



BANQUE BARING BROTHERS  
STURDZA S.A.

*Perspectives économiques et stratégie de placement  
Un ralentissement temporaire mais largement  
intégré par les marchés*

*Bruno Desgardins*

*17 Octobre 2011*



## 1. PERSPECTIVES ECONOMIQUES

### Etats-Unis

- Un fort ralentissement de la croissance en 2012<sup>e</sup> (p.7)
- Une dérive de la dette publique mais dette privée en recul (p 8)
- Un maintien du déficit budgétaire à un niveau élevé (p. 9)
- Une faiblesse des créations d'emplois (p. 10)
- Une persistance de la crise immobilière (p. 11)
- Une consommation faible et un endettement fort (p. 12)

### Chine

- Un infléchissement de la croissance du PIB en 2012<sup>e</sup> (p. 13)
- La 1<sup>ère</sup> puissance industrielle mondiale (p. 14)
- Un tassement de la production industrielle (p. 15)
- L'inflation devrait rebaisser (p. 16)
- L'endettement public et les défis (p. 17)

### Europe

- Une très faible croissance (p. 18)
- Contraintes de la dette publique parmi les PIGS (p. 19)
- La dynamique allemande (p. 20)
- L'endettement des ménages n'est guère un problème (p. 21)

### Royaume Uni (p. 22)

### Japon

- Une croissance toujours faible en 2012<sup>e</sup> (p. 23)
- La plus forte dette publique du monde (p. 24)
- La dette totale est aussi très élevée (p. 25)

### Inde

- Ralentissement escompté (p. 26)

### Russie

- Les atouts du pays (p. 27)
- La fragilité de l'équilibre budgétaire (p. 28)
- Le déclin démographique et les dépenses de santé (p. 29)

### Brésil

- Un net ralentissement de la croissance et une volonté de réduire le déficit budgétaire (p. 30)

## 2. MATIERES PREMIERES

### Pétrole

- Production et dépendance des pays producteurs (p. 32)
- L'abondance des réserves (p. 33)
- Une moindre croissance de la demande (p. 34)
- La résistance des prix (p. 35)

### Métaux

- Forte sensibilité à la demande chinoise (p. 36)

## 3. DEVICES

### Dollar

- Un refuge abusif à CT, une fragilité fondamentale à MT (p. 38)

### EUR

- La confiance dans des solutions prochaines aux difficultés de la zone (p. 39)

### Yen

- La difficulté des autorités japonaises à enrayer l'appréciation (p. 40)

### Franc Suisse

- Un potentiel d'appréciation à moyen terme au-delà du « peg » (p. 41)

### Couronne suédoise et norvégienne

- Un « call » sur le cycle industriel et un « call » sur les matières premières (p.42)

### Dollar australien

- Un « call » matières premières assorti d'un rendement élevé (p. 43)

### Yuan

- Une sous-évaluation en partie corrigée par le différentiel d'inflation avec les pays de l'OCDE (p. 44)

### Autres devises émergentes

- Le Won comme « call » sur le cycle industriel et le Real porté par les taux et les matières premières (p. 45)

### Or

- Un potentiel de hausse (p. 46)

## 4. TAUX et DETTES

### Taux

- L'inflation dans les pays de l'OCDE reste maîtrisée (p. 48)
- L'inflation des pays émergents devrait baisser prochainement (p. 49)
- Les taux d'intérêts vont rester durablement bas (p. 50)

### Dettes

- Les dettes publiques seront difficiles à stabiliser (p. 51)
- Un endettement global souvent mésestimé (p. 52)

## 5. BOURSES

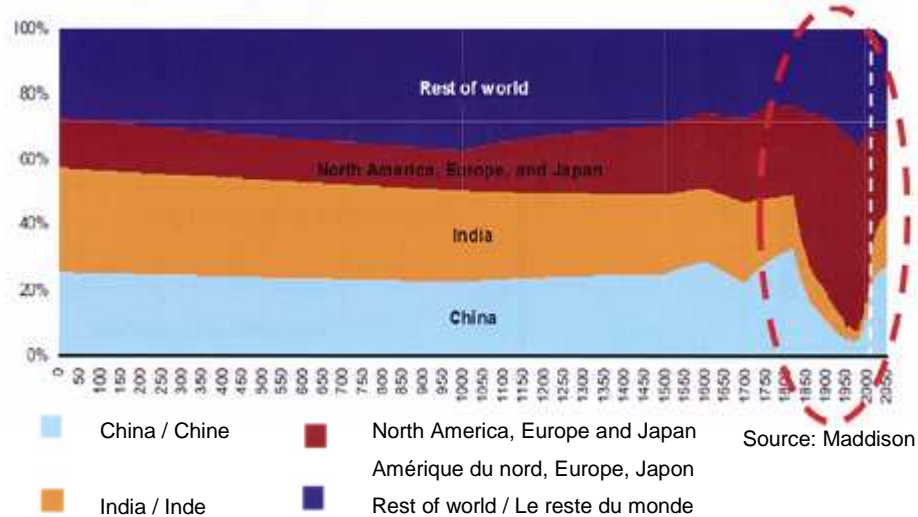
- Une sous-évaluation (p. 54)
- Les investisseurs institutionnels ont réduit leur allocation en actions (p. 55)
- La situation des banques Européennes (p. 56)

## CONCLUSION (p. 57)

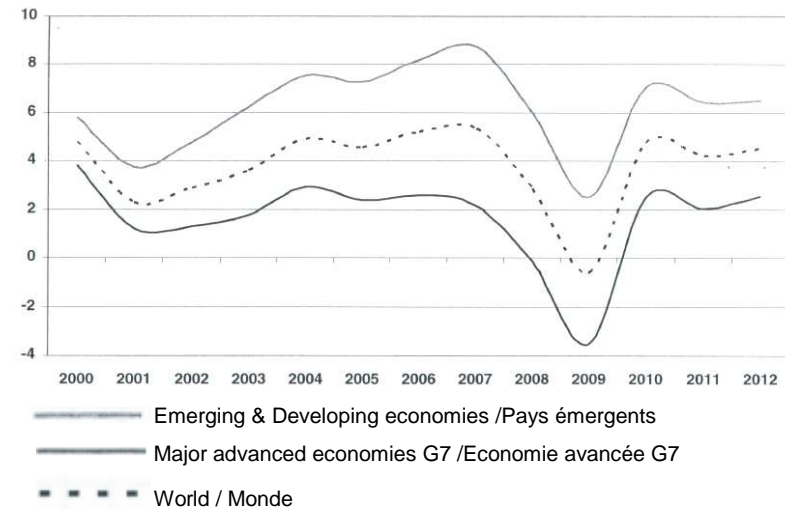


# Introduction / La place croissante des pays émergents

Estimates of GDP breakdown through history  
Evolution de la répartition du PIB mondial par zone depuis 2000 ans



Estimates of GDP breakdown through history  
Croissance du PIB par zone 2000/2010



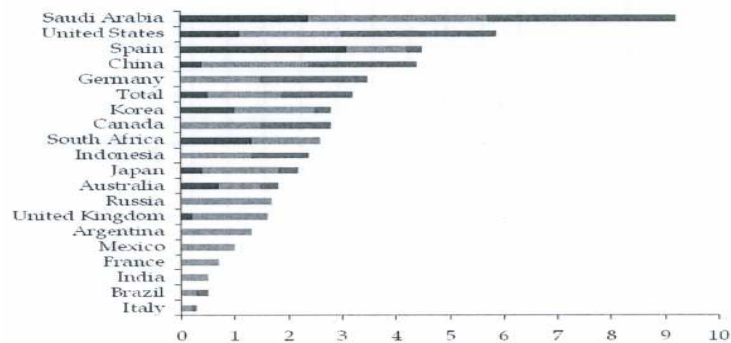
- **Graphique gauche** : l'étude de Maddison qui couvre 2000 ans d'histoire économique souligne que les pays « émergents » retrouvent peu à peu, dans l'économie mondiale, le poids relatif qu'ils avaient avant l'amorce de la révolution industrielle en Europe, vers 1750.
- **Graphique droite** : on mesure, sur la dernière décennie la dynamique de croissance des pays émergents mais elle reste en partie tributaire de la consommation dans les pays de l'OCDE et ainsi le « decoupling » ne joue pas totalement, en témoigne le ralentissement de 2008/2009.
- La croissance mondiale moyenne de 1980 à 2009 a été de 3.3% et a été favorisée par un grand développement du crédit et de l'endettement des ménages (50% de la croissance américaine de la décennie précédant la crise est ainsi expliqué). La croissance post récession est plus faible que lors des précédentes reprises.
- Le PIB mondial, en 2010, calculé en parités de pouvoir d'achat, se répartissait entre les pays développés pour un peu plus de 52% et les pays émergents pour un peu moins de 48%. Le G7 entrait pour près de 40% dans le total, la Chine pour 13.5%. L'économie américaine représentait près de 25% du PIB mondial en 1980 et moins de 20% en 2010 (source FMI).
- L'humeur est au pessimisme puisque tant le FMI que la Banque Mondiale ou le G20 ont révisé à la baisse leurs prévisions de croissance.

# Introduction / Nouveaux risques de récession mais détermination pour la conjurer



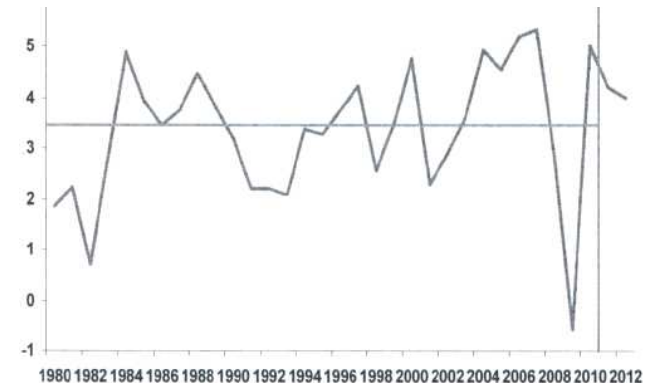
2008, 2009, and 2010 Stimulus as a Percent of GDP

Plans de relance en 2008, 2009 et 2010 en % du PIB



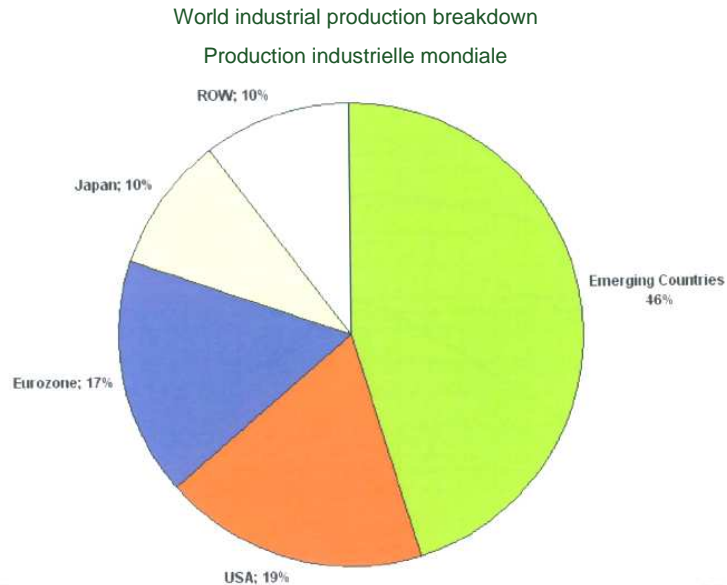
World growth 1980/2011

Croissance Mondiale 1980/2011



- **Les plans de relance, *graphique gauche*, ont épuisé leurs effets** et peu d'Etats pourraient de nouveau procéder à une stimulation budgétaire, si nécessaire.
- **Un ralentissement marqué en 2011** : le *graphique droite* montre l'infléchissement récent et général de la croissance mondiale. Certains petits pays sont en récession, Grèce, Portugal, quelques grandes économies peuvent être touchées, les pays émergents ne sont pas épargnés.
- **Une volonté unanime de conjurer les risques de déflation** : à défaut de possibles stimulations budgétaires, on peut escompter une augmentation des liquidités procurées par les banques centrales afin de parvenir ou de maintenir des taux réels négatifs qui permettent d'abaisser la charge de la dette et de décourager l'épargne. Aux Etats-Unis, une décision pourrait être prise dès le 2 novembre. Ceci viendrait s'ajouter aux mesures de « quantitative easing » décidées en Suisse ou au Japon, en Grande Bretagne (£75 milliards supplémentaires), à l'action de la BCE et ceci trouvera prochainement un prolongement dans une baisse des taux en Australie. Parmi les grands pays émergents, la Turquie, le Brésil et l'Indonésie viennent de surprendre en baissant leurs taux et d'autres devraient suivre.

# Introduction / Le tassement de la production industrielle dans le monde



Manufacturing PMIs  
Evolution des indicateurs de production industrielle



- En quelques années les pays émergents, **graphique gauche**, ont pu conquérir une part importante de la production industrielle mondiale. Les causes sont multiples depuis la taille des marchés, la volonté de présence des grands groupes industriels mondiaux, les différentiels de coûts, les délocalisations étant la cause la plus invoquée mais la moins déterminante.
- Les indicateurs de production industrielle, **graphique droite**, dans l'OCDE comme dans les pays émergents, de la Chine au Brésil, en passant par Taiwan, la Russie ou la Turquie, laissent entrevoir un ralentissement dans ces pays.
- La conséquence de ce ralentissement, une moindre croissance du commerce international.



# **1. Perspectives économiques par pays**

- **1.1. Etats-Unis : un ralentissement prononcé depuis le 2<sup>ème</sup> trimestre et amplifié en 2012**
- **1.2. Chine : des incertitudes sur la croissance prochaine**
- **1.3. Europe : une dynamique allemande mais une récession dans de nombreux pays périphériques**
- **1.4. Royaume Uni : des objectifs de réduction du déficit ambitieux mais un coût élevé sur la croissance**
- **1.5. Japon : une croissance faible masquée par la reconstruction**
- **1.6. Inde : des hausses de taux imposées par l'inflation affectent la croissance économique**
- **1.7. Russie : un potentiel mal exploité**
- **1.8. Brésil : un freinage nécessaire mais temporaire**



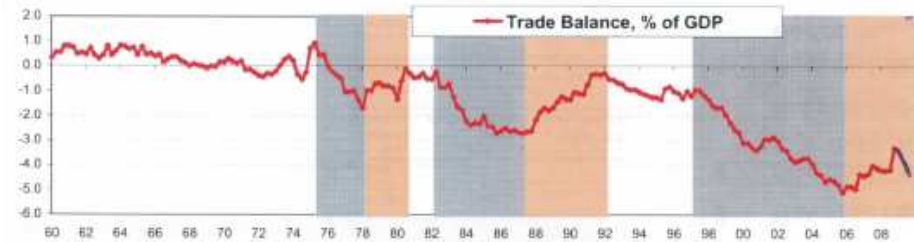
## 1.1.1. Etats-Unis / Un fort ralentissement de la croissance en 2012

Mfg ISM and Chicago PMI

Evolution des indicateurs de production industrielle

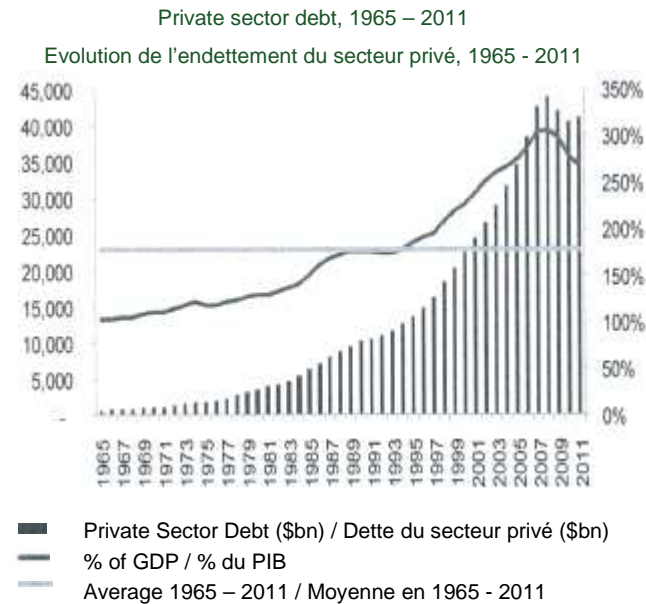
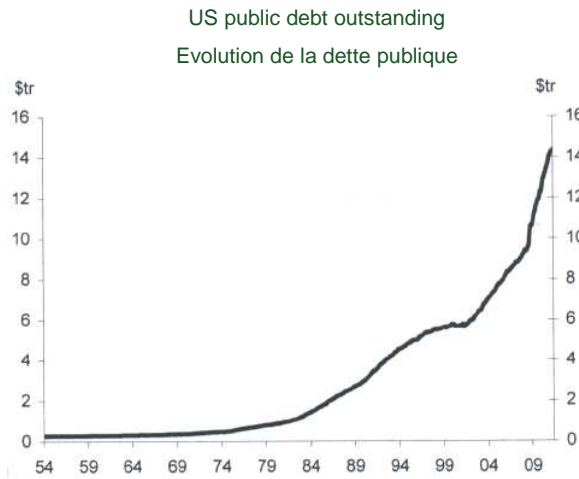


Evolution du déficit commercial américain en % du PIB depuis 1960



- La **croissance du PIB** s'est infléchié cette année (1.3% au 2<sup>ème</sup> trimestre) et un nouveau ralentissement est escompté pour 2012.
- Le scepticisme gagne, la confiance baisse (**graphique gauche**) car si la Fed a accru son bilan de \$1.6 Tn à 2.8tn depuis 2007, les prêts des banques sont en recul.
- Le plan de réduction du **déficit budgétaire** devrait pénaliser la croissance de 2 points en 2012 mais le plan Obama sur l'emploi (\$447 milliards) pourrait réduire cet impact et ainsi la croissance du pays dépasserait 2%.
- **graphique droite** : aujourd'hui la prédominance américaine est écornée par le manque de compétitivité à l'export. En témoignent l'ampleur et l'aggravation récente du déficit commercial car les exportations sont peu sensibles aux variations de la parité et souffrent d'une faible élasticité. Les exportations ne représentent que 10% du PIB et donc un ralentissement de la zone Euro (13% des exportations) ou d'une autre région n'a qu'un impact limité.
- Le recul de l'**emploi industriel** (25% depuis 1990) est très marqué.
- **Les causes du ralentissement américain sont à rechercher localement** : faiblesse des créations d'emplois liée à la persistance de la crise immobilière, désendettement des ménages, faible confiance, investissements différés. A court terme pour prévenir ou stopper une entrée en récession la Fed se dit prête à de nouvelles mesures de stimulation. Elle ignore ainsi la récente remontée du taux d'inflation pour se concentrer sur les attentes inflationnistes, aujourd'hui très basses.

## 1.1.2. Etats-Unis / Une dérive de la dette publique mais dette privée en recul



- **La dette publique (graphique gauche)** : la dérive a été extrêmement rapide. La récente « opération Twist » initiée par la Fed ambitionne de financer des achats d'obligations entre 6 et 30 ans de maturité par des cessions d'obligations échéance 3 mois à 3 ans. Le montant du programme est de \$400 milliards, 30% devant être alloués aux obligations 20/30 ans, 35% aux obligations 8/10 ans avec l'objectif clair d'abaisser les taux longs. C'est une bonne nouvelle pour les emprunteurs immobiliers qui vont pouvoir renégocier leurs taux, une moins bonne pour les banques pénalisées dans leur activité de transformation par l'aplatissement de la courbe des taux.

- **La dette privée:** qu'il s'agisse de la dette privée globale (entreprises + ménages), **graphique de droite**, ou de la seule dette des ménages, une baisse est constatée depuis 2008 et les niveaux constatés aujourd'hui sont élevés mais inférieurs à ceux des pays scandinaves ou de l'Espagne.



### 1.1.3. Etats-Unis / Un maintien du déficit budgétaire à un niveau très élevé



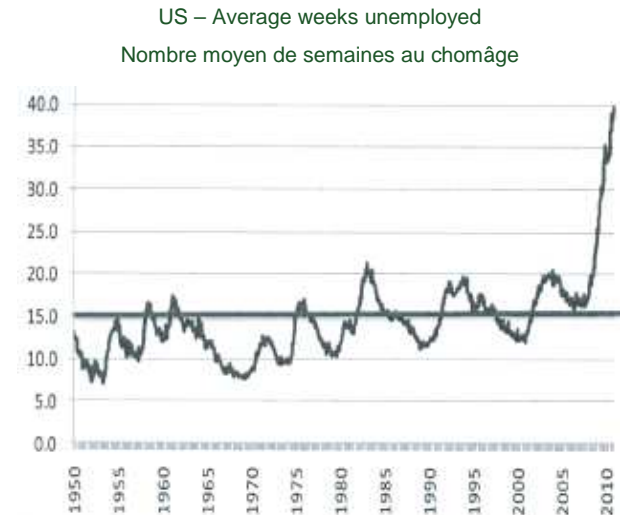
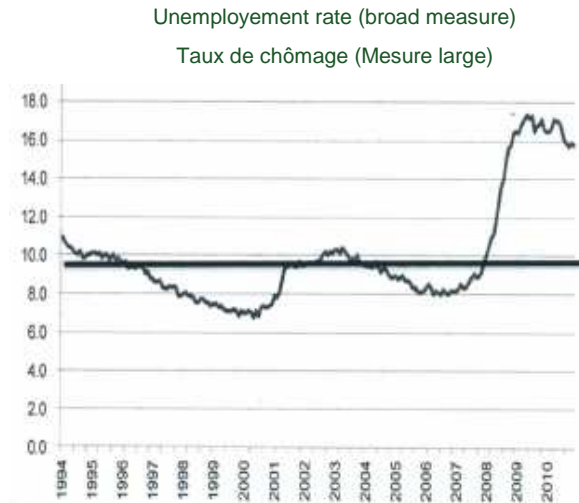
The US fiscal  
Le budget américain



- Le **déficit budgétaire** pour l'exercice 2010/11 qui s'est terminé au 30/9 s'est élevé à \$1300 milliards, soit 8.7% du PIB à comparer avec 8.9% l'année d'avant. Les dépenses publiques, en % du PIB, voir **graphique**, sont en croissance mais les recettes diminuent.
- Les **entités fédérées** collectent environ ¼ des recettes fiscales du pays mais sont parfois endettées, notamment la Californie qui compte une dette de \$88 milliards à laquelle s'ajoute \$500 milliards d'engagements de retraites des fonctionnaires pour un PIB de \$1890 milliards, un budget de \$210 milliards et un déficit budgétaire de \$20 milliards attendu. Les Etats perdent des recettes du fait du chômage, du taux de vacance élevé des centres commerciaux concurrencés par les ventes en ligne.



