d'année très différente de celle prévue aujourd'hui. Ci-dessous, nous décrivons donc un « autre » scénario alternatif.

#### Les économies émergentes évitent les écueils placés sur leur route

Face au ralentissement de la croissance dans les pays occidentaux, les pays émergents accentuent leur focalisation sur leurs marchés domestiques. Dès lors, le développement de leur marché intérieur se poursuit, soutenu par l'investissement et la consommation. Dans certains pays, des mesures spécifiques sont engagées (ou renforcées) pour réduire les inégalités et soutenir la demande intérieure : c'est par exemple le cas au Brésil.

Dans les pays du Nord de l'Afrique, les besoins de reconstruction relancent l'investissement international (dont une partie prend la forme de services de conseil, soutenant l'activité, l'emploi et la rentabilité de grands groupes occidentaux, y compris français (Bouygues, Suez, etc.).

Les investissements réalisés au cours des dernières années dans ces pays leur permet des sauts technologiques qui réduisent sensiblement leur intensité énergétique et améliore l'efficacité matière de leur production : la demande de matières premières sur les marchés mondiaux étant moindre qu'anticipé par les analystes, les prix se détendent fortement.

#### L'assèchement annoncé du crédit ne se réalise pas

Les objectifs fixés lors du Sommet européen des 26 et 27 octobre – atteinte par les banques d'un coefficient de réserve de 9% en juin 2012 – sont atteints sans problèmes avant la date butoir, grâce au maintien d'une bonne rentabilité des banques (dont les profits sont mis en réserve). L'amélioration des modèles de risque sur lesquels elles ont investi en 2010-2011 leur permet par ailleurs de mieux équilibrer des risques de contrepartie

(réduisant le montant des capitaux bloqués par euro prêté), et de réduire le risque pris par euro d'investissement.

Décus par des marchés boursiers toujours volatiles et par le rendement réel faible – voire négatif – des placements financiers en actions, les particuliers recherchent de nouveaux vecteurs de placement, à la fois sûrs et rentables. En France, cette tendance est accentuée par des changements réglementaires tels que l'arrêt des avantages fiscaux sur les investissements locatifs. Les liquidités importantes dont les ménages disposent du fait de la faible hausse de la consommation, sont investies en obligations d'État : les belges ont montré la voie fin 2011, souscrivant à plus de 5 Mrd d'obligations d'État en une semaine, 20 fois plus que le montant escompté, suivis en cela (quoique plus timidement) par les italiens. Ces émissions directes auprès des particuliers présentent un double avantage : limiter la hausse des taux et (re-) convertir la dette externe en dette interne...

L'octroi, par la BCE, de prêts aux banques sur une durée de 36 mois au taux de 1% permet aussi à ces dernières de souscrire aux (nombreuses) émissions d'obligations souveraines prévues en début d'année 2012, facilitant de ce fait le financement des États sans que les taux d'intérêts ne doivent augmenter, évitant de ce fait les hausses de coûts pour les budgets publics.

Les lignes de crédits ouvertes par la BCE permettent en parallèle aux banques de maintenir le niveau des crédits aux entreprises (ou, tout au moins, de ne pas en augmenter le coût).

Les pays émergents, qui cherchent à diversifier leurs portefeuilles, augmentent leurs investissements directs en Europe (où la valorisation boursière des entreprises a chuté bien en-deçà des valeurs normales), sous le regard vigilant (en France) d'Oséo et du FSI (Fonds Stratégique d'investissement) (et de leurs contreparties dans d'autres pays).

#### Les politiques d'austérité s'avèrent moins douloureuses et plus efficaces que prévu

La revue générale des politiques publiques impulsée par la recherche tous azimuts d'économies permet une

réduction des dépenses peu onéreuse en termes de croissance, parce que comprenant surtout la suppression d'effets d'aubaine (par exemple, tarification des services publics à des prix plus proche du niveau de consentement à payer).

Dans les pays périphériques, les plans d'austérité gigantesques mis en place en 2011 portent leurs fruits plus tôt que prévu : ces économies tiennent le coup grâce à une réorientation des dépenses de consommation des ménages, avec une diminution des importations et le développement de nouvelles formes de consommation et d'échanges : comme la production ne s'effondre pas, l'emploi résiste plutôt correctement, ce qui préserve les recettes fiscales malgré la contraction des dépenses publiques. Les revenus des migrants ayant cherché un emploi à l'étranger et la remontée du tourisme (du fait des risques persistants dans le Nord de l'Afrique, qui rend ces zones temporairement moins attractives pour les touristes, qui se replient sur les pays européens) soutiennent aussi la consommation domestique.

