



NOTE D'ANALYSE MENSUELLE

Le défi du crédit public et privé

La crise financière que nous traversons depuis l'été 2007 – et qu'il serait naïf de considérer comme terminée – a souvent été analysée comme une crise de liquidité, une crise de confiance et une crise du crédit. Aujourd'hui, grâce à l'« indicateur de stress financier » établi en collaboration entre le BIPE et AssetFi Management Services, il est possible de poser un diagnostic différencié sur ces trois volets de la crise.

Nos indicateurs relatifs à la liquidité montrent bien que c'est dans ce domaine que la normalisation est la plus avancée, sous l'effet notamment des mesures dites non conventionnelles prises par les banques centrales. Les mesures d'aversion pour le risque

indiquent aussi qu'une certaine confiance a globalement été rétablie du côté des investisseurs, quoique à un moindre degré ; ceci est plutôt à porter au crédit des gouvernements qui ont su, eux aussi, riposter avec vigueur.

Le défi majeur reste, selon nous, le défi du crédit ; plus précisément, le défi qui va consister pour les états à résorber un déficit et/ou un endettement public considérable, et pour les entreprises à rassurer les investisseurs naturellement inquiets de la montée des taux de défaut. C'est ce volet « crise du crédit » qui présente à aujourd'hui, selon notre indicateur, les progrès les moins forts depuis le paroxysme de

2008 ; même si ces progrès n'en sont pas moins déjà substantiels.

Ainsi, les marchés sont globalement rassurés sur les manifestations les plus immédiates de la crise ; mais ils doivent maintenant affronter une période d'autant plus ingrate qu'elle sera sans doute longue et peu spectaculaire : le retour progressif à des situations d'endettement plus saines.

Le « spleen » des marchés d'actions depuis mi-janvier procède directement, selon nous, de cette prise de conscience. Nul doute que nous en connaissons d'autres, parce que la reprise économique, elle-même, reste fragile.



SOMMAIRE

SOMMAIRE	2
MACROÉCONOMIE : POINTS CLÉS	3
UNE REPRISE EN DEMI-TEINTE	3
BALANCE DES RISQUES AUTOUR DU SCENARIO CENTRAL	9
FOCUS	10
GRECE : LES FINANCES PUBLIQUES MALMENEES	10
LES MARCHES ET LA STRATEGIE D'INVESTISSEMENT	14
EVOLUTION DES INDICES	14
MARCHE MONETAIRE	14
MARCHE OBLIGATAIRE	15
MARCHE CREDIT	17
MARCHE ACTIONS	18
LES CHANGES ET LES MATIERES PREMIERES	19
SYNTHESE	20
INVITÉ DU MOIS	21
QUATRE QUESTIONS A JACQUES MANARDO	21
ANNEXES	25
PRINCIPES DE GESTION	25
LEXIQUE	26



MACROÉCONOMIE : POINTS CLÉS

Une reprise en demi-teinte

- **Croissance mondiale en hausse...** La croissance économique mondiale apparaît plus forte qu'anticipé en Asie émergente (plus particulièrement en Inde et en Chine) et aux États-Unis, où le quatrième trimestre a surpris à la hausse. D'après la deuxième estimation, le PIB aurait en effet progressé de 1,4% t/t au quatrième trimestre, soit 0,1% en glissement annuel.
- **...mais reprise fragile en Europe.** Après les bonnes nouvelles du troisième trimestre, les chiffres provisoires du quatrième trimestre 2009 alertent sur la pérennité de la reprise. Parmi les grandes économies européennes, seule la France enregistre une croissance nettement positive (+0,6 t/t) au T4. En Allemagne, on observe déjà des signes de faiblesse avec un PIB stable au quatrième trimestre, malgré la contribution positive du commerce extérieur. En Espagne, le PIB a encore légèrement reculé pour le sixième trimestre consécutif (-0,1% t/t), en dépit là aussi d'une contribution positive du commerce extérieur. En Italie, le ralentissement enregistré ce trimestre (-0,2% t/t) était attendu, dans un contexte de faiblesse structurelle de l'économie.
- **Année 2010 : rebond technique.** Aux États-Unis comme en Europe, l'année 2010 sera marquée par une faiblesse persistante de la demande intérieure. Les mesures de relance mises en place au début de la crise arrivent à leur terme et ne seront pas prolongées, en tous cas pas à une échelle comparable. Les taux de chômage, en zone euro principalement mais aussi aux États-Unis, resteront élevés. Les revenus salariaux augmentent peu, le regain de confiance s'amenuise : cela ne plaide pas en faveur d'une reprise dynamique de la consommation des ménages. De même, dans un contexte de forte incertitude, la reprise de l'investissement va tarder, d'autant que les taux d'utilisation des capacités de production sont encore nettement inférieurs à leur moyenne de long terme. Dans la première partie de l'année, la faiblesse de l'euro devrait soutenir les exportations européennes, mais cela ne suffira pas à contrebalancer la faiblesse de la demande interne. Au total, l'année 2010 devrait bénéficier de l'acquis de croissance du deuxième semestre 2009, mais dans le cadre d'une reprise moins vigoureuse qu'espéré.
- **Logiquement, l'année 2011 sera caractérisée par un nouveau ralentissement de la croissance dans les grands pays de la zone euro.** Compte tenu des facteurs de baisse évoqués (faiblesse de la demande intérieure, taux de chômage élevé) et des problèmes structurels restant à traiter (restauration de la compétitivité, assainissement des finances publiques), la croissance devrait de nouveau se tasser en 2011. Avec 2,3% de croissance aux États-Unis, 1,6% en Allemagne, 1,2% en France et 1,3% pour la zone euro dans son ensemble, 1,2% au Japon, la croissance s'inscrit encore en deçà du potentiel.
- **Faiblesse de la reprise et inflation modérée laissent penser que les politiques monétaires des Banques Centrales des différents pays resteront accommodantes pour 2010 et 2011.** Les taux directeurs devraient demeurer à leurs faibles niveaux actuels, pour éviter un resserrement du crédit suite à l'arrivée à échéance des politiques non conventionnelles. Du côté budgétaire, la dégradation significative des finances publiques dans l'ensemble des pays industrialisés pousse maintenant à plus de rigueur. En Europe du Sud et en Grèce particulièrement, l'état des finances



publiques a inquiété les investisseurs et provoqué une vague de spéculation sur l'euro. Si une consolidation des finances publiques s'impose, il n'est toutefois pas question d'envisager une explosion de la zone euro (cf. focus).

Malgré quelques disparités, la sortie de récession s'est confirmée en fin d'année

avec la publication des comptes nationaux du quatrième trimestre. L'amélioration du contexte économique s'est traduite par une progression du PIB de 1,4% t/t aux États-Unis, de 1,1% au Japon et de 0,1% en zone euro et dans l'ensemble de l'UE. De son côté, l'économie chinoise a, comme la plupart des grandes économies émergentes, fini l'année sur une très bonne note avec une progression du PIB de 10,7% au quatrième trimestre 2009, soit 8,7% en moyenne sur l'ensemble de l'année. Le redressement de l'activité s'est poursuivi, tant dans les pays développés que dans les principaux pays émergents, avec la reprise des échanges internationaux, le ralentissement du déstockage et le soutien des demandes intérieures par l'aide publique et des politiques monétaires accommodantes.

Quel diagnostic à court terme ? Les indicateurs de confiance auprès des ménages et des industriels restent globalement bien orientés et confirment les tendances engagées lors des mois précédents : rebond de la production industrielle, moindre effondrement des investissements, progression des indices boursiers... Malgré les signaux contrastés qu'apportent certaines publications macroéconomiques, la sortie de récession suit son cours, d'autant plus que certaines mesures de relance ont été prolongées (primes à la casse dans certains pays d'Europe, crédits d'impôts aux États-Unis...). Cependant, au regard des indicateurs financiers (cf indice de stress financier du BIPE décrit plus loin dans ce rapport), un ralentissement de l'activité dans les pays développés n'est pas à exclure dans les mois à venir en raison de la fragilité des demandes intérieures, dont la croissance actuelle reste très liée aux dispositifs de soutien budgétaire qui arrivent progressivement à échéance. La reprise du

commerce extérieur, tirée pour l'instant par l'Asie, pourrait également ralentir et interrompre le redressement de la production industrielle mondiale sur le court terme. Dans les pays émergents, le retour à des rythmes de croissance rapides confirme cependant la bonne tenue de leurs fondamentaux, en sus de la contribution des plans de relance qui y ont été adoptés pendant la crise. Les actions de régulation et de contrôle des autorités se poursuivent néanmoins (taxation des capitaux entrants, modération de l'offre de crédit...) pour limiter le risque de création de nouvelles bulles sur certains marchés (crédit, actions...). Tant que la demande intérieure des pays industrialisés ne se redressera pas plus vigoureusement, les zones émergentes resteront les moteurs de la croissance mondiale.

