



# Liberté Info

## *Sommaire*

- Le trimestre en chiffres **2**
- Laudator temporis acti ? **3**
- De la rente à l'OAT : conséquences **3 à 5**
- Que nous disent les entreprises ? **5 à 7**
- C'est un grand tort, que d'avoir raison trop tôt ! **7 à 8**
- Le secteur bancaire, le mal-aimé, en quête de réhabilitation **9 à 11**
- L'Europe en crise, un modèle économique en mutation **12 à 14**
- Pourquoi le « véritable Petit Beurre LU » est-il ainsi formé et dessiné ? **15**

# LE TRIMESTRE EN CHIFFRES:

	30.12.2013	30.09.2014	Variation depuis le 30.12.2013
--	------------	------------	-----------------------------------

## MARCHÉS BOURSIERS

EUROSTOXX 50	3 100,93	3 225,93	4,0 %
STOXX 50	2 909,37	3 067,29	5,4 %
NEW YORK (Dow Jones)	16 504,29	17 042,90	3,3 %
NEW YORK (Nasdaq)	4 154,20	4 493,39	8,2 %
S&P 500	1 841,07	1 972,29	7,1 %
TOKYO (Nikkei)	16 291,31	16 173,52	-0,7 %
SUISSE (SMI)	8 202,98	8 835,14	7,7 %
LONDRES (Ftse 100)	6 731,27	6 622,72	-1,6 %
FRANCFORT (Dax)	9 552,16	9 474,30	-0,8 %
PARIS (CAC 40)	4 275,71	4 416,24	3,3 %
Or (Once en \$)	1 196,50	1 208,16	1,0 %
Pétrole (WTI en \$)	93,70	91,16	-2,7 %
Pétrole (Brent en \$)	111,21	94,67	-14,9 %

## TAUX

### 10 ANS

France (OAT)	2,56	1,29	-1,28
Etats-Unis	2,97	2,49	-0,48

### 2 ANS

France (OAT)	0,29	-0,01	-0,30
Etats-Unis	0,35	0,62	0,27

### 3 MOIS

Zone Euro	0,15	-0,03	-0,18
Etats-Unis	0,06	0,03	-0,03

## DEVISES

Euro/Dollar	1,3801	1,2631	-8,5 %
Euro/Livre	0,8364	0,7791	-6,9 %
Euro/Franc Suisse	1,2254	1,2063	-1,6 %
Euro/Yen	145,09	138,49	-4,5 %
Dollar/Yen	105,15	109,65	4,3 %

## DUBLY-DOUILHET GESTION\*

Liberté 50	143,92	151,65	5,4 %
Liberté Euro PEA	168,63	171,68	1,8 %
Liberté Amérique	382,01	419,67	9,9 %
Liberté Santé	186,79	223,67	19,7 %
Liberté Oblige	220,24	223,34	1,4 %

Source : Bloomberg - Les performances passées ne présentent pas des performances futures.  
\* Valeur liquidative des OPCVM Dubly - Douilhet Gestion.



## LAUDATOR TEMPORIS ACTI\* ?

C'était mieux avant ? C'était mieux du temps du franc or (1804-1914) où l'on plaçait son argent en rentes sur l'Etat français, qui rapportaient 3% l'an nets d'impôts et d'inflation, où l'on doublait son capital en moins d'une génération (22 ans) en réinvestissant les arrérages (coupons) ?

Alors qu'aujourd'hui le placement en obligations de l'Etat français sur 10 ans ne rapporte plus que 1,40% l'an desquels il faut défalquer la kyrielle d'impôts et de contributions sociales.

Certes, mais l'économie était très « hexagonale », on pouvait difficilement diversifier ses risques en valeurs étrangères et participer ainsi à la croissance mondiale ou dans certaines régions spécifiques du globe.

Après la profonde crise des « subprimes » de 2008, grâce à la politique active des

banques centrales, les affaires semblent bien reparties aux Etats-Unis et aller mieux dans les pays émergents. Malheureusement l'Europe, et particulièrement la France, semble en panne et le Japon, malgré une politique agressive de baisse du yen, ne parvient pas à afficher une croissance significative.

On peut espérer que l'économie américaine, accompagnée par la hausse du dollar, jouera dans les mois qui viennent le rôle de locomotive dans le monde et aidera l'Europe à sortir du pot au noir dans lequel elle est actuellement engluée. Auquel cas cela réserverait de beaux jours à l'investissement en actions.

