

Synthèse de la réunion de la BESV sur l'économie et les marchés du 11 octobre 2016, animée par François de Givry, économiste, Président de Delta Finance, à l'Automobile Club de France.

*Introduction de François-Xavier Serraz, Directeur de la Gestion Privée de la BESV.*

*Nous vivons dans un monde formidable ! Nos grands groupes se portent bien, à l'instar de LVMH qui vient d'annoncer des résultats au-dessus des attentes ; les bourses se tiennent finalement, dans une bande de fluctuation assez restreinte ; le marché immobilier a lui aussi le vent en poupe, et pour les emprunteurs, les taux d'intérêt négatifs ou nuls, y compris pour ceux à 10 ans, constituent une véritable aubaine. Certes, cette situation est moins confortable pour les épargnants dont les capitaux ne sont plus rémunérés sans prendre un minimum de risque mais les actions des grandes sociétés industrielles cotées offrent des rendements appréciables, de 3 à 5 % voire davantage, tout en continuant d'afficher des perspectives positives.*

*Cette situation somme toute très acceptable est due à un tout petit nombre d'individus sur notre planète, ceux que l'on nomme les « Banquiers centraux », comme Madame Yellen aux Etats-Unis ou Monsieur Draghi en Europe, pour ne citer que les plus célèbres. Depuis les années 80, avec le gouverneur de la FED Paul Volker, puis dans les années 90 avec Alan Greenspan, leur rôle est devenu prépondérant dans le réglage de nos économies développées et dans la bonne ou mauvaise tenue des marchés financiers. Mais c'est surtout depuis la crise de 2008 que leur rôle est devenu déterminant car ce sont bien leurs décisions d'inonder massivement l'économie et les marchés de liquidités, notamment celle de la FED dès l'été 2007 sous la houlette de Ben Bernanke, qui ont sans doute évité une dépression mondiale pire que celle de 1929.*

*Leur influence est devenue tellement emblématique que les gouvernements leur ont attribué le pouvoir de restaurer la croissance, mise à mal par les crises récentes. Du coup, les banquiers centraux ont poursuivi et même amplifié leurs injections de liquidités, produisant l'effet de la morphine sur des économies malades de leurs dettes. Pour autant, depuis maintenant 9 ans que ces politiques sont menées, la croissance peine à revenir : elle s'infléchit lentement aux Etats-Unis, s'étiole en Europe après une tentative de reprise en 2015, et n'est plus ce qu'elle était dans les grands pays émergents, notamment en Chine.*

*La question qui se pose est donc de savoir si, malgré ces politiques monétaires inédites dans l'histoire de l'économie mondiale et les efforts de relance des états, nous sommes entrés dans une ère durable de croissance faible ou nulle, liée notamment à l'inflexion que connaît la démographie des grandes zones économiques développées et de la Chine. Si c'est bien le cas, une autre question est de savoir quelles peuvent en être les conséquences sur la croissance des entreprises et sur la tenue des marchés de capitaux...*

Intervention de François de Givry, économiste, Président de Delta Finance.

Cette question est aujourd'hui centrale, car nous constatons bien une baisse continue de la croissance, depuis une apogée atteinte en 2011, quand pour la dernière fois, la croissance mondiale se situait autour de 5 %. Or, au cours des trois dernières années, elle a perdu 1 % par an, pour s'établir en 2016 autour de 2 %, malgré des relances à la fois monétaires et budgétaires hors norme. Sur ce point, l'exemple japonais est caractéristique de cette impuissance des politiques de relance à faire redémarrer la croissance : depuis 2008, le Japon a créé des leviers budgétaires et monétaires sans précédent dans nos économies ; pour autant, sa croissance cumulée depuis cette date s'établit à 0,1 % !

Les Etats-Unis, qui s'en sont plutôt mieux sortis que les autres grandes puissances avec une croissance moyenne supérieure à 2 % sur les neuf dernières années, et avec des fondamentaux davantage tournés vers les nouvelles technologies que leurs homologues européennes et asiatiques, voient à leur tour la croissance se tasser pour atteindre sans doute 1% en 2017 malgré les politiques menées par la FED et le gouvernement. Il est donc probable pour ne pas dire certain que la FED ne remontera pas ses taux cette année ni l'an prochain sauf à la marge et ce malgré une amélioration des chiffres de l'emploi qui sont en trompe l'œil car constituant un indicateur retardé de l'activité qui ne reflète pas la dynamique économique présente et surtout à venir.