## 1.1.4. Etats-Unis / Une faiblesse des créations d'emplois



- **Le taux de chômage/ graphique gauche** : le taux de chômage est à 9.1 % en septembre suite à la création de 100 000 emplois. Le taux de participation à 64,2% en avril est loin des 66.4% de 2006. Le taux de chômage réel, à retenir pour établir une comparaison avec les niveaux européens, est de 16.5% en septembre. Le nombre de sans-emploi est toujours de 14.6 millions, le ratio personnes sans emploi/emploi nouveau est élevé à 4.6x contre 1.5x avant la crise et il y a 6% de la population active, soit 8.6 millions de personnes, qui voudraient transformer un emploi à taux partiel en emploi à taux plein.

- **La durée moyenne du chômage/graphique droite** : le chômage de longue durée s'est accru, 45 % des chômeurs (plus de 6.2 millions en septembre) sont inscrits depuis plus de six mois.

- **La faiblesse des créations d'emplois :**

L'économie américaine a longtemps été réputée pour sa capacité de rebond, sa réactivité, en matière d'emplois notamment, grâce à une forte mobilité géographique. Néanmoins le rythme de créations d'emplois s'est infléchi depuis une vingtaine d'années. Le nombre d'employés est plus faible qu'il y a 10 ans malgré une augmentation de 10% de la population.

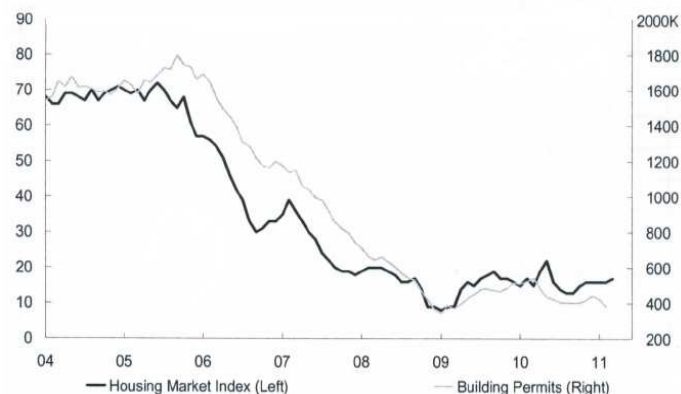
Depuis 2007 l'évolution est pire puisqu'il y a toujours 8 millions d'emplois perdus malgré la reprise, chiffre que l'on peut rapprocher du total des emplois évalué à 162 millions. Les créations d'emplois, ces derniers mois, étaient faibles alors qu'il en faudrait 200 à 250'000 par mois pour s'inscrire dans le cadre d'une reprise normale. Parmi les raisons évoquées, la diminution de la mobilité imposée par la forte baisse des prix de l'immobilier qui décourage certains de vendre à perte. Aussi n'est-il guère surprenant de voir coexister un taux de chômage de 16% au Nevada avec un taux de 4% au Nebraska. Le plan Obama de \$447 milliards n'a pas encore pu être voté au Congrès mais on peut imaginer que les \$250 milliards de mesures qui supposent des baisses de taxes ou de charges seront votées par les républicains.



## 1.1.5. Etats-Unis / Une persistance de la crise immobilière

Housing Market Index and Single-Family Building Permits, 2004 – 2011

Evolution du marché immobilier et des permis de construire, 2004 – 2011

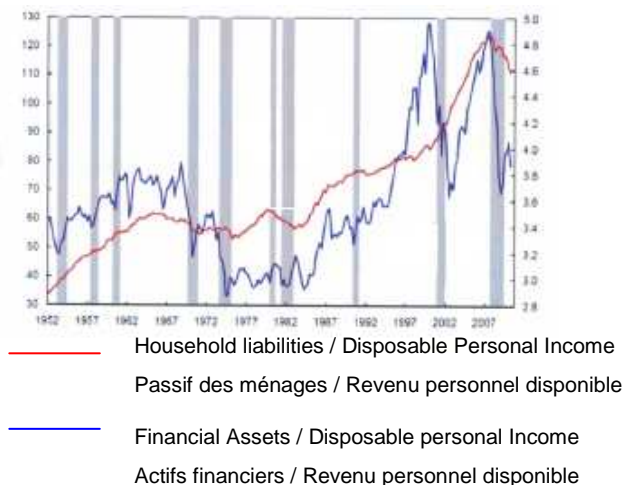


- C'est la première fois qu'une reprise économique ne s'accompagne pas d'un redressement de l'immobilier, d'où la faiblesse des créations d'emplois depuis 2008 et « l'opération twist » pour faire baisser les taux longs (le taux à 30 ans pour les hypothèques est désormais à 3.94%, un plus bas historique). L'investissement résidentiel, en % du PIB a baissé de 4 points depuis 2007.
- **Prix:** L'indice des prix Case Shiller est en baisse de 34% par rapport à 2006 et de 4.1% sur 1 an (référence juillet), près de 25 % des emprunteurs sont toujours en situation de fonds propres négatifs (un montant de dettes qui représente 22% des \$4800 milliards de créances hypothécaires détenues par les banques) , 28% des ventes au 1er trimestre étaient des ventes sur saisies, et les saisies immobilières ne fléchissent pas. 2.3 millions sur toute l'année 2010, un montant similaire escompté en 2011, soit 4.4% de tous les « mortgages » ou 17% des ventes en juillet, après 2.8 millions en 2009, alors qu'en 2006, avant la crise, elles n'étaient que de 1 million.
- **Construction/Vente:** l'activité dans le secteur tarde à redémarrer (**graphique**). Les mises en chantier (585'000 en 2010 vs 2 millions en 2006) comme les ventes de maisons neuves (295'000 en août à comparer à 1.38 millions en 2005) sont au plus bas depuis 1960, date du début de compilation de ces statistiques. Et pourtant à l'époque, la population du pays était inférieure de 120 millions.
- **Stocks:** Pour expliquer la persistance de cette crise, 3 remarques : **1.** Le parc immobilier résidentiel américain est aujourd'hui évalué à 130 millions avec un taux de vacance à plus de 14 %. **2.** Les banques portent encore 1.7 millions de logements ce qui explique sans doute la réticence des banques à prêter et donc in fine la faiblesse des mises en chantier. **3.** La dette immobilière représente 1x le revenu disponible brut des ménages contre 0.6x, par exemple, en France.
- **Richesse:** selon la Fed les actifs immobiliers des ménages sont passés de \$20 450 milliards en 2007 à \$18100 milliards au 1er trimestre 2011.



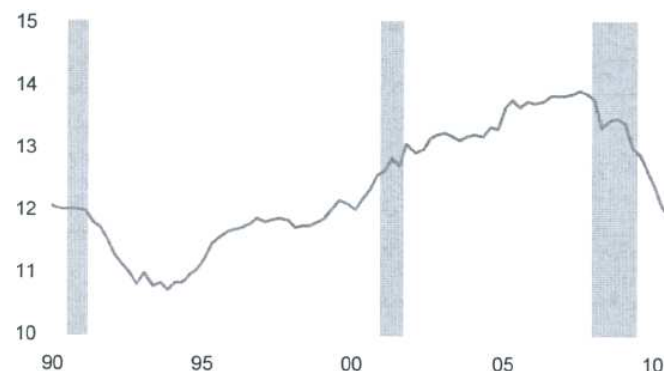
## 1.1.6. Etats-Unis / Une consommation faible et un endettement fort

Household Balance Sheet / Actif et passif des ménages



Household debt service / disposable income

Ménages: charges d'intérêt en % du revenu disponible

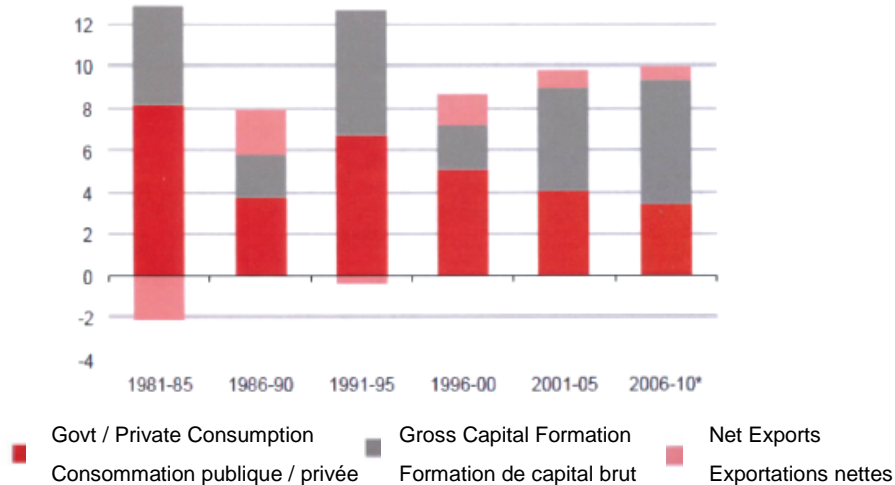


- **Cinq points positifs** : **1.** La réduction de l'endettement des ménages, 130 % du revenu disponible brut en 2007, 115% à la fin du 1er trimestre 2011. **2.** La dette des ménages est ainsi sensiblement plus faible que dans les pays scandinaves (3x le revenu disponible au Danemark, 2x en Norvège), aux Pays Bas (2.5x) ou en Suisse (près de 2x). **3.** La baisse du service de la dette (**graphique droite**) **4.** Un début de reprise du crédit à la consommation, à 2412 milliards de dollars. **5.** une détente des prix de l'essence.
- **Un point mitigé** le redressement de la richesse nette globale des ménages : Au terme du 1er trimestre 2011, elle est remontée à 58 000 milliards (après prise en compte de \$13 300 milliards de dettes) mais on est toujours loin des 65 800 atteints à la veille de la crise. Néanmoins la dette ne représente que 20% des actifs.
- **Sept points négatifs** : **1.** le salaire horaire après inflation n'a cru que de 5% depuis 1985. **2.** Le taux d'épargne des ménages, ces derniers mois, est resté inférieur à la moyenne de longue période, n'étant qu'à 4.5% du revenu disponible brut. **3.** L'évolution des revenus est faible (**graphique gauche**). **4.** Les faillites personnelles restent importantes, plus de 1.5 millions en 2010. **5.** La consommation au cours des 13 derniers trimestres n'a jamais été aussi faible, à 0.5% après inflation. **6.** La baisse de l'endettement provient largement d'un niveau de taux d'intérêt qui ne pourra pas demeurer éternellement aussi bas. **7.** La confiance des ménages est au plus bas depuis février 2009, selon Gallup.
- Plus fondamentalement on observe la forte croissance, plus 60 % en trois ans, du nombre de personnes qui sont habilitées à recevoir des tickets d'alimentation. Il s'agit d'un cinquième de la population soit 59 millions de personnes, sachant que 44 millions les utilisent régulièrement. Ce chiffre est d'autant plus frappant qu'il concerne des personnes qui disposent de moins de \$ 2000 d'actifs liquides et qui reçoivent ainsi \$ 130 par mois.

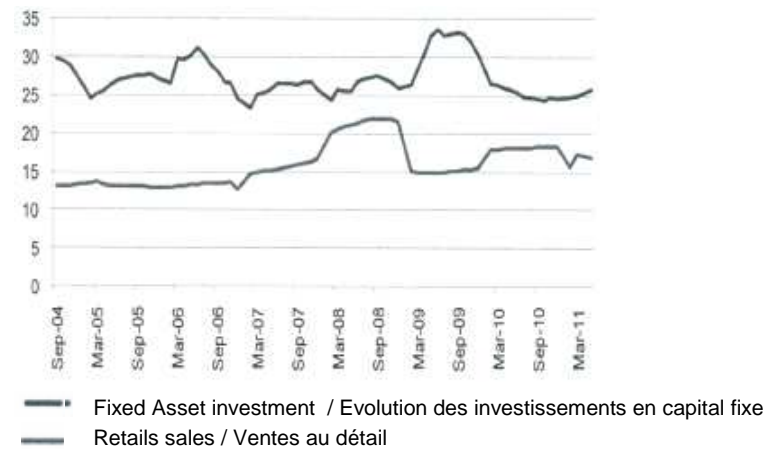
## 1.2.1. Chine / Un infléchissement de la croissance du PIB en 2012<sup>e</sup>



China GDP growth by expenditure  
Les facteurs de la croissance du PIB



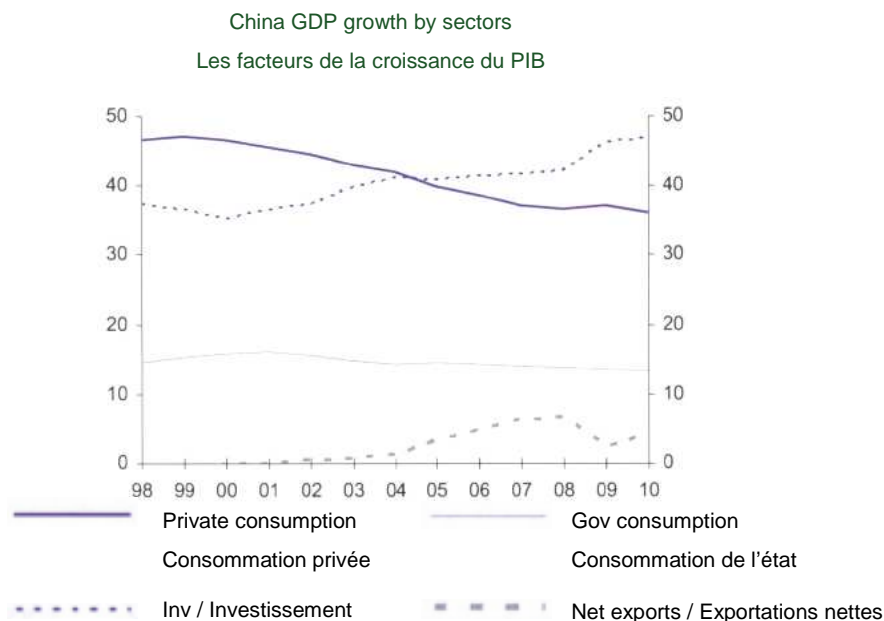
Fixed asset formation and retail sales (% growth)  
Taux de croissance des investissements et des ventes au détail (% croissance)



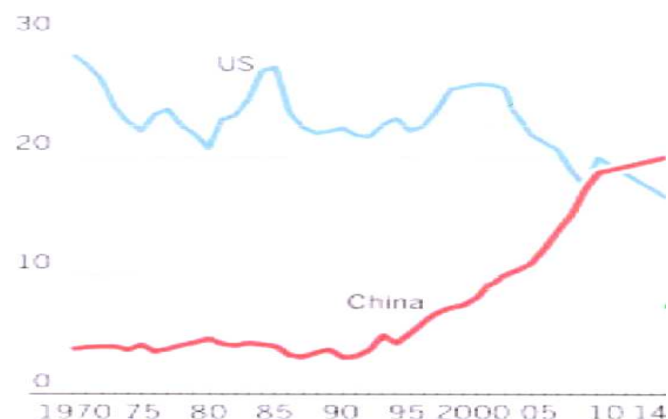
- Depuis le début des réformes, il y a 30 ans, la croissance a été très forte (**graphique gauche**), le PIB/habitant a été x20 à près de \$5000 et depuis le début des années 2000, la croissance économique réelle a été de 9.5%/an.
- Le **PIB** en 2010 a dépassé celui du Japon avec \$5873 milliards contre 5474 milliards. La Chine a réussi en quelques années à construire une formidable puissance grâce à un coût du capital faible et des banques ou des entreprises publiques qui font abstraction de la rentabilité du capital investi à court terme. La Chine s'est ainsi dotée d'infrastructures dignes des pays développés mais comme les salaires restent comparables à ceux des autres pays émergents, l'avantage compétitif est évident. En 2010 les investissements directs depuis l'étranger ont totalisé \$105 milliards, ce qui montre l'attractivité du territoire chinois.
- Les dirigeants entendent, dans le cadre du nouveau plan quinquennal, freiner l'inflation, avoir une croissance plus qualitative, autour de 7 % par an et porter le niveau des dépenses de recherche développement de 1.7 % du PIB à 2.2 %.
- **Les indicateurs économiques** restent bien orientés puisque la croissance du PIB s'est élevée à 9.5% au 1<sup>er</sup> semestre. Les prêts effectués par les banques commerciales demeurent sur une trajectoire soutenue. Confrontée à un taux d'inflation encore de 6.1% en septembre, en partie explicable par la dérive des prix alimentaires, la banque centrale a dû porter le taux de réserves obligatoires à 21.5%. La balance commerciale en juin est excédentaire de \$22 milliards. L'indice PMI n'était plus que de 49.4 en septembre. Les réserves de change ont atteint un nouveau record de 3200 milliards de dollars en juin.
- **Les interrogations sont nombreuses** : endettement des collectivités, créances douteuses des banques, surcapacités...Quels changements attendre du remplacement l'année prochaine du président Hu par Xi Jinping, puis, quelques mois après du 1er ministre ?



## 1.2.2. Chine / La 1<sup>ère</sup> puissance industrielle mondiale



China industrial production vs the US industrial production / World production  
La production industrielle chinoise et américaine en % production mondiale

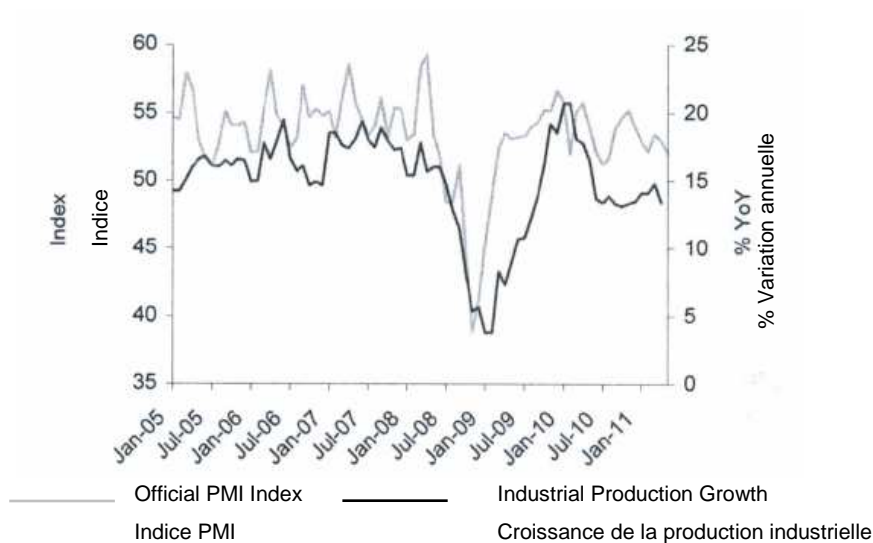


- **Graphique droite** : La Chine est devenue la première puissance industrielle mondiale au prix d'un taux d'investissement qui, en % du PIB, est sans comparaison dans l'histoire.
- **La croissance chinoise est très déséquilibrée (graphique gauche)** : près de 50% est liée à l'investissement (à comparer à des taux de 25% observés dans les autres économies du sud-est asiatique ou au Japon au moment du décollage), seulement 36% à la consommation et 15% pour les exportations nettes. L'immobilier est une composante importante puisqu'il représente le quart des dépenses d'investissement. Un poids aussi élevé dédié à l'investissement explique le poids de la Chine dans la consommation mondiale d'acier ou de métaux (près de 40%).
- Les **exportations** brutes ne représentent plus que 25% du PIB contre 39% en 2007. L'excédent de la balance des paiements courants a baissé à 2.8% du PIB au 1<sup>er</sup> semestre 2011 contre 5% au 1<sup>er</sup> semestre 2010.
- Crainte récurrente d'une hausse du **chômage** génératrice de problèmes sociaux qui ne peut guère être évitée que par le maintien d'une croissance forte. Volonté affichée dans le dernier plan d'augmenter la consommation des ménages qui milite pour une hausse des salaires et une appréciation du Yuan.