**Hugues DUBLY**  
dublycontact@dubly.fr

\*Horace - L'art Politique  
« Faisant l'éloge du passé » souvent traduit par « C'était mieux avant »

## DE LA RENTE A L'OAT\* : CONSÉQUENCES

De 1804 à 1914, aux temps, bénis pour l'épargnant, du franc-or, aux temps où il n'y avait ni inflation, ni impôts sur le revenu, ni impôts sur la fortune, ni CSG, on plaçait son argent en rentes sur l'Etat qui rapportaient 3% l'an.

Oui 3% ! On vivait de ses rentes sans toucher au capital. On épousait une jeune fille pour ses rentes comme le

baron de Nucingen et Delphine la fille du père Goriot, lequel avait 300 000 F de rente soit (très approximativement) 3 millions d'euros de revenus annuels.

Et nos grands-parents se sont fait séduire par les Emprunts russes, car l'Etat russe empruntait à la fin du XIX<sup>ème</sup> siècle à 5% (60% plus « cher » que l'Etat français). Ils avaient seulement oublié que la

\* OAT : Obligation Assimilable du Trésor, emprunt d'Etat français

« signature » de l'Etat russe était de bien moins bonne qualité que celle de l'Etat français et ils se sont retrouvés ruinés par la révolution bolchevique.

Mais revenons à notre rente perpétuelle qui donnait 3% d' « arrérages » (de coupons) tous les ans et dont le cours avoisinait la valeur d'émission à la bourse (sauf en des périodes troubles comme après la défaite de Waterloo).

Cette longue période de stabilité est souvent donnée en exemple par la théorie économique pour démontrer que

ne pas consommer pour épargner sans risque, cela vaut 3%.

On en est loin, aujourd'hui puisque l'argent placé en emprunts d'Etat français (OAT) à 10 ans rapporte environ 1,40%, en emprunts allemands à 10 ans (Bund) un peu plus de 1%, en emprunts espagnols (Bonos) à 10 ans 2,32%, en emprunts portugais (OT) à 10 ans 3,20%.

Nous avons assisté à une chute vertigineuse de ces rendements depuis le début de l'année puisqu'ils ont été pratiquement divisés par deux en huit mois.

#### **Rendement des emprunts d'Etats à 10 ans**

	<b>Au 17/09/2014</b>	<b>Au 01/01/2014</b>
France	1,43	2,58
Allemagne	1,06	1,92
Espagne	2,32	4,15
Portugal	3,20	6,13

Ce niveau des taux d'intérêts n'est en vigueur qu'en Europe et au Japon. Partout ailleurs dans le monde les taux sont à un niveau beaucoup plus élevé : 2,57% aux USA, 4,3% en Chine et 11,8% au Brésil.

Et ils ont comme conséquence indirecte de pousser les épargnants à investir en actions où ils trouvent des rendements plus importants (de l'ordre de 3,5% en France sur un an glissant par exemple). Encore faut-il que l'économie ne tombe pas en récession, auquel cas les bénéfices et dividendes et donc les rendements baisseraient.

La Banque centrale européenne (BCE) s'active à relancer l'économie en injec-

tant des sommes importantes (Quantitative easing). La Réserve fédérale (FED) l'avait précédée avec succès de quelques années si bien que l'économie US progresse aujourd'hui à un rythme annuel voisin de 2,5% actuellement.

In fine, l'épargnant qui place son argent en emprunts d'Etat finit, après les prélèvements des impôts, par avoir un rendement négatif. Ainsi un Français à la tranche marginale d'impôts sur le revenu et de l'ISF qui place 1.000 € en OAT, touchera 12 € de coupon par an mais paiera 5,40 € d'impôt sur le revenu, 1,86 € de CSG/RDS et 15 € d'ISF, soit un rendement net de -10,26 € (-1,026%).



Cette situation est préoccupante. Elle témoigne que l'argent est abondant, très abondant et ne trouve pas à s'employer. Elle témoigne aussi que certains pessimistes anticipent une déflation (d'environ -2% / -3% annuel) et s'estiment heureux de placer encore leur argent à 1%.

L'épargnant français aura donc intérêt actuellement à investir en valeurs américaines qui devraient s'apprécier concomitamment à l'économie et au dollar bien parti semble-t-il pour continuer à

monter contre l'euro (1,29 aujourd'hui contre 1,37 en début d'année) ou en valeurs européennes exportatrices en zone dollar, en attendant que l'Europe sorte de sa léthargie.

Et oui ! On est loin de la rente perpétuelle de nos ancêtres, qui connaissaient à peine les actions cotées et pas du tout les valeurs américaines.

