

Synthèse de la réunion du 8 avril 2015 animée par François de Givry, Président de Delta Finance

INTRODUCTION

« Le gouverneur de la Banque Centrale Européenne annonçait voici un mois le retour progressif de la croissance et de l'inflation, modérées mais réelles, dans la zone Euro. Si l'on peut légitimement s'interroger sur la pertinence de ce genre de prévision, les marchés semblent pourtant y croire, poursuivant leur progression entamée depuis l'automne dernier : Ni le ralentissement de la croissance chinoise, ni les doutes sur la vigueur de la reprise américaine, ni les menaces de déflation que vient amplifier la baisse du prix du pétrole n'entravent la hausse des actions, notamment en Europe. Les marchés ont sans doute raison, car « l'Alignement des planètes » que sont la baisse du prix du pétrole, la baisse de l'Euro et la baisse des taux d'intérêt, constitue une conjonction tout à fait exceptionnelle ; elle justifie à elle seule depuis l'automne dernier cette forte hausse des marchés ; mais en plus, cerise sur le gâteau, elle est confortée par la politique des Banques Centrales, renforcée en Europe depuis quelques semaines.

Cette action des banques centrales produit elle-même deux conséquences qui sont liées :

- *La première est de nous faire entrer dans un monde inconnu, celui des taux d'intérêt nuls et même négatifs. Quel que soit le bienfondé de leurs politiques d'injection massive de liquidités dans les économies, et elles auront évité l'effondrement de notre système financier en 2008, les banques centrales créent ce paradoxe auquel nous devons porter toute notre attention : quand la dette mais aussi et surtout l'épargne mondiale sont à leurs plus hauts niveaux, elles organisent la disparition progressive de l'intérêt, en tant que rémunération d'un dépôt ou d'un crédit.*
- *La seconde, qui découle de la première, est de faire monter les marchés d'actifs risqués, c'est-à-dire ceux qui offrent une vraie rémunération.*

Cette situation va sans doute durer un moment, et c'est tant mieux pour les investisseurs comme pour les emprunteurs. La question que nous devons nous poser, c'est de savoir quels effets elle peut avoir à long terme sur nos économies et plus largement, sur notre modèle de développement et sa nécessaire croissance ; car dans le même temps, émerge l'économie de la connaissance qui change déjà nos modes de vie, bouleverse nos comportements économiques et sociaux et va sans doute prolonger la durée de vie notamment dans nos pays déjà vieillissants, avec les pressions déflationnistes qui en résultent. »

Intervention de François de GIVRY

« Revenons à cet alignement des planètes : cette conjonction est d'une puissance plus forte que prévu : l'ampleur et la vitesse de la baisse du prix du pétrole et de la baisse de l'euro sont impressionnantes, ce qui rend plus accessoire celle des taux d'intérêt, dont nous allons reparler mais dont l'impact est limité de fait par le niveau d'endettement général qui bride le crédit. Le surplus de croissance attendu de cette conjonction est significatif : pour la France, on peut l'évaluer à 1 % par an par la seule baisse de l'Euro, ce qui devrait faire un total de 1,5 % par an avec celle du prix du pétrole sur les années 2015 et 2016. Ce n'est pas négligeable, d'autant plus que les effets de la baisse de l'Euro sont encore à venir, puisqu'il faut de 6 à 12 mois pour qu'ils se fassent sentir dans l'économie ; or, la hausse du dollar, comme on le verra, n'est sans doute pas achevée, ce qui en amplifiera encore les effets par rapport à sa première phase, de 1,40 à 1,05 dollar pour 1 euro.

Autrement dit, on peut prévoir deux années franchement positives en termes de croissance en Europe.

Quant à la baisse des taux d'intérêt née de l'action des banques centrales, et particulièrement de la BCE, conduisant à des taux d'intérêt négatifs sur les échéances de 1 à 5 ans, elle est inédite :

La pratique de l'intérêt positif est en effet consubstantielle au système capitaliste ; elle l'est même à toute société civilisée : hormis un intermède de cinq siècles au moyen âge, qui vit la notion même d'intérêt condamnée par l'Eglise – dans l'esprit des théologiens de l'époque, l'intérêt donnait une valeur au temps terrestre, inacceptable puisqu'elle venait concurrencer l'attrait du paradis comme seule finalité de l'espèce humaine – la rémunération du capital ou de l'actif prêté, quelle que soit sa nature, fut constante et élevée ; elle préexista même à l'avènement de la monnaie, comme dans l'économie sumérienne.

En France, la pratique de l'intérêt sera définitivement consacrée par la Loi en 1790.

Depuis lors, tout emprunt fut rémunéré positivement, au moins à son taux nominal – dans les périodes d'inflation, les taux réels, c'est à dire les taux nominaux diminués de l'inflation, ont pu être temporairement nuls.

Or, aujourd'hui, plus du tiers de la dette obligataire souveraine européenne se traite à un taux négatif, tout comme une majorité des transactions bancaires.