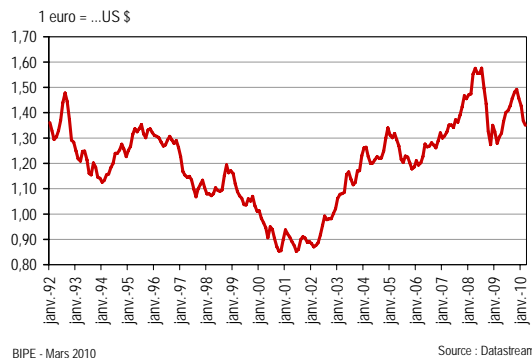
L'Euro et les finances publiques sous pression.

Sur la période récente, l'attention des marchés financiers s'est principalement portée sur l'état des finances publiques européennes (pays du Sud de l'Europe particulièrement) et sur la capacité des gouvernements à résorber les déficits budgétaires à terme. La forte remontée de l'aversion pour le risque, avec la vague de spéculation sur l'euro dans le cadre de la crise grecque et de la montée des inquiétudes liées à l'Espagne, au Portugal, à l'Irlande et à l'Italie, a fortement pénalisé l'euro depuis le début de l'année, alors que c'était plutôt l'optimisme sur les perspectives de croissance américaine qui pesait sur l'euro dans un premier temps, avec la remontée des anticipations de hausse de taux aux États-Unis. D'où une dépréciation de l'euro par rapport au dollar de près de 10% en quelques mois. Comme expliqué plus loin dans ce rapport, l'éclatement de la zone euro, ou le défaut de la Grèce (ou d'un autre pays européen) sur sa dette souveraine, constituent à notre sens des scénarios très peu probables : compte tenu des conséquences désastreuses qu'une telle éventualité aurait sur l'ensemble des pays de l'UEM, aussi bien au niveau économique (via le commerce extérieur et l'inflation, notamment) que financier (via une généralisation des difficultés de financement de l'endettement public), il est dans l'intérêt



de tous de trouver une solution à la crise. Dans ce contexte, nous pensons que l'apaisement des tensions sur les finances publiques dans les mois à venir, avec la matérialisation du soutien politique et financier européen aux pays en difficulté, limitera la dépréciation de l'euro et inversera progressivement la tendance observée sur la période récente. Notons cependant qu'entretemps les exportateurs européens bénéficient d'une amélioration de leur compétitivité-prix, ce qui, compte tenu des délais d'ajustement des échanges en volume aux variations de taux de change, soutiendra le commerce extérieur de l'Europe et la croissance sur une bonne partie de l'année 2010.

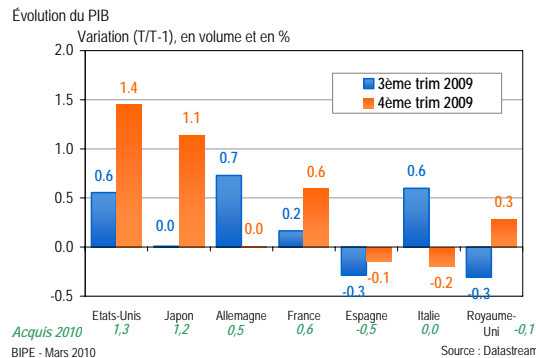
Inversion de la tendance sur l'euro au second semestre 2010



Les performances de croissance restent toutefois très contrastées d'une zone à l'autre, témoignant de l'efficacité relative des politiques de relance et du dynamisme du commerce extérieur selon les zones géographiques. Certains pays ont vu leur croissance s'accélérer en fin d'année (États-Unis, Japon, France) alors qu'elle a nettement ralenti, voire baissé, dans d'autres (comme l'Allemagne et l'Italie). Enfin, on continue d'observer des rythmes de croissance négatifs dans certains pays (Espagne, majorité des pays de l'Europe émergente) où la sortie de récession tarde à se manifester... Au final, sur les 16 pays de la zone euro, seuls la France, les Pays-Bas, l'Autriche et la Slovaquie affichaient une croissance positive au quatrième trimestre 2009. Cela reflète d'une part le caractère peu dynamique de la reprise, et surtout la forte

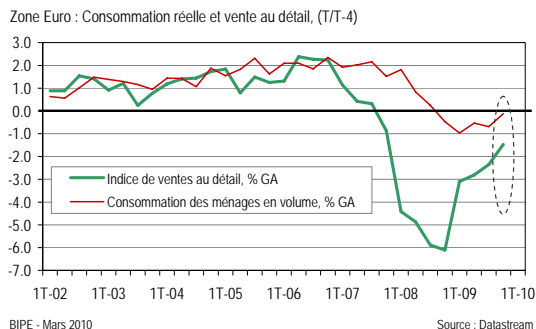
hétérogénéité qui caractérise les pays européens.

Des performances fortement hétérogènes, notamment au sein de la zone euro



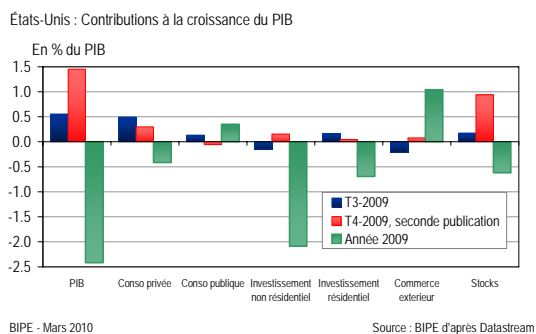
Le ralentissement de la croissance en zone euro s'explique principalement par la fragilité de la demande intérieure. Depuis l'été 2009, les pays exportateurs ont continué de profiter de la reprise de la demande externe, notamment en provenance des pays d'Asie émergente. Cependant, la contribution positive du commerce extérieur à la croissance du T4-2009 a été occultée par la contre-performance de l'investissement et de la consommation. L'Allemagne et l'Italie ont ainsi affiché des taux de croissance respectifs de 0% et -0,2% t/t en fin d'année. Si la demande mondiale et la dépréciation de l'euro devraient favoriser les exportations européennes sur le court terme, un raffermissement de la demande domestique reste nécessaire pour pérenniser la croissance. Les mesures d'austérité budgétaire rapidement adoptées par certains gouvernements (hausse de la TVA au Royaume-Uni, en Espagne et en Grèce...) sous la pression des marchés financiers risquent de peser négativement sur les consommateurs, dans un contexte de chômage élevé et de remontée de l'inflation.

Une demande des ménages qui peine à redémarrer en zone euro



La croissance américaine s'est accélérée au quatrième trimestre 2009 : aux États-Unis, le PIB a progressé de 5,9% t/t en rythme annualisé, contre 2,2% le trimestre précédent. Si la consolidation de la reprise en fin d'année traduit en partie le raffermissement de la demande interne et la bonne tenue du commerce extérieur, c'est néanmoins le ralentissement du déstockage qui explique près des 2/3 de cet excellent résultat. Sur l'ensemble de l'année 2009, l'économie américaine affiche tout de même une contraction de 2,4% du PIB.

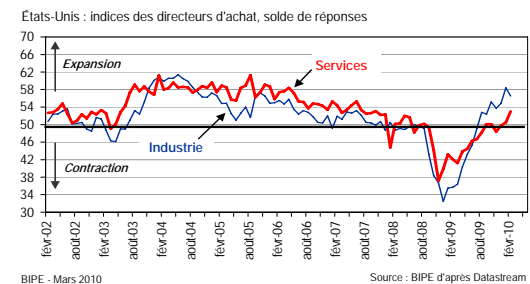
Le redressement des stocks, principal moteur de croissance au T4-2009



Les indicateurs publiés sur la période récente continuent cependant de souligner l'amélioration du contexte économique général. En ligne avec la progression des ventes au détail et de la production industrielle en janvier, les enquêtes d'activité (indicateurs ISM manufacturier et ISM services) restent globalement bien orientées et confirment le retour de l'économie américaine sur le sentier de la croissance. La hausse des

commandes de biens durables illustre également l'amélioration (encore prudente) des perspectives des entreprises, qui s'est traduite par un rebond de l'investissement productif en fin d'année. Le seul point noir reste l'emploi, dont l'amélioration est plus lente qu'attendue. D'où la persistance d'une certaine prudence des consommateurs.

Les enquêtes restent compatibles avec une expansion de l'activité

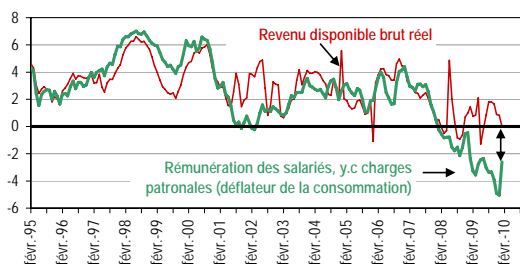


Les prévisions pour 2010 traduisent principalement des effets d'acquis favorables

Les bonnes performances récemment enregistrées ne semblent toutefois pas extrapolables sur l'ensemble de l'année 2010. La forte dépendance des revenus des ménages et du marché immobilier envers les différents dispositifs de soutien budgétaire aux États-Unis (extension des allocations chômage, transferts aux ménages, crédit d'impôt au primo-accédants...) laisse craindre un ralentissement de la croissance avec l'estompement des effets de la relance. En effet, le recul des transactions immobilières et la chute de la confiance des ménages en février (-10,5 points) témoignent de la fragilité de la demande. Malgré la moindre dégradation du marché du travail sur la période récente, le taux de chômage reste à un niveau élevé (9,7% en janvier) et les revenus salariaux continuent de subir des pressions à la baisse.