**Hugues DUBLY**  
dublycontact@dubly.fr

## QUE NOUS DISENT LES ENTREPRISES ?

Lorsque les chiffres macroéconomiques se contredisent, les publications d'entreprises nous offrent le meilleur signal pour comprendre, au plus près, la conjoncture mondiale. Analysons donc les derniers résultats semestriels.

### **Europe : la reprise se fait attendre**

Du luxe à la consommation, en passant par l'industrie, toutes les entreprises nous rapportent le même constat : l'Europe poursuit son ralentissement économique, contrairement aux Etats-Unis et à l'Asie. Ainsi, pour le premier semestre, LVMH a affiché une croissance de ses revenus en Europe de 1% contre 6% aux Etats-Unis et 3% en Asie Pacifique (hors Japon). De même pour Nestlé qui annonce une croissance de 0,6% en Europe, contre une progression de 4,9% aux Etats-Unis et de 4,7% en

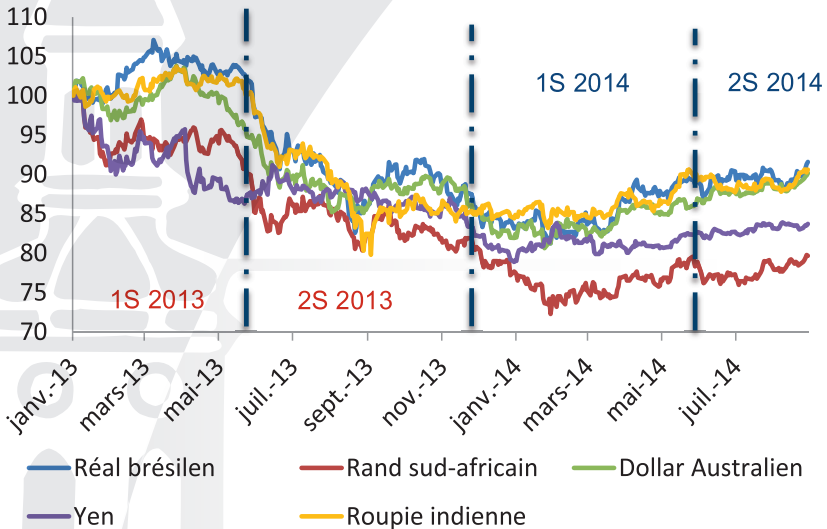
Asie. Enfin Air Liquide a vu ses revenus chuter de 5,6% en Europe contre une progression de 3,6% aux Etats-Unis et de 4,8% en Asie.

La reprise est donc difficile pour l'Europe. Nous espérons cependant que les récentes mesures prises par les banquiers centraux et gouvernements redynamiseront cette croissance qui se fait attendre.

### **Pays émergents : sur la voie de la stabilité**

Après les fortes turbulences qu'ont connues les pays émergents conduisant au second semestre 2013 à l'effondrement de leurs monnaies, des dévaluations comprises entre 30% pour le yen et 20% pour le dollar australien et le réal brésilien, la situation semble désormais se stabiliser.

## Les devises émergentes & asiatiques versus euro



La stabilité affichée des monnaies au 2<sup> me</sup> semestre 2014 (sur un an glissant) devrait permettre aux entreprises exportatrices de ne plus subir les effets des variations de change sur leurs chiffres d'affaires. Ainsi au 1<sup>er</sup> semestre, Edenred, le leader mondial des services prépayés aux entreprises, a vu son chiffre d'affaires total amputé de 13,5% suite à la baisse des monnaies en Amérique latine (le Groupe y réalise la moitié de ses revenus). Pour le 2<sup> me</sup> semestre, le management s'attend à un effet de change négatif de 6% sur le chiffre d'affaires. Des anticipations qui sont partagées par la direction de LVMH, puisque le Groupe prévoit une contribution positive du change sur la croissance de ses revenus (après une baisse de 4% au 1<sup>er</sup> semestre).

### Le Japon : sur le chemin d'une petite croissance

En faisant baisser sa devise de plus de 30%, le Japon a retrouvé le chemin d'une petite croissance, grâce notamment au retour de la compétitivité dans ses secteurs exportateurs comme l'industrie automobile, l'électronique. Par exemple, Toyota a vu son revenu progresser de plus de 18% au dernier semestre. Mais la nécessaire baisse du déficit public contraint les administrations à adopter des réformes budgétaires qui pénalisent la croissance naissante, particulièrement la consommation domestique. Ainsi, suite au relèvement de la TVA de 5 à 8% LVMH a vu son chiffre d'affaires au Japon passer de +32% au 1<sup>er</sup> trimestre à une baisse de 11% au 2<sup> me</sup>.