L'augmentation des flux migratoires intra-européens permet par ailleurs de lisser les taux de chômage entre les différents pays, relançant la demande de logements et l'activité de construction dans certaines zones où ces marchés sont aujourd'hui atones, interrompant la phase d'anémie de la construction.

Une sensibilisation des consommateurs au contenu en emplois locaux des biens et services consommés par les ménages incite ceux-ci à arbitrer les dépenses « créatrices d'emplois nationaux » au détriment des biens et services créateurs de valeur ajoutée... hors du territoire national.

Le partage des bonnes pratiques au niveau européen permet de minimiser les retombées négatives des politiques d'austérité sur la croissance et l'emploi : on assiste par exemple la généralisation, à travers l'Europe, de systèmes de couloirs temps avec capitalisation des heures supplémentaires en vue d'une réutilisation future (plutôt que le paiement instantané de ces heures supplémentaires), et des hausses de TVA ciblées sur des biens à faible contenu en emplois, le plus souvent importés, plutôt que sur des productions à dominance nationale.

## Le taux de change effectif de l'euro continue de se déprécier

Au cours des dernières semaines de 2011, et début 2012, le taux de change de l'euro s'est à nouveau déprécié par rapport au dollar, retombant à 1,27 après avoir atteint 1,45 le 29 août 2011. Le maintien, sur l'essentiel de l'année 2012, d'un taux de change faible améliore la compétitivité prix de l'Europe par rapport à ses

concurrents américains ou japonais, et soutient la croissance de ses exportations.

## Les entreprises ont gagné en autonomie

La dépréciation du taux de change effectif de l'euro magnifie aussi les profits réalisés par les entreprises européennes à l'international (une fois convertis en euros), et participe à l'auto-financement de nouveaux investissements. Par ailleurs, la gestion très réactive des retournements cycliques par les grandes entreprises européennes et la bonne tenue des marchés mondiaux sur lesquels elles avaient investi leur permet de maintenir des niveaux de profitabilité élevés.

Les avantages fiscaux octroyés au cours des dernières années pour soutenir l'investissement – et notamment les efforts de R&D – permettent aux entreprises de regagner des parts de marché par l'innovation (seules les meilleures ont résisté aux deux chocs que l'on vient de subir). Ces deux facteurs leur permettent d'accroître la part d'autofinancement des investissements, et de réduire le recours à l'emprunt.

Les problèmes de liquidité des PME pressentis par certains ne se confirment pas : face à des carnets de commandes toujours bien garnis, et à des niveaux de stocks relativement faibles (nettement plus faibles qu'en 2008-2009), les entreprises évitent en effet aujourd'hui de supporter les coûts d'une augmentation des cadences de production. Elles orientent leurs clients (via des ristournes et autres) vers les biens et équipements déjà produits – donc en stock. Le niveau actuel de production est toutefois si faible que le moindre frémissement haussier des commandes entraînera une reprise rapide des investissements et de la production. Entre temps, comme les entreprises vendent (dégarnissent les stocks) sans produire ou en produisant « a minima », elles génèrent des liquidités plutôt qu'elles n'en consomment. Ces liquidités sont également mobilisées pour l'auto-financement.

Conscientes de leur dépendance accrue à l'égard de leurs fournisseurs (pour la plupart des PME stratégiques), les grandes entreprises soutiennent ces dernières en se portant garantes de leurs investissements, ce qui leur facilite l'accès au financement et maintient le taux de défaillance des PME à un niveau relativement bas.

## Le moral des acteurs économiques pourrait s'améliorer rapidement

Les campagnes électorales qui débutent en France et aux États-Unis, et qui se préparent en Allemagne et dans d'autres pays européens, réveillent des électeurs jusque-là quelque peu endormis en mettant l'accent sur des

gisements de croissance potentielle et de nouvelles « voies de croissance ».

Ces facteurs positifs, s'ils se réalisent, pourraient permettre à l'économie européenne de sortir de l'impasse dans laquelle elle est aujourd'hui enfoncée, et interrompre le cercle vicieux entamé mi-2011...

Article rédigé par  
Elisabeth Waelbroeck - Rocha  
le 12 janvier 2012

## Indicateur de stress

L'indicateur de stress sur les marchés financiers construit par BIPE / AssetFi est un indicateur purement financier répondant à un double objectif : être un indicateur de mesure de tension (et éviter de subir les bouleversements sur les marchés financiers lors d'une crise future) et être un indicateur avancé de l'économie, afin de prévoir des retournements de tendance macroéconomique.