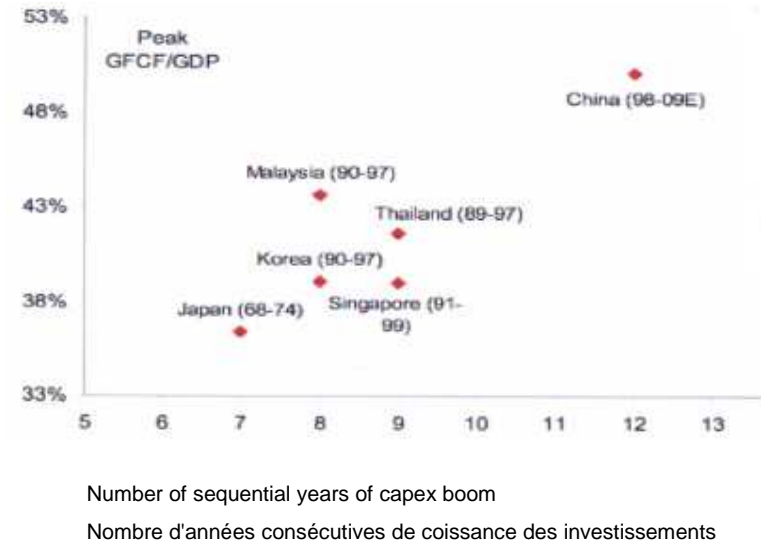
## 1.2.3. Chine / Un tassement de la production industrielle à haut niveau



China: PMI Index and. Industrial Production Growth  
Chine: Indice PMI et Production industrielle



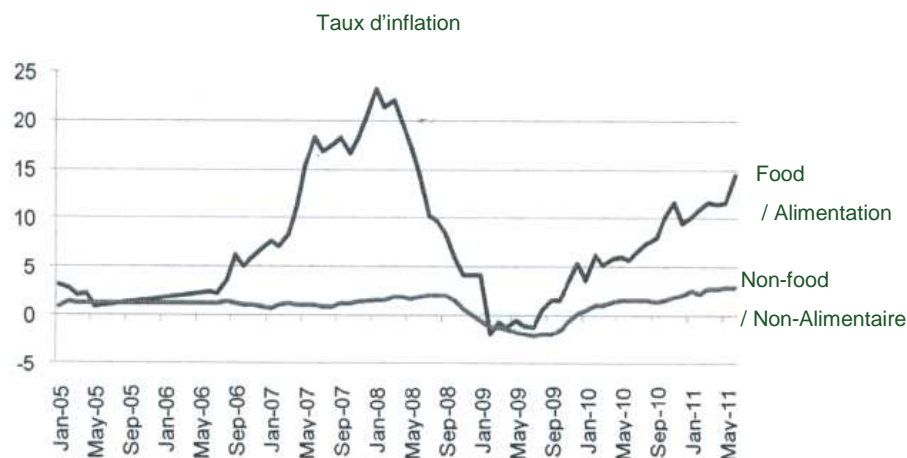
Taux de croissance de l'investissement en % du PIB et durée du boom



- Depuis le milieu des années 2000, le gouvernement a accéléré les privatisations, les regroupements d'entreprises publiques non rentables pour stimuler la productivité.
- **Le climat des affaires/ graphique gauche** : l'indice PMI a baissé ces derniers mois (voir graphique gauche) pour s'établir à 51.2 en septembre. En août la production industrielle a augmenté de 13.5% sur 1 an et les ventes de détail de 17.1%.
- **L'évolution de l'investissement/graphique droite** : Il est difficile d'imaginer qu'un pourcentage du PIB aussi important consacré à l'investissement, près de 50%, sur une période aussi longue, près de 20 ans, ne débouche pas sur un problème de surcapacités doublé d'un problème de créances douteuses.



## 1.2.4. Chine / L'inflation devrait rebaisser



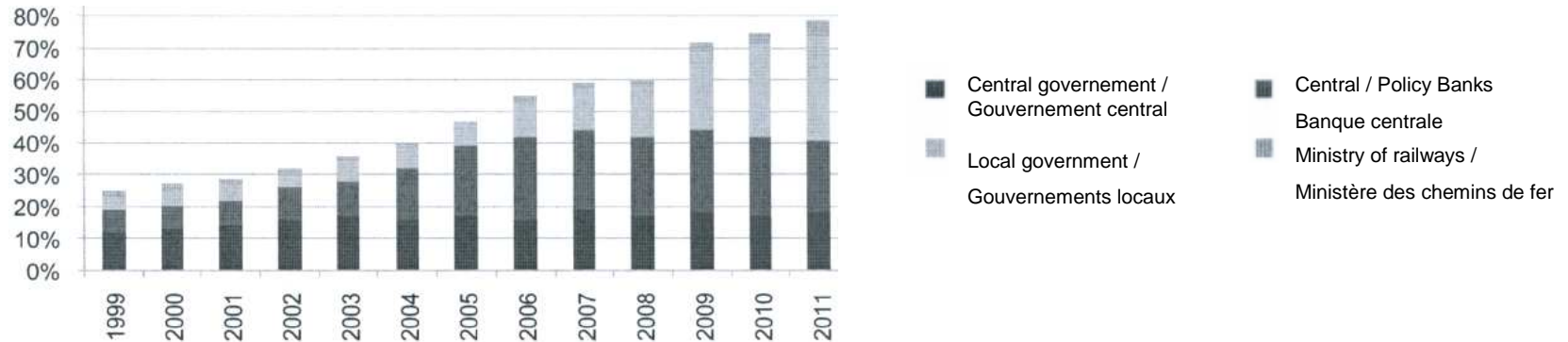
- **L'évolution de l'indice des prix/ graphique gauche** : La composante alimentaire représente 30% de l'indice. Des pressions inflationnistes (taux de 6.2% en août avec une inflation alimentaire de 13.4%) qui pourraient être combattues par une appréciation du Yuan, la poursuite de la hausse des taux de réserves obligatoires et in fine un freinage de la croissance.
- Plus fondamentalement, il faut privatiser et concentrer les terres pour permettre une hausse des rendements et des productions et une détente des prix.
- Après une année 2009 de stagnation du salaire minimum, celui-ci en 2010 a été revalorisé d'environ 20 % à 165\$ / mois à Shanghai, 140\$ à Pékin et 100\$ dans les provinces reculées. A plus long terme, on peut conjecturer un ralentissement de la croissance chinoise suite à une perte graduelle de l'avantage constitué par les salaires qui obligera le pays à abandonner certaines activités à faible valeur ajoutée.
- **L'évolution des prix immobiliers/ graphique droite** : les prix sont en hausse moyenne de 60% depuis 2006, selon les statistiques officielles, ce qui signifie qu'en de nombreux endroits, la hausse est très supérieure. Si on ne peut parler d'une bulle à l'échelon national, ceci est différent dans certaines villes ou dans des segments comme l'immobilier commercial. A ce jour les mesures pour infléchir la hausse des prix de l'immobilier ont à peine produit leurs effets. Dans les grandes villes, les prix ont cru de 21% en 2010 après 10% en 2009 et ce n'est vraiment que durant le 1er semestre de cette année qu'une inflexion est observée. Mais les cours en Bourse des sociétés immobilières reculent fortement, les prêts bancaires, sur injonction gouvernementale, baissent et l'accès au marché obligataire est plus difficile. Il s'agit de faire éclater la bulle immobilière sans casser la croissance économique.





## 1.2.5. Chine / L'endettement public et les défis

Evolution de la dette publique

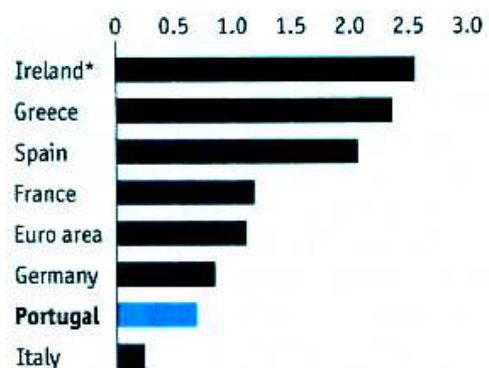


- **La crainte** : un problème de refinancement de certaines **collectivités locales** endettées qui ne peut guère être conjuré que par le maintien d'une croissance forte, de taux d'intérêt bas (3.5% donc inférieur à l'inflation) et d'un Yuan faible. 70% de leurs recettes provient des ventes de terrains. La dette locale est officiellement de Euros 1150 milliards, soit 27% du PIB, mais Moodie's l'estime sous-évaluée de Euros 375 milliards, montant qui s'ajoute à une dette publique (20% du PIB officiellement, 36% selon Moodie's).
- Parallèlement, beaucoup de banques locales portent d'importantes créances douteuses et apparaissent sous capitalisées. Les crédits immobiliers ont quasiment doublé depuis fin 2008 car les apports minimaux en fonds propres ont été abaissés à 20%. Dans un contexte de hausse des taux le refinancement des banques peut devenir plus délicat.
- Contournement de la politique d'encadrement du crédit qui pénalise les petites sociétés par le développement du hors bilan, le « shadow finance » évalué par l'UBS à \$1900 milliards).
- **La dette globale/ graphique** : la dette publique du pays, nationale + locale, est évaluée entre 0.6x et 0.8x du PIB, niveau inférieur aux grands pays occidentaux.
- **Les défis** : Après la libéralisation dans l'industrie, il reste à libéraliser le système financier, c'est-à-dire supprimer l'encadrement du crédit, libéraliser les taux d'intérêt pour éviter de subventionner des entreprises non rentables, réduire l'emprise du pouvoir central sur les décisions et organiser la convertibilité de la devise.



## 1.3.1. Europe / Une très faible croissance

GDP, annual average increase, 2001-2010, %  
PIB, augmentation annuelle moyenne, 2001-2010, %



\* 03.2010

Unemployment rate (%)  
Taux de chômage (%)



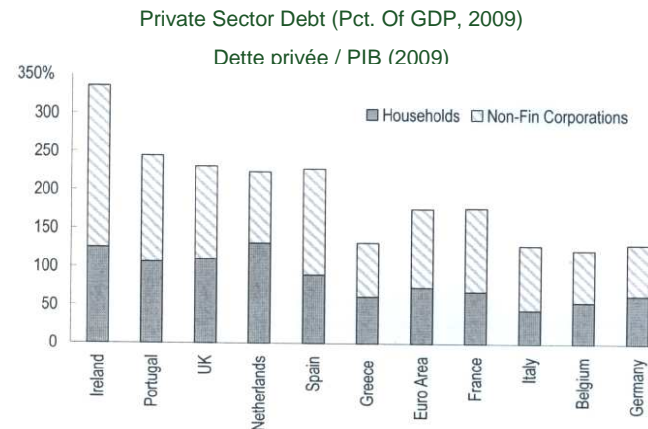
- **La croissance s'est infléchi** : Globalement, dans la zone Euro l'activité se développe à un rythme modéré, la croissance ralentit depuis le 2<sup>ème</sup> trimestre, l'indice PMI est à 49 en septembre, le taux de chômage (**graphique droite**) est à 10% en août, la croissance du crédit privé est modéré sur un an (en août) et globalement la zone flirte avec la récession.

- **La situation reste contrastée/graphique gauche** : si l'on raisonne sur la décennie, les PIGS ont une croissance supérieure à l'Allemagne mais récemment la situation s'est inversée. Tant sur le plan économique que sur le niveau d'endettement, l'évolution diffère entre l'Allemagne et ses voisins d'une part et les pays de la périphérie d'autre part et la politique de taux de la Banque Centrale Européenne (taux portés à 1.5% en juin) trop laxiste pour les premiers apparaît presque restrictive pour les seconds, qui souffrent par ailleurs d'un manque d'attractivité pour les investisseurs internationaux. D'où la nécessité d'une plus grande solidarité fiscale entre pays, d'une amorce de fédéralisme budgétaire et de flux migratoires de la périphérie vers l'Allemagne.

- **La crise européenne a une double nature** : problème d'endettement ou de liquidité pour les pays d'Europe du sud que les autorités devraient parvenir à gérer mais également un problème structurel d'insuffisance de compétitivité, donc de croissance faible dont la solution nécessitera des années. Un très bon indicateur de ce manque de compétitivité reste la balance des paiements courants et il est significatif que le déficit atteint près de 10% du PIB en Grèce, 9% au Portugal, près de 4% en Italie quand l'Allemagne affiche un excédent proche de 5% et la Suisse de 12%.



## 1.3.2. Europe / Contraintes de la dette publique parmi les PIGS



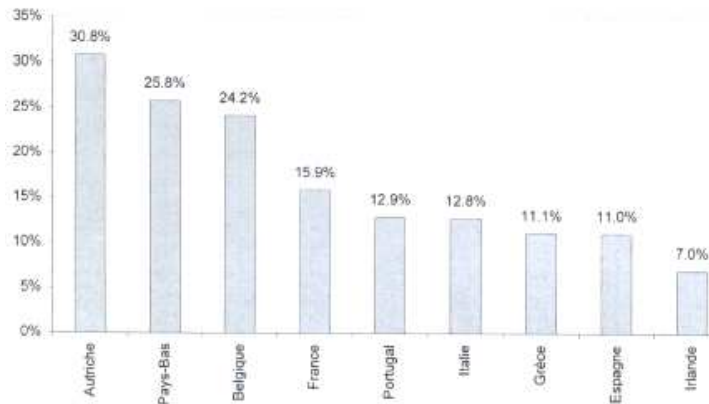
- Depuis 2007 la dette publique, en % du PIB = +20 points dans la zone Euro, +35 aux Etats-Unis et +45 au Japon. Fin 2010 la dette publique de la zone Euro approchait 83% du PIB de la zone, soit le niveau du Japon en 1995. Dans les pays anglo-saxons la dette publique, à l'exception des Etats-Unis, est un peu plus faible mais n'est pas compensée par l'épargne privée comme en Italie.
- **Grèce** : 11 millions d'habitants, 1.5% du PIB de la zone Euro et 3% de la dette, soit Euros 360 milliards, donc 1.6x le PIB 2011<sup>e</sup>, des dépenses publiques qui, en % du PIB, ont déjà baissé de 7 points en 2 ans. Un plan d'aide de Euros 110 milliards en 2010, un 2<sup>ème</sup> de 109 milliards adopté en juillet ne semblent pas suffisants et la dette se négocie à 30/40, ce qui laisse augurer d'un défaut supérieur aux 20% concédés en juillet. Le contexte de récession, -4.5% en 2010, -5.5% en 2011<sup>e</sup> et probablement -2.5% en 2012, le taux de chômage 16.3% en juin expliquent les difficultés d'ajustement du pays. Les ressorts sont le tourisme, 17% du PIB et l'agriculture, 15% du PIB.
- **Espagne** : la dette de l'Etat, 60% du PIB, est modérée mais il faut ajouter la dette des collectivités locales, 12% du PIB (soit Euros 133 milliards mi 2011). Les restructurations sont importantes, le nombre de caisses d'épargne a été réduit de 47 à 14 et une recapitalisation a pu intervenir. Parallèlement l'âge de la retraite a été porté de 65 à 67 ans, les salaires des fonctionnaires ont baissé de 5% et le nombre est réduit. Enfin les privatisations se multiplient (exemple les aéroports). Mais fondamentalement les coûts salariaux sont trop élevés de 30%.
- **Portugal**: l'objectif est de réduire le déficit budgétaire de 9.8% du PIB en 2010 à 6.3% en 2011 ( fin juin le déficit était encore de 8.3%) et 4.5% en 2012 mais ceci provoque une récession, 1.8% cette année, 2.2% en 2012<sup>e</sup>.
- **Irlande**: en 2007 la dette publique était très faible, 25% du PIB, et le budget équilibré. Le pays a été un des plus touchés par la crise, la dette publique dépasse le PIB en 2011 et le déficit primaire est encore de 6% cette année. Mais le taux d'imposition des sociétés a été maintenu à 12.5%, ce qui a permis d'attirer à nouveau des entreprises étrangères et a décidé des mesures drastiques d'abaissement de 20% des coûts (salariaux notamment) qui ont permis à l'excédent de la balance commerciale d'atteindre récemment 20% du PIB (les exportations représentent 1x le PIB) et à la balance courante de redevenir positive. Reste l'endettement élevé des ménages, 140% du revenu, l'immobilier (prix -40%) et des banques fragiles.



### 1.3.3. Europe / La dynamique allemande

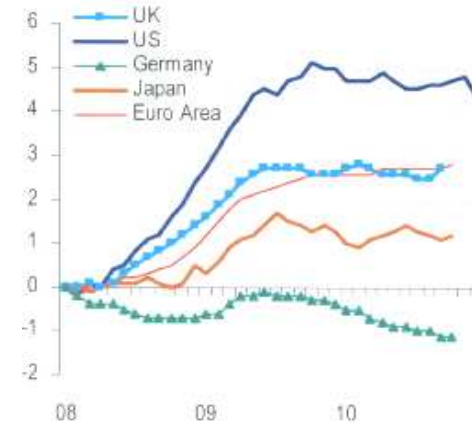
Share of exports to Germany in the total exports in 2009

Part des exportations à destination de l'Allemagne dans le total des exportations 2009



Changes in unemployment rate since Jan 08

Evolution du taux de chômage depuis Jan 2008



- Si la **croissance** allemande a été faible entre 1996 et 2009, en moyenne 1.1%, contre 1.7% pour la zone Euro, la sortie de crise y semble mieux assurée qu'ailleurs. La croissance du PIB allemand devrait être de 2.7 % en 2011 après 3.6 % en 2010. Le **taux de chômage (graphique droite)** en Allemagne a atteint un point bas de 6.9 % en septembre (moyenne zone Euro à 10% en juillet), les commandes industrielles sont toujours bien orientées, les indicateurs macro-économiques sont rassurants, même si on observe une légère érosion de la confiance. Le déficit budgétaire en 2010 a été abaissé à 3.5 % et, en 2011, devrait être limité à 1.5 % du PIB. La dette publique a atteint 78 % du PIB fin 2010 soit 2000 milliards d'euros (1284 milliards au niveau de l'État fédéral plus 600 milliards au niveau des Länder et 120 milliards au niveau des communes) et devrait commencer à se stabiliser. Pour la première fois, depuis bien longtemps, la croissance du salaire horaire (4.8% sur 1 an au 2<sup>ème</sup> trimestre) devrait être plus rapide en Allemagne que dans les autres pays de la Zone Euro.

- L'**optimisme** demeure pour le noyau de pays **autour de l'Allemagne** car la conjoncture y est bien orientée et, sous un angle plus structurel, ces pays, **auxquels on peut adjoindre la Suisse et la Suède**, figurent parmi les plus compétitifs du monde pour l'industrie. Tous se caractérisent par des niveaux de dépenses en recherche et développement, souvent plus élevés qu'ailleurs, une industrie qui est restée forte, des entreprises très compétitives, un excédent de la balance des paiements courants (plus de 5% pour l'Allemagne en 2011e), un taux de chômage bas, un déficit budgétaire en passe d'être maîtrisé et une inflation tendanciellement plus faible.

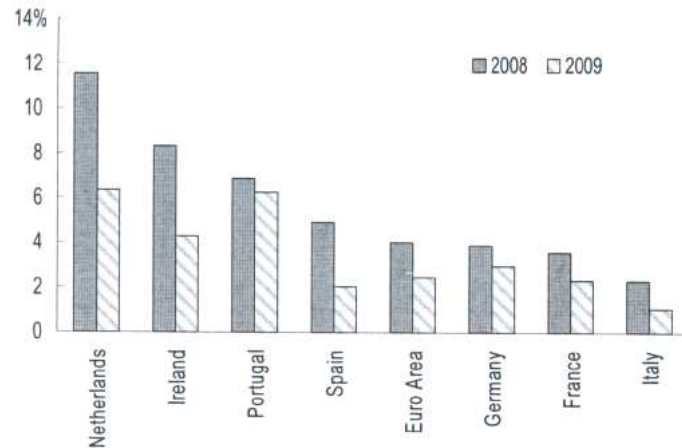
- **Graphique gauche** : cette perspective de croissance en Allemagne est potentiellement une **aubaine pour certains pays voisins**. Pour la France, par exemple, les exportations vers l'Allemagne représentent 3.1 % du PIB, pour l'Italie 3 % et parmi les pays périphériques, c'est le Portugal qui devrait en profiter le plus (2.9 % du PIB).