### Etats-Unis : la reprise se confirme

La reprise initiée en 2013 auprès des grandes industries traditionnelles est aujourd'hui confirmée. En effet, Michelin tout comme Legrand voient la croissance de leurs revenus sur la zone progresser de 9%, contre une baisse de 3% sur l'Europe. De même pour *Canadian National Railway* (leader dans le transport ferroviaire de marchandises aux Etats-Unis) qui voit ses revenus progresser de 13,2%, dynamisé par la croissance du transport des produits pétroliers et chimiques ainsi que des céréales et engrais.

Mais cette ré-industrialisation de l'économie ne s'accompagne pas pour le mo-

ment d'une reprise de la consommation, comme l'illustrent les derniers résultats de Wal-Mart avec 5 trimestres consécutifs de baisse du chiffre d'affaires à magasins comparables, de même ceux de McDonald's avec 3 trimestres de baisse.

Ces constats traduisent donc bien l'environnement incertain dans lequel nous nous trouvons et la nécessité une nouvelle fois d'adopter une stratégie prudente concentrée sur les marchés de niche et les valeurs à forte génération de cash-flow.

**Tania GONCALVES**

tania.goncalves@dubly.fr

## C'EST UN GRAND TORT, QUE D'AVOIR RAISON TROP TÔT !

La parité Euro/Dollar déjoue toutes les prévisions des stratégestes depuis 2 ans. Il faut dire que les marchés nous présentent des situations qui laissent perplexes. A 10 ans, les Etats-Unis, classées AA pour sa note souveraine, empruntent à 2,57%, alors que l'Espagne notée BBB emprunte à 2,32% et l'Allemagne notée AAA, donc légèrement mieux que l'Amérique, à 1,06%. Les situations fondamentales et instantanées de ces trois pays ne justifient pas de tels écarts,



appelés « spread ». Il faut donc chercher une réponse dans les anticipations des acteurs de marchés pour tenter d'expliquer cet état de fait. Exercice difficile s'il en est, et nous l'aborderons avec beaucoup d'humilité.

On peut dire que si l'écart de taux entre l'Allemagne et les Etats-Unis est si important, cela signifie qu'ils anticipent :

- soit une baisse du dollar et qu'ils réclament une prime avec un taux d'intérêt plus élevé pour couvrir la

- baisse éventuelle de la devise,
- soit qu'ils anticipent une hausse de l'inflation aux Etats-Unis et de la même manière le taux plus élevé compenserait la hausse des prix.
- cela pourrait signifier également qu'il y a des anticipations de déflation en Europe qui se traduisent par une abondance de capitaux non employés, qui pèse à la baisse sur la rémunération de l'argent.

Quant à l'interrogation sur les deux premiers points, nous serions plus volontiers enclins à imaginer une hausse de l'inflation, plutôt qu'une baisse du dollar. En effet, les indicateurs de croissance américaine deviennent de plus en plus positifs, et laissent désormais entrevoir un redressement de l'économie qui devient de plus en plus tonique. D'autre part, le ralentissement de la politique monétaire accommodante devrait faire monter les taux d'intérêt à long terme.

Quant au dollar, on peut penser que le sommet de Jackson Hole\* qui s'est tenu fin août aux Etats-Unis marque une charnière et a été l'occasion pour les grands argentiers de sceller un accord objectif

pour laisser monter le dollar. Un faisceau de prévisions s'exprime pour voir la parité Euro/Dollar à 1,27 vers la fin de l'année ; à comparer à 1,37 en début d'année, 1,40 en mai et à 1,18 lors de la création de l'Euro en 1999.

Si tel était le cas, et si nous avions concomitamment une hausse du dollar et une hausse de l'inflation en Amérique, alors l'espoir de voir enrayer les tensions déflationnistes européennes deviendrait possible. En effet, un Euro plus faible vis-à-vis du dollar relancerait les exportations, entraînant une baisse du chômage et par voie de conséquence une hausse de la consommation.

Voilà l'équation gagnante qui peut aider l'Europe à surmonter ses difficultés actuelles et justifier pour nous notre décision de conserver, voire d'augmenter sur opportunité la classe d'actifs : actions de grande qualité.

Soyons vigilants et lucides, car c'est également un grand tort, que d'avoir raison trop tard !

**Michel VELGHE**  
dublycontact@dubly.fr

### Parité EUR/USD - Source bloomberg



\*Jackson Hole : ville américaine dominée par les Rocheuses, située dans l'état du Wyoming au nord-ouest des Etats-Unis, et choisie par les gouverneurs de banques centrales mondiales pour discuter annuellement de l'avenir du monde. C'est une sorte de rentrée financière des grands argentiers.