Cette baisse des taux en deçà de la référence du « zéro » met en évidence l'excès d'épargne : quand la dette représente 1 fois le PIB mondial, l'épargne, ou l'ensemble des liquidités disponibles, en représente 3 fois la valeur ! Or, plus l'action des banques centrales se prolonge, comme au Japon ou en Europe actuellement, plus l'épargne ou la liquidité augmente.

Il est donc probable pour ne pas dire certain que ce régime de taux négatifs va se poursuivre dans ces zones. Cette situation pose question, puisque chaque fois que la puissance publique emprunte à taux négatif, elle gagne de l'argent et en fait gagner aux contribuables ! Dans ces conditions, pourquoi rembourser la dette ? D'ailleurs, c'est une idée absurde que de croire qu'un Etat rembourse sa dette ! Mais cette situation est un puissant facteur de création de bulles, et notamment sur les actifs qui en profitent.

Elle crée également une dichotomie croissante avec les Etats-Unis, où la FED a arrêté sa politique non conventionnelle d'injection de liquidités par rachat de dettes : ainsi, quand les taux américains à 5 ans sont aujourd'hui à près de 1,2 %, ceux de l'Allemagne sont à -0,14 %, ce qui fait un différentiel de 1,3 point ! L'attractivité du dollar, seule grande devise rémunérée, va donc augmenter, ce qui profite évidemment à l'Europe. Cette situation est pour le moment très favorable aux marchés d'actions européens, puisque les rendements offerts par les dividendes sont parfois de dix fois supérieurs, voire davantage, à ceux des obligations, incitant les épargnants à investir sur ces actifs qui, au-delà du rendement, offrent encore des perspectives de plus-values en capital.

Mais au regard de la croissance mondiale, c'est un jeu à somme nulle : ce dont les européens profitent par exemple, la baisse du prix du pétrole et celle de l'Euro, est soit neutre pour l'économie américaine – le pétrole puisque les Etats-Unis sont à la fois producteurs et consommateurs – soit négatif – l'appréciation du dollar qui pèse sur la compétitivité de l'économie.

En ce sens, on ne peut que recommander de privilégier les actions européennes, nettement favorisées par cet « alignement des planètes », au détriment de leurs homologues américaines : celles-ci sont déjà bien valorisées en bourse et désormais sous pression de la double menace de la hausse du dollar contre toutes devises et de la perspective d'une remontée progressive des taux directeurs de la FED, qui tarde à venir quand le cycle économique américain est déjà très avancé dans le temps.

Sur ce point, la situation américaine est, elle aussi, inédite : depuis cinquante ans, la théorie, pour ne pas dire l'idéologie dominante et avérée reposait sur le fonctionnement de la croissance par cycles d'une durée de 7 à 8 ans, guidés par l'investissement et régulés par les taux d'intérêt, dans une variation de 2 à 5 % : en début de cycle, la FED maintenait ses taux à un niveau bas, 2 %, pour stimuler la reprise de l'investissement ; puis, lorsque celui-ci parvenait à des niveaux générant des

surcapacités de production et de l'inflation, la FED remontait ses taux, provoquant l'inversion et la fin du cycle, accompagnée d'une forte correction de la valeur des actifs financiers, avant qu'un nouveau cycle ne redémarre. Ces enchaînements ont prévalu durant les cinq dernières décennies de façon constante et à peu près régulière dans le temps.

En 2013, le Président de la FED, Ben Bernanke, annonçait, après 4 années de cycle de reprise de l'investissement, une première hausse des taux d'intérêt, cohérente avec les cycles précédents. Or, devant l'effet de son annonce sur les marchés, il renonça à la mettre en œuvre ; Janet Yellen qui lui succéda quelques mois plus tard décida de maintenir ce statu quo, fondant sa décision sur l'analyse des statistiques économiques et notamment, ce qui était nouveau, sur celles du chômage.

Ce changement est important à deux points de vue : d'abord, pour la première fois, la FED ne précède plus l'économie mais se met à sa remorque ; autrement dit, elle abandonne son rôle de pilotage de la croissance américaine pour adapter a posteriori sa politique à l'évolution de cette dernière. Ensuite, elle fonde sa politique monétaire sur le niveau de l'emploi, et spécifiquement sur l'existence potentielle de tensions inflationnistes que le plein emploi peut induire, par la hausse des salaires qui l'accompagne naturellement. Or, l'analyse que la FED fait du plein emploi est erronée : si les statistiques du chômage excluent aujourd'hui une fraction de l'ordre de 5 % de la population active, la FED considère cette population comme un réservoir de main d'œuvre certes officieux mais bien disponible, qui doit permettre d'éviter les hausses de salaires inévitables en situation de plein emploi réel ; cette analyse la conduit aujourd'hui à repousser mois après mois sa décision de remonter ses taux directeurs, en l'absence, de son point de vue, de risque d'inflation salariale.