Nous entrons ainsi dans une ère nouvelle, où le risque de récession mondiale reste quasiment nul mais où la perspective d'une reprise de la croissance mondiale au niveau de 2011 l'est également. En fait, l'économie de la planète devrait fluctuer dans une bande étroite, autour de 2 %, plutôt décevante que positive pour les Etats-Unis, l'Europe, le Japon et la Chine – dont la croissance « réelle » est sans doute déjà en-deçà de 5 % - et plutôt positive pour les autres pays émergents, notamment les producteurs d'hydrocarbures avec la stabilisation du prix du pétrole autour de 50 dollars le baril.

Pour autant, cette situation n'est pas une catastrophe en soi car ce qui la caractérise est la dichotomie nouvelle qui émerge entre la macro-économie et la micro-économie, c'est à dire la croissance des entreprises ; sur ce point, force est de constater que la première n'influence plus la seconde, dès lors que les entreprises sont bien mondialisées tant dans leur production que dans leurs marchés. L'exemple des grands groupes dans des secteurs incontournables, disposant de marchés diversifiés et de produits de qualité incontestable, montre que l'on peut connaître une croissance régulière de son chiffre d'affaires et de ses résultats nonobstant l'atonie de la croissance mondiale.

Nous avons donc bien atteint les limites d'un système, particulièrement en Europe avec des taux d'intérêt négatifs, ce qui ne s'est jamais vu dans l'histoire économique et qui aura d'autres conséquences dont nous allons reparler. Ce système qui faisait reposer la croissance mondiale sur l'action des banques centrales et les mesures de relance budgétaire des gouvernements semble désormais dépassé. Les trente glorieuses pourraient donc rester dans l'Histoire une exception économique, une parenthèse de prospérité dans un univers de croissance durablement faible. Est-ce une catastrophe ? Sans doute non en soi. Mais c'est un changement de paradigme qui doit nous conduire à analyser deux éléments déterminants pour l'investisseur :

- Le premier est la sphère financière
- Le second est la sphère politique

Dans la sphère financière, la situation est aujourd'hui compliquée et particulièrement en Europe : la Deutsche Bank y représente un risque nouveau et de grande ampleur. Nouveau car l'état actuel de la première banque allemande n'est pas dû aux séquelles de la crise de 2008 et de la faillite de la banque Lehman Brothers. Les engagements spéculatifs de la Deutsche Bank ont été pris après la crise des subprimes, malgré les règles drastiques mises en place par le régulateur européen visant justement à éviter à l'avenir une nouvelle crise financière telle que celle de 2008 ! C'est un risque de

grande ampleur car les positions actuelles de la banque allemande sur les marchés dérivés sont estimées à 50.000 milliards de dollars ! Pour bien comprendre ce phénomène, il faut rappeler ce que sont les activités bancaires et ce qu'a été leur évolution au cours des dernières décennies : à côté des métiers traditionnels des banques, que sont la collecte de dépôts de leur clientèle pour financer l'investissement dans l'industrie, le commerce et les services avec les crédits aux entreprises, s'est développée la « Banque d'investissement et de financement » ; au départ, cette activité avait pour but d'accompagner les entreprises dans leur développement à l'international, en les aidant notamment à couvrir leur risque de change et de contrepartie. Très vite cependant, les banques ont compris qu'il y avait là un marché qui pouvait leur permettre d'enregistrer des bénéfices substantiels pour leur compte propre.

C'est ainsi que les activités de trading se sont développées, tant sur les marchés physiques que sur leurs dérivées, échappant à toute régulation puisque fondées sur des opérations de gré à gré, en dehors des marchés réglementés. La Banque des Règlements Internationaux (la BRI) estimait en 1998 que le marché des dérivés représentait un volume total de 70.000 milliards de dollars, sachant que la plupart des opérations qui s'y réalisent ont toujours une contrepartie en sens inverse (une couverture en quelque sorte, ou « hedge » en anglais). C'est bien le total de ces opérations qui représentait ce chiffre déjà élevé en 1998.