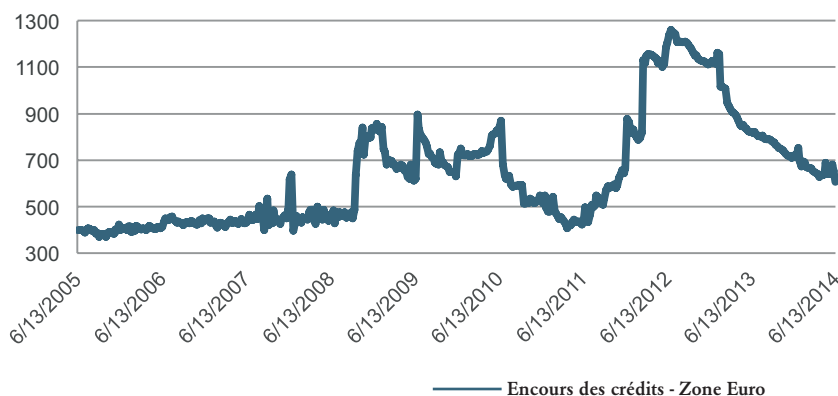


## LE SECTEUR BANCAIRE, LE MAL-AIMÉ, EN QUÊTE DE RÉHABILITATION

Dans l'esprit du grand public et de certains responsables politiques, le désamour à l'égard des banques s'est considérablement amplifié depuis la crise financière majeure de 2008. La rupture réside principalement dans la prise de conscience collective de l'apparition d'un enchaînement potentiellement dévastateur pour l'économie avec comme acteurs majeurs les banques au cœur de ce que l'on nomme depuis la crise systémique.

A l'époque, le facteur déclencheur a été la faillite d'une banque américaine, Lehmann Brothers, le 15 septembre 2008. Les conséquences se sont révélées énormes, la principale étant que, du jour au lendemain, le circuit financier international s'est figé, la plupart des banques

refusant de se prêter de l'argent entre elles, ce que l'on appelle couramment le marché interbancaire, et préférant déposer leurs liquidités excédentaires « en lieu sûr », à l'image d'un coffre-fort à la Banque centrale européenne (BCE) en Europe ou à la Réserve fédérale aux Etats-Unis (FED). Résultat immédiat, la distribution de crédit s'est grippée, les banques ayant de plus en plus de difficultés à se refinancer. Dans la foulée et à titre d'exemple, les prix de l'immobilier se sont effondrés aux Etats-Unis ou en Espagne, les crédits pour l'acquisition d'automobiles se sont faits plus rares sans parler des entreprises éprouvant de plus en plus de difficultés à obtenir des concours de trésorerie auprès de leurs banques.



L'entrée en récession a été immédiate. Les banques ont été désignées comme responsables d'autant que les investis-

seurs, inquiets de la solvabilité des Etats les plus fragiles en période de récession, cherchaient à se délester des obligations

de ces pays « périphériques » en ne conservant que des obligations des pays cœur, principalement l'Allemagne.

A ce stade l'enchaînement est implacable. La solidité des banques devient problématique car elles sont détentrices dans leur bilan à l'actif de positions considérables en emprunts d'Etat. L'hypothèse de défaut d'un seul Etat, souvenons-nous de l'épisode grec ou chypriote, risquait de se propager à l'ensemble de la zone européenne voire au reste du monde compte tenu de l'interdépendance des économies.

La tentation est alors grande de jeter l'opprobre sur tous les acteurs du secteur, le crime d'un seul ou de quelques-uns rejaillissant sur l'ensemble.

Ce « sombre tableau » doit être nuancé notamment en ce qui concerne les banques françaises vertueuses dans leur pratique de distribution de crédit et la gestion de leurs risques. C'est ce que l'on appelle dans le jargon technique le coût du risque. Il s'agit de la gestion du taux de défaut (les emprunteurs défaillants rapportés à l'ensemble de l'encours des prêts figurant au bilan des banques). Ce taux est particulièrement bien maîtrisé en France.