La demande reste principalement soutenue par les transferts

Etats-Unis : Revenu disponible brut et rémunération des salariés, en % glissement annuel



BIPE - Mars 2010

Source : BIPE d'après Datastream

De son côté, le commerce extérieur pourrait ralentir sur le court terme en raison du raffermissement récent du dollar. Les exportations américaines continueront de bénéficier d'une demande extérieure dynamique, notamment en provenance des pays asiatiques, mais ne s'amélioreront plus sensiblement que lorsque la tendance à l'appréciation du dollar se sera interrompue.

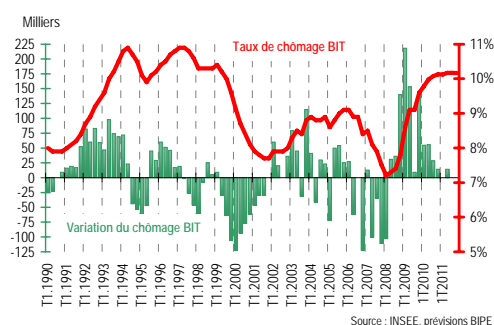
La vision globale de l'économie américaine reste toutefois encourageante, comme le souligne le dernier Beige Book et la révision à la hausse des perspectives de croissance par la Fed. En 2010, la croissance américaine sera principalement tirée à la hausse par la reconstitution des stocks et la consolidation du commerce extérieur, alors que l'investissement des entreprises et les dépenses de consommation croîtront à un rythme restant modéré. La croissance devrait s'établir à 2,6% en 2010 et 2,3% en 2011. Dans ce contexte de croissance en dessous du potentiel et de tensions inflationnistes largement contenues, la Réserve Fédérale devrait tenir son engagement de **maintien d'une politique monétaire accommodante pour une longue durée**, malgré les dissensions lors du dernier comité du FOMC. Le récent relèvement d'un demi-point du taux d'escompte ne devrait pas présager d'un resserrement de la politique monétaire dans le futur proche, mais constitue plutôt un premier pas vers l'abandon progressif des mesures non conventionnelles adoptées par la Fed pendant la crise.

En Europe aussi, l'activité économique devrait reprendre progressivement en 2010, s'appuyant en partie sur les effets d'acquis de la reprise fin 2009, et sur une contribution toujours positive du commerce extérieur à la croissance. La zone euro en particulier bénéficiera de l'affaiblissement de l'euro en début d'année, qui limitera la croissance des importations déjà affaiblies par une demande interne qui manque de vigueur.

Dans l'UEM, la France fait figure d'exception avec l'accélération de sa croissance au quatrième trimestre 2009 (+0,6% t/t contre 0,2% le trimestre précédent). Cette surperformance doit cependant être nuancée. En effet, la forte progression de la consommation privée, principal contributeur à la croissance (après les stocks) s'explique en grande partie par la hausse des ventes d'autos en fin d'année (effet d'aubaine). Une telle performance ne semble pas extrapolable sur les mois à venir, avec la réduction de l'enveloppe des primes à la casse en 2010 et la poursuite de la dégradation du marché du travail.

Le marché de l'emploi continue de se dégrader : si la hausse du chômage est restée contenue en 2009 grâce aux dispositifs publics de maintien dans l'emploi de salariés travaillant à temps réduit, maintenant le taux de chômage en dessous de la barre des 10% dans la plupart des pays (Espagne excepté), il faudra attendre la fin de l'année 2010 pour commencer à voir une inversion des taux de chômage, et une amélioration durable de la situation sur le marché du travail. La croissance attendue en 2010 n'est en effet pas suffisante pour compenser le gap de productivité qui s'est créé en 2009.

Évolution du chômage en France



L'évolution des revenus disponibles en 2010 et 2011 sera négativement impactée par la montée du chômage et la reprise de l'inflation. Le pouvoir d'achat des salaires ne croîtra que lentement, notamment dans le secteur privé, dans un contexte économique toujours difficile pour les entreprises. Mais les transferts continuent d'augmenter, et une part importante des revenus est relativement insensible à la conjoncture. En France, par exemple, l'emploi dans le secteur public s'est maintenu tout au long de l'année 2009, et devrait rester stable dans les deux années qui viennent, ce qui, par l'effet du GVT (Glissement Vieillesse Technicité), soutiendra l'évolution des salaires dans la fonction publique. Le revenu disponible brut devrait donc croître de 2,2% en 2010, après 2,0% en 2009, et le pouvoir d'achat de 0,7% après 2,0% en 2009. Avec une hausse de la consommation privée de l'ordre de 1,2% en 2010, le taux d'épargne diminuera légèrement, passant de 16,4% à 16% en 2010, puis à 15,7% en 2011.

L'inflation repart à la hausse : les prix des matières premières sont repartis à la hausse depuis plusieurs mois, inversant la tendance à la baisse observée sur l'essentiel de l'année 2009. La dépréciation récente de l'euro devrait contribuer aux remontées des prix

des produits importés. La faiblesse de la croissance limitera cependant les pressions inflationnistes, dans un contexte de forte concurrence internationale : en France, l'IPC, qui a stagné en 2009, devrait augmenter de 1,8% en moyenne cette année, notamment suite au raffermissement des prix de l'énergie, des services, et des produits frais en raison des conditions climatiques.

En 2011, les économies européennes devraient marquer le pas, suite au retrait progressif des mesures de soutien et à l'introduction de plans de stabilisation économiques dans plusieurs pays de la zone euro, pour restaurer l'équilibre des finances publiques. En France, les mesures d'austérité ne seront mises en place que progressivement, maintenant de fait un déficit public élevé en 2010 (-8,6% du PIB) et en 2011 (-8,1% du PIB), et reportant à 2015 le retour au déficit inférieur à 3%, plafond de Maastricht. Une hausse de la pression fiscale sera sans doute inévitable pour compenser, d'ici là, la hausse de la charge de la dette.

Au final, si le chiffrage des prévisions laisse penser que 2010 est une année de reprise comme les précédentes, cela doit être relativisé au regard des niveaux de croissance hors effets d'acquis. Sans les effets de base liés à l'amélioration de la situation économique au deuxième semestre 2009, après un premier semestre désastreux, les profils trimestriels de prévisions laissent entrevoir une nouvelle temporisation de la croissance en 2010, qui devrait se maintenir en 2011.

Article rédigé par Elisabeth Rocha et Amine Tazji (BIPE), le 10 mars 2010

Balance des risques autour du scénario central

■ International ■ Facteurs spécifiques à l'Europe

Scénario central - Probabilité : 55%

- Reprise modérée en 2010, principalement tirée par les échanges extérieurs et le retournement graduel du cycle des stocks. La progression des demandes intérieures (hors acquis de croissance) reste faible, aussi bien en Europe qu'aux États-Unis.
- Contribution limitée des stocks à la croissance en zone euro et dans les pays exportateurs (Allemagne, Japon).
- La faiblesse de l'euro sur la première moitié de l'année 2010 soutient les exportations européennes.
- La consommation des ménages reste faible avec le maintien du chômage à des niveaux élevés, le retour de l'inflation et l'essoufflement attendu des dispositifs de relance.
- La reprise de l'investissement reste prudente et ne se consolide qu'à partir de mi-2010 : la remontée des taux d'utilisation des capacités prend du temps en raison de l'incertitude sur les perspectives en 2011.
- La croissance reste en dessous du potentiel dans les économies développées. La reprise est plus ferme dans les pays émergents.

Points favorables – Probabilité :20%

- Reprise plus solide de la demande intérieure dans l'UE ;
- Augmentation du dynamisme du commerce mondial ;
- Regain de confiance du consommateur américain ;
- Maintien de politiques expansionnistes au-delà de 2010 ;
- Hausse plus forte des marchés immobiliers ;
- Faible hausse des cours de l'énergie et des matières premières ;
- Montée de nouveaux types d'investissements, liés notamment à l'environnement et au développement durable ;
- Stabilisation de l'euro à un niveau plus faible, renforçant la compétitivité européenne ;
- Remontée des taux de recours au crédit pour financer la consommation et l'investissement ;
- Relance de grands travaux trans-européens

Points défavorables - Probabilité : 25%

- Succession d'attaques spéculatives, sources de volatilité et d'incertitudes, et de fragilisation de nombreux acteurs ;
- Montée des déséquilibres sociaux liés au chômage de masse ;
- Attentisme des consommateurs et forte remontée de l'épargne de précaution ;
- Sur-réaction des consommateurs américains thésaurisant les aides publiques ;
- Absence d'homogénéité et de coordination des plans de relance entraînant des effets pervers ;
- Multiplication des conflits sociaux liés à la hausse du chômage dans un contexte de reprise ;
- Rupture de la solidarité intra-européenne dans un contexte de remontée des risques pays, y compris dans la zone euro ;
- Hausse de l'inflation entraînant une sur-réaction de la BCE.