Dix ans plus tard, ce marché représentait, toujours selon la BRI dont les chiffres sont assez crédibles, 700.000 milliards de dollars, soit dix fois plus. Une fois encore, cela ne signifie pas que le risque lié à ces opérations représentait un tel montant mais on peut imaginer qu'en cas de crise systémique, entraînant la défaillance d'une proportion notable des contreparties au sein de ces marchés, les pertes pouvaient représenter plusieurs milliers de milliards de dollars, ce que le système financier mondial n'aurait pu absorber.

Ces montants éclairent d'un jour nouveau l'action des banques centrales depuis la crise de 2008 : si l'opinion largement répandue est que leur objectif était de stimuler croissance et inflation pour éviter le risque d'une dépression-déflation mondiale, la réalité plus probable est qu'elles se sont surtout efforcées depuis huit ans de dégonfler progressivement ce marché dont le risque pour l'économie mondiale, malgré les couvertures existantes, représentait un niveau inacceptable.

Dès lors, les politiques monétaires de ces dernières années ont davantage visé à limiter la volatilité de ces actifs pour aboutir à un profil de risque le plus faible possible et donner du temps aux acteurs pour réduire leur exposition sans drame. Les banques centrales ont d'ailleurs en partie réussi leur pari puisqu'en 2016, ce marché est retombé à un niveau global de 500.000 milliards de dollars, soit près de 30 % de réduction en huit ans. La Deutsche Bank en représente néanmoins 10 % à elle seule aujourd'hui, ce qui, au regard de ses fonds propres, la fragilise considérablement ; or, le véritable risque réside précisément dans cette fragilisation car les contreparties de la banque exigent de ce fait toujours plus de garanties, et des garanties en actifs réels.

Ces actifs, ce sont pour l'essentiel les obligations des états les plus solides (Allemagne notamment) ; or, ces obligations font depuis 2012 l'objet d'achats massifs de la part de la Banque Centrale, pour redonner aux banques de la liquidité. Leur marché s'est ainsi réduit, ce qui complique la situation de la Deutsche Bank, dont la capitalisation boursière a récemment atteint 14 milliards d'euros, face à une exposition totale sur les marchés dérivés de 50.000 milliards de dollars. C'est une situation difficilement tenable sans le secours direct de l'Etat mais précisément, c'est l'Allemagne qui a récemment imposé à l'union européenne l'interdiction pour les états de venir renflouer leurs banques en difficulté. Cette situation est assez similaire chez nos voisins suisses, notamment pour UBS et Crédit Suisse.

Elle est différente en Italie où les banques, comme Unicredito ou Montepaschi, souffrent d'un volume de créances douteuses excédant largement leur capacité de refinancement. Mais l'interdiction faite aux états de la zone de venir en aide à leurs banques en difficulté les fragilise encore un peu plus. En Europe, contrairement aux Etats-Unis qui ont assaini leur système bancaire après 2008, on voit donc que les éléments d'une crise bancaire de grande ampleur sont aujourd'hui en place. La question est évidemment de savoir si cette crise peut survenir sans que les états

n'agissent : la réponse est sans doute que non, car laisser la Deutsche Bank déposer son bilan entraînerait une réaction en chaîne, par le jeu des contreparties, qui provoquerait un effondrement de l'ensemble du système bancaire européen et même mondial, ce que personne ne peut envisager et encore moins accepter.

Pour autant, il faut que la réponse politique soit certaine et une telle hypothèse nous amène au second paramètre de cette analyse : la sphère politique.

Sur ce plan, l'incertitude est reine et à ce jour, tous les scénarios sont encore possibles dans les grands pays développés : aux Etats-Unis, en France, en Allemagne, en Italie, des élections importantes - ou référendum en Italie sur la constitution - vont avoir lieu entre la fin de cette année et l'été 2017. Elles peuvent entraîner de profonds changements si la vision des nouveaux dirigeants est radicalement différente de celle qui préside aujourd'hui : avoir à la tête des Etats-Unis Hillary Clinton ne revient pas au même que d'avoir Donald Trump et ce constat est valable pour l'Allemagne ou la France.