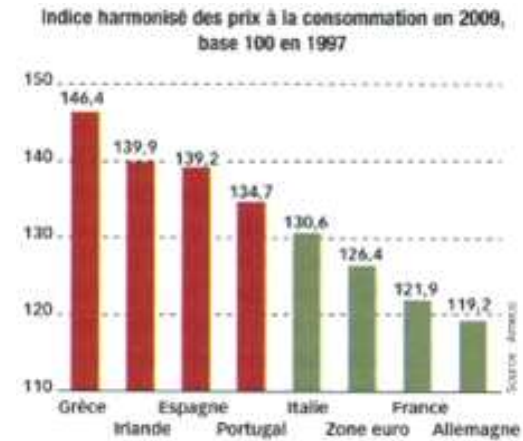
## 1.3.4. Europe / L'endettement des ménages n'est guère un problème

Selected Euro Area Countries – Household interest payments (Pct. of disposable income), 2008 – 2009

Zone Euro - ménages: charges d'intérêts en % du revenu disponible, 2008 - 2009



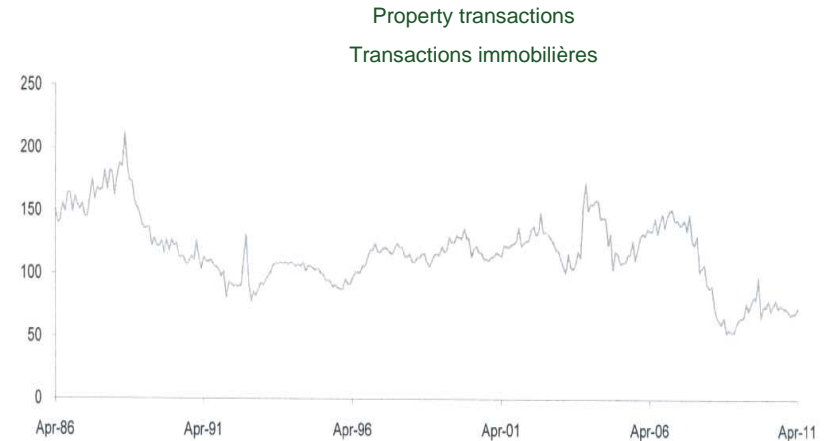
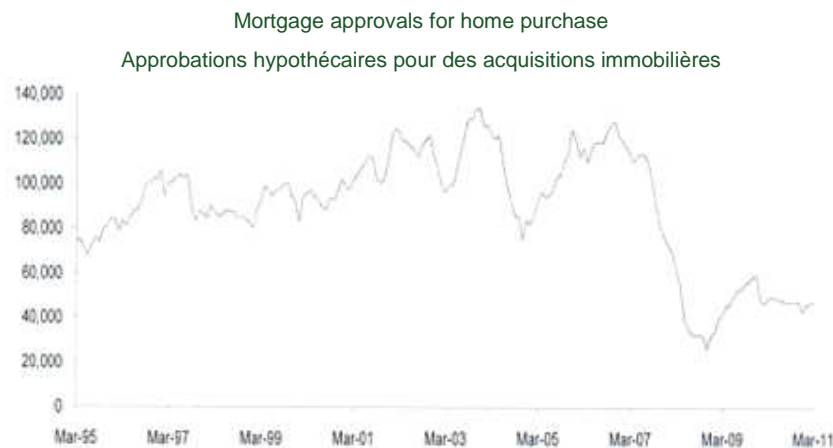
Des différentiels d'inflation significatifs



- **Graphique gauche** : A la différence des pays anglo-saxons, l'endettement privé, la charge de la dette est rarement un problème pour les ménages européens.
- **Graphique droite** : les différentiels d'inflation, entre pays membres de la zone Euro, sont élevés. A taux d'intérêt identique, l'inflation plus élevée a constitué une incitation à l'endettement des ménages dans les pays d'Europe du sud mais explique les problèmes de compétitivité actuels.
- Aujourd'hui la consommation est freinée par un manque de confiance qui se reflète dans une hausse des taux d'épargne, à 17% en France récemment.



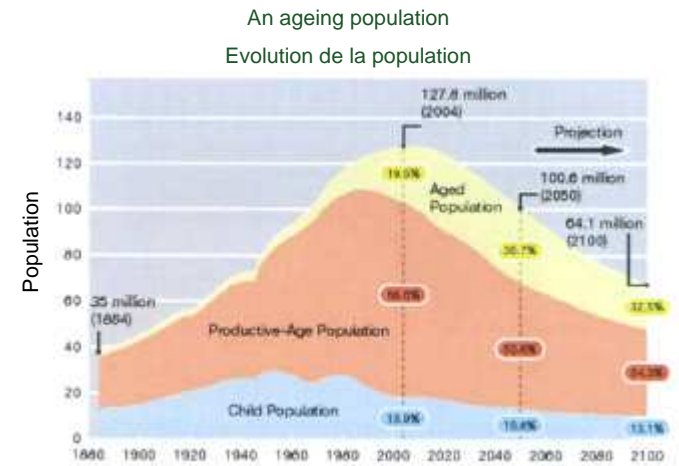
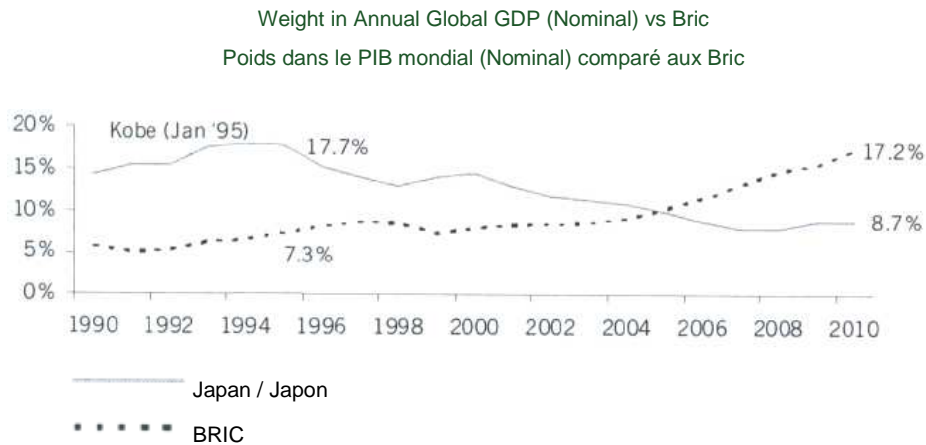
## 1.4. Royaume-Uni



- **Une contraction forte du PIB** : 7.1%, entre 2007 et 2009. La croissance du PIB a été de 1.3 % en 2010 et devrait être plus faible en 2011 du fait des mesures d'assainissement budgétaire. Entre 2010 et 2013, le revenu réel médian est attendu en recul de 7% et le chômage augmente (8.1% en août) à un niveau record en 16 ans. Au 2ème trimestre, les crédits aux entreprises sont en baisse de 1.4% sur 1 an, la croissance n'a pas excédé 0.1% (par rapport au 1er) et le reste de l'année restera difficile.
- **Un déficit budgétaire très élevé** : £146 milliards en mars 2011 et le gouvernement annonce encore 122 milliards de déficit en mars 2012, soit 7.9%. La dette publique mi 2011 s'élève à 61% du PIB. Mais la mise en œuvre est malaisée : les économies supposées en 2011 s'élèvent à £20 milliards mais à fin août le montant des emprunts publics n'était que faiblement inférieur à 2010.
- **Des problèmes structurels** : une productivité inférieure à celle de ses voisins explicable par des insuffisances dans les infrastructures, l'investissement ou l'éducation ou encore la répartition de l'emploi (industrie sacrifiée et remplacée par beaucoup d'emplois de services peu qualifiés).
- **Un marché immobilier fragile (graphique gauche et droite)** et une consommation qui devrait être faible.
- **Une Banque centrale très active** : baisse les taux à 0.5%, soit un niveau très inférieur à l'inflation, un « quantitative easing » agressif qui a totalisé dans un premier temps £200 milliards, soit 17% de la dette publique et qui vient d'être porté à £275 milliards, en réponse à l'atonie de la conjoncture, ce qui représente, au total quasiment 20% du PIB 2010.
- **La plus forte inflation dans l'OCDE** : Suite à la dépréciation de la £, à la hausse de la TVA et à la hausse du prix des matières premières, le pays est le plus touché par l'inflation (4.5% en août). Cette tolérance pour une inflation née de la hausse des prix de l'énergie et des prix alimentaires, alors même que le crédit augmente peu et que le chômage est élevé, participe sans doute d'une volonté de gommer ainsi une partie de la dette.



## 1.5.1. Japon / Une croissance toujours faible en 2012<sup>e</sup>



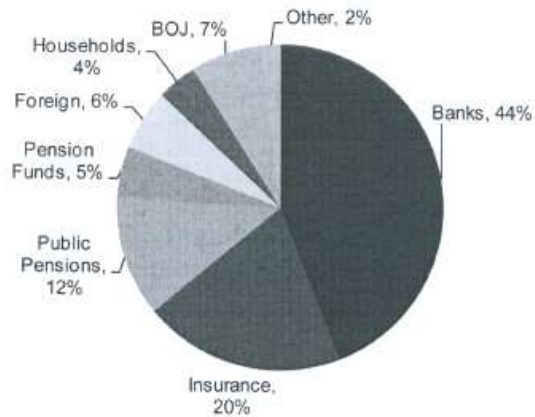
- **Un recul relatif/graphique gauche** : L'économie japonaise ne représente plus qu'un peu plus de 8.5 % du PIB mondial et moins de 8% des exportations mondiales, contre plus de 13% à son pic au milieu des années 80. Depuis, la croissance du PIB/habitant n'a pas excédé 1%/an. Après un très fort recul en 2009, le PIB s'est redressé en 2010 de 3.9 % et du fait du séisme, les prévisions pour l'année 2011 ont été abaissés à +0.4% pour le PIB.
- **Un séisme coûteux** : Il est encore trop tôt et difficile de mesurer l'impact final du séisme mais en 1995, la région de Kobé représentait 12 % du PIB du Japon et le coût fut de l'ordre de 2.5 % du PIB japonais. Le sinistre récent a touché 8 % du PIB japonais et le coût a été estimé à 3.5% du PIB. À la différence de 1995 il n'a pas été possible de baisser les taux d'intérêt, déjà à 0 % ; aussi la Banque du Japon a multiplié les injections de Yens. A la réduction de la production industrielle au premier semestre correspond une reconstruction au deuxième semestre. L'économie a été de nouveau en récession au 2<sup>ème</sup> trimestre (-2% annualisé) et si la reconstruction représente bien une hausse de la production, elle signifie également prélèvement sur l'épargne. On ne peut pas assimiler reconstruction à création de richesse.
- **Une confiance faible** : l'indice Tankan, de confiance des entreprises, a été faible au 2<sup>ème</sup> trimestre et indique que les entreprises industrielles ont besoin d'un Yen à 81 pour dégager des profits. Le taux de chômage a atteint 4.7% en juillet. L'excédent commercial est faible.
- **A plus long terme** des questions se posent sur le taux de croissance du Japon. La population décline (**graphique droite**), la population active est revenue au niveau de 1987 à 59 millions, l'investissement, en pourcentage du PIB est passé de 32 % en 1990 à un peu plus de 20 % en 2009, les entreprises japonaises, dans le classement des 500 de Fortune représentent moins de 15% du CA global contre plus de 1/3 au début des années 90, le déficit budgétaire, dans le même temps, est passé de 1 à 8 % du PIB, les recettes fiscales couvrent moins de 40% du budget contre 80% en 1990, ce qui oblige à multiplier les émissions d'obligations. Le Japon qui, en 1989, représentait 45% de la capitalisation boursière mondiale n'en totalise plus que 8%.



## 1.5.2. Japon / La plus forte dette publique du monde

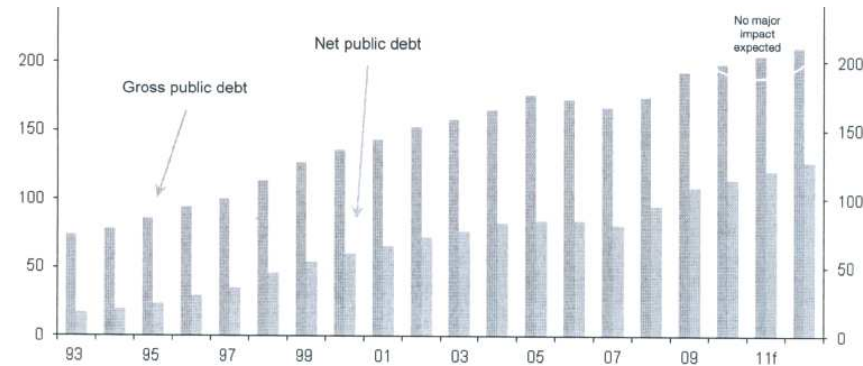
Japan government bonds – Ownership structure 2010

La détention de la dette publique – Structure 2010



Public debt (% of GDP)

Dette publique (% du PIB)



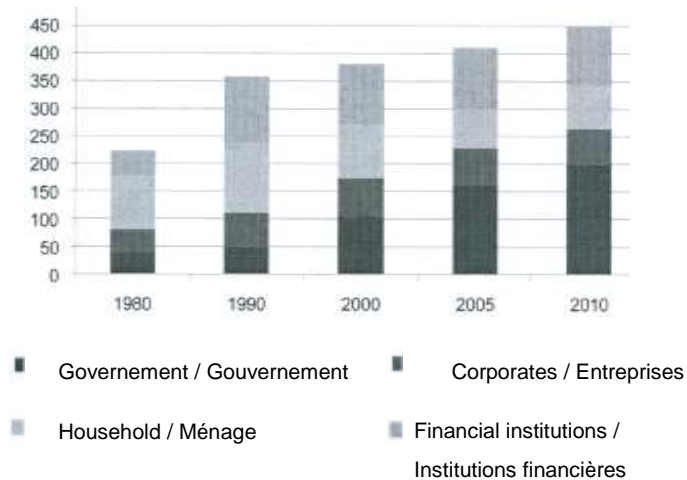
- **Graphique gauche** : si la dette publique est la plus élevée du monde, le Japon réussit néanmoins à maintenir des taux longs très bas car l'épargne domestique finance à 94% cette dette.
- **Graphique droite** : le niveau déjà élevé du **déficit budgétaire** (8 % du PIB), la charge des intérêts de la dette (35% du budget) ne laissaient guère de choix.
- La **dette publique** dépasse les 200 % du PIB, la politique monétaire de taux zéro facilite la survie de sociétés inefficaces, en d'autres termes ne permet pas une allocation optimale des ressources.



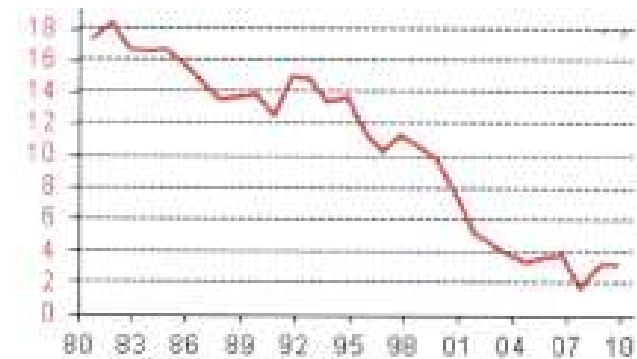


### 1.5.3. Japon / La dette totale est aussi très élevée

Total debt as a % of GDP  
Dette totale en % du PIB



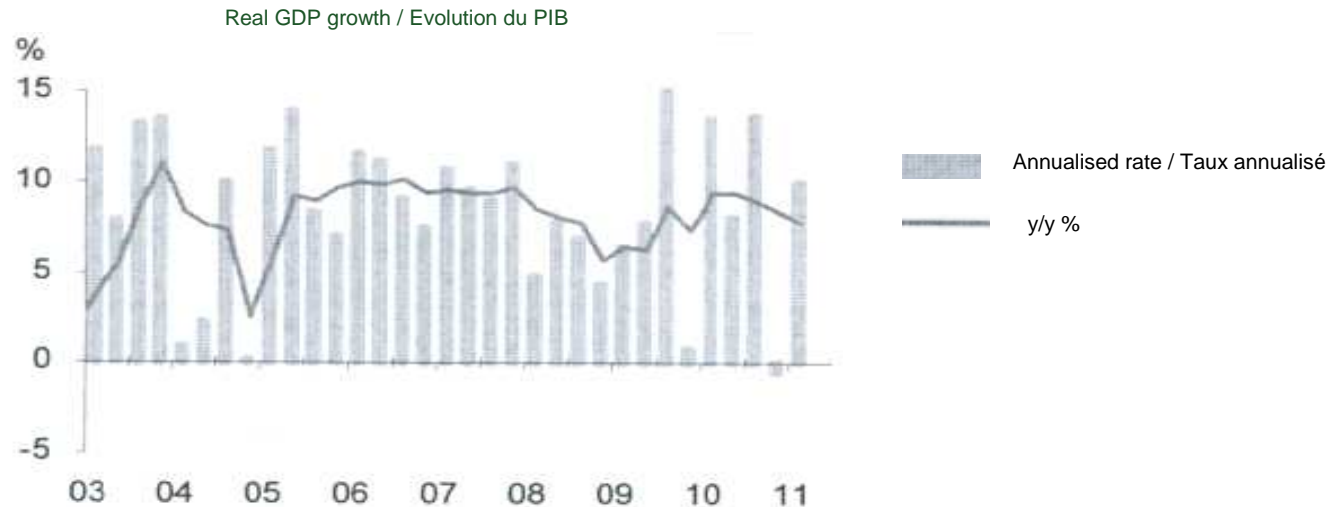
Japan, household savings ratio, % disposable income  
Taux d'épargne des ménages, revenu disponible en %



- **Graphique gauche** : si les entreprises se caractérisent par un faible endettement et un cash flow élevé, les ménages et le gouvernement sont très endettés.
- **Graphique droite** : le taux d'épargne des ménages a fortement baissé de plus de 20 % du revenu disponible brut à quelques points. Avec le vieillissement démographique une nouvelle baisse est escomptée, ce qui réduira les encaisses disponibles pour le financement de la dette publique.



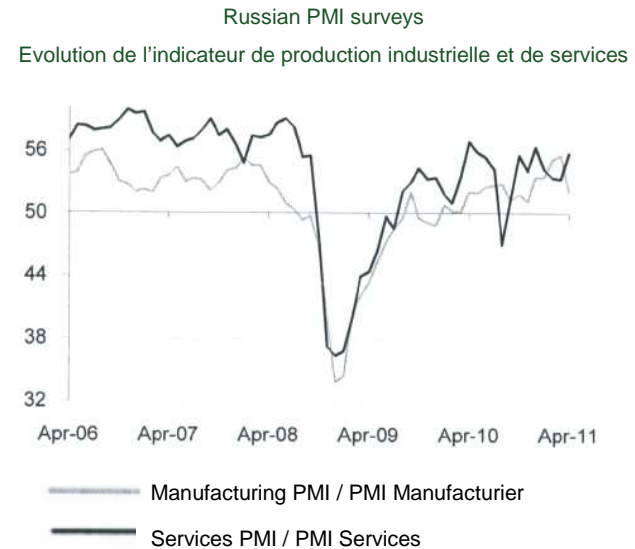
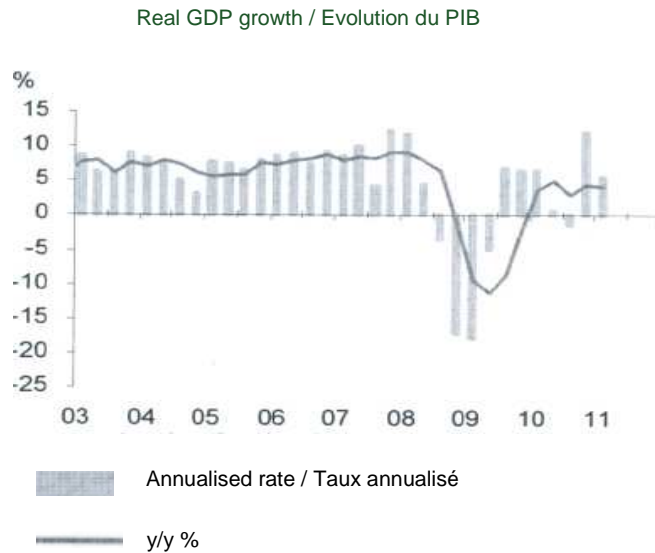
## 1.6. Inde / Ralentissement escompté



- **La croissance du PIB est une des plus fortes du monde** : cette année elle devrait être de 8%, en baisse par rapport à l'année dernière et en termes de PPA, l'économie indienne pourrait dépasser le Japon, fin 2011. Le principal facteur de la croissance est la consommation (61% du PIB) portée par le développement de la classe moyenne, le développement de l'urbanisation (actuellement 370 millions), la croissance démographique devant les exportations (21%), mais le revenu par tête n'est pas encore à \$1000/hab.
- **Le cycle d'investissement a ralenti** : depuis mi 2010 on observe un freinage des projets gouvernementaux, un ralentissement de la production industrielle à +3.3% sur 1 an en juillet, de la hausse des taux et d'une baisse des investissements directs de l'étranger, au 1er trimestre, à seulement \$3.4 milliards, ce qui risque de faire prendre du retard au développement des infrastructures. Le pays est confronté à un **déficit budgétaire aggravé**, de 4.8% du PIB en 2008 à 10.1% en 2009 mais maintient une dette extérieure faible à 17% du PIB.
- **Le taux d'inflation est élevé** : il a atteint 9.8% en août du fait de facteurs conjoncturels, la hausse des prix alimentaires, la hausse de la facture pétrolière (+12% en juin) pour alléger les pressions sur le budget, mais aussi des facteurs structurels comme la pénurie de main d'œuvre qualifiée ou l'insuffisance des infrastructures. Autant de raisons qui ont obligé la Banque centrale à porter son taux officiel à 8.25%, prolongeant un mouvement de hausse amorcé en mars 2010.
- La récente détente des prix du pétrole (30% des importations brutes au printemps), celle des prix alimentaires sont des facteurs favorables qui pourraient inverser la tendance sur l'inflation. Peut-être le pays va-t-il utiliser une partie de ses importantes réserves de change, plus de \$300 milliards, pour soutenir sa devise qui a récemment beaucoup baissé et réduire l'inflation importée.