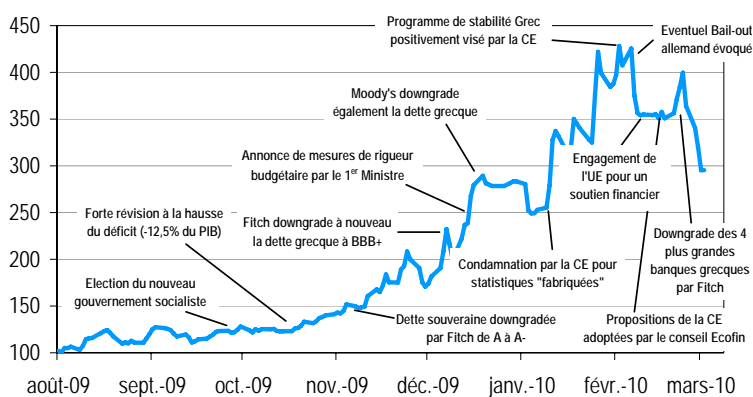
Grèce : les finances publiques malmenées

Chronologie de la « tragédie grecque »

La crédibilité budgétaire de l'État grec a été fortement remise en cause depuis l'automne 2009, suite à la révision à la hausse, par le nouveau gouvernement, du déficit public pour l'année 2008 (de 5% à 7,7% du PIB), et l'annonce d'un déficit prévisionnel pour 2009 deux fois plus élevé que celui annoncé par le gouvernement sortant (12,7% du PIB). Ce manque de rigueur et de transparence sur l'état réel des finances publiques grecques a, dès ce moment, nourri l'inquiétude des marchés, causant plusieurs épisodes de correction. La remontée de l'aversion pour le risque souverain a également induit plusieurs révisions à la baisse du rating de la dette grecque par les agences de notations depuis octobre 2009. Le gouvernement a annoncé en janvier un plan de stabilisation : augmentation des impôts, réduction des salaires et gel des embauches dans le secteur public, lutte contre la fraude et la corruption... Le fait que ce plan ait été mal accueilli à l'intérieur du pays (grèves à répétition) nourrit les inquiétudes liées à la capacité des pouvoirs publics de pouvoir effectivement le mettre en œuvre.

Coût de l'assurance contre le risque de défaut souverain

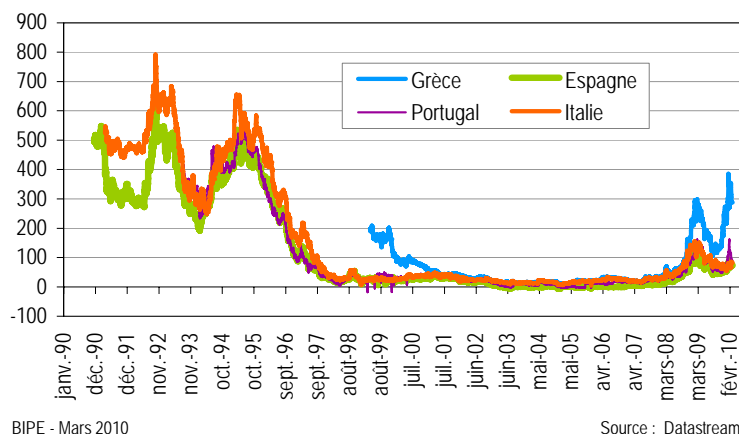
Grèce : CDS 5 ans (points de base)



BIPE - Mars 2010

Source : BIPE d'après Datastream, CA et presse spécialisée

L'approbation du plan d'austérité du gouvernement grec par la commission européenne, le soutien politique des autres pays de l'Union et leur engagement à apporter un soutien financier en cas de besoin ont toutefois quelque peu apaisé les tensions sur les marchés financiers, comme en témoigne le recul des CDS (crédit default swaps) souverains lors des annonces de soutien. Les nouvelles mesures d'austérité adoptées par le gouvernement grec (hausse de la TVA, relèvement des taxes sur l'alcool, le tabac, coupes sur les 13^{ème} et 14^{ème} mois des fonctionnaires...) ont aussi permis une légère détente des taux d'intérêt de long terme, et une réduction des écarts avec le taux à 10 ans allemand.

Écart en points de base entre les taux à 10 ans nationaux et le taux allemand**Quelles conséquences d'une sortie de la zone euro ?**

Presque tout a été dit depuis l'éclatement de la « crise grecque », y compris, notamment outre-Atlantique, l'annonce de la « fin » de la zone euro. Au-delà du fait que ces déclarations alimentent la spéculation contre l'euro et élargissent l'intérêt des spéculateurs à d'autres pays de la zone à déficits publics élevés (Espagne, Portugal, Irlande, voire Italie), l'éventualité d'un éclatement de l'union monétaire ou d'une sortie de certains pays membres reste très peu probable.

Dans un scénario où la Grèce quitterait l'union monétaire, la remontée de l'aversion pour le risque et la vague de spéculation qui s'ensuivrait conduiraient à des fuites de capitaux et une forte dépréciation de son taux de change. La dette grecque restant libellée en euro –étant donné que 71% de la dette est détenue par des non-résidents- son équivalent en monnaie nationale serait conséquemment plus élevé, entraînant des difficultés de remboursement et de refinancement.

Détention de la dette grecque par zone géographique et par type de détenteur (2005-2009)

Zone géographique	Part %	Type de détenteur	Part %
Grèce	29%	Banques	45%
Royaume-Uni Irlande	23%	Gérants de fonds	19%
France	11%	Assurance, Fonds de pension	14%
Allemagne, Suisse Autriche	9%	Gestionnaires d'actifs	10%
Italie	6%	Banques Centrales, États	5%
Benelux	6%	Hedge Funds	5%
Autres	6%	Autres	4%
Scandinavie	3%		
États-Unis	3%		
Asie	2%		
Espagne, Portugal	1%		

Source : Public Management Debt Agency, Greece

Par ailleurs, le retour du risque de change (aujourd'hui nul vis-à-vis de tous les pays de la zone euro, principaux partenaires commerciaux de la Grèce) compliquerait d'autant plus le financement des déficits extérieurs et budgétaires futurs de la Grèce, l'évolution des primes de risques poussant à la hausse les taux d'intérêts. Cela pénaliserait à la fois la Grèce et l'ensemble des autres pays très endettés de la zone (Espagne, Italie,...).

Les difficultés de refinancement que pourraient rencontrer également les banques grecques (moindre valeur des collatéraux et hausse de coûts de financement) les contraindraient à restreindre l'offre domestique de crédit (ménages et entreprises), freinant la demande intérieure. Les principales banques grecques étant par ailleurs fortement engagées dans certains pays de l'Europe de l'Est (Roumanie, Bulgarie et Ukraine dans une moindre mesure), l'impact économique et financier du désengagement des banques grecques fragiliserait encore plus la reprise de ces économies, pour lesquelles la possibilité de recours supplémentaire à l'aide internationale (FMI, Banque Mondiale...) semble limitée, créant un effet de dominos.

Engagement des banques grecques en Roumanie et Bulgarie

Pays	Endettement envers les banques grecques	Part dans l'endettement total
Bulgarie	10,5 Mds \$	27%
Roumanie	19,1 mds \$	17%

Source : BRI

Enfin, si une dévaluation améliorerait la compétitivité-prix des exportations grecques, cela ne saurait occulter les inconvénients de la hausse des prix des importations, compte tenu du faible taux de couverture de l'économie (67% contre 90% en France, 108% en Allemagne). La dégradation des termes de l'échange (baisse du pouvoir d'achat de biens importés) serait, pour le consommateur grec, beaucoup plus coûteuse que les plans d'austérité actuellement proposés : la hausse de la pression fiscale récemment annoncée représente en effet une perte de bien être très inférieure à celle qui résulterait d'une reprise de l'inflation à +20% ou 30%.

Pour les partenaires européens de la Grèce (Allemagne, Italie...), la réduction des importations réduirait la demande externe qui leur est adressée.

Échanges extérieurs et principaux partenaires commerciaux de la Grèce

Ratios	Grèce	France	Allemagne
Taux d'importation	36%	30%	42%
Taux d'exportation	24%	27%	46%
Taux d'ouverture	30%	28%	44%
Taux de couverture	70%	90%	108%

Source : BIPE

Notons aussi que, si l'éclatement du système monétaire européen en 1992-1993 avait eu pour avantage une baisse des taux d'intérêt pour de nombreux pays, c'est l'inverse qui se produirait aujourd'hui en cas de sortie de l'euro : l'adoption de l'euro a en effet éliminé les fluctuations des monnaies au sein de la zone et sensiblement réduit le risque de change en général. C'est ce qui permet aujourd'hui des « primes de risque » comparativement faibles sur le change, et des taux d'intérêts relativement bas. Le retour du

risque de change ferait instantanément remonter les taux sur les actifs libellés en devises jugés « à risque ».