Hélas pour nous Français qui, une fois n'est pas coutume, nous étions comportés en bon gestionnaire, nous nous sommes retrouvés pénalisés. En effet, les autorités de supervision américaines peu désireuses de devoir réglementer leur secteur financier ont opté en simplifiant pour l'exigence de fonds propres supplémen-

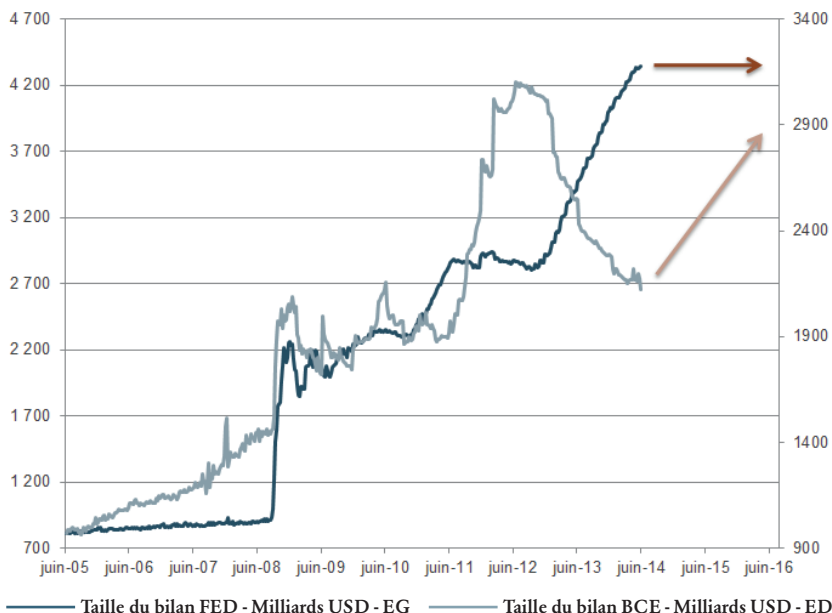
taires rapportés aux encours de crédit. Le mécanisme est peu contraignant, les marchés financiers américains très développés ayant la capacité d'absorber d'importants portefeuilles de crédit titrisés (transfert à des investisseurs d'actifs financiers) cédés par les banques, ce qui leur permet d'alléger leur bilan à moindres frais.

Cette exigence de fonds propres accrus couplée à des règles contraignantes s'applique désormais aux banques européennes qui ont dû, dans la douleur, revoir l'ensemble de leurs activités afin d'alléger la taille de leur bilan et simultanément augmenter les fonds propres.

Ce processus a été particulièrement pénalisant pour la croissance, incitant à ralentir la production de crédits en priviliégiant les activités génératrices de commission (assurance, titres, etc.). Dans le même temps, elles ont heureusement bénéficié de l'appui inconditionnel de la BCE pour passer ce cap difficile en leur apportant toute la liquidité dont elles ont besoin en abaissant les taux d'intérêt à un niveau proche de zéro.

Il s'agit des opérations de TLTRO (Targeted Long Term Refinancing Operation) dont la contrepartie est un audit généralisé par les équipes de la BCE de toutes les grandes banques à caractère systémique. Il s'agit de s'assurer que les largesses de Mario Draghi, président de la BCE, soient contrebalancées par l'assurance d'une gestion de ces capitaux en bon père de famille.

## Taille du bilan des banques centrales - Source bloomberg



Cette revue des actifs des banques (*AQR : Asset Quality Review*) se termine prochainement. Chacun des acteurs concernés s'est attaché à se montrer le plus vertueux possible quitte à prendre des mesures radicales à l'exemple de banques espagnoles qui viennent de céder des portefeuilles de crédits immobiliers très décotés à des fonds vautours américains : la boucle est bouclée !

La BCE s'est engagée auprès des banques à se substituer au marché restreint de la titrisation européenne, afin d'acquérir des portefeuilles de prêts : les ABS (Asset Backed Security : titres adossés à des actifs

servant de garantie) pour près de 500 milliards d'euros.

Après quatre années de purgatoire, les banques françaises, souvent vilipendées et caricaturées dans certains médias, mais ayant conservé « la confiance » de leurs clients, ce que confirment les enquêtes de satisfaction, disposent dorénavant de marges de manœuvre supplémentaires. Les conditions sont désormais réunies pour qu'elles apportent via le crédit leur pierre à l'édifice du soutien de la croissance dans les années qui viennent.

**Philippe FRISANCO**

philippe.frisanco@banquetransatlantique.com

## L'EUROPE EN CRISE, UN MODÈLE ÉCONOMIQUE EN MUTATION

La théorie développée par Joseph Schumpeter\* de « destruction créatrice » repose principalement sur l'idée que l'innovation est portée par les entrepreneurs, qu'elle crée des besoins et de nouveaux débouchés. Elle induit une nouvelle forme d'organisation du travail et de coopération. Des métiers anciens disparaissent au profit d'autres activités permettant de multiplier les échanges.

Ainsi la substitution du chemin de fer à la diligence a ouvert au XIX<sup>ème</sup> siècle de nouveaux horizons, source de prospérité bien que toute une économie liée au cheval se soit effondrée, remplacée par le cheval vapeur incommensurablement plus générateur de gains de productivité.