L'indicateur de stress est passé de 304,52 au 9 décembre, à 303,50 au 12 janvier, en ayant atteint son plus haut niveau du mois le 14 décembre à 323,32.

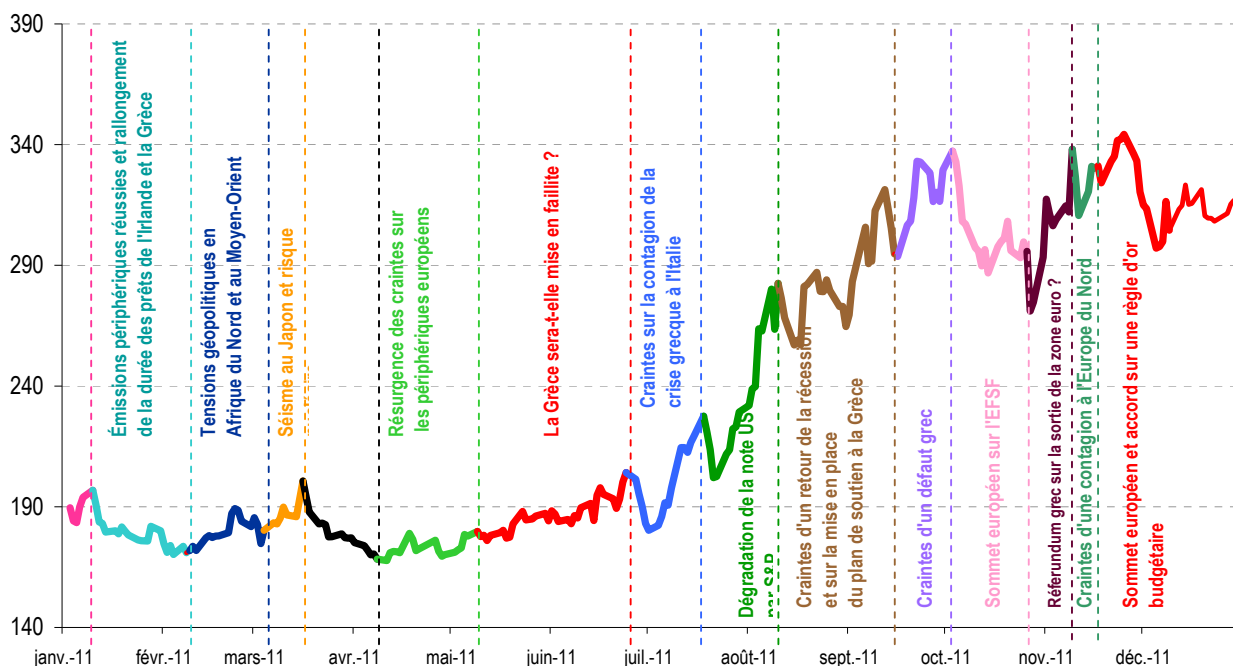
### Indicateur de stress (arrêté au 12 janvier 2012)



Source : AssetFi MS, BIPE

« Nos renseignements puisés aux meilleures sources, sont donnés sans garantie et n'engagent en aucune manière la responsabilité d'AssetFi Management Services. Ils ne sauraient constituer une recommandation d'achat ou de vente. »

Indicateur de stress depuis décembre 2010 (arrêté au 12 janvier 2012)



Source : AssetFi MS, BIPE

## Nouveaux accords essentiels pour la construction européenne

Les européens ont franchi une nouvelle étape dans la construction européenne au mois de décembre : les 17 membres de la Zone euro se sont mis d'accord sur un nouveau pacte budgétaire plus strict. Le déficit de chacun des pays ne devra pas dépasser 3% du PIB. Cette règle d'or, imposant le retour d'un quasi-équilibre budgétaire, devra être introduite dans la Constitution des pays. La capacité d'intervention du FMI sera quant à elle augmentée de 200 milliards d'euros sous la forme de prêt bilatéraux.

Par ailleurs, la BCE a baissé son taux directeur de 25 bp à 1% en décembre. L'institution a également procédé à une opération exceptionnelle visant à fournir toutes les liquidités aux banques qui en auront besoin. Ces dernières ont ainsi emprunté un montant s'élevant à 489 milliards contre 300 milliards d'euros attendus. La défiance des banques à se prêter entre elles, mesurée par la différence entre le taux interbancaire à 3 mois et le taux à un jour, n'a pourtant diminué que début janvier. Ainsi, l'écart des deux taux précédents est passé de 0,95% à 0,89%. L'idée de la BCE était également de relancer l'achat des dettes européennes par les banques.