Clairement, les avantages pour la Grèce et pour ses partenaires d'un retour au drachme sont infimes au regard du prix à payer ensuite, aussi bien par elle-même que par ses partenaires, compte tenu des liens (financiers et commerciaux) qui les unissent, comme indiqué sur le tableau ci-après.

Structure du commerce extérieur de la Grèce, %

Pays	Part dans les imports %	Pays	Part dans les exports %
Allemagne	11,5%	Allemagne	12,6%
Italie	11,4%	Italie	11,5%
Bulgarie	6,5%	Russie	7,1%
Royaume-Uni	6,1%	France	5,9%
Chypre	5,5%	Pays-Bas	5,2%

Source : Chelem

Un défaut sur la dette souveraine est-il envisageable dans le cas de la Grèce ?

De même, un défaut de la Grèce sur sa dette souveraine nous semble peu probable, compte tenu des conséquences désastreuses d'une telle éventualité sur l'ensemble des pays de la zone euro (attaques spéculatives sur l'euro, moindre demande de titres publics européens, remontée généralisée des taux d'intérêt...), et notamment ceux qui détiennent en partie la dette grecque. Les acteurs économiques mesurent bien ce risque. Tôt ou tard, ils feront donc le nécessaire pour éviter une telle éventualité – le coût d'évitement étant de fait bien moindre que celui d'un défaut effectif de la Grèce sur sa dette souveraine : en cas de défaut, la solvabilité budgétaire de nombreux autres pays (Espagne, Irlande, Royaume-Uni, Portugal, Italie...) serait également remise en cause, créant un effet de boule de neige compte tenu de l'internationalisation élevée des capitaux. Dans ce cadre, l'exacerbation éventuelle des difficultés de la Grèce dans les semaines à venir donnera probablement lieu à une solution coopérative qui affirmerait le soutien politique déjà apporté par les pays membres (notamment France et Allemagne) via une aide financière (achats ou garanties de la dette grecque).

Au final, l'épisode grec souligne l'importance de la crédibilité budgétaire d'un pays. Par ailleurs, il permet de relancer plusieurs débats – sur le fonctionnement des institutions de l'UE, la nécessité d'une meilleure coordination budgétaire entre les pays membres, l'absence de dispositifs légaux de solidarité, etc. À terme, ces discussions devraient aboutir sur une meilleure cohésion politique et institutionnelle au niveau communautaire.

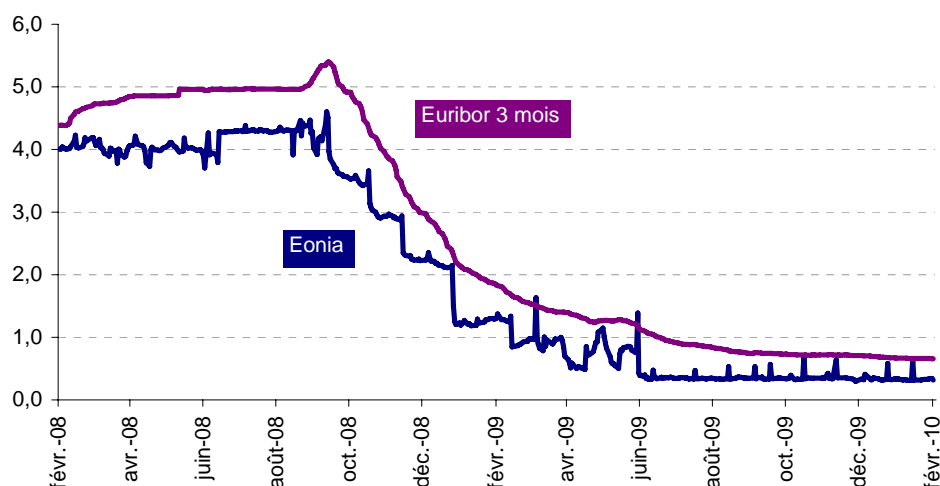
Article rédigé par Amine TAZI (BIPE), le 10 mars 2010

LES MARCHES ET LA STRATEGIE D'INVESTISSEMENT

Evolution des indices

	31/12/2009	30/01/2010	26/02/2010	Variation sur 1 mois	Variation depuis le début de l'année
Monétaire					
<i>Eonia</i>	0,41%	0,33%	0,32%	-1 bp	-9 bp
<i>Euribor 3M</i>	0,70%	0,67%	0,66%	-1bp	-4 bp
Obligataire					
<i>Taux Bund 10 ans</i>	3,39%	3,20%	3,10%	-10 bp	- 29 bp
<i>Spread iTraxx Main</i>	75,86	83,07	84,91	+2 bp	+ 9 bp
<i>Spread iTraxx Xover</i>	432,26	454,18	463,92	+ 10 bp	+ 32 bp
Actions					
<i>DJ Euro Stoxx 50</i>	2 964,96	2 776,83	2 728,47	-1,74%	-7,98%
<i>S&P 500</i>	1 115,10	1 073,87	1 104,49	2,85%	-0,95%
<i>MSCI Emerging Markets</i>	989,47	933,59	935,93	0,25%	-5,41%
Change et matières premières					
€/ \$	1,43	1,39	1,36	-2,07%	-5,09%

Marché monétaire



Lors de la réunion du 4 mars 2010, la Banque Centrale Européenne a laissé ses taux inchangés comme prévu et a détaillé le calendrier de sortie des stratégies de politique monétaire non conventionnelle. Rappelons qu'au lendemain de la faillite de Lehman Brothers, la BCE avait été amenée à prendre plusieurs mesures afin d'assurer la liquidité sur le marché interbancaire :

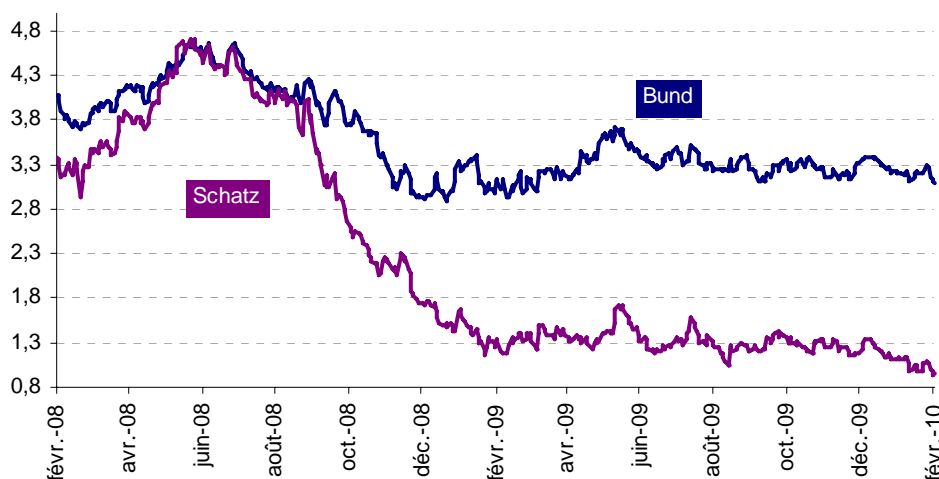
- Création d'opérations spéciales à 6 et 12 mois
- Opération de refinancement à taux fixe et pour des montants illimités
- Abaissement de la qualité des titres apportés en garantie par les banques
- Achat d'obligations sécurisées (« covered bonds ») par la banque centrale



Ces injections de liquidité ont fluidifié le marché interbancaire et désormais, nous pouvons écrire que les tensions qui existaient encore l'année dernière appartiennent au passé. Il était donc nécessaire pour la BCE de retirer les mesures exceptionnelles adoptées. Dans un premier temps, la BCE a décidé de mettre fin aux opérations les plus longues. La dernière opération à 1 an a eu lieu fin 2009 ; le 31 mars 2010 se déroulera la dernière opération à 6 mois. Pour les opérations à 3 mois, la BCE va revenir au système traditionnel du taux variable, dans lequel elle contrôle le volume des liquidités allouées. Par contre, la BCE va continuer les opérations courtes à 1 semaine et 1 mois à taux fixe et pour des montants illimités jusqu'en octobre 2010. Enfin, la BCE va poursuivre ses achats de « covered bonds » pour atteindre les 60 milliards d'euros qu'elle s'était fixé initialement.

Le retrait progressif des différentes mesures d'injection de liquidité amènera nécessairement l'Eonia à se normaliser et à converger vers le taux directeur. Ce mouvement devrait s'observer à partir du printemps. Nous ne devrions cependant pas assister à une remontée violente en raison de la progressivité des mesures et des efforts de communication de la BCE. Même le remboursement des 400 milliards d'euros du premier LTRO à 12 mois de juin 2009 ne devrait pas entraîner de tensions particulières car la BCE a déclaré qu'elle apporterait à cette occasion des liquidités à très court terme. Nous maintenons une prévision de taux monétaire à 0.5% à 3 mois et à 1.0% à fin d'année. Etant donné ces perspectives de remontée des taux, nous privilégions les taux variables aux taux fixes.