D'importantes lignes de force semblent émerger des opinions publiques, focalisées non plus sur l'économie mais sur le triptyque « identité, nationalité et sécurité », nourri de la situation géopolitique ; elles peuvent conduire à des bouleversements dans la conduite des politiques des grandes démocraties.

En Europe, le Brexit vient accentuer cette problématique avec des dirigeants continentaux qui semblent vouloir faire payer cher au Royaume Uni son divorce d'avec l'Union, car un Brexit qui se solderait par une réussite économique de la Grande Bretagne constituerait un précédent autant fâcheux qu'inacceptable de par le risque qu'il porterait de faire des émules, pouvant conduire à l'éclatement de l'Union.

Dans ce contexte, on voit que la réponse des politiques aux problématiques du système bancaire est incertaine, ce qui risque d'accentuer les pressions financières sur les établissements les plus fragiles et par ricochet, sur l'ensemble des établissements européens.

Cette situation est renforcée par les taux d'intérêt négatifs en zone Euro : la Banque Centrale Européenne a « franchi le plafond de verre » en décidant de mener cette politique car hormis le fait que c'est une première dans l'Histoire, le taux d'intérêt est consubstantiel au système capitaliste, puisqu'il rémunère le risque de l'épargnant et de l'investisseur sur le temps long. Privé de rémunération, dans un système social fragilisé notamment par la démographie et l'absence de marges de manœuvre budgétaires des états, l'épargnant sait devoir assurer son propre avenir ; il ne pourra le faire qu'en prélevant davantage sur son revenu disponible et ainsi sur sa consommation pour compenser l'insuffisance de rendement de son épargne et garantir ses moyens d'existence future, avec une espérance de vie qui ne cesse d'augmenter. Au-delà des problèmes de rentabilité qu'elles posent dès maintenant aux banques et aux assureurs, les conséquences de cette politique de taux d'intérêt négatifs sont donc encore à venir, et encore inconnues.

Incertitudes politiques, incertitudes économiques, on le voit, risquent de compliquer la tâche des autorités bancaires et financières dans leur recherche d'une solution pour éviter une nouvelle crise en Europe.

Pourtant, renflouer la Deutsche Bank aujourd'hui coûterait autour de 200 milliards de dollars, et étendre cette mesure à l'ensemble des banques européennes en difficulté représenterait un coût global de 1000 milliards de dollars, ce que la zone Euro peut absorber sans difficulté compte tenu de l'épargne disponible. Rappelons que le sauvetage des banques américaines après 2008 a coûté aux Etats-Unis la somme de 800 milliards de dollars...Les ordres de grandeur sont assez proches. Les conséquences d'une nouvelle crise seraient telles qu'on peut imaginer que personne ne laissera tomber la Deutsche Bank. Mais la certitude est bien que la facture finale sera assumée par le contribuable, ou par l'épargnant ce qui revient peu ou prou au même !

Si nous jugeons cette perspective la plus probable, alors une stratégie d'investissement doit aujourd'hui s'appuyer sur la détention d'actifs financiers réels et sûrs : en évitant les actions des banques, quelles qu'elles soient, on peut détenir les actions de grands groupes industriels ou de services, qui eux-mêmes détiennent des actifs réels à travers leur patrimoine industriel, immobilier, leurs produits, leurs marques et brevets ; de plus, beaucoup versent à leurs actionnaires des dividendes confortables, ce qui permet d'absorber les inévitables fluctuations de leur cours de bourse dès lors que l'on accepte un horizon long. Les obligations émises par les entreprises en croissance, solides, sur des marchés incontournables, offrent également des possibilités de rémunérer son capital mieux qu'avec des emprunts d'Etat.

Détenir une proportion d'or physique dans son portefeuille constitue encore une protection en cas de crise, de même que des actifs immobiliers comme les foncières ou des parts de SCPI qui profitent de cette situation de taux d'intérêt nuls ou négatifs en offrant des rendements confortables elles aussi.

Enfin, détenir des actifs financiers de ces différentes catégories, déposés chez une grande société de conservation-titres, est sans doute la meilleure façon de protéger son capital contre les risques qui pèsent aujourd'hui sur la sphère financière, en attendant qu'une réponse politique soit apportée à cette situation et elle le sera forcément tôt ou tard.

*Achévé de rédiger le 18 octobre par François-Xavier Serraz.*