Cependant, cette opération a tout d'abord permis aux banques de faire de l'habillage de bilan et l'objectif d'achat de dettes souveraines ne s'est remarqué qu'un mois plus tard. L'émission obligataire qui fut la mieux réussie avait une échéance de trois ans, identique à celle du LTRO. Ainsi, l'écart entre le taux italien et allemand ne se resserre pas mais s'écarte davantage, passant de 421 à 479 points au cours du dernier mois.

Le sommet européen a tout de même eu l'avantage d'encourager les investisseurs à croire en une sortie de la crise de la Zone euro. Le VIX, représentant le pessimisme des marchés, est ainsi passé de 26 à 20 points, retrouvant ses niveaux de juillet. Le crédit s'est également resserré, l'iTraxx Main passant de 176 à 171 points entre le 9 décembre et le 12 janvier.

Article rédigé par Sébastien Le Berre, le 13 janvier 2012

## Interview

### Quatre questions à Joseph Ramos, Délégué Général d'HANDECO

Le secteur protégé et adapté qui accueille des personnes en situation de handicap connaît-il la crise ?  
AssetFi MS a souhaité connaître l'opinion de l'organisme qui joue un rôle d'intermédiation en matière d'achats et de sous-traitance au secteur protégé et adapté

#### Quelle est l'origine d'HANDECO, quelle est sa mission, quels sont ses objectifs ?

Notre raison sociale, c'est le HAND de Handicap et le ECO de Économique.

L'idée de départ est d'accompagner la nouvelle réglementation du 11 janvier 2005 en matière d'emploi des personnes en situation de handicap, qui prévoit notamment un renforcement de l'obligation d'emploi pour le secteur privé et le secteur public et la création du FIPHP pour le secteur public. Le deuxième constat, c'est que la crise a touché de plein fouet les organismes ESAT (ex CAT) et Entreprise Adaptée (ex atelier protégé), puisqu'ils sont dans le secteur concurrentiel de la sous-traitance, et que leurs gestionnaires se préoccupent tout naturellement de la pérennisation des structures et des possibilités de développement.

Nous avons, d'un côté, un contexte réglementaire qui se renforce et des gestionnaires qui se préoccupent de l'emploi des personnes en situation de handicap, et, de l'autre, des entreprises assujetties à l'obligation d'emploi qui n'ont pas de visibilité sur le secteur protégé et adapté, car il n'est que peu visible, pas attractif et très atomisé.

Les ESAT et les EA sont essentiellement des PME, de 40 à 80 salariés en moyenne, même si certains organismes emploient 300 salariés, voire 600 comme Bretagne Ateliers à Rennes. Compte tenu de l'évolution du contexte et des politiques publiques, comment outiller les acheteurs, leur permettre de développer leurs relations commerciales de manière à assurer plus de chiffre d'affaires et aider à la professionnalisation du secteur. Il y avait besoin d'un nouvel outil pour travailler sur l'amont, car la demande était là, et sur l'organisation de la réponse. C'est la genèse d'Handeco.

Au départ, on a mis dans le tour de table les acheteurs: la CDAF (Compagnie des acheteurs de France) et le SAE (Service des Achats de l'État) et le Secteur (grandes associations et grandes Fédérations gestionnaires d'établissements); deux mondes qui ne se connaissent

pas vraiment. Il nous a semblé intéressant de travailler ensemble et de développer des outils qui soient mutualisés : nous avons développé des solutions dont avaient besoin, à la fois les acheteurs et les directions « achats » des entreprises et des administrations et le secteur et les directeurs d'établissement ESAT et EA. Nous intervenons donc dans le domaine de l'intermédiation.

Quelle est notre offre de service ? Handeco développe trois axes spécifiques et très complémentaires : Handeco Services a vocation à faciliter les relations commerciales, à faciliter les relations économiques avec, comme cœur de métier, un annuaire national, et une place de marché électronique. Des entreprises privées, des employeurs publics, des PME, des grands groupes viennent consulter, faire du « sourcing » sur l'annuaire. Je vais donner un exemple : vous chercher une salle de réunion et des plateaux repas sur Paris, vous tapez « restauration traiteur, Paris » et vous avez toute la liste des établissements ESAT (Etablissement d'aide et service par le travail) ou EA (entreprise adaptée) concernés.

