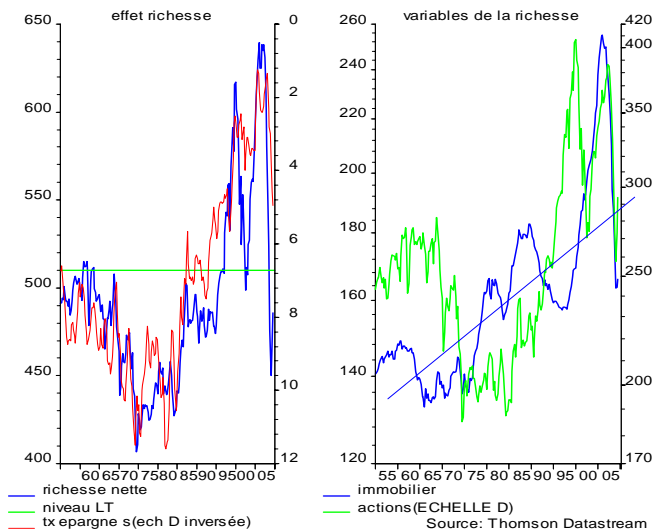


2010, 2^{ème} partie : « Sell in may and go away » ? ou le risque de “double dip”

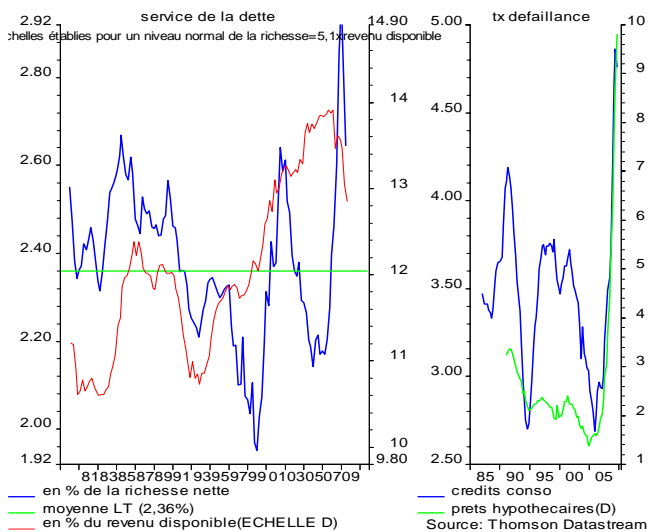
Notre optimisme de court terme, encore conforté cette semaine par l'ISM manufacturier américain et le PMI chinois, va de pair avec un certain pessimisme à moyen terme. Le surendettement privé ou/et la dégradation des finances publiques hypothèquent l'avenir de la reprise économique et du rally boursier. Les perfusions de la Fed sur le marché hypothécaire ne parviennent pas à redresser le climat immobilier et les prix accusent encore une chute de 30 % par rapport à 2006, 4 fois plus qu'en 1990 ! En écho à un taux de chômage au plus haut depuis 27 ans, la confiance des Américains dans le présent continue de baisser et s'approche des plus bas du début des années 80. On n'avait jamais vu en Europe, même en 1993, les prêts bancaires au secteur privé reculer. A la différence de 1994, le climat des affaires, dans la zone euro comme en France, ne remonte que grâce à la baisse des stocks, mais sans hausse des carnets.

• Pénalisée par l'immobilier, la remontée de la richesse des ménages américains reste insuffisante pour les resservir