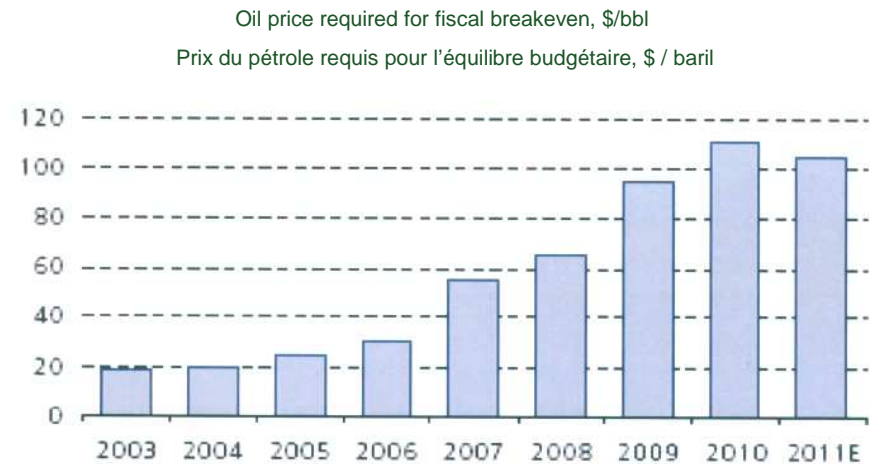
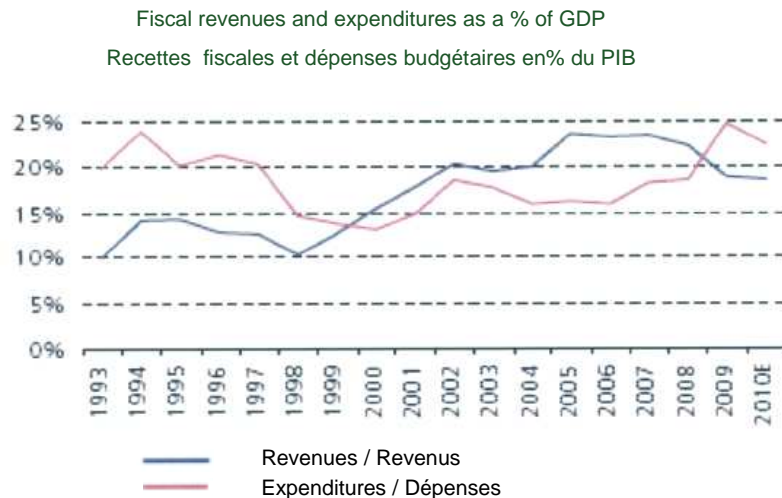
## 1.7.1. Russie / Les atouts du pays



- **Graphique gauche** : la **croissance économique** moyenne, de ce pays de 140 millions, a été de 8%/an depuis la crise financière de 1998, malgré l'ampleur de la crise de 2008.
- La croissance du PIB, à fin août était de 5.2%, celle de la production industrielle s'est élevée à 5.3% au 1er semestre. Le taux de chômage est revenu à 7%, ce qui devrait faciliter la consommation.
- Parmi les **atouts** du pays, l'abondance des matières premières, une faible dette publique à 10% du PIB, une dette totale à moins de 50%, un taux d'épargne national à 25% du PIB, un niveau d'éducation élevé, une confiance qui reste élevée (**graphique droite**).



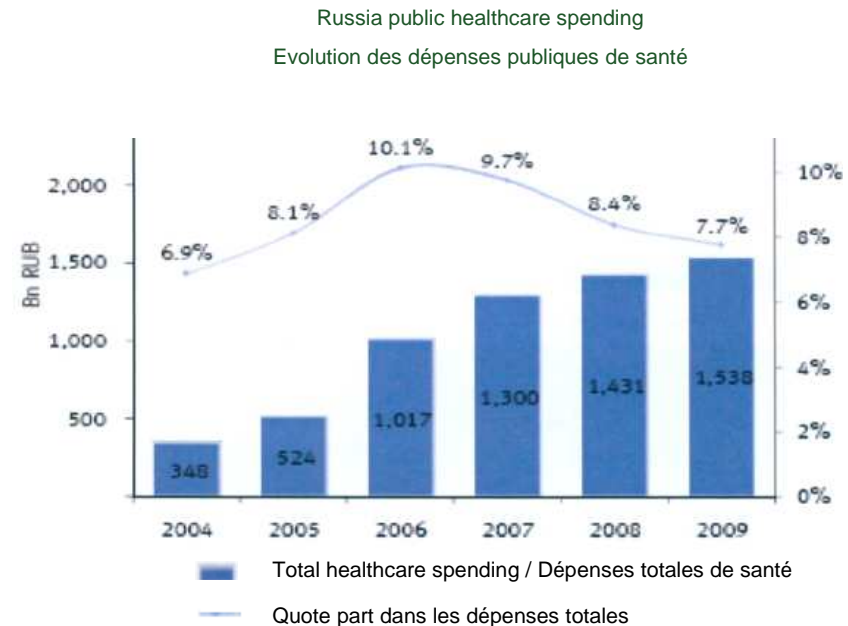
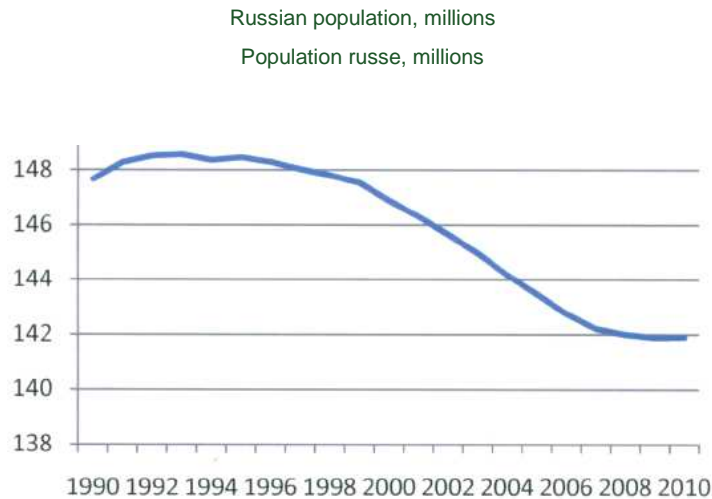
## 1.7.2. Russie / La fragilité de l'équilibre budgétaire



- Parmi les **faiblesses**, la plus sensible est la faiblesse du taux d'investissement, 20% du PIB, sensiblement inférieur aux taux observés dans les autres pays émergents (souvent 25% et même 30% en Inde et 40% en Chine), faiblesse d'autant plus surprenante que le pays a des infrastructures médiocres. Autres faiblesses, la corruption, la bureaucratie héritée du régime soviétique, la faiblesse de la protection de la propriété intellectuelle.
- **Graphique gauche** : c'est un des pays qui profite le plus de la hausse des prix de l'énergie. Cela facilite l'accumulation des réserves de change (520 milliards de dollars en juillet), permet d'anticiper une réduction du déficit budgétaire (4.1 % du PIB en 2010), devrait favoriser l'appréciation de la Bourse (les hydrocarbures représentent plus de 50 % de l'indice).
- Néanmoins la Russie est victime de ce que l'on appelle « le syndrome hollandais ». Hors pétrole, les investissements et la diversification restent modestes. Le pays souffre de sorties de capitaux importantes, \$50 milliards sur les 9 premiers mois, qui témoignent d'un manque de confiance des investisseurs.
- **Graphique droite**: le bénéfice de la manne pétrolière facilite le gaspillage et désormais le pays a besoin d'un baril du pétrole à plus de \$100 pour équilibrer le budget. Dans le même temps, le taux d'inflation est assez élevé, officiellement à 5% en juin mais dans les faits supérieur.

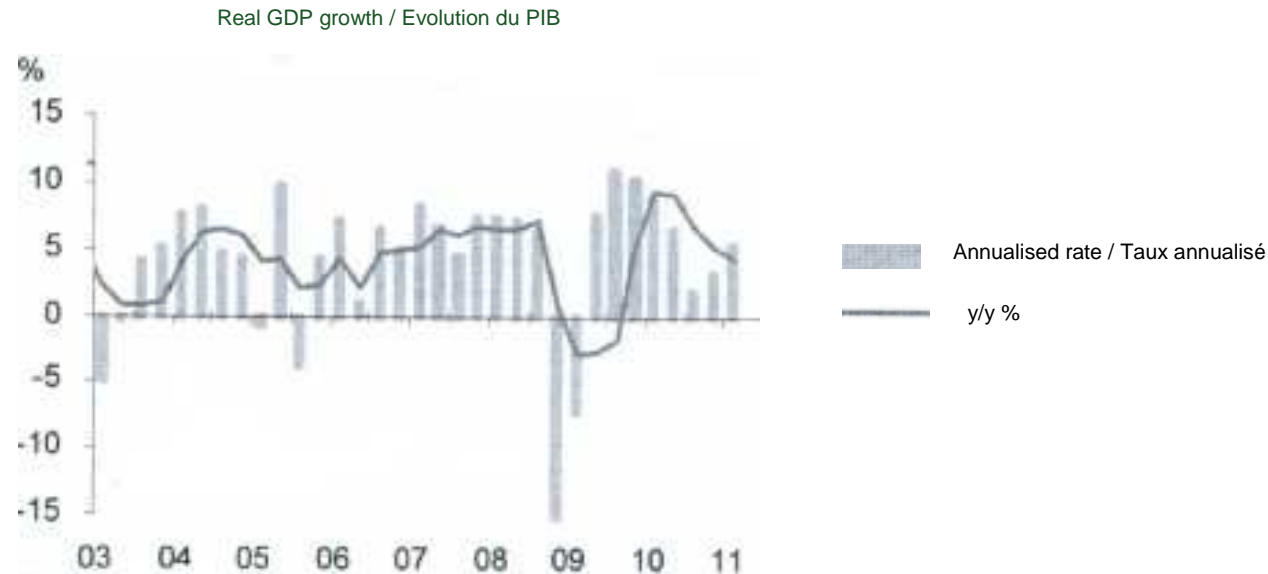


### 1.7.3. Russie / Le déclin démographique et les dépenses de santé



- **Graphique gauche** : La **population** est en baisse depuis la fin de l'union soviétique en 1991. De 149 millions à l'époque, elle est passée à 143 millions en 2010 et pourrait tomber à 127 millions en 2030, faute d'une immigration aujourd'hui mal acceptée. Dans le même temps la population active, 75 millions aujourd'hui, diminue de 1 million/an. En cause, l'alcoolisme, le tabac, les accidents plus nombreux qu'ailleurs du fait des infrastructures.
- Le **nombre d'enfants/femme**, après un plus bas de 1.1x en 1999, est remonté à 1.5x aujourd'hui, grâce à des primes, mais le nombre de femmes en âge de procréer continue à baisser.
- A ce jour, les mesures de stimulation des naissances initiées par Mr Poutine en 2007 (\$8000 de prime/enfant alors que le revenu moyen est de \$10 000/habitant) n'ont pas suffi et un nouveau programme de \$50 milliards vient d'être lancé.
- **Graphique droite** : parmi les causes du déclin démographique, les dépenses de santé sont faibles et en recul en % des dépenses.
- Le déclin démographique pourra avoir des incidences géo-politiques en désertifiant les régions de l'est, riches de matières premières (pétrole, gaz...), les 4000km de frontières avec une Chine surpeuplée, le long du fleuve Amour.

## 1.8. Brésil / Un net ralentissement de la croissance et une volonté de réduire le déficit budgétaire



- **Graphique** : le pays a connu une **croissance** élevée en 2010 de 7.5% et le **taux de chômage** récemment n'était que de 6%, proche d'un plus bas historique. Cette croissance est due en partie à une forte augmentation du crédit mais le service de la dette sur les crédits à la consommation atteint des niveaux élevés, supérieurs à celui observé aux États-Unis avant la crise.
- Le gouvernement a affiché son intention de réduire les dépenses publiques de 30 milliards de dollars en 2011 pour conforter un excédent primaire, actuellement de 3% et réduire le **déficit budgétaire** présentement de 2% du PIB. Le pays dépense trop, n'investit pas assez et dépend donc excessivement des capitaux extérieurs, ce qui explique le déficit des paiements courants, 2.3% du PIB en 2010. Ceci explique le haut niveau des **taux d'intérêt**, 12%, par rapport à l'inflation (7.2% en août), qui a comme effet pervers d'entraîner une forte appréciation de la devise, plus de 50% depuis mars 2009, qui pénalise les exportations industrielles. Aussi la croissance en 2011 ne devrait pas excéder 4%.



## **2. Stratégie matières premières**

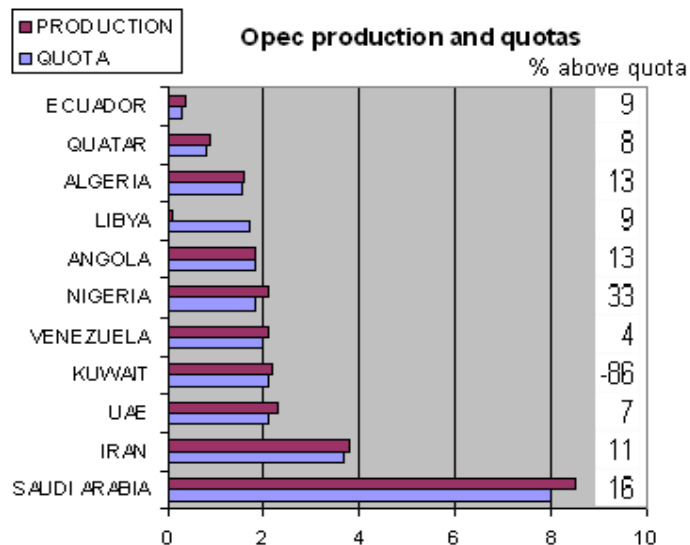
- **2.1. Pétrole**
  - **Production et dépendance des pays producteurs**
  - **L'abondance des réserves**
  - **Le ralentissement de la croissance de la demande**
  - **La résistance des prix**
- **2.2. Métaux**
  - **Sensibilité à de la demande chinoise**

**La baisse du prix des matières premières a une incidence directe sur la croissance de nombreux pays émergents, parfois très dépendants, tels l'Equateur (30% des exportations), le Venezuela (25%), le Chili (20%), le Pérou, l'Argentine, le Mexique où les exportations de matières premières représentent approximativement 10% du PIB.**

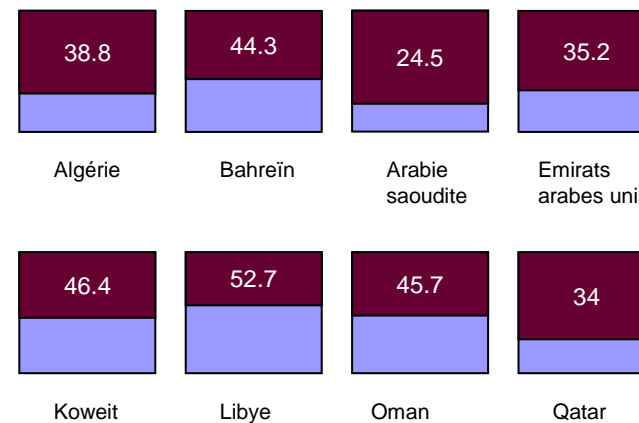
## 2.1.1. Pétrole / Production et dépendance des pays producteurs



Opec production and quotas  
Evolution des quotas et de la production de l'OPEP



Share of oil exports in GDP in 2009 (%)  
Part des exportations d'hydrocarbures en % du PIB en 2009

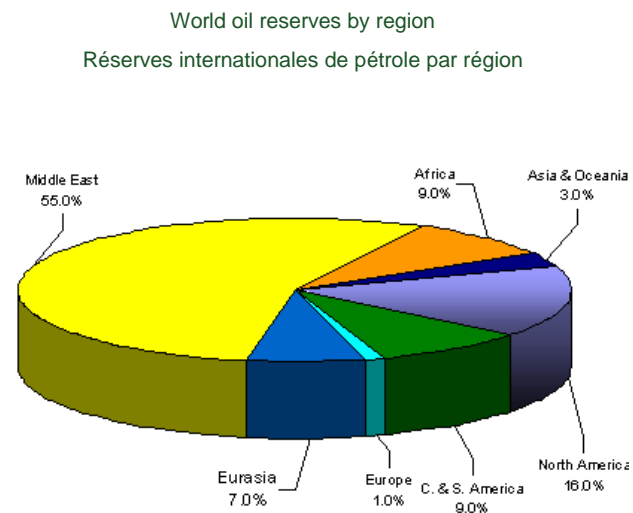
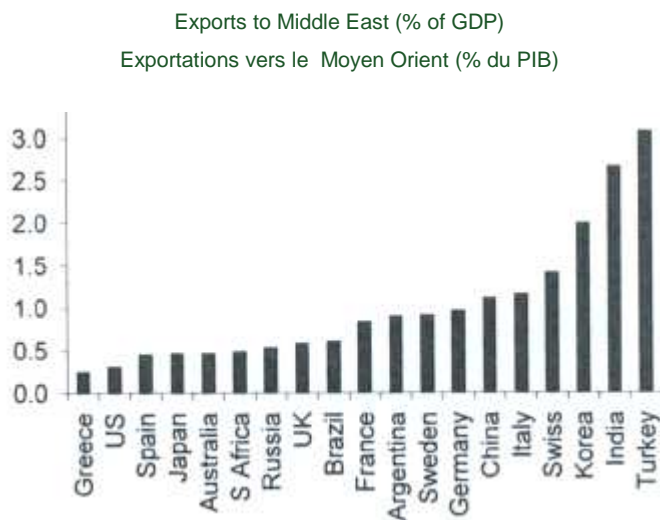


- **Graphique gauche:** la production des pays membres de l'OPEP représente 40% de la production mondiale.
- **Graphique droite:** les pays producteurs sont de plus en plus tributaires de prix du pétrole élevés car les dépenses publiques augmentent et la diversification du PIB demeure embryonnaire. Aussi bien la Russie que l'Irak, Bahrein, l'Algérie ou l'Iran ont besoin de prix du baril proches de \$100 pour équilibrer leur budget. En outre, la consommation locale des pays de l'Opep augmente rapidement, plus de 0.350Mb/j/an depuis 2008.
- Dans ce contexte, l'AIE a pris l'initiative, pour tenter de faire baisser les prix, de mettre sur le marché au printemps 60 millions de barils, soit 2millions b/j sur 1 mois. Précisons que les stocks de l'AIE, 4.1 milliards de barils, soit 146 jours de consommation, sont très supérieurs aux 90 jours que l'organisation s'est donnée comme norme de prudence.
- La production de **gaz** a augmenté de 7.4% en 2010, taux le plus fort depuis le milieu des années 80 (selon BP).





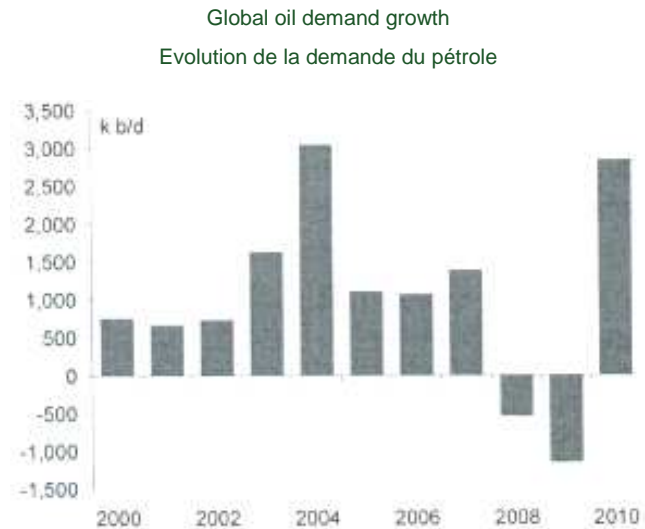
## 2.1.2. Pétrole / Abondance des réserves



- Les capacités de production non utilisées sont évaluées autour de 5 millions b/jour, les 2/3 en Arabie Saoudite.
- **Graphique gauche** : la hausse des prix du pétrole bénéficie à la croissance des pays du golfe. Quelques pays, Turquie, Inde...en profitent à travers leurs exportations.
- **Graphique droite** : les réserves sont très concentrées au Moyen Orient, à plus de 60%, 25% pour la seule Arabie Saoudite. La stabilité politique de la région est donc déterminante pour l'évolution des prix du brut.



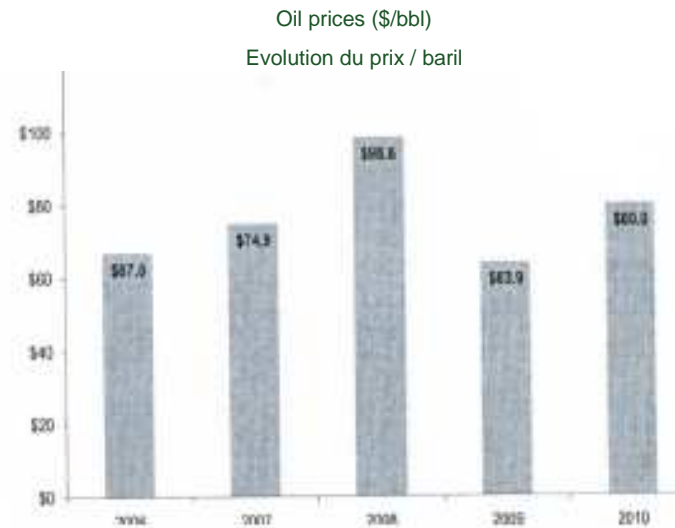
## 2.1.3. Pétrole / Une moindre croissance de la demande



- **Pétrole** : La croissance de la demande mondiale devrait être plus faible qu'initialement escomptée et l'Opep prévoit maintenant +0.9Mb/j en 2011 et 1.2Mb/j en 2012. La Chine a consommé 9Mb/j en 2010 (+6% en 2011<sup>e</sup>), soit 10% de la consommation mondiale et 10% de plus qu'en 2009 mais les Etats-Unis, dont la production, depuis 1970, a baissé de 40% à 5.5 millions de b/j, restent les premiers importateurs.
- A plus long terme, la part du pétrole dans le bilan énergétique mondial devrait baisser de 33% à ce jour à 27% en 2035 (source AIE), comme celle du charbon (de 27 à 22%).
- **Gaz** : la demande, selon l'AIE devrait croître de plus de 50% dans les 25 prochaines années et représenter 25% du bilan énergétique mondial contre 21% aujourd'hui.