Concernant Handeco Formation et la formation professionnelle, nous sommes partis sur le même principe en proposant un portail facilitant l'accès au secteur protégé et adapté, et à ses partenaires économiques. Nous nous sommes dits qu'il fallait réaliser l'équivalent en termes de formation : nous avons consolidé la formation qui est dédiée au secteur, qu'elle s'adresse aux usagers d'ESAT, aux salariés handicapés d'EA, aux équipes d'encadrement, aux équipes de direction ou aux entreprises, qu'elles soient chargées de mission handicap, RH, ARH, équipe Achat. On s'est appuyé sur les trois organisations constitutives d'Handeco. Aujourd'hui 21 organismes de formation publient leurs actions de formation sur la base Handeco Formation. Les GRETA nous ont rejoint, et demain l'AFPA. L'offre de formation existe et doit être lisible et facilement accessible par les utilisateurs. À ce jour, 342 formations sont consolidées sur le site Handeco formation.

Le troisième pilier concerne les achats du secteur protégé et adapté, et plus largement du secteur social ou médico social. À l'inverse d'Handeco services, (plateforme de biens et de services proposés par les « fournisseurs » ESAT et EA), Handeco Achats propose aux associations gestionnaires l'accès à une plateforme de référencement de fournisseurs permettant l'accès à des prix compétitifs et à des possibilités d'achats mutualisés.

Les associations gestionnaires peuvent ainsi optimiser leurs propres achats, et les gains réalisés réinvestis dans la qualité de l'accompagnement et/ou le développement du projet associatif, les premiers bénéficiaires pouvant être très rapides.

Vous entrez dans Handeco, vous avez la liste des fournisseurs couvrant les principales familles d'achats du Secteur : services généraux, économat, restauration, prestations techniques de maintenance (portes automatiques, maintenance des ascenseurs), etc... Nous avons signé un partenariat avec Helpevia, centrale de référencement, qui développe déjà une offre importante, et qui nous a permis de proposer immédiatement aux associations gestionnaires une première offre assez complète permettant de réaliser des économies rapidement. C'est intéressant, car on sait que les budgets sont contraints et que le budget de l'État et la crise n'épargnent personne. On donne ainsi aux gestionnaires des arguments de bonne gestion auprès de leur service de tutelle qui leur permettent de dire « on essaie de faire des efforts et notre gestion est correcte et permet d'afficher ce que l'on fait des deniers publics ».

### **On parle beaucoup de responsabilité sociale des entreprises. Comment se décline l'engagement responsable de vos organismes ?**

Les établissements sont plutôt positionnés sur le volet social. Certains peuvent l'être cependant à la fois sur le volet social et sur le volet environnemental : par exemple, des établissements interviennent dans le domaine de la D3E (déconstruction des équipements électriques et électroniques) ; un établissement, par exemple, va s'occuper de récupérer du matériel, tel que le matériel informatique qui est usagé, le déconstruire et ces déconstructions et ces déchets sont réutilisés et réemployés dans du mobilier urbain.

Ce qui est certain, c'est que l'on participe au développement économique local. Il y a des endroits reculés où la boulangerie est prise en charge par l'ESAT qui s'est implanté à proximité et qui fait encore vivre cette activité là.

Au final, cela représente 140 000 emplois en France, plus un ratio autour de 0,20 en termes de personnel d'encadrement, soit 170 000 personnes qui sont sur ce

secteur de l'ESAT et de l'EA. Cela représente également un chiffre d'affaires conséquent. Toutes ces personnes occupent un emploi, dépensent, contribuent à la collectivité, participent à la vie économique et sociale locale. Elles sont par conséquent intégrées socialement et reconnues comme tout un chacun. Je pense qu'aujourd'hui, dans le développement durable, le volet social a pris le pas sur l'environnemental.

Nous collaborons avec l'ObsAR, observatoire des achats responsables. Nous sommes également partenaires d'un groupe de travail sur les achats responsables à l'Afnor qui porte sur la déclinaison des recommandations de l'ISO 26 000. Sont étudiés à cette occasion un certain nombre de points : la gouvernance, les droits de l'homme, les relations et les conditions de travail, l'environnement, la loyauté des pratiques, les questions relatives au consommateur et au développement local.

### **Quelles sont les activités et les métiers les plus exercés par les entreprises du secteur protégé et adapté ? Quelle est l'estimation du marché d'un point de vue économique ?**

On estime, aujourd'hui, que notre secteur « pèse » deux milliards d'euros. Il existe un vrai potentiel du côté des marchés privés et des marchés publics. Rendez-vous compte, le SAE, représente à lui seul 12 milliards d'euros d'achats et a comme objectif de sous-traiter 10% de ses achats au secteur du handicap ou encore au secteur de l'insertion par l'activité économique. Des circulaires imposent, en effet, au secteur public de les solliciter. Certaines entreprises regroupées autour de la CDAF pèsent quant à elles plus de 120 milliards d'euros d'achats ! Ne serait-ce qu'1% sous-traité au secteur protégé ou adapté, cela donnerait, tout de suite, un chiffre d'affaires important.