Marché obligataire



En février, les évolutions du marché obligataire ont été influencées principalement par les inquiétudes liées aux déficits publics de plusieurs pays européens (Grèce, Espagne, Portugal, Irlande et Italie) au premier rang desquels figure la Grèce. Sur ce pays, les sujets d'inquiétudes ont été nombreux. Tout d'abord, le plan de rigueur adopté par le gouvernement grec a été jugé trop timide et n'a pas suffi à rassurer les marchés. De plus, les incertitudes quant à une aide européenne et l'éventualité, évoquée par la Grèce, d'un recours au FMI ont contribué un peu plus à la hausse de l'aversion pour le risque. Enfin, la perspective d'une dégradation de la note du pays

en catégorie spéculative a soulevé la question du refinancement des banques grecques auprès de la Banque Centrale Européenne.

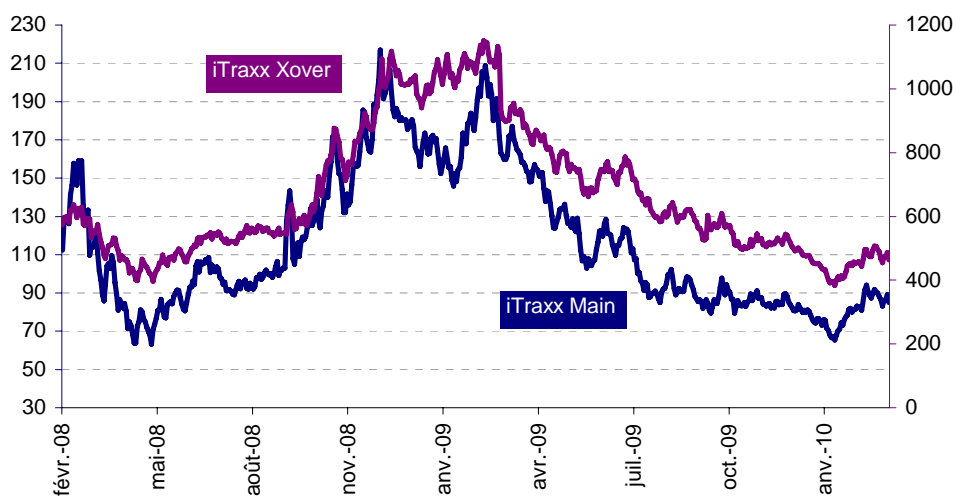
Par ailleurs, les chiffres de conjoncture en zone euro ont attesté de la mollesse de la reprise et suscité quelques craintes. Le PIB du quatrième trimestre est ressorti à +0.10% ce qui a déçu les investisseurs qui l'attendaient à +0.40%. La production industrielle a été mal orientée puisqu'elle s'est contractée de 1.70% et le chômage a augmenté à 10.00%. Ces différents facteurs, conjugués à une inflation qui reste inférieure à son potentiel en zone euro comme aux Etats-Unis, expliquent que les anticipations de hausse du taux directeur de la Banque Centrale Européenne aient reflué en février. Dans ce contexte, les taux d'Etats ont baissé sur toutes les maturités. Les échéances longues (Bund 10 ans) ont abandonné 10 bp pour atteindre 3.10% en fin de mois tandis que les échéances courtes (Schatz 2 ans) ont cédé 16 bp et s'inscrivaient à 0.96% fin février.

Le mouvement de remontée des taux de la fin d'année a été brutalement interrompu par les inquiétudes liées aux dettes publiques des « PIIGS » (Portugal, Irlande, Italie, Grèce et Espagne). Depuis le début mars, les craintes ont nettement reflué sur ces pays et notamment depuis que la Grèce a annoncé un nouveau train de mesures (gel des retraites, baisse de 30% des primes des fonctionnaires, hausse de la TVA de 2 points,...), accueilli favorablement par les Etats de la zone euro, qui permettra une économie de l'ordre de 2 points de PIB; ainsi, le déficit public serait ramené de 12.70% en 2009 à 8.70% en 2010. Dès lors, la tendance à la hausse des taux devrait reprendre le dessus notamment du fait des faibles rendements offerts par ces marchés.

Nous maintenons donc une sous-pondération sur les emprunts d'Etats, même si nous révisons légèrement en baisse nos taux cibles à 3 mois et à fin d'année principalement en raison d'une sortie des politiques non-conventionnelles plus lente que ce que nous pouvions anticiper les mois précédents. A 3 mois notre prévision sur le taux Schatz est de 1.40% et de 2.40% à fin d'année ; sur la partie longue de la courbe nous anticipons un taux Bund à 3.40% à 3 mois et à 3.90% à fin d'année.



Marché crédit

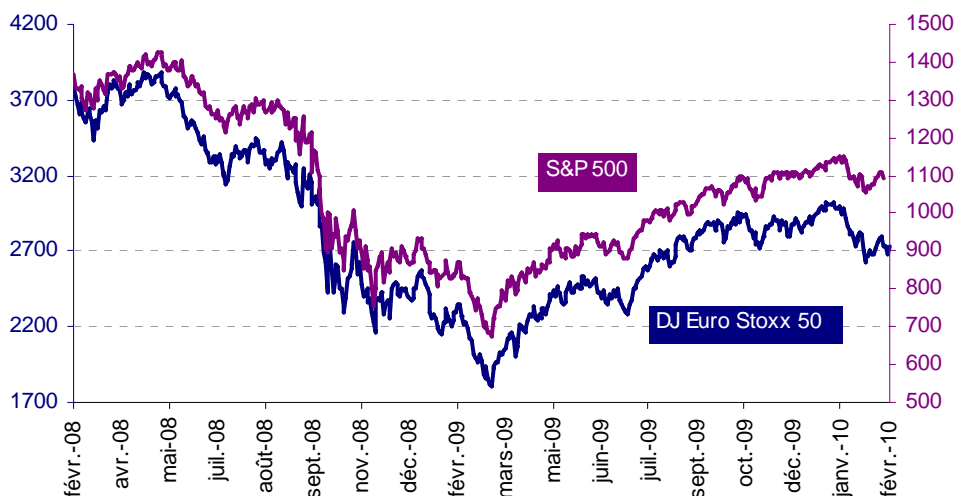


Sur le mois écoulé l'ensemble des indices dérivés de crédit iTraxx se sont écartés et ont touché des plus hauts (du mois) à la mi-février. Cet écartement a été plus prononcé sur les émetteurs les moins bien notés. Ce mouvement des marges de crédit est principalement dû aux inquiétudes sur les périphériques et sur la Grèce, car sur la période les différents résultats d'entreprises ont continué à être de bonne facture. On constate d'ailleurs que les spreads qui se sont le plus écartés sont ceux des pays incriminés et ceux des secteurs ayant une dépendance à l'Etat marquée. Ainsi, les spreads des financières se sont davantage écartés en raison d'un affaiblissement de l'adage « too big to fail ». Les spreads des secteurs dans lesquels l'Etat est un actionnaire de référence se sont également plus tendus. L'affaiblissement de la crise des périphériques a donc naturellement contribué à une nette détente des spreads depuis la fin février.

Le segment des obligations physiques a logiquement sous performé les obligations d'Etat en raison des tensions sur les marges de crédit. Enfin, du côté du marché primaire, la demande est restée solide mais l'offre s'est affaiblie en particulier sur le segment « high yield » où plusieurs émetteurs ont repoussé leur projet d'émissions.

Sur le crédit nous restons positifs sur la poursuite de la tendance à la contraction des spreads qui devraient atteindre des niveaux de 70 sur l'iTraxx Main à 3 mois et de 50 sur ce même indice à fin d'année. Le potentiel de rétrécissement existe donc toujours mais c'est davantage dans une logique de portage que nous conseillons la classe d'actif. La tendance haussière à la profitabilité des entreprises devrait se maintenir au cours des prochains mois et les taux de défauts réels amorcer leur décrue pour converger vers les taux implicites. Nous serons cependant particulièrement attentif au ratio « upgrade / downgrade » qui s'est dégradé en février, indiquant ainsi que les révisions haussières ont été inférieures aux révisions baissières sur les notations des entreprises américaines depuis le début de l'année.