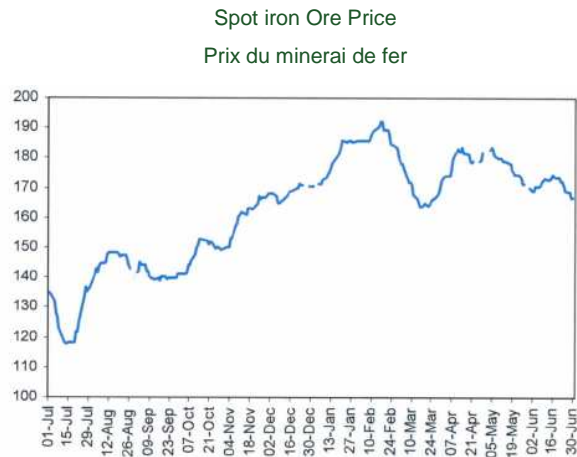
## 2.1.4. Pétrole / Résistance des prix



- Au cours des 10 dernières années, le prix du pétrole est passé de \$26 à près de \$100/b, ce qui donne une capitalisation de ce marché proche de \$3200 milliards. La facture pétrolière, en % du PIB mondial, a beaucoup fluctué dans le temps. Elle avait dépassé 9% en 1980 lors du 2ème choc pétrolier, avait atteint un point bas à 1% du PIB au début des années 2000, un point haut temporaire en 2008, à 6.8% du PIB avant de rebaisser jusqu'à l'équivalent de 2.2% du PIB mondial mi 2009 et de fluctuer aujourd'hui autour de 4%.
- Depuis avril, le prix du pétrole Brent est passé d'un point haut de \$127/baril à un bas de \$98 en septembre avant de remonter aujourd'hui à \$113/baril. Le repli est donc modéré par rapport aux autres matières premières.
- Rappelons que +/- 10\$/b c'est approximativement +/-0.2 sur la croissance économique.



## 2.2. Métaux / Forte sensibilité à la demande chinoise



- **Graphique gauche/ Minerai de fer:** le prix a baissé récemment à \$165 et pourrait encore reculer si les indicateurs chinois montrent toujours un ralentissement. Comme facteurs de soutien, la concentration de l'offre entre 5 sociétés et la hausse des coûts de production (coûts salariaux pour 20 à 50%, coûts énergétiques pour 10/25%, coûts de maintenance pour 15/20%, matières premières pour le solde) au rythme de 8 à 10%/an. Principaux exportateurs l'Australie, 40%, le Brésil, 28% et l'Inde 10%. Principaux importateurs la Chine 59% devant le Japon 13%.
- **Graphique milieu/Acier :** la consommation mondiale est un peu supérieure à 1400 MT en 2011 dont 640 en Chine (+7%e) et 150 dans l'U.E. Les pays émergents représenteront 73% de la demande mondiale en 2012 (selon WSA). La croissance de l'offre a été de 15% en 2010 mais ralentit à +6.5<sup>e</sup> en 2011 et moins de 5% est en 2012. Les prix moyens, après un plus haut autour de \$910/tonne, ont baissé de 8% depuis mai mais pour certaines catégories une baisse supérieure ne permet plus de dégager des bénéfices.
- **Graphique droite/Cuivre et autres métaux :** la correction sur les prix, 23% en septembre, a été très forte et fait écho à des indices de production industrielle moins favorables en Chine (40% de la demande mondiale) et des stocks plus élevés. La production reste concentrée avec 5 producteurs qui totalisent près de 50% de la production mondiale. La production, stable en 2008, a cru de seulement 2.5% en 2009 et 1% en 2010 mais, grâce aux investissements réalisés, cette hausse s'accélère, +5% en 2011<sup>e</sup>, +8% en 2012<sup>e</sup> ce qui pourrait peser sur les prix. Les usages sont cycliques, 1/3 allant dans la construction et 1/3 dans les produits électroniques, le reste dans les machines industrielles ou le transport. La consommation, sur 15 ans, recule dans les pays occidentaux, jusqu'à 3%/an et croit fortement dans les pays émergents.
- **Argent :** la production augmente lentement, 740m oz en 2010, 790m en 2011<sup>e</sup>. La demande reste liée au cycle industriel et donc croit moins rapidement qu'en 2010.



### **3. Stratégie devises :**

- **3.1. Dollar : un refuge abusif à court terme, une fragilité fondamentale à moyen terme**
- **3.2. EUR: la confiance dans des solutions prochaines aux difficultés de la zone**
- **3.3. Yen : la difficulté des autorités japonaises à enrayer l'appréciation**
- **3.4. Franc Suisse : un potentiel d'appréciation à moyen terme au-delà du « peg »**
- **3.5. Couronne suédoise et norvégienne : un « call » sur le cycle industriel et un « call » sur les matières premières**
- **3.6. Dollar australien : un « call » matières premières assorti d'un rendement élevé**
- **3.7. Yuan : une sous-évaluation en partie corrigée par le différentiel d'inflation avec les pays de l'OCDE**
- **3.8. Devises émergents : le Won comme « call » sur le cycle industriel et le « real » porté par les taux et les matières premières.**
- **3.9. Or : un potentiel de hausse**

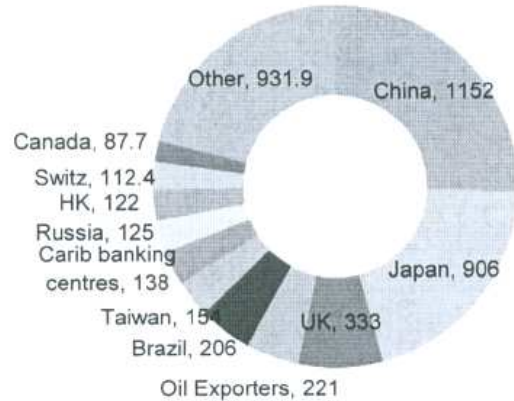
Les 3 principales devises, \$, Euro, £, soit plus de 90% des liquidités internationales, peuvent être considérées comme faibles, ce qui confère aux autres, un caractère spéculatif qui amplifie les atouts fondamentaux.

Conséquence des politiques d'injections de liquidités, partout dans le monde et des déséquilibres de balances des paiements courants, les réserves de change mondiales ont fortement augmenté, depuis le début des années 2000, de moins de \$2000 milliards à plus de \$9000 milliards.

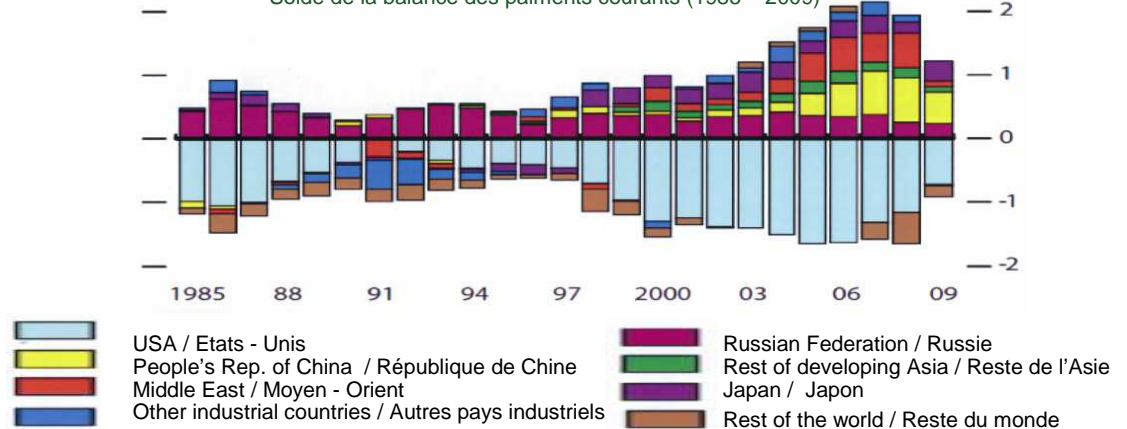


### 3.1. Dollar / Un refuge abusif à court terme, une fragilité fondamentale à moyen terme

Foreign ownership of US Treasuries US\$bn  
Dette politique américaine détenue à l'étranger



Current account balance in % GDP  
Solde de la balance des paiements courants (1985 – 2009)



• Depuis la création de la Fed, en 1913, le \$ s'est déprécié approximativement de 90% et plus récemment, depuis le pic du 2ème trimestre 2002, la dépréciation est proche de 30%. Considérant les déséquilibres fondamentaux du pays, la création monétaire toujours forte, la persistance d'un déficit commercial et courant (**graphique droite**) important, un déficit budgétaire durablement plus élevé qu'ailleurs, un intérêt récent, des pays émergents d'accepter une appréciation de leur devise contre \$ pour alléger l'inflation importée, il est vraisemblable que cette dépréciation, structurelle, va se poursuivre et ne sera tempérée que, ponctuellement, quand les investisseurs (**graphique gauche**), à l'occasion de crises, voudront voir dans le \$ un refuge. La question qui se pose est celle du maintien ou non du \$ comme « valeur refuge » dans un contexte de laxisme monétaire.

• **L'absence de réelles alternatives au \$ à un horizon proche :**

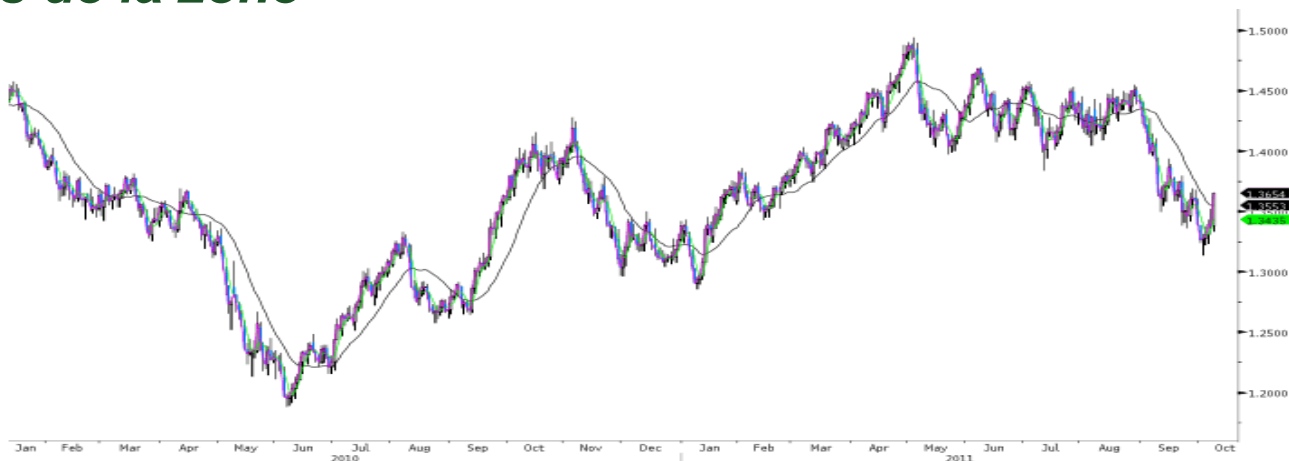
Les Chinois ne sont pas prêts à faire du Yuan un substitut au \$, la zone Euro manque d'homogénéité, les DTS ne sont pas adaptés à des flux monétaires privés, l'or et les autres devises restent trop marginales. Le \$ représente toujours 61.7% des réserves de change mondiales, loin devant l'Euro 26.9%, le Yen 3.6% ou la £ 4%.

• **Evolution à court terme :**

Il est probable qu'à l'horizon des prochains mois la parité Euro/\$ restera dans un « trading range » car chacune des deux zones économiques a ses problèmes et selon que les projecteurs sont mis sur telle ou telle de ces difficultés, chacune de ces devises va s'apprécier puis se déprécier.

Le cours du \$ s'appréciera si les chiffres de l'emploi venaient à s'améliorer. Le \$ baissera si un Q.E3 est adopté le 2 novembre.

## 3.2. Euro / La confiance dans des solutions prochaines aux difficultés de la zone



Si certains anglo-saxons parient sur un éclatement de la zone Euro à courte ou moyenne échéance, telle n'est pas notre approche. L'idée est que ni l'Allemagne, ni les pays faibles n'ont un clair intérêt à sortir de la zone Euro.

- **L'Allemagne a beaucoup gagné avec l'Euro et va continuer à le faire.** D'une part, elle profite d'un Euro « faible », car, tributaire des exportations (50% du PIB) pour sa croissance, elle gagne des parts de marché sur la scène internationale. D'autre part, les exportations à destination de la zone Euro représentent plus de 20% du PIB quand celles vers les émergents 12%. Enfin elle bénéficie de taux d'intérêt particulièrement bas sur sa dette car beaucoup d'investisseurs ont vendu leurs obligations grecques, portugaises ou autres pour acquérir des obligations allemandes. Ainsi le taux à 10 ans sur le Bund est, le 13 octobre de 2.14% (taux d'inflation en août 2.4%).
- Si l'Allemagne laissait un quelconque des pays faibles de la zone Euro faire défaut ou quitter l'Euro, l'incidence sur le système bancaire allemand serait catastrophique.  
En d'autres termes, l'alternative pour l'Allemagne est simple : accroître ses aides aux pays en difficulté, ou/et recapitaliser ses banques. Dans les deux cas le coût peut être élevé.
- **Les PIGS n'ont pas intérêt à quitter la zone Euro** : cela serait synonyme de forte dévaluation (en 1992 les dévaluations espagnole, italienne et anglaise avaient approché 30%), d'une hausse importante des taux d'intérêts et d'une restructuration de la dette.
- L'Euro s'est apprécié légèrement mais logiquement contre dollar car la politique monétaire i.e. l'injection de liquidités, comme la politique budgétaire i.e. le déficit budgétaire, sont mieux contrôlés en Europe et car le déficit commercial s'aggrave aux Etats-Unis.
- **A court terme** l'Euro devrait fluctuer, avec un plafond à 1.50 contre \$, évoqué par Monsieur Trichet, il y a 2 mois. Il est à redouter une appréciation de l'Euro, qui saluerait l'adoption de mesures convaincantes pour gérer la dette, car cela aggraverait les risques de récession.

### 3.3. Yen / La difficulté des autorités japonaises à enrayer l'appréciation



- **Parmi les rares devises vraiment libres de fluctuer contre \$**, le Yen, depuis la crise des « subprimes », s'est apprécié de plus de 30 % vis-à-vis du \$ ou de l'Euro et même de près de 50 % par rapport à la £. Le Yen a ainsi établi un plus haut contre Euro depuis 2000 et contre \$.
- Le séisme récent aurait du produire sur le Yen les mêmes conséquences que le sinistre de 1995 car la reconstruction est logiquement financée par des rapatriements d'argent. A l'époque, le Yen était alors passé contre \$, de 100 à 80, en dépit d'une baisse des taux d'intérêt. Dans la conjoncture actuelle une telle évolution eut été problématique pour la compétitivité japonaise. La Banque du Japon a recouru au « quantitative easing » et a injecté des liquidités (l'équivalent de 340 milliards d'Euros, ce qui est très élevé). La coopération internationale, entre banques centrales, a joué, la parité \$/Yen qui avait brièvement touché 76, a rebondi vers 85 avant de revenir vers 76.
- **A long terme**, l'économie peut compter sur l'importance des dépôts des ménages qui représentent 1.5x le PIB, soit 2.5x le revenu disponible brut mais un affaiblissement du Yen est probable, compte tenu du déclin démographique et de la difficulté pour l'épargne domestique de continuer à financer la dette publique.





### 3.4. Franc suisse / Un potentiel d'appréciation à moyen terme au-delà du « peg »



• **L'appréciation à long terme du Franc Suisse** : c'est une constante puisqu'en 1971 il fallait CHF4.50 pour 1\$, en 2001 1.7 et début septembre la parité était de CHF0.77 pour 1\$. L'appréciation de la devise ne semble pas empêcher la croissance du PIB, 2.6 % en 2010, 2.1% en 2011<sup>e</sup>, chiffres d'autant plus remarquables que la récession avait été modeste en 2009 et que la Suisse est ainsi un des rares pays développés à avoir retrouvé, dès 2010, son niveau de PIB d'avant crise.

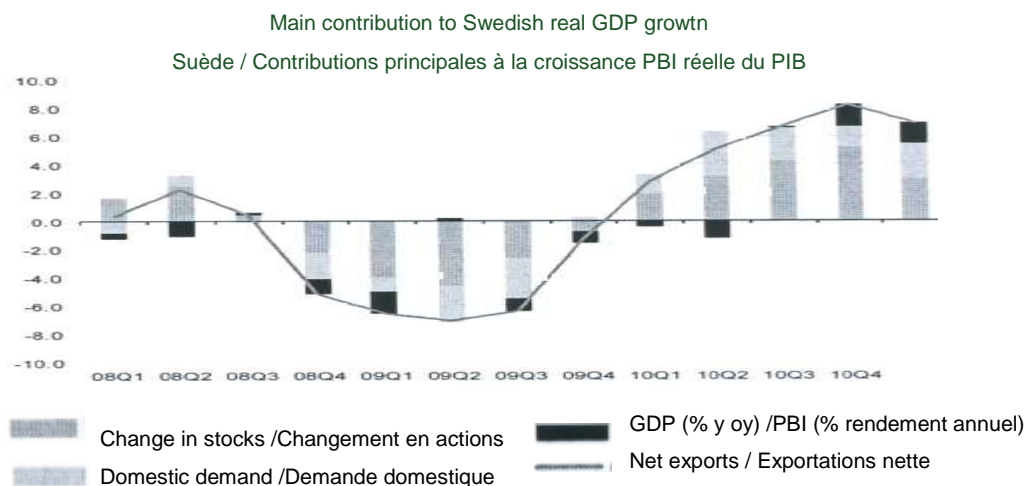
En dépit de l'appréciation de la devise, l'excédent commercial, très élevé s'est accru de 19%, en rythme annuel, au 1er semestre 2011, à 11.6 milliards. Les exportations restent bien orientées et profitent notamment de l'exposition aux pays émergents (7.2 % du PIB). Egalement, l'appréciation de la devise, permet de contenir l'inflation, 0.5% en septembre (0.2% « core »). De même, la consommation domestique, favorisée par un taux de chômage faible de 2.8% en août, se maintient (plus 1 % en 2009, plus 1.7 % en 2010) et l'indice PMI de confiance des industriels, tout comme l'indice KOF des « leading indicators » sont forts. L'attractivité du pays est grande, ne serait ce que par la stabilité fiscale offerte qui, entre 1998 et 2008, a attiré 180 nouvelles sociétés internationales venues installer en Suisse leur siège européen. Surtout entre une dette publique (CHF 230 milliards) inférieure à 40 % du PIB et un déficit budgétaire inexistant, le Franc Suisse présente une valeur de refuge.

#### • **Que penser des mesures pour enrayer l'appréciation ?**

- La Suisse souffre d'être un petit pays. Autant les grands mouvements du Yen ou du \$ ont pu, au cours des 30 dernières années, être canalisés, concertés par des accords entre pays, membres du G7 ou autres, autant l'appréciation du Franc Suisse n'intéresse ou n'inquiète que la Suisse et en outre la capacité d'intervention de la BNS reste faible par rapport aux autres grandes banques centrales.

- Les interventions, CHF 50 milliards d'acquisitions de devises en 2009, 200 milliards en 2010, sont délicates. A vouloir freiner l'appréciation de la devise, la Banque Nationale Suisse a perdu 19.2 milliards en 2010 et 10,8 milliards pour les 6 premiers mois 2011. Très récemment, la mesure privilégiée a été l'augmentation des liquidités de CHF120 à 200 milliards, l'équivalent de 40% du PIB ou d'un « Q.E » de \$6000 milliards aux Etats-Unis, ce qui est très substantiel. Mais en septembre la BNS a réussi à ne pas trop dépenser, CHF30 milliards, pour tenir la parité avec l'Euro, ce qui a porté l'accumulation de devises à CHF282 milliards.

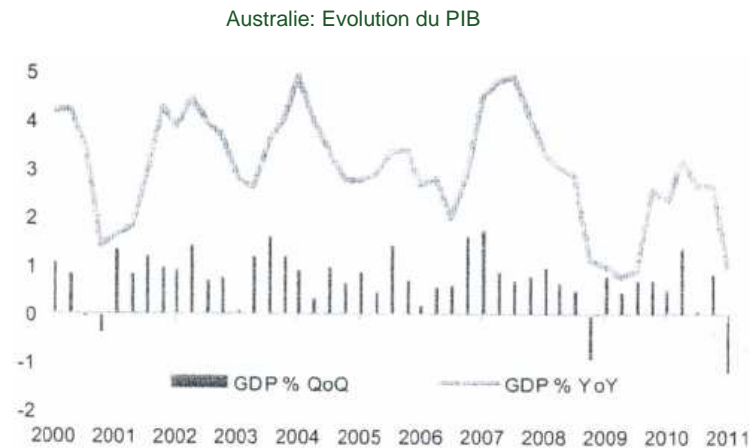
### 3.5. Couronne suédoise et Couronne norvégienne / Un « call » sur le cycle industriel et un « call » sur les matières premières



- **Suède**: au cours des deux dernières années, la devise s'est appréciée de plus de 20 % contre l'Euro et cela reflète la performance économique du pays (4.8% en 2010 et 4.1% en 2011<sup>e</sup>), un taux de chômage, modéré, de 7.9%, une forte croissance de sa production industrielle, un excédent budgétaire à 1% du PIB en 2012 qui permet de stabiliser la dette publique (42% du PIB en 2010), un excédent commercial record. Autant de chiffres qui ont incité la Banque Centrale à majorer les taux à 2% en juillet 2011 et qui devraient l'inciter à poursuivre le mouvement jusqu'à 2.5%, ce qui favorisera la devise. La devise pourrait donc encore s'apprécier.