ETATS-UNIS : RICHESSE NETTE DES MENAGES 8/1/10
en % du revenu disponible



ETATS-UNIS : SURENDETTEMENT DES MENAGES 8/1/10

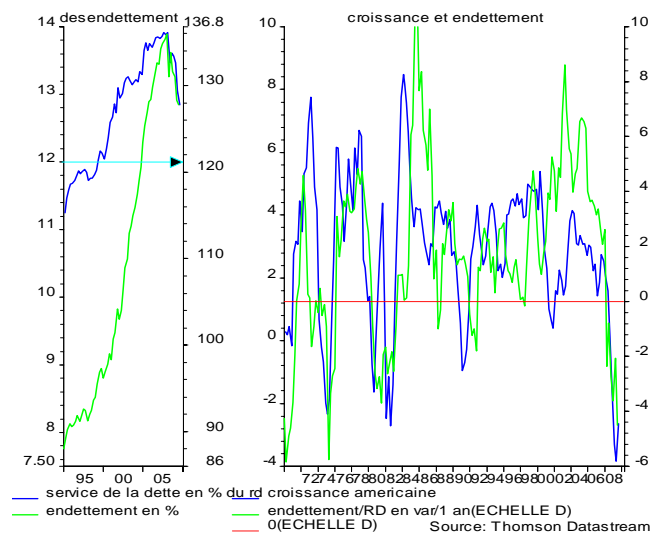


L'effet richesse négatif induit par le krach immobilier est au cœur de la crise américaine. Il implique une remontée du taux d'épargne, soit une baisse du multiplicateur keynésien des dépenses autonomes ou encore un décrochage durable du revenu d'équilibre. Certains se sont donc réjouis lors de la publication des derniers « Flow of Funds » de la remontée de la richesse nette de presque 5 000 mds \$ sur les 2 derniers trimestres. Il s'agit en réalité d'une pure illusion, le 1^{er} trimestre ayant été révisé en forte baisse à cause de l'immobilier. A 4,86x le revenu disponible annuel, le 3^{ème} trimestre ressort finalement légèrement en dessous du 2^{ème} trimestre initialement annoncé. Cet épisode nous conforte dans notre estimation du niveau normal (de long terme) de la richesse nette autour de 5,1x le revenu disponible. Rappelons qu'il nous sert à mesurer le bon niveau du service de la dette exprimé en % du revenu disponible (12 %). Le surendettement des ménages s'apprécie en effet par rapport au service plutôt que par rapport à la dette elle-même et relativement

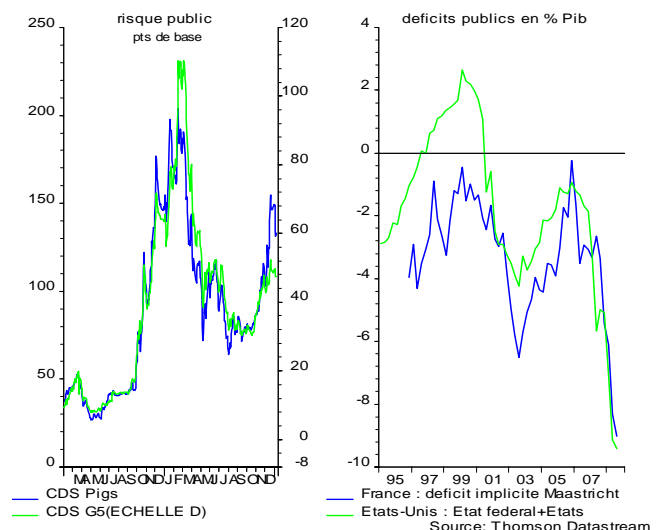
à la richesse de préférence au revenu comme le veut la théorie moderne de la consommation. Le verdict est sans appel. En consacrant encore 2,63 % de leur richesse et 12,8 % de leur revenu au service de leur dette, les Américains restent surendettés. Ce que confirment des taux record de défaillance sur crédits immobiliers (9,81 %) et conso (4,76 %) contre des sommets en 91 de 3,4 et 4,2.

• Une double hypothèque sur la reprise : le désendettement privé et la montée du risque public

ETATS-UNIS : EFFET DE LEVIER A L'ENVERS 6/1/10



DERIVE ALARMANTE ET GENERALISEE DES FINANCES PUBLIQUES 8/1/10



Les Américains, qui ont réduit leur endettement de 6 % en l'espace d'1 an ½, doivent encore fournir le même effort, au détriment de la croissance bien entendu. On ne peut donc pas espérer de vraie reprise aux Etats-Unis avant 2012. Ce n'est pas la seule menace. La dérive des finances publiques atteint des niveaux inconnus, comme aux Etats-Unis par exemple où on dispose de statistiques depuis 1950, alors que les autorités ne peuvent compter ni sur l'inflation, ni sur la croissance pour diminuer le poids de la dette publique. Aucun pays ne fait exception, et pas la France avec 9 % de déficit public au sens de Maastricht (173 mds euros sur 1 an), au point d'affoler les CDS souverains et d'enflammer l'or ! FC

Les opinions émises dans ce document n'engagent pas la responsabilité de la Banque Leonardo.