S'agissant des activités, certaines sont historiques. Ce sont les espaces verts, la blanchisserie ou encore la restauration. Sur ce marché de la restauration, bien souvent, ce sont des marchés captifs, c'est-à-dire que l'ESAT prépare les repas pour l'ensemble des établissements gérés par l'association. (foyers et les IME...).

Par ailleurs, de nouvelles activités se développent, notamment dans les services : je pense à la GED (gestion électronique de documents) et tout ce qui est scannérisation. Une entreprise adaptée s'occupe par exemple de réaliser les cartes familles nombreuses de la SNCF, tout le processus de la carte famille nombreuse, de la constitution du dossier jusqu'à l'impression et l'envoi aux familles. Cela représente du travail pour une centaine de salariés. La D3E se développe actuellement, par exemple le traitement et le reconditionnement de batteries pour le secteur de l'outillage, le reconditionnement de cartouches d'encre pour imprimante laser.

Le marché du « facility management » offre de réels débouchés. La gestion des services généraux, l'impression, l'accueil, le nettoyage sont de plus en plus sous traités. Cette activité se développe et permet à des personnes handicapées d'intervenir au sein même de l'entreprise, dans le milieu professionnel, via des mises à disposition.

Enfin signalons quelques niches ; une entreprise adaptée par exemple intervient comme agence de communication. Elle accompagne d'ailleurs Handeco dans la création de ses outils de communication.

Nous connaissons actuellement une crise de l'emploi profonde et durable. Quelles peuvent être les perspectives pour l'emploi des personnes handicapées, notamment celles employées dans les ESAT et les EA ?

Ce que je peux vous dire c'est que des grandes entreprises réfléchissent en termes de coût global sur ce qui est acheté à la fois au secteur du handicap et au secteur de l'insertion par l'activité économique, nos plus proches cousins. Nous sommes donc sur une vision plus large de l'économie sociale et de l'entreprise sociale.

Aujourd'hui, nous travaillons avec les acheteurs mais aussi avec le secteur de l'insertion par l'activité économique, pour développer et mutualiser des outils et faciliter les achats vers nos secteurs respectifs, avec un principe fort « Travaillons ensemble pour être plus forts ensemble ».

La fonction achats est une fonction qui commence à prendre toute sa place dans l'entreprise, et des équipes dédiées se constituent avec des moyens importants. Pour

ne prendre pour exemple que la SNCF, les achats sont passés de huit millions d'€ en 2009 à 10 millions d'€ en 2010.

De plus en plus d'entreprises et administrations développent des services, véritables équipes des compétences, et des savoir-faire. Certaines référencent les établissements ESAT/EA au même titre que leurs autres fournisseurs, avec la particularité que dans notre secteur il y a des bonnes pratiques avec lesquelles il faut être vigilant.

Les entreprises se doivent en premier lieu d'afficher une vraie volonté politique. Cette volonté doit se traduire de manière opérationnelle au niveau des acheteurs. D'aucuns disent que c'est un phénomène de mode. Je ne suis pas sûr que ce ne soit que cela.

Pour conclure, je pense que l'emploi des personnes handicapées résiste à la crise quand on y met les moyens, parce que l'on dispose d'un levier essentiel : l'obligation d'emploi. L'obligation est pour nous un mal pour un bien, puisqu'elle repose sur le principe des quotas discriminants. La plus grande leçon que nous pouvons en retirer est que la réglementation semble un mal nécessaire si nous voulons continuer à avancer de manière sereine.

Interview réalisée par Pierre Grapin  
le 8 décembre 2011

## Annexes

### Principes de gestion

#### Sécurité

La sécurité du capital est primordiale, procurer un rendement ne suffit pas.

Seule la recherche de sécurité à travers l'organisation du suivi et du contrôle et la mise en œuvre de ceux-ci permettent de garantir une performance régulière pour un niveau de risque accepté.

#### Service

Chaque client est porteur d'enjeux et d'objectifs qui lui sont propres. Des solutions spécifiques sont élaborées pour chaque investisseur en fonction de sa problématique. La satisfaction du client est ancrée dans notre culture. La recherche de solutions adaptées au contexte de nos clients permet la fixation d'objectifs réalistes.