- **Norvège** : la Couronne norvégienne contre \$ épouse les variations des prix du pétrole. Après le deuxième choc pétrolier, en 1980, le prix du baril est à un niveau record et la Couronne très élevée. Les deux baissent ensuite jusqu'au début 1985 avant de se redresser. Depuis lors, la Couronne a gagné 43% contre \$, malgré une faiblesse en 2001, correspondant à celle du pétrole. Le pays est petit, 4.8 millions d'habitants, mais les performances économiques, grâce aux hydrocarbures, sont excellentes. L'excédent budgétaire approche les 10% du PIB (peut être un record à l'heure actuelle dans le monde), la dette publique est inexistante, le taux de chômage n'excède pas 3%. Ce dernier chiffre doit néanmoins être tempéré par le pourcentage élevé, plus de 10%, de la population en arrêt maladie ou en pré-retraite. Sans doute peut-on y voir la conséquence d'une devise forte qui conduit à une « désindustrialisation » du pays, que le pays peut s'offrir grâce à la manne pétrolière. L'appréciation a été forte, la devise en termes de PPA est surévaluée, mais elle ne devrait pas se déprécier, même si le pays baisse ses taux, actuellement à 2.25%. Pour freiner l'appréciation de sa devise, le pays a constitué au fil des années un fonds souverain d'actifs étrangers ( \$520 milliards, soit 1.4x le PIB) où est investi une part des réserves de change procurées par l'exportation de pétrole.

### 3.6. Dollar Australien / Un « call » matières premières assorti d'un rendement élevé



- L'Australie est un pays de 21 millions d'habitants, mais le PIB dépasse les \$900 milliards.
- L'investissement dans le \$ Australien est traditionnellement un « call » sur le cycle économique, sur la croissance de la production industrielle, spécialement en Asie qui absorbe près des 2/3 de ses exportations (la Chine et l'Inde représentent 25% des exportations). L'Australie produit près de 20 % du minerai de fer mondial, un tiers de la bauxite, 45 % du plomb, 17 % du manganèse, 12 % du nickel, 9 % de l'or, 8 % de l'argent, 6 % du charbon, 5 % du cuivre et de l'aluminium. A l'export, le charbon représente 1/4 des exportations et le minerai de fer, presque autant.
- L'Australie comme la Pologne, est un des rares pays qui, en 2009, a réussi à afficher une croissance positive du PIB, 1.3%. Fort d'une dette publique contenue à moins de 20% du PIB fin 2009, le pays a pu s'offrir un substantiel plan de relance équivalent à 5.4% du PIB et abaisser les taux d'intérêt de 7.25 à 3%.

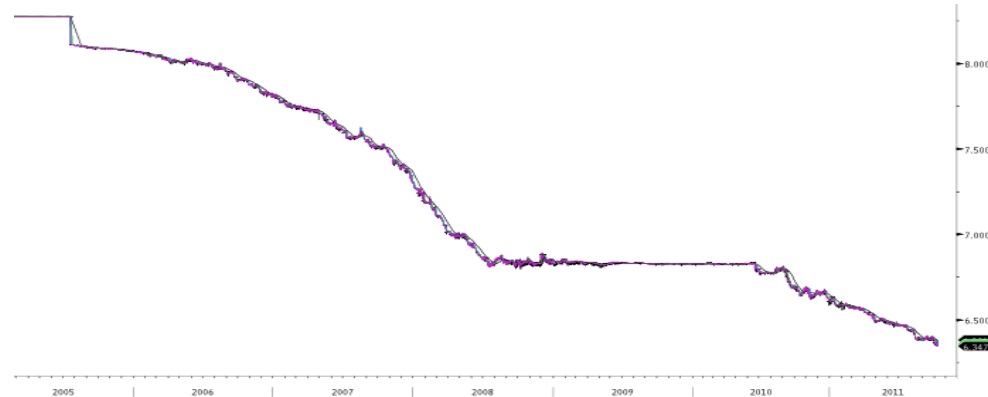
Conséquences de ces mesures de stimulation, une conjoncture soutenue et un taux de chômage à seulement 5.1% en septembre. Si le déficit budgétaire, pour l'année, représente 3.6% du PIB, c'est à cause des dépenses occasionnées par les inondations.

- Les hausses de prix dans l'immobilier, un taux d'inflation jugé élevé ont amené la Banque Centrale à remonter ses taux, aujourd'hui à 4.75% après 7 hausses. Sans surprise le pays a donc du faire face à des entrées de capitaux et une appréciation de la devise jusqu'à 1.10 en juillet, plus haut niveau depuis près de 30 ans, l'équivalent d'un doublement en 10 ans et 60% d'appréciation depuis novembre 2008.

Aujourd'hui, **nous restons assez confiants sur cette devise** car ce qui pourrait mettre en péril l'appréciation serait un vrai ralentissement de l'économie chinoise, donc une baisse du prix des matières premières, sans oublier l'incidence des hausses de taux successives sur la consommation domestique que la hausse récente des taux d'épargne à 11.5%, un plus haut en 25 ans, peut laisser augurer.



### 3.7. Yuan / Une sous-évaluation en partie corrigée par le différentiel d'inflation avec les pays de l'OCDE



- **Evolution du Yuan** : Entre 2005 et mi 2008 le Yuan s'est apprécié de 21% contre \$ et depuis juin 2010 l'appréciation contre \$ a été de 7% (à 6.34), ce qui reste faible. De fait, au cours des 12 derniers mois, le Yuan pondéré s'est, selon les calculs de la Banque Mondiale, déprécié de 5% et face à l'Euro le recul est même de 11%. Mais dans les faits, à l'export l'appréciation contre \$ depuis 2005 est proche de 50% si l'on ajoute le différentiel d'inflation entre les deux pays. A l'import, le taux de change corrigé de l'inflation est plus bas qu'en 2008 ou même en 1995.

La libre convertibilité du Yuan n'est toujours pas organisée mais la Chine progresse sur le chemin de la libéralisation. Les chinois et de plus en plus de groupes étrangers, dans la foulée d'Unilever ou Mc Donald, multiplient les émissions obligataires en Yuans qui se placent à des conditions d'autant plus attractives que les acheteurs veulent croire à l'appréciation de la devise. Dans le même temps, fin 2010, près de 70 000 entreprises chinoises furent autorisées à commercer en Yuans à l'étranger. Des accords avec des pays d'Amérique Latine ou d'Afrique permettent de substituer le Yuan au \$ comme devise de règlement des échanges.

- **Facteurs d'évolution** : les réserves de change ont atteint un nouveau record de 3200 milliards de dollars en juin dont probablement 1/3 sont investies en Treasuries américaines, ce qui constitue un des éléments qui atteste de la sous-évaluation de la devise, laquelle a constitué, au fil des années, l'équivalent d'une subvention à l'exportation.

L'excédent de la balance des paiements courants (7% du PIB, il y a quelques années, 3% aujourd'hui), est un autre indicateur de la sous-évaluation de la devise. La Chine acceptera la libre convertibilité le jour où les déterminants de la croissance ne seront plus l'investissement ou les exportations mais la consommation.

- **Conséquences de l'appréciation** : une appréciation du Yuan ne réduirait pas le déficit commercial des Etats-Unis avec la Chine qui, en 2010, a atteint \$270 milliards. La hausse du Yuan entre 2005 et 2008 n'a pas empêché les importations américaines de progresser et de passer de \$100 milliards à \$300 milliards sur la période. Une forte appréciation du Yuan, tout au plus, déplacerait partiellement le déficit américain vers le Vietnam ou le Bangladesh

- **Perspectives** : une appréciation lente du Yuan.

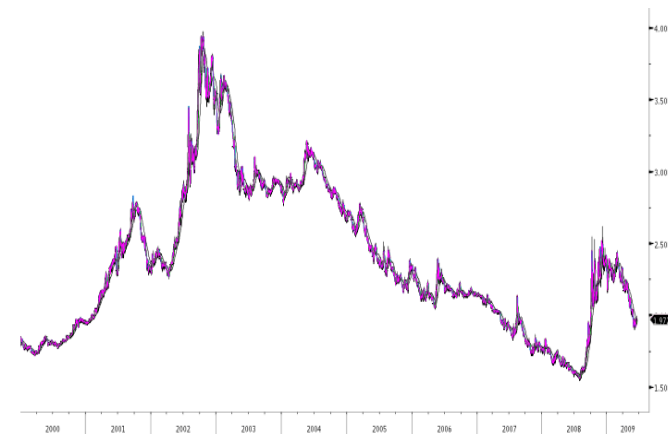
### 3.8. Autres devises émergents / Le Won comme « call » sur le cycle industriel et le Real porté par les taux et les matières premières



KRW / USD



BRL / USD



- **Corée du Sud** : l'appréciation contre \$, cette année est de 3.3% (**graphique gauche**). Dans un pays tributaire de l'exportation à hauteur de 50% de son PIB, ceci peut être un problème et, de fait la croissance des exportations a ralenti à 1.8% au 2ème trimestre 2011. Le sujet n'est pas mineur car la croissance économique du pays s'est infléchie de 6.9%/an durant les années 90 à 4.3% dans les années 2000 alors que le PIB/habitant à \$20000 n'est qu'à la moitié du PIB/habitant américain.
- Le **Real Brésilien/ graphique droite** a atteint, cet été, 1.56, un plus haut depuis 1999, ce qui a conduit le gouvernement à mettre en place une nouvelle taxe sur les transactions en devises, taxe qui n'est pas sans danger puisqu'elle a contribué à un recul sensible (35%) des investissements directs de l'étranger au 1er semestre 2011. Cette année l'appréciation contre \$ dépasse 5%.
- Aussi longtemps que l'injection de liquidités dans le monde restera importante et aussi longtemps que les pays émergents en situation d'excédents des paiements courants supporteront des taux d'intérêts plus élevés que dans les pays de l'OCDE (ce qui est normal compte tenu des différentiels de croissance économique et d'inflation), ils recevront des capitaux spéculatifs qui pousseront leurs devises à la hausse.
- Les pays asiatiques, en concurrence directe avec la Chine, à l'export sur de nombreux produits, ont longtemps essayé de caler la réévaluation de leurs devises sur celle du Yuan. Ce fut le cas, entre 2005 et 2008 pour le Baht thaïlandais ou le Peso philippin ou encore le \$ singapourien. Chacune des trois devises s'est appréciée du même pourcentage que le Yuan contre \$. Mais ensuite ils n'ont pas pu empêcher une décorrélation préjudiciable à leur compétitivité.



### 3.9. Or / Un potentiel de hausse persiste

• **Offre** : Le stock mondial d'or = \$8500 milliards = 60% du PIB américain = 5% de la valeur des actifs financiers dans le monde.

La production = 60% de l'offre annuelle, la différence provenant de la récupération ou des cessions opérées par les Banques centrales. En 2010, le premier producteur était la Chine (plus de 12% du total), devant l'Australie, les Etats-Unis et l'Afrique du Sud seulement quatrième (épuisement, sous-investissement, coupures d'électricité, craintes de nationalisation).



Les cessions opérées par les Banques Centrales représentaient une source importante d'offre qui s'est tarie. Le stock détenu par les banques centrales reste faible, n'est valorisé que \$1650 milliards et est inégalement réparti, entre une poignée de gros détenteurs, Etats-Unis (8100 tonnes d'or, soit 15% du bilan de la FED), France (2490 tonnes), Allemagne (3400 tonnes soit 17% du bilan de la BUBA), l'Italie (2450 tonnes, 25% du bilan de la banque centrale), la Suisse (1040 tonnes), le Japon (760 tonnes), le Portugal (380 tonnes soit 80% de ses réserves), le FMI (près de 3000 tonnes), la BCE (500 tonnes) et une immense majorité de petits détenteurs, les pays émergents, à l'instar de la Chine (1050 tonnes soit seulement 1.5% du bilan de la Banque Centrale).

• **Demande** : L'Inde est le premier acheteur d'or, 963 tonnes en 2010, en croissance de 66% durant l'année mais la demande Chine/Hong Kong, croit également rapidement, soit +29% à 607 tonnes. La demande mondiale pour la joaillerie approche les 50% de l'offre mondiale. L'injection de liquidités se traduit par une accumulation de réserves de change dans les pays émergents qui achètent de l'or pour ne pas diluer leur stock d'or. Dernièrement ce fut le Mexique, pour 100 tonnes, le Bangladesh, la Russie pour également 400 tonnes et beaucoup d'autres. Si la Chine voulait porter ses réserves d'or à seulement 5% du total de ses réserves, il faudrait qu'elle en achète 3000 tonnes, c'est-à-dire plus que le volume de production d'une année. La détention d'or par les ETF représente un stock supérieur à 2000 tonnes, soit environ 9 mois de production, au 6ème rang mondial des détenteurs.

• **Le prix de l'or** : le prix de l'or, \$1690 l'once le 17 octobre, est loin du plus haut du début des années 80, \$2300 corrigé de l'inflation, mais très supérieur au plus bas de \$250/once en mars 2001, car il profite du climat d'incertitude ambiant, du renchérissement des coûts de production à \$900, du contexte de reflation, de l'enrichissement des classes moyennes dans les pays émergents, notamment Inde et Chine et du développement des ETF. Historiquement le prix a été plus spéculatif que défensif, multiplication du cours par 20 entre 1971 et 1980, puis baisse de 60% en 1 an. Nous restons favorables à l'or assorti de ventes de calls.



## **4. Taux et Dettes:**

- **4.1. Les taux**
  - **L'inflation dans les pays de l'OCDE reste maîtrisée**
  - **L'inflation dans les pays émergents devrait baisser prochainement**
  - **Les taux d'intérêts vont rester durablement bas**
- **4.2. Les dettes**
  - **Les dettes publiques seront difficiles à stabiliser**
  - **Un endettement global souvent mésestimé**

## 4.1.1. Taux / L'inflation dans les pays de l'OCDE reste maîtrisée



- **Evolution de l'inflation dans l'OCDE:** Aujourd'hui les performances des marchés obligataires sont plus limitées et plus difficiles à obtenir. Les risques sur les dettes souveraines semblent contenus par la capacité que les Banques Centrales se sont données d'acquiescer, si nécessaire, ces créances. L'injection des liquidités répond à la volonté de maintenir à un bas niveau les taux longs pour amoindrir le coût de la dette publique et faciliter les refinancements immobiliers. En d'autres termes, les banques centrales doivent naviguer entre le risque d'une crise obligataire et le risque inflationniste.

- Aux **Etats-Unis**, le taux d'inflation, en septembre, est de 2.9% sur 1 an avec un taux « core » de 2%, en hausse sensible sur 1 an puisqu'il n'était que de 0.6% en octobre 2010.

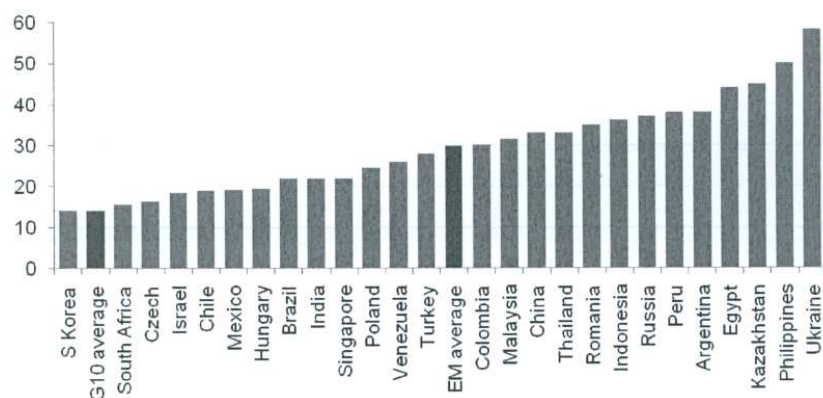
- Dans la **zone Euro**, le taux d'inflation s'est accéléré en septembre à 3%, en partie suite à un changement dans la comptabilisation des biens saisonniers. En Allemagne, le taux d'inflation était de 2.6% en septembre, un niveau inattendu.



## 4.1.2. Taux / L'inflation dans les pays émergents devrait baisser prochainement



Share of food prices in CPI – Intra-EM variations  
Inflation des prix alimentaires



Southeast Asia: Food & Energy weights in CPI Basket (%)  
Asie du sud-est: Alimentation & Energie (%) / indice des prix

| Countries           | Food & Energy (%) | Food (%) | Energy (%) |
|---------------------|-------------------|----------|------------|
| Philippines         | 65                | 49       | 16         |
| Indonesia           | 56                | 38       | 18         |
| Thailand            | 52                | 35       | 17         |
| Malaysia            | 51                | 34       | 17         |
| Singapore           | 32                | 22       | 9          |
| Average             |                   |          |            |
| Southeast Asia      | 48                | 32       | 15         |
| Emerging Countries  | 39                | 26       | 13         |
| Developed Countries | 20                | 11       | 9          |

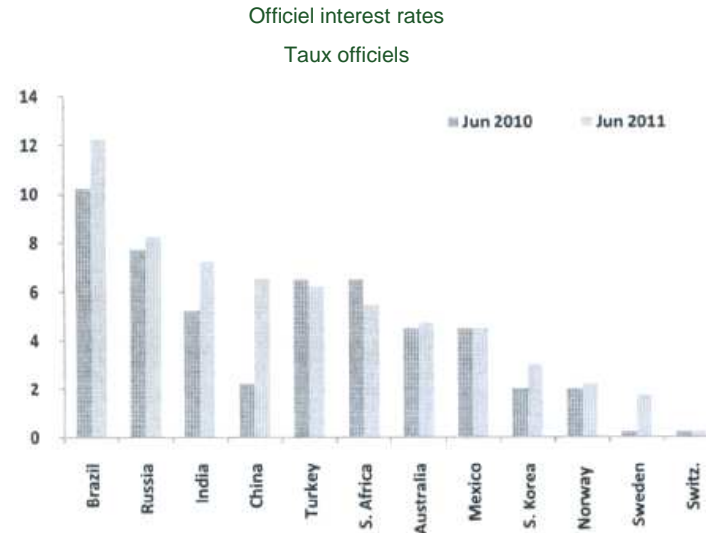
- La lutte contre l'inflation dans les pays émergents se traduit toujours par quelques hausses de taux, exemple en Inde à 8.25% en septembre mais le mouvement se termine et le Brésil a inversé la tendance en réduisant récemment ses taux de 12.5% à 10%. La Turquie a fait de même, comme l'Indonésie (-0.25 à 6.25%).

- **Les prix alimentaires** : c'est la variable clé de l'indice des prix dans les pays émergents. Ils représentent souvent plus de 30% de l'indice des prix, 31% en Malaisie, 33% en Chine ou en Thaïlande, 36% en Indonésie. Le fuel est la deuxième composante puisqu'elle entre à hauteur de 6% dans l'indice chinois, 15% en Inde, 25% en Indonésie. Souvent les gouvernements subventionnent les prix de l'essence pour diluer l'influence des variations mais cela pèse sur le budget (1.5% des dépenses publiques en Inde mais 11% en Malaisie ou 12% en Indonésie).

- **Evolution de l'inflation dans les pays émergents**: au Vietnam, le taux d'inflation est encore de 22% en septembre. En Russie l'indice « core » a baissé en septembre à 7.4% et l'indice global est à 7.2%.