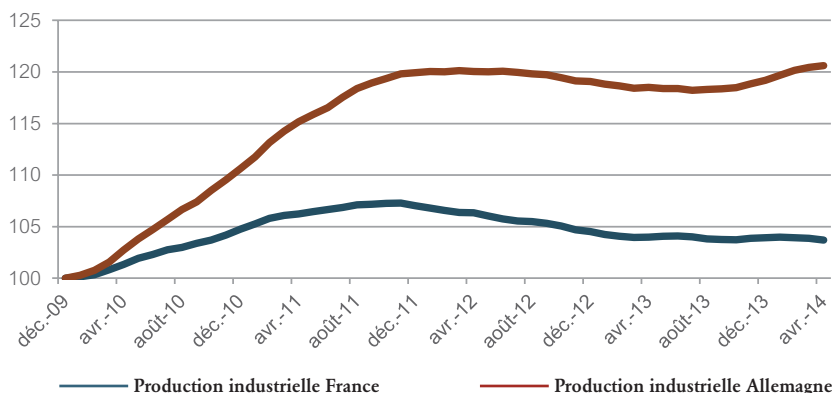
L'Allemagne est l'illustration emblématique de la création permanente de valeur par une politique systématique de soutien de l'offre (l'industrie) de préférence à la stimulation de la demande (la consommation). La comparaison entre le modèle allemand et français ne peut qu'interpeller sur la préférence et la pertinence de chacune de ces deux approches. Le mérite du « made in Deutschland » est d'autant plus

grand : au lendemain de la seconde guerre mondiale les industries d'armement et aéronautique ont dû être reconverties en raison des sanctions imposées par les alliés. La machine industrielle allemande avec l'aide du plan Marshall a réussi à se réinventer sur des secteurs clés tels, les biens d'équipement, l'automobile, la chimie.

Le cocktail gagnant s'est progressivement mis en place : la conjonction de la reconstruction, d'une main d'œuvre abondante qualifiée et bon marché (les réfugiés des pays de l'Est) a presque paradoxalement constitué un atout majeur dans la recomposition du paysage industriel allemand.

La chute du mur de Berlin le 9 novembre 1989 et la réunification ont fait croître le marché intérieur allemand. Moyennant une forte progression de l'endettement utilisé à bon escient (l'investissement), la productivité a fortement progressé notamment vis-à-vis des compétiteurs européens qui ne bénéficiaient pas de ces facteurs favorables. Le vieil adage « malheur aux vaincus » n'est vraiment pas vérifié dans le cas d'espèces.

## Production industrielle - Source bloomberg



Ce cercle vertueux, a été accentué par les réformes du plan Schröder, il y a déjà dix ans de cela, au seul bénéfice des partenaires d'outre Rhin qui disposaient eux de la capacité industrielle pour répondre aux besoins. Au grand dam des voisins européens qui s'épuisaient à soutenir à coups d'endettements publics la consommation de leur marché intérieur.

Ce processus a cependant atteint ses limites et pour plusieurs raisons :

- La crise financière ne permet plus de prolonger indéfiniment la trajectoire des dettes publiques principalement pour les pays du sud (France, Italie, Espagne) d'où raréfaction des débouchés.
- Préalablement à la création de l'Euro, les pays de la zone en difficultés dévaluaient leur monnaie pour retrouver de la compétitivité. Ce mécanisme n'étant

plus possible, l'euro a fonctionné en quelque sorte comme une subvention à l'export pour l'économie allemande en freinant l'appréciation de sa devise. Si l'on était resté dans l'ancien système du serpent monétaire européen le deutsche mark se serait fortement réévalué limitant l'avantage compétitif d'une industrie performante mais chère.

- L'ajustement par la devise n'étant plus possible, les pays fragilisés n'ont d'autre solution que de... dévaluer leur coût du travail. Le premier exemple est l'Espagne qui s'est engagée dans une baisse des salaires afin d'attirer les investissements sur son territoire au détriment de ses voisins proches, la France en particulier.
- La limite de ce mécanisme est déjà atteinte, elle porte le nom de déflation. Cet épouvantail doit absolument être combattu,

une baisse générale des revenus des ménages enclenchant mécaniquement des anticipations de baisse de la consommation et des investissements.

- Enfin, l'évolution démographique modifie les comportements avec la diminution de la proportion de la population active rapportée aux retraités plus nombreux. Sociologiquement, l'Allemagne est concernée avec pour dilemme de protéger sa rente industrielle. Jusqu'ici elle y parvient en compensant sa faible natalité par une immigration choisie en provenance des pays de l'Est limitrophes.