Mais cette analyse ignore une évolution notable de la société américaine : la judiciarisation de la société et le durcissement du système judiciaire américain à l'encontre de délits comme un excès de vitesse par exemple, conduit nombre de citoyens à être fichés au FBI dès lors qu'ils ont subi trois condamnations, même mineures. Ce fichage est l'équivalent de notre « casier judiciaire ». Or, un employeur qui constate qu'un candidat est fiché au FBI ne peut l'embaucher, quelle que soit la banalité des délits commis ; de ce fait, cette fraction de la population active que la FED considère comme un réservoir de main d'œuvre disponible n'est, en réalité, plus employable du tout. Ce constat nous amène à penser que le taux de chômage actuel aux Etats-Unis est bien celui d'une situation de plein emploi et que les tensions inflationnistes liées à cette « inélasticité » de l'emploi vont commencer à apparaître, ce qui est déjà le cas dans certains secteurs. Cette situation devrait, de notre point de vue, conduire la FED à réviser dès cette année sa politique monétaire ; cette probabilité est d'autant plus élevée que la campagne présidentielle va démarrer au printemps 2016, pendant laquelle la FED s'abstient toujours de peser sur le vote par un changement de politique. La « fenêtre de tir » de la Banque Centrale pour contrer les pressions inflationnistes naissantes va donc être très courte, et constitue une vraie menace pour les marchés d'actions américains, dont la valorisation est tendue après un cycle de hausse historique.

Quant à savoir si la révolution, ou les révolutions technologiques en cours, peuvent offrir un relais de croissance et donc permettre aux marchés de poursuivre leur progression, la réponse est non à ce stade : il est vrai que ces « révolutions » sont essentiellement anglo-saxonnes et bénéficient d'abord à l'économie américaine ; mais, quelle que soit leur ampleur, incontestable, elles se développent sous la forme d'un « piratage » légal des circuits économiques existants. Leur impact sur la croissance sera donc long à se concrétiser et sa probabilité ne peut compenser celui, plus immédiat, d'une hausse des taux sur la valorisation des marchés.

La situation mondiale d'aujourd'hui ressemble à l'ère mercantile du 18^{ème} siècle : nous vivons dans un monde de taux nuls, voire négatifs, gouverné par les banques centrales qui improvisent et qui toutes cherchent à faire baisser leurs devises nationales. Ce jeu, si c'en est un, est forcément un jeu à somme nulle, dans lequel ce que l'un gagne, l'autre le perd – Etats-Unis et Europe.

Au final, la croissance mondiale ne progresse plus, d'autant qu'elle subit des influences contraires :

- L'économie chinoise, dont le ralentissement est nettement plus fort qu'attendu, change de modèle, passant de l'investissement à une consommation qui est encore balbutiante (30 % du PIB chinois), et laissant se former une gigantesque bulle spéculative sur les actifs financiers dans laquelle s'engouffre la population toutes classes confondues.
- Les tensions géopolitiques s'intensifient partout dans le monde : Russie, moyen orient, Afrique et même Asie.

Or, ces questions sont aujourd'hui ignorées par les marchés, mais, ce qui est plus grave, par les instances internationales, à l'instar de la Commission européenne :

Celle-ci est d'un côté centrée sur l'ultra-libéralisme qui prévaut dans les négociations du traité de libre-échange avec les Etats-Unis et dans l'opacité la plus totale, au mépris de la démocratie, et de l'autre, sur les sanctions à l'encontre de la Russie, dans un manichéisme absurde, retirant toute crédibilité à l'Europe « Puissance » face à Poutine.

Par ailleurs, la commission sous-estime le risque politique que la situation de la Grèce fait peser sur l'Union, notamment avec la question du « prêt » forcé à l'Allemagne nazie : juridiquement, il ne relève pas des dommages de guerre prescrits depuis les années cinquante, et le gouvernement grec peut juridiquement et légitimement demander son remboursement à sa valeur actualisée, intérêts de retard compris !

Plus généralement, cette déficience de la technostucture européenne dans les réponses à apporter aux grands problèmes du temps commence à produire ses effets dévastateurs dans les élections successives au sein des pays membres de l'Union : les opinions ne se contentent plus de réponses comptables et libérales qui n'apportent aucune solution à leurs préoccupations sociales, politiques et géopolitiques.

Cette divergence opinions-élites est encore accentuée par l'idéologie dominante qui reste centrée sur les politiques de l'offre alors que la question centrale est celle de la demande finale : C'est bien ce que vivent au quotidien les populations européennes et qui les incite à voter pour les partis populistes.

Pour le moment, et il faut en profiter, les marchés obéissent aux seuls flux massifs de capitaux qui s'y investissent du fait de l'action des banques centrales ; mais ces politiques monétaires ne peuvent apporter de solutions durables aux enjeux mondiaux qui se dessinent, et notamment à celui de la croissance. Or, à terme, c'est bien l'évolution de cette dernière qui finira par donner le « La » aux marchés de capitaux. Dans l'intervalle cependant, les indices peuvent encore monter et vont sans doute le faire, surtout en Europe : les actions n'y ont pas encore atteint des niveaux de valorisation comparables à ceux des marchés américains et la région bénéficie à plein de « l'alignement des planètes », conforté par Les injections massives de liquidités de la BCE.»

Achévé de rédiger le 16 avril 2015 par François-Xavier Serraz, Directeur de la Gestion Privée