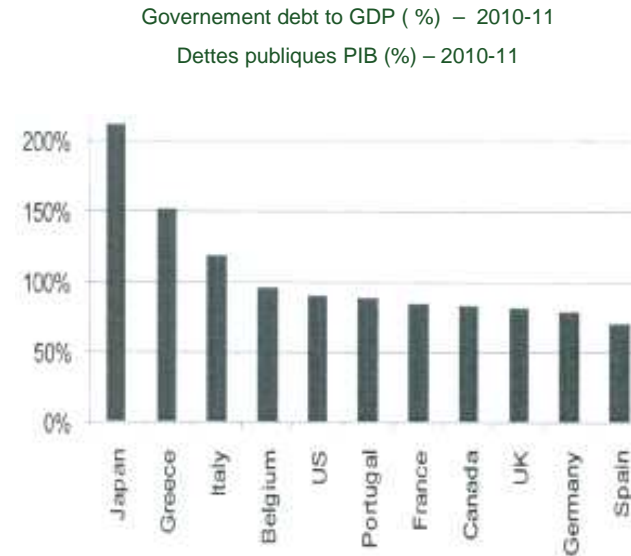
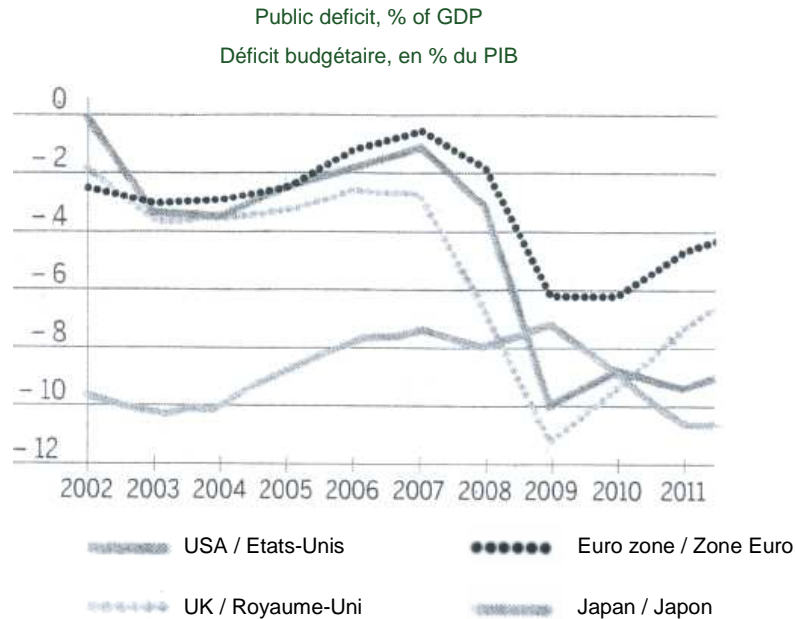
### 4.1.3. Taux / Les taux d'intérêts vont rester durablement bas



- La hausse des CDS sur les “risques souverains” qui reflète les attaques des “hedge funds” ne s’est pas accompagnée d’une hausse similaire des taux longs car les banques centrales interviennent. Aujourd’hui l’action des autorités monétaires vise trois objectifs : des taux réels négatifs pour réduire la charge de l’endettement, des injections de liquidités pour irriguer le marché interbancaire et des mesures de recapitalisation des banques pour prévenir un tarissement du crédit consécutif à des dépréciations de créances sur les risques souverains. La tension récente sur les taux longs (2.18% en Allemagne, 2.22 aux Etats-Unis) est logique et pas terminée.
- Aux **Etats-Unis**, la courbe des taux est aujourd’hui aplatie car les taux courts sont et resteront à 0.25% jusqu’en 2013 et les taux à 10 ans sont passés de 3.7% en février 2011 à moins de 2% aujourd’hui. La perte du AAA a été sans incidence sur les taux longs qui, même contrairement aux attentes, ont baissé.
- En **Europe**, les taux courts sont de 1.5% et les taux à 10 ans de 4% en pondéré. La BCE a singulièrement fait évoluer sa doctrine en acceptant d’acheter de la dette publique, en prenant en caution des titres BBB et non plus seulement A et en permettant aux banques de lui emprunter des montants illimités à taux fixes. Elle devrait aller plus loin en baissant les taux, bien que l’inflation européenne dépasse les 2% et que le taux ait augmenté en septembre, en Allemagne (2.6%), comme en Espagne (3%).
- En **Grande Bretagne**, la BOE maintient les taux courts à 0.5%, niveau très inférieur à l’inflation et vient d’ajouter £75 milliards aux £200 milliards de “Q.E” pour tenter de relancer la croissance.
- En **Australie**, les taux courts sont à 4.75%, niveau le plus élevé de tous les pays de l’OCDE, mais la hausse récente du taux de chômage à 5.3% en août et les chiffres décevants de la consommation incitent à penser que les taux devraient baisser en novembre.



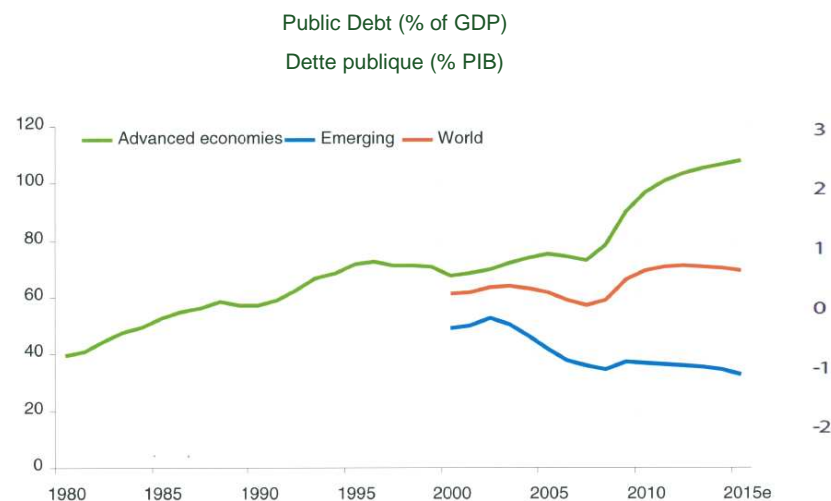
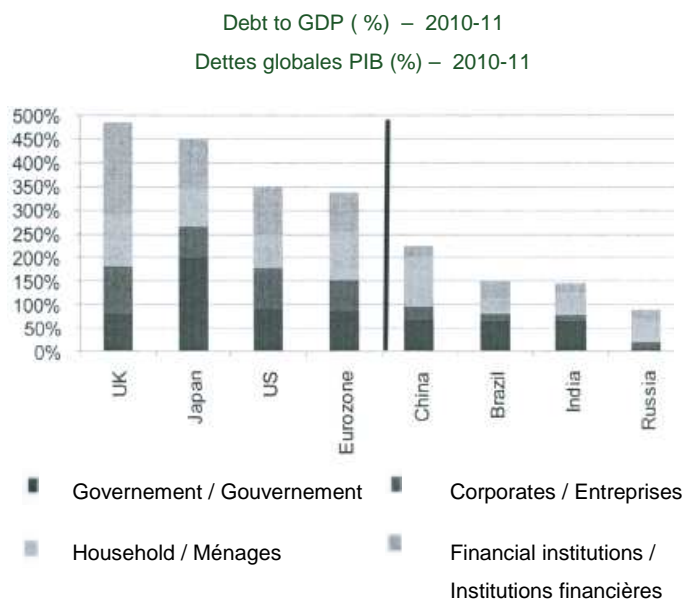
## 4.2.1. Dettes / Les dettes publiques seront difficiles à stabiliser



- Le marché du AAA totalise \$8700 milliards après déclassement de la dette américaine. Mais il convient de relativiser car si avant les dettes souveraines étaient jugées sans risque par rapport à des dettes entreprises jugées sensibles, la perception évolue.
- **Etats-Unis** : la FED détient \$1650 milliards de Treasuries, \$900 milliards de MBS pour un total de bilan de \$2900 milliards. Les étrangers ont acquis près de \$1 tn de Treasuries depuis 2008 et donc le maintien de la confiance est important.
- **Europe/mécanismes d'aide** : **1.** le FESF a une capacité de Euros 440 milliards dont 73 milliards promis à la Grèce et 44 milliards pour le Portugal et l'Irlande. Ajouté à l'aide du FMI, le total disponible, pour aider les Etats en difficulté, est de 750 milliards. **2.** La BCE peut acheter de la dette publique sur le marché (encours au 23 septembre Euros 156 milliards).
- **La dette publique en Europe** : en France elle est de 86% du PIB, soit Euros 1692 milliards à fin juin 2011.
- Après la Fed et la BCE, le FMI envisage aujourd'hui d'acquérir des obligations publiques pour faire baisser les "spreads".



## 4.2.2. Dettes / Un endettement global souvent mésestimé



• **Graphique gauche** : L'endettement global est souvent mésestimé. Il est élevé dans beaucoup de pays développés, notamment anglo-saxons, encore modéré dans les pays émergents, sans doute parce que le développement des crédits bancaires aux ménages est encore récent.

• **Graphique droite/ Pays émergents** : la dette publique, en % du PIB, a baissé depuis le début des années 2000 et mis à part l'Indonésie, le Mexique ou l'Argentine est à peu près partout inférieure à 40% mais à noter une forte croissance du crédit privé.

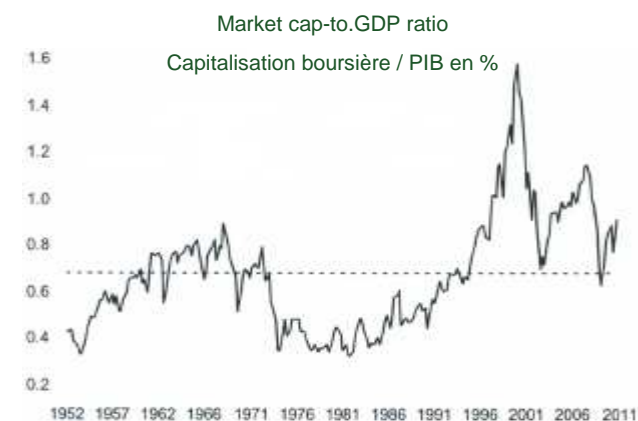


## **5. Bourses**

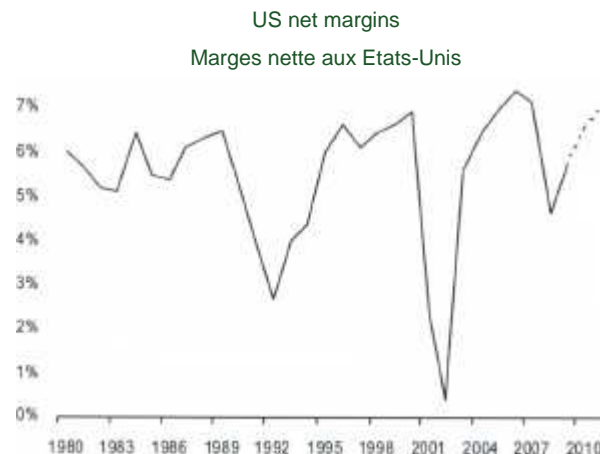
- **5.1. Une sous-évaluation**
- **5.2. Les investisseurs institutionnels ont réduit leur allocation en actions**
- **5.3. La situation des banques Européennes**



## 5.1. Bourses / Une sous-évaluation



— Market cap / GDP  
Capitalisation boursière / PIB  
..... Average / Moyenne

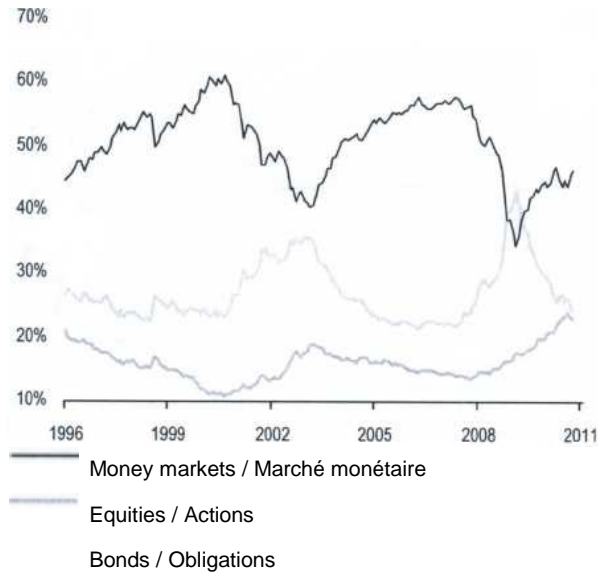


- **La situation est paradoxale** : les actions sont la pire classe d'actifs depuis 10 ans, les ratios de capitalisation/PIB, **graphique gauche**, ont beaucoup baissé et pourtant, **graphique droite**, les marges, aux Etats-Unis, comme en Europe, sont élevées. Les cours européens sont pratiquement au niveau du 4ème trimestre 2009 mais les bénéfiques sont 50% supérieurs.
- **L'évolution des résultats** : après deux ans d'amélioration, un essoufflement était perceptible à la fin du 1er semestre et des déceptions peuvent être redoutées au 3ème trimestre. Il faut éviter les entreprises qui ne disposent que d'un faible "pricing power" et ne peuvent répercuter les hausses des coûts matières premières et éviter les entreprises endettées donc exposées à une remontée probable des taux d'intérêts.
- **Des facteurs de soutien** : les nombreux rachats d'actions initiés par des sociétés riches de cash, la baisse récente des cours de matières premières est favorable pour beaucoup de sociétés qui, au 1er semestre, n'ont pas eu de latitude pour répercuter les hausses de cours.
- **Quelles anticipations** ? La question est aujourd'hui de savoir si nous sommes dans un environnement déflationniste, auquel cas les obligations restent à privilégier ou dans un environnement de stagflation, préjudiciable aux actions comme aux obligations ou encore dans un environnement de reflation qui laisserait augurer d'une reprise prochaine des valeurs de croissance. Nous penchons pour la 3ème option car il paraît clair que les banques centrales continueront à injecter des liquidités pour éviter la récession.
- **Pays émergents** : la capitalisation des résultats a sensiblement baissé à 8.5x les résultats 2012<sup>e</sup>. En Chine le PER n'est plus que de 12.5x à Shanghai pour les résultats 2011<sup>e</sup> car le marché est toujours 60% en dessous de ses plus hauts de 2007.



## 5.2. Bourses / Les investisseurs institutionnels ont réduit leur allocation en actions

Equities in % of US mutual fund assets  
Part actions dans les fonds mutuels américains



Equity weightings of US Pension funds at all-time lows  
Pondération en actions des fonds de pensions



US private pension funds, equities as % of invested assets  
Fonds de pension, actions en % des actifs investis

- Les deux **graphiques** montrent que les fonds mutuels, comme les fonds de pension, aux Etats-Unis, ont une allocation actions très inférieure à celle observée au tournant des années 2000. La même évolution est observée en Europe et quelque part, elle est rassurante car, quand la confiance reviendra, il y a un gros potentiel de flux vers les actions.



## 5.3. Bourses / La situation des banques Européennes

Evolution indices banques zone Euro depuis 2007 versus Eurostoxx 600

Eurozone banking indexes evolution versus Eurostoxx 600 since 2007



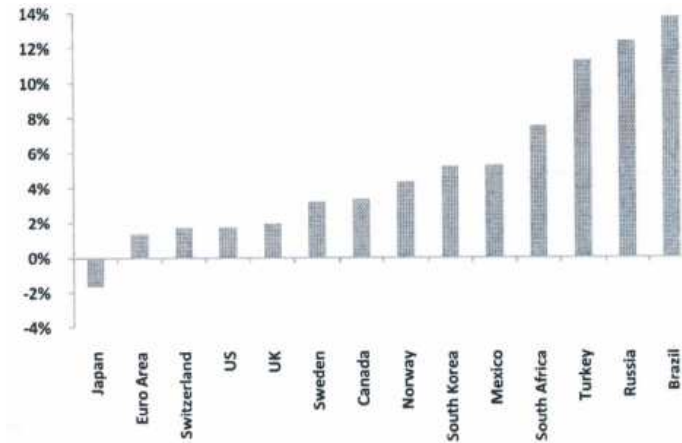
- 1. En 2007, 1/3 des profits aux Etats-Unis provenait de ce secteur contre 15%, en 1983 avant les réformes financières.
- 2. La recapitalisation des banques depuis 2008 Euros = 420 milliards en Europe, 580 milliards aux Etats-Unis. Les banques européennes ont Euros 1000 milliards de fonds propres, Euros3000 milliards de dettes souveraines, les banques américaines \$430 milliards, dont \$165 milliards sur l'Etat américain. Cela représente 8% des actifs des premières, 3.2% des secondes qui supportent également le poids des \$4800 milliards de créances hypothécaires (source IIF).
- 3. Les profits des banques de la zone Euro ont été de Euros 93 milliards en 2007, 5 en 2008, 38 en 2010 et 27 milliards au S1/2011 et ainsi le Tier One était de 11%. La gestion du dossier Dexia est rassurante car rapide et efficace.
- 4. Les banques sont confrontées, conjoncturellement à une faible croissance des crédits et un aplatissement de la courbe des taux, structurellement à une hausse des coûts de financement et aux exigences de Bâle III (notamment la nécessité de détenir des gros portefeuilles de dettes publiques) et à un horizon peu éloigné à des « haircuts » sur la dette publique. Le FMI évalue à 200 milliards les expositions des banques européennes aux Piigs et suggère une recapitalisation de ce montant.
- 5. Les problèmes de refinancement sont exagérés : taux interbancaire à 0.6% seulement, financement en \$ problématique pour une seule banque française et un petit montant, 500 millions face à des emplois en \$ de 50 milliards par les banques françaises.
- 6. L'inquiétude sur les dettes publiques se traduit au niveau de la valorisation des banques, notamment françaises : La BNP vaut 39 milliards en Bourse malgré Euros 66 milliards de fonds propres et 1.7 milliard de provision supplémentaire dans l'hypothèse d'un défaut grec à 50%, Crédit Agricole en dépit de 45 milliards de fonds propres ne vaut que 13 milliards. Pour Société Générale 47 milliards de fonds propres mais 16 milliards de capitalisation et 1 milliard de provisions à prévoir sur la Grèce. Les banques sont donc contraintes de couper les dividendes, d'alléger leurs bilans ou/et des augmentations de capital, dilutives aux cours actuels.
- 7. Dans de nombreux petits pays, les actifs bancaires représentent un multiple important du PIB. On a vu le problème en Irlande en 2010. La Suisse avec un ratio de plus de 8x exige désormais de meilleurs ratios de capitalisation, la Belgique est à 6.3x, les Pays-Bas à 5.3x tandis que la France ou l'Allemagne sont à 3.3x, le Japon à 1.9x et les Etats-Unis à 0.9x.



# Conclusion



Private final consumption expenditure change end 2007 – end 2010  
Evolution de la consommation privée de fin 2007 à fin 2010



## • Le constat :

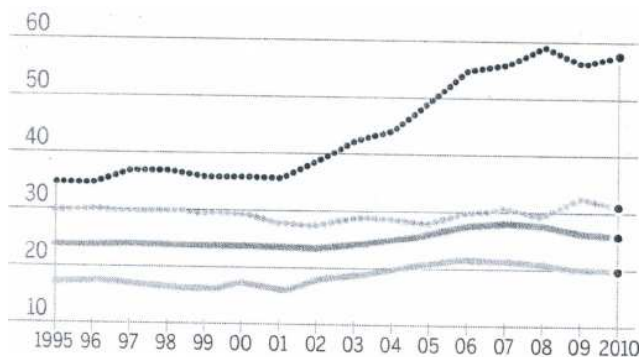
- La croissance mondiale moyenne de 1980 à 2009 a été de 3.3% mais elle risque d'être plus faible au cours des prochaines années du fait de la nécessaire austérité budgétaire qui va retirer 2.5 points de croissance aux Etats-Unis en 2012 (sauf adoption du plan Obama sur l'emploi), 1.5 point en Europe au moment même où les banques sont plus restrictives sur le crédit et les ménages toujours plus soucieux de se désendetter. En témoigne l'évolution des indicateurs de confiance, du marché de l'emploi ou de la consommation (**graphique**) dans les pays de l'OCDE.

- La situation est plus risquée qu'en 2007 pour deux raisons : L'endettement privé excessif est toujours un problème dans certains pays anglo-saxons ou en Espagne, l'endettement public s'est généralisé depuis 2007, la capacité à stimuler les économies par la voie budgétaire est épuisée, les politiques monétaires ne peuvent qu'inonder les économies de liquidités car l'arme des taux est épuisée.

- La crainte des marchés, c'est une dérive vers un scénario à la japonaise dans les pays de l'OCDE. Dans les faits, entre le glissement des taux longs aux Etats-Unis ou en Allemagne, la persistance de la crise immobilière aux Etats-Unis, la faiblesse des systèmes bancaires ou l'atonie des marchés de crédit, les inquiétudes abondent mais nous pensons que les Etats réussiront à conjurer ce risque.

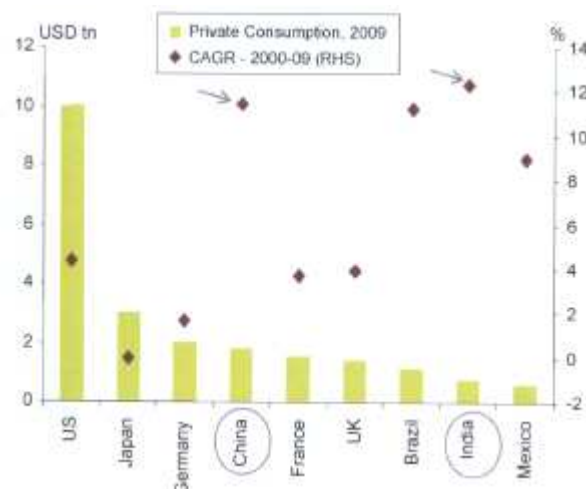


National saving rate (%)  
Taux d'épargne national (%)



World / Monde  
China / Chine  
South America + Mexico / Amérique latine + Mexique  
All emerging Asia excluding China and India / Ensemble des émergents d'Asie hors Chine et Inde

Consommation: taux de croissance et volume en %



- **Les espoirs :**

- Une moindre inflation, notamment dans les pays émergents, favorisée par la détente des cours des matières premières (pétrole et alimentaires), donc un arrêt des hausses de taux dans ces pays.
- Les effets positifs des taux réels négatifs sur la dette publique et la dette des ménages.

- **Les solutions :**

- Il n'y a pas lieu de redouter un tarissement des liquidités car les Banques centrales (BOE, BNS, BOJ, FED) ont ou vont à nouveau accroître les injections.
- En Europe, on peut escompter un abaissement des taux de la BCE, un « haircut » de 60 et non plus 20% sur la dette grecque avec parallèlement une recapitalisation rapide des banques, facilitée peut être par l'utilisation d'un effet de levier sur les Euro440 milliards du FESF ou un avancement du lancement du MES, mécanisme européen de stabilité, initialement prévu pour mi-2013. et parallèlement offrir la liquidité aux Etats confrontés à des « roll over » importants de dettes.
- Dans les Etats occidentaux, Il faut élever le taux de croissance potentielle et plus spécifiquement, dans les pays d'Europe du sud, abaisser les coûts de production, car in fine le problème n'est pas tant l'endettement que la compétitivité. Et à défaut de résultats, on peut conjecturer des taux d'endettement publics plus élevés dans 4 ans qu'aujourd'hui.
- Dans les pays émergents, en situation d'excédents des paiements courants, il faut espérer un redéploiement plus rapide du modèle de croissance vers la consommation domestique (voir les deux **graphiques**). La dette du secteur privé, 75% du PIB, est moitié de celle des pays développés et la dette publique très inférieure.