Marché actions



Dans le prolongement du mois de janvier, les actions clôturent en ordre dispersé ce mois-ci. Si les actions américaines (S&P 500) croissent de 2.85% avec une baisse de la volatilité (Vix) de 3%, les marchés européens reculent, quant à eux, de 1.74% (DJ Euro Stoxx 50). La baisse de ce côté-ci de l'Atlantique est essentiellement due aux craintes qui pèsent encore et toujours sur les situations budgétaires des pays périphériques de la zone euro : Grèce, Espagne, Portugal. Malgré les mesures d'austérité décidées par le gouvernement grec notamment, les primes de risque flambent, et les discours des responsables européens n'ont pas encore inversé la tendance, même si, pour nous, le risque réel d'aggravation de la situation, à savoir la sortie d'un de ces pays de la zone euro, nous semble très peu probable. Autre raison d'inquiétudes parmi les investisseurs : des chiffres immobiliers américains contrastés, qui soulignent que la crise du secteur n'est toujours pas résorbée, et certains indicateurs d'activité, comme les ventes au détail américaines, qui restent fragiles (évolution en dents de scie sur les derniers mois). Au final, la confiance des investisseurs s'est un peu éoussée, les acteurs des marchés s'interrogent sur les moteurs de croissance. En effet, la reprise semble fragile et la relève aux plans gouvernementaux n'apparaît pas clairement, alors que ces derniers sont limités dans le temps.

Toutefois, il est bon de rappeler que la reprise économique est tout de même bien enclenchée aux Etats-Unis et en zone euro. En témoigne la deuxième estimation du PIB américain du quatrième trimestre 2009. Si la première estimation de la croissance trimestrielle avait déjà été jugée haute, la seconde est ressortie encore meilleure que prévu. Le chômage américain, quoiqu'encore à un niveau historique très haut, repasse de 10% à 9.7%. Autre exemple, la production industrielle qui est sur une tendance clairement haussière.

Les pays émergents résistent bien de leur côté, avec un indice MSCI Emerging Markets qui croît de 0.35%. L'Asie, dont la Chine, ..., restent des pays à fort potentiel de croissance et ne connaissent pas la même faiblesse économique.

De plus, la période d'annonce des résultats s'est révélée globalement satisfaisante avec un taux de surprises positives (rentabilité réelle meilleure qu'anticipée) de 5.44% à ce jour. En outre, depuis le mois de janvier, les analystes ont revu à la hausse les bénéfices par actions (BPA) des entreprises du S&P 500 pour les quatre trimestres de 2010.

Suite à la baisse des taux, la prime de risque des marchés actions (l'intérêt relatif des actions par rapport au marché obligataire des taux d'Etat), aussi bien américains qu'européens, s'est retendue et vient donc soutenir les actifs risqués.

Les analyses techniques viennent cependant tempérer l'optimisme. Nous parlions précédemment d'un seuil à 1 014 points (sur le S&P 500), qui avait été franchi, ouvrant le pas à une tendance haussière. Pour être confirmé, ce mouvement haussier doit s'affranchir d'une résistance à 1 120 points.

Nous pensons que la hausse des indices américains peut atteindre 5% sur un horizon de 3 mois. A fin d'année, nous voyons le S&P à 1 240 points (1 105 à fin février), soit une croissance de l'ordre de 11%. L'évolution des marchés européens serait similaire : le DJ Euro Stoxx 50 atteindrait 2 910 points dans 3 mois (2 729 points à fin février), et 3 080 points à la fin de l'année.

Les changes et les matières premières



Le dollar est actuellement très favorisé par les inquiétudes, pour nous démesurées, qui portent sur la Grèce et les autres pays périphériques européens, comme l'Espagne et le Portugal. Cela a par ailleurs eu pour effet de souligner le manque de coordination européenne, et a entraîné un rebond de la monnaie américaine.

Les déclarations de B. Bernanke, à la tête de la Fed, qui prépare très clairement la fin des mesures non conventionnelles (hausse du taux de l'escompte) avant une hausse du taux directeur (retardée aussi longtemps que nécessaire), favorise aussi un dollar plus fort, face à une Banque Centrale Européenne qui n'en est pas encore à ce stade.

Le dollar a donc cassé des résistances et s'est très sensiblement apprécié. Son taux de change contre l'euro est passé de 1.39 à 1.35.

Si nous voyions des raisons fondamentales à un dollar faible (déficits américains très importants...), nous constatons que la conjoncture a incité les investisseurs à parier sur la hausse de cette monnaie, entraînant ainsi une tendance à l'appréciation. Nous envisageons donc un *statut quo* à 3 mois sur l'€/\$. A fin 2010, nous pensons que les fondamentaux reprendront le dessus, et nous voyons une réappréciation de l'euro, autour des 1.40 contre le dollar.

Article rédigé par Judith Levi, le 05 mars 2010

Synthèse

MONETAIRE	PERSPECTIVES 3 MOIS
Eonia	↗
Euribor 3M	↗
OBLIGATAIRE	PERSPECTIVES 3 MOIS
Taux Bund 10 ans	↗ ↘
Spread iTraxx Main	↘
Spread iTraxx Xover	↘
ACTIONS	PERSPECTIVES 3 MOIS
DJ Euro Stoxx 50	↗
S&P 500	↗
MSCI Emerging Markets	↗
CHANGE ET COMMODITIES	PERSPECTIVES 3 MOIS
€/€	=
CRB	↗



INVITÉ DU MOIS

Quatre questions à Jacques Manardo

Jacques Manardo a créé et préside une entreprise de services à la personne. Il est l'ancien président de la Fédération du Service aux Particuliers (FESP). Assetfi MS a souhaité connaître son analyse de la situation du secteur commercial.

Comme chef d'entreprise, quel bilan tirez-vous du plan Borloo ?

Le grand avantage du plan Borloo est d'avoir engagé une médiatisation sans précédent sur les services à la personne, d'avoir créé un vrai « buzz ». En revanche, les deux autres caractéristiques qui étaient, l'une, de tirer vers le haut la profession des services à la personne par le biais des enseignes et des plateformes d'intermédiation, et, l'autre, de faciliter la monétisation, la solvabilisation de la demande par le biais du Cesu, n'ont pas vraiment marché.

Ce qui explique pour moi l'écart par rapport à d'autres approches et d'autres cultures, c'est que les auteurs du plan ne sont pas partis de l'approche par les besoins des clients mais par l'intérêt social : ils ont eu seulement une approche en termes d'enjeu social et sociétal.

Etant, depuis des dizaines d'années, un spécialiste du service et de la production de services, je me situe exactement à l'opposé : je pars du consommateur et je m'interroge sur ses attentes. Le consommateur français est quelqu'un d'extrêmement exigeant puisqu'il est né et a grandi dans un pays où on l'a habitué à ce que le service soit essentiellement un service public, un service peu onéreux puisque l'individu a un droit à l'encadrement, au soutien, à l'éducation, à l'hospitalisation, à la retraite, etc. Dans un pays comme le nôtre, le service ne peut pas être servile et ne peut pas être mercantile. Au fond, le service n'est pas à la mode et le client/consommateur, lorsqu'il utilise un prestataire, devient bizarrement très exigeant.

C'est une observation fondamentale : faire du service à la personne est un acte beaucoup plus sophistiqué que celui de servir une entreprise. Le prestataire de service à l'entreprise, sait comment il doit servir une entreprise et au fond, l'entreprise qui externalise un certain nombre de services, a un degré de tolérance sur l'éventuelle erreur dans la prestation de service. Ce degré de tolérance est beaucoup plus faible quand l'individu doit payer de sa poche : le degré d'exigence du client est alors très élevé.

N'oublions pas que 95% de nos clients sont des femmes. Ces femmes savent faire par elles-mêmes et n'ont pas l'habitude de payer un service : aussi lorsqu'elles payent, même quand elles sont aidées, elles sont très exigeantes.

Faire du service à la personne impose d'avoir une méthodologie et de mettre en œuvre des process de fabrication rigoureux. On ne dénombre plus le nombre de faillites parmi les milliers de jeunes qui ont été attirés par la campagne faite autour de l'agrément.

Faire du service à la personne implique de recruter des personnes, de les encadrer, et de garantir leur intégrité puisque vous allez les mettre en contact avec l'intimité du client. En économie, le point mort est élevé : nous avons des frais d'informatique, de procédures, de process, de recrutement, toute la gestion du droit social qui est extrêmement lourde en France. Les frais généraux sont donc élevés. Pour gagner de l'argent, pour pouvoir entrer dans ce que j'appelle le cercle vertueux, c'est-à-dire pour recruter des gens de qualité, bien les former, donc bien les payer, pour qu'ils rendent un bon service, il faut arriver à trouver des méthodes pour que le client accepte de payer la qualité qu'il exige. Tout doit se concentrer finalement sur l'augmentation du prix de vente à l'heure.

Devant la barrière du prix de vente à l'heure, les Pouvoirs Publics, depuis 1980, ont accumulé les méthodes pour compenser une partie du prix : réduction d'impôt, TVA à 5,5%, allègement de charges diverses et variées.... C'est très bien, et même fondamental.

Par contre, l'intermédiation qui a été conçue par le plan Borloo ne peut pas marcher : les enseignes lancées en 2006 n'existent pratiquement plus, puisqu'il n'existe pas de part de marge commerciale que vous pouvez « abandonner » à un intermédiaire.