#### Innovation

L'innovation revêt plusieurs formes :

- la façon dont nous identifions et formalisons les objectifs de nos clients ;
- le dispositif de gestion ou de conseil que nous lui proposons ;
- L'organisation de travail spécifique que nous instaurons (en respectant toujours les principes de séparation des tâches) ;
- la mise en œuvre d'outils de suivi et de contrôle adaptés aux besoins de chaque client.

#### Adaptabilité

La relation mise en place avec nos clients se caractérise par un grand respect mutuel, une grande flexibilité et disponibilité de la part des collaborateurs et dirigeants d'AssetFi Management Services.



11/13 rue René Jacques - Immeuble Le Vivaldi  
92130 Issy-les-Moulineaux  
Tél. : 33 (0)1 55.95.91.30  
Email : [infoams@assetfi.fr](mailto:infoams@assetfi.fr)  
[www.assetfims.fr](http://www.assetfims.fr)



Partenaire d'AssetFi Management Services pour  
les analyses macroéconomiques et sectorielles.  
Il participe également à l'élaboration de cette note mensuelle.

[www.bipe.fr](http://www.bipe.fr)

## Lexique

**EONIA (Euro OverNight Index Average) :** c'est un indice calculé chaque jour ouvré qui indique la valeur du taux pratiqué au jour le jour sur le marché interbancaire (emprunts et prêts des banques entre elles) pour les opérations libellées en euros. L'EONIA est calculé par la BCE (Banque Centrale Européenne) comme la moyenne des taux des prêts accordés un jour donné par un panel de 57 établissements bancaires représentatifs de la Zone euro dont 47 établissements de la Zone euro proprement dite et 10 établissements bancaires de pays européens susceptibles d'intégrer à terme la Zone euro, ou encore de pays hors Union Européenne (trois banques américaines, deux japonaises et une suisse) mais dont les volumes de transactions en euros sont significatifs.

**Euribor 3 mois (Euro Interbank Offered Rate) :** taux moyen publié chaque jour par la Fédération Bancaire Européenne (via l'agence Reuters) et qui est le taux auxquels 41 banques de l'Union européenne et huit banques internationales de premier rang se prêtent et s'empruntent des euros pour une période de trois mois.

**Bund :** il s'agit de l'emprunt à 10 ans émis par l'État fédéral allemand.

**iTraxx Main :** les indices iTraxx® sont publiés par Markit, principal fournisseur d'indices de dérivés de crédit en Europe et en Asie. Ce sont des indices synthétiques, représentatifs de Credit Default Swap (CDS) faisant référence à la qualité de crédit d'entreprises sélectionnées. L'indice iTraxx main est composé des 125 CDS les plus liquides du marché. La liste des sous-jacents des séries est revue deux fois par an et les nouvelles séries sont émises en mars et en septembre par Markit.

**iTraxx Crossover :** la série iTraxx® Crossover offre une exposition aux dérivés de crédit sur 50 entreprises européennes de l'univers du « high yield », émetteurs à haut rendement notés au mieux BBB- (Standard & Poor's).

**CAC 40 :** le CAC 40, qui prend son nom du système de Cotation Assistée en Continu, est le principal indice boursier d'actions de la place de Paris.

**Dow Jones Euro Stoxx 50 :** indice boursier européen lancé en février 1998 et constitué de 50 des plus grandes valeurs européennes de l'indice plus large DJ Euro Stoxx.

**Nikkei 225 :** le Nikkei 225 est le principal indice boursier d'actions de la bourse de Tokyo. Il est composé de 225 sociétés.

**CRB :** l'indice Reuters-CRB (CCI) est un indice des prix des matières premières, publié pour la première fois en 1958. Aujourd'hui, il est composé des prix de 19 matières premières cotées.

**Aplatissement de la courbe des taux :** désigne la convergence des taux courts et des taux longs sur un même niveau.

**Carry Trade :** transaction financière qui permet à une négociation d'obligations d'emprunter des fonds à long terme. Dans le cas du Japon, les investisseurs empruntent à des niveaux de taux proches de zéro et les investissent majoritairement dans des obligations américaines.

**Courbe des taux :** décrit la relation entre la maturité d'une obligation et son rendement. Nous l'utilisons fréquemment pour les obligations d'État (OAT). Si la courbe des taux a souvent une pente positive (plus la maturité est éloignée, plus le taux d'intérêt est élevé), il arrive qu'elle prenne d'autres formes (inversée, en U, etc.).