Le chacun pour soi en zone euro n'étant pas ou plus une option réaliste (chaque avantage récupéré par l'un se fait au détriment du voisin) seules les voies de la coopération et de la solidarité sont envisageables. Il est de bon ton de brocarder les institutions européennes, un semblant d'objectivité incitant à plus de modérations.

Les multiples interventions de la BCE depuis 2008 au pire de la crise des banques et des dettes publiques ont sauvé le système alors que chaque état pris individuellement ne disposait pas des ressources

nécessaires. Les résultats obtenus sont incontestables, quelle serait la situation de l'Irlande, le Portugal, l'Espagne, l'Italie, voire la France ? La réponse est connue, sans la solidarité des Etats européens et de la Banque centrale européenne, ne serions-nous pas dans un processus... de type Argentin ?

Une étape supplémentaire vient d'être franchie, avec l'assentiment de l'Allemagne qui constitue bon gré mal gré le garant en dernier ressort de la zone. Les dernières mesures annoncées vont se traduire par le déversement dans le système européen de l'équivalent de 1000 milliards d'euros afin de doper la distribution de crédits aux ménages et aux entreprises par la BCE.

Dans un monde idéal, la prochaine phase devrait consister en l'harmonisation fiscale et des émissions de dettes au niveau européen comme aux Etats-Unis, les Euro bonds. Nous n'en sommes pas là mais en regardant en arrière pas plus loin que 2007 qui aurait pu imaginer l'ensemble des progrès réalisés en matière de coopération monétaire et de lutte contre la fraude fiscale ?

**Guillaume DI PIZIO**

[guillaume.dipizio@banquetransatlantique.com](mailto:guillaume.dipizio@banquetransatlantique.com)

\* Joseph Schumpeter est un économiste autrichien du XXème siècle connu pour ses théories sur les fluctuations économiques, la destruction créatrice et l'innovation.

## POURQUOI LE « VÉRITABLE PETIT BEURRE LU » EST-IL AINSI FORMÉ ET DESSINÉ ?



C'est en 1882 que Louis Lefèvre-Utile, fils des fondateurs Jean Lefèvre et Pauline Utile, reprend l'affaire familiale, une fabrique de biscuits, située près de Nantes.

Quatre ans plus tard, il met au point ce qui deviendra le produit-phare de l'entreprise : le fameux « Véritable Petit Beurre LU ».

En 1888 la marque LU, formée par les initiales des noms de famille de ses parents, et la forme du biscuit sont déposées au tribunal de Commerce de Nantes.

Sa forme caractéristique aux bords découpés (4 oreilles et 48 dents) est toujours actuelle. La légende veut que


Louis Lefèvre se soit inspiré des napperons en dentelle de sa grand-mère.

L'idée de son créateur était de façonner un gâteau qui puisse être mangé tous les jours. D'où son idée originale de représenter le « temps » :

- Les 52 dents (y compris les 4 oreilles) représentent les semaines de l'année,
- Les 4 coins représentent les saisons,
- Ce biscuit qui mesure 7cm fait référence aux 7 jours de la semaine,
- Les 24 petits points s'identifient aux 24 heures de la journée.

Le succès fut immédiat, et ne s'est jamais démenti. Consommés aujourd'hui par un quart des foyers français, les Petits Beurre restent la marque-phare de LU. Plus de 9.000 tonnes de Petits Beurre, soit un million de biscuits environ sort chaque année de l'usine de Nantes. Entretemps la société s'est développée par fusions-absorptions successives. En 1987 LU intègre la multinationale BSN, qui deviendra ensuite Danone. En 2007, c'est le groupe agroalimentaire américain Kraft Foods qui prend le contrôle de l'activité LU.

**André GOSSELET**  
dublycontact@dubly.fr



*Lorsque vous souhaitez nous transmettre un ordre de bourse  
par courrier électronique, merci d'utiliser l'adresse « [dublybourse@dubly.fr](mailto:dublybourse@dubly.fr) ».*

## LILLE

50, boulevard de la Liberté - 59800 LILLE  
Tél. 03 28 36 14 36 - Fax 03 28 36 14 37

E-mail : [dublycontact@dubly.fr](mailto:dublycontact@dubly.fr) - [www.dubly.fr](http://www.dubly.fr)

S.A. au capital de 5.468.400 € - R.C.S. Lille B 352.220.313

## NANCY

62, rue Stanislas - 54000 NANCY  
Tél. 03 83 17 32 32 - Fax 03 83 37 48 74