Seules, une cinquantaine d'entreprises s'en sortent bien : elles ont résisté à la crise économique, et elles connaîtront en 2009 un taux de croissance de leur chiffre d'affaires et de leur masse salariale, avec des recrutements à la clé, d'environ 15 à 16%, ce qui est énorme. Ce groupe d'entreprises est en train de se développer sur des modèles soutenus par la qualité des services offerts, pour répondre à une clientèle exigeante et ciblée.

Y a-t-il des secteurs qui offrent des possibilités de développement ou d'investissement ?

Quels secteurs? Tous ceux qui sont tournés vers la satisfaction de la demande. Et la demande, c'est l'individu- la femme d'abord, mais également l'homme - qui a un besoin d'équilibre de vie. Contrairement aux idées reçues, cette personne peut être amenée à payer, et la crise l'a montré en 2008-2009 : ce besoin de recourir à un service d'équilibre de vie n'est pas un choix, c'est une obligation. La personne qui travaille et qui a des enfants, est obligée d'avoir un système de garde d'enfants, qu'il fasse froid ou chaud, qu'il y ait une crise ou non.

Ensuite, il y a des enjeux d'arbitrage de consommation au sein du panier de la ménagère. Quand on parle à des gens disposant de peu de moyens, il est naturel qu'en temps de crise, les parents qu'ils soient célibataires ou mariés, donnent plus d'énergie, plus d'argent, plus de temps à sauvegarder leur style de vie.

Mais, s'agissant des secteurs d'avenir, c'est à mon avis plus le business model qui compte que le service lui-même. Evidemment, l'assistance informatique connaît un taux de croissance extraordinaire, mais le secteur qui devrait avoir le taux de croissance le plus élevé devrait être la garde d'enfants ; et bizarrement la garde d'enfants est pour l'instant sous-développée économiquement parce que nous nous heurtons à toutes sortes de problèmes, à la fois réglementaires et pratiques, pour répondre aux besoins colossaux du marché en matière de garde d'enfants. Là pour croître, il faut donc se battre contre des barrières réglementaires ou administratives.

L'autre domaine porteur, comme tout le monde le dit, vu le vieillissement de la population, c'est le maintien de personnes à domicile, avec la priorité donnée par les ménages au domicile, plutôt qu'aux structures d'accueil du type maison de retraite, etc.



Mais, qu'il s'agisse des personnes âgées, de la petite enfance, de l'assistance informatique et d'autres activités, les investissements nécessaires ne dépendent pas du secteur ou du métier du service, mais du mode de fonctionnement.

Les entreprises qui se sont organisées et qui ont trouvé des modèles économiques pour que le consommateur accepte de payer les services, se sont développées. Le soutien scolaire par exemple (ceux qui ont compris les premiers que les parents culpabilisés par des adolescents, des enfants en mal d'école étaient prêts à payer) a connu un superbe développement. N'oublions pas que nous sommes dans un pays intellectuel, où il est de bon ton de faire des études et où il y a donc beaucoup d'étudiants disponibles et de parents prêts à payer. Le modèle économique trouvé le premier il y a une quinzaine d'années, consiste à faire payer le prix en assurant une rentabilité, donc à maintenir la qualité de la prestation.

Pour la garde d'enfants, on voit l'émergence de systèmes de crèches d'entreprises qui sont pour l'instant encore toutes subventionnées. Il va falloir évoluer vers des structures plus libres.

Les secteurs d'avenir sont composés de toutes les entreprises qui vont offrir des services à des clients qui ont besoin qu'on les aide. De plus en plus d'entreprises découvrent le multiservice, en proposant à leurs clients plusieurs services. L'offre globale se développe : ainsi, les spécialistes de l'entretien de la maison se diversifient dans la garde d'enfants, voire le soutien scolaire.

Mais il faut faire de la valeur ajoutée, faire de la qualité pour que le client soit content, donc soit prêt à consommer d'autres services auprès du même prestataire. La diversification ne doit pas aller trop loin : les entreprises qui se sont lancées sur un, deux, trois créneaux correspondant à leur image de marque et à leur politique de promotion s'en sortent bien.

C'est la dernière caractéristique des métiers du service : il faut avoir une image. Le développement d'une image de marque forte est incompatible avec la distribution en « marque blanche » : l'image doit être typée. C'est la marque qui tire la perception de la qualité, et l'acte d'achat du service, donc la rentabilité.

Comment ressentez-vous la concurrence du secteur associatif ?

Je n'ai pas changé d'un iota sur cette question. J'ai développé des relations de proximité avec les grandes associations car ce sont des entreprises et je ne vois en aucun cas une concurrence. Nous avons par définition un objet social différent. Les associations ont été créées il y a des dizaines d'années pour aider les populations qui ont besoin de soutien de différentes sortes et qui sont très largement subventionnées car elles ont un rôle d'intérêt général.

Les associations œuvrent sur un type de prestation et pour un type de clientèle très spécifiques, alors que les entreprises dites à but lucratif sont là pour répondre à d'autres types de besoin. Ceux qui estiment être en concurrence directe avec le système associatif font une erreur puisque quand vous n'avez pas de TVA et pas d'impôt sur les sociétés et que vous êtes subventionné pour parfois, la moitié de votre chiffre d'affaires, par définition, celui qui ne l'est pas ne peut pas être en concurrence.

Les entreprises se développent sur la trajectoire 2010-2015, comme le prévoient les rapports du BIPE et de REXECODE. Le taux de croissance des entreprises est élevé, par rapport à la stabilité des associations, pour une raison très simple : les associations ont très largement investi

le domaine qui leur est dévolu par la loi et par l'économie. En revanche, le champ des services aux consommateurs, des consommateurs qui ont des besoins de services très particuliers, reste à investir.

Je ne vois donc pas de concurrence, mais une complémentarité entre les deux secteurs, d'autant plus que le taux global de pénétration du service en France (associations + entreprises) reste très faible – nous pesons en tout 20%-.

Nos deux vrais concurrents ? C'est d'abord et avant tout le travail au noir qui est un fléau endémique, puisqu'il sévit dans toutes les couches de la population. On parle beaucoup du travail au noir du point de vue du travailleur au noir et on oublie de parler plus directement de l'employeur qui profite du système..... Lutter beaucoup plus agressivement contre le travail au noir ferait rentrer des sommes considérables dans les caisses de l'État. Le deuxième concurrent, c'est le particulier employeur lui-même lorsqu'il est en état de fragilité, notamment pour l'aide à la dépendance, qu'il faudrait impérativement accompagner pour éviter tous les risques d'abus et de malversation.

La France est-elle toujours en retard par rapport à des pays proches et pourquoi ?

La réponse est double. La France est simultanément en avance dans certains domaines, et en retard d'une autre façon. Elle est en avance, voire très en avance, dans tout ce qui relève du secteur social, de l'aide aux personnes démunies : on nous compare toujours à des pays « modèles » comme le Danemark et la Suède, qui sont des cas particuliers, mais si on nous compare à des puissances comme l'Allemagne, l'Espagne ou l'Italie, alors nous sommes très en avance sur tout ce qui concerne les crèches, la garde d'enfants, et les systèmes organisés. Dans nos fédérations européennes d'employeurs, les Espagnols, les Belges, les Allemands, les Italiens, citent la France comme exemple.

En sens inverse, la France est à la traîne par rapport aux pays qui développent des approches plus libérales par le marché et dans lesquels le consommateur a pris l'habitude de se faire aider pour son équilibre de vie et accepte de payer le prix.

Les choses changent un peu aujourd'hui : ainsi, la France a créé en 2004 le crédit d'impôt famille qui est un moyen d'aider les entreprises employeurs à aider leurs salariés à consommer du service. On a commencé par la petite enfance et la loi Borloo l'a étendu à d'autres services.

En avance en ce qui concerne les services sociaux, de type associatif, à mon avis très bien conçus et bien gérés, la France devrait donc favoriser le développement d'entreprises qui prendraient la relève des subventions, bref qui allégeraient le budget de l'Etat et des collectivités locales.

Aider le consommateur à consommer est essentiel. Assurer un meilleur équilibre de vie devrait beaucoup plus entrer dans la responsabilité des employeurs vis-à-vis de leurs salariés. Leur fournir des services est un formidable moyen de recrutement et de stabilisation des salariés, et un excellent moyen d'aide à la création d'emplois.

Achévé de rédiger le 1^{er} mars 2010

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.



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

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

Co-directeurs de la publication :
Ont collaboré à cette note :

Vincent ZELLER, Président AMS
Nathalie FENARD
Pierre GRAPIN
Manuel IGLESIAS
Judith LEVI
Aline SAUCE
Amine TAZI

Elisabeth ROCHA, Vice-présidente BIPE



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 (3 banques américaines, 2 japonaises et 1 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 8 banques internationales de premier rang se prêtent et s'empruntent des euros pour une période de 3 mois.

Bund : Ils 'agit de l'emprunt à 10 ans émis par l'Etat 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'Etat (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, coté 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 & Pools.

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'Etat). 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 : Ecart. 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'Etat 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.