**Déflation :** caractérise une période suffisamment longue durant laquelle une baisse générale des prix est observée. La déflation est donc l'opposée de l'inflation. En règle générale, la déflation est la traduction d'un net ralentissement ou d'une baisse de la demande, et elle est associée à une période peu favorable à l'activité économique. La déflation ne doit pas être confondue avec la désinflation qui est un ralentissement de taux d'inflation, c'est-à-dire que le niveau général des prix augmente à un taux décroissant.

**Event Driven :** stratégie de la gestion alternative qui spéculé sur toutes les situations atypiques de la vie des entreprises : changement de management, rapprochement (changement de management, rapprochement, etc.).

**Future** : un contrat standardisé, côté et transférable qui exige la livraison d'une matière première, d'une monnaie, d'une obligation, d'un index ou d'un taux à un prix et à une date spécifiée d'avance sur le contrat. Les contrats futures sont en fait des contrats à terme car ils obligent à réaliser une certaine transaction à une date précise. Mais les futures se distinguent des contrats à terme du fait qu'ils sont standardisés, sont échangés sur un marché organisé, sont régulés par des agences de contrôle et garantis par des centres d'échange et de compensation.

**Gestion alternative** : se définit comme une gestion décorrélée des indices de marchés. Elle se fonde sur d'autres situations que la hausse des cours enregistré des gains. Elle repose donc sur des stratégies et des outils à la fois diversifiés et complexes.

**Gestion directionnelle** : une stratégie de la gestion alternative qui parie sur l'évolution du marché dans un sens.

**High Yield** : obligations non convertibles émises par des entreprises présentant généralement un niveau d'endettement élevé, ayant un profil risqué et portant un rendement élevé.

**Inversion de la courbe des taux** : lorsque les taux longs deviennent inférieurs aux taux courts, cela décrit le phénomène « d'inversion de la courbe des taux ».

**Investment Grade** : obligations correspondantes à un niveau de risque faible et ayant comme notation des agences de rating situées entre AAA et BBB selon l'échelle de Standard & Poors.

**Long/Short** : une stratégie de la gestion alternative qui tire profit des hausses comme des baisses du marché actions en associant un investissement à la hausse (long) dans des titres jugés sous-évalués avec des positions à la baisse (short) sur des sociétés surévaluées.

**Obligation privé/Crédit** : titre de créance négociable représentatif d'une fraction d'un emprunt émis par une entreprise. En tant que créancier d'une entreprise, le porteur d'une obligation ne court pas le risque industriel de celle-ci puisque sa rémunération est contractuelle. Il sera remboursé avant les actionnaires en cas de faillite de l'entreprise. En contrepartie, il ne bénéficie pas des droits sociaux liés à l'action (droit au bénéfice et droit à la gestion de l'entreprise via le droit de vote).

**Opportunités d'arbitrage** : les stratégies d'arbitrage consistent à profiter des inefficiences du marché (différences de cours entre deux placements identiques ou semblables sur le même marché ou sur des marchés différents) et de réaliser des gains.

**Option** : contrat entre deux parties par lequel l'une accorde à l'autre le droit (mais non l'obligation) de lui acheter (option d'achat) ou de lui vendre (option de vente) un actif, moyennant le versement d'une prime. L'achat (ou la vente) de cet actif se fera à un prix déterminé (prix d'exercice), durant une période (période d'exercice pour les options dites « américaines ») ou à une date précise (date d'exercice pour les options dites « européennes »). Le fondement de l'option est la rémunération du risque.

**Prime de risque** : la prime de risque d'un marché financier mesure l'écart de rentabilité attendue entre le marché dans sa totalité et l'actif sans risque (l'obligation d'État). Pour déterminer la prime de risque propre à chaque titre, il suffit ensuite de multiplier la prime de risque du marché par le coefficient bêta du titre en question.

**Spread** : écart. Dans le cas des obligations gouvernementales, le spread désigne souvent l'écart entre taux longs et taux courts. Dans le cas des obligations privées et corporates, le spread désigne le plus souvent l'écart de rendement entre les obligations d'État et les obligations corporates qui doivent avoir des meilleurs rendements du fait de la prime de risque de crédit.

**Volatilité** : la volatilité de la valeur (ou du taux de rentabilité) d'un titre financier caractérise l'amplitude des variations de la valeur (ou de la rentabilité) de ce titre. Cette volatilité se traduit mathématiquement par une variance ou un écart-type. Dans une économie de marché, elle mesure en fait le risque de ce titre : plus un titre financier est risqué, plus son cours est volatil, et réciproquement.