

Synthèse de la réunion sur l'économie et les marchés du 6 octobre 2015, animée par François de GIVRY, économiste, Président de DELTA FINANCE.

INTRODUCTION par François-Xavier SERRAZ, Directeur de la Gestion Privée.

« Pour ceux d'entre vous, et ils sont nombreux, qui sont fidèles à nos réunions semestrielles, vous aurez remarqué que celles que nous tenons en octobre s'inscrivent souvent dans un contexte financier complexe voire franchement hostile ; je vous rappellerai seulement notre réunion du 6 octobre 2008, où, dans la journée, le CAC 40 avait perdu la bagatelle de 9 % !

Nous n'en sommes pas là aujourd'hui et c'est tant mieux mais les marchés viennent de connaître une nouvelle correction qui, malgré la reprise technique de ces derniers jours, représente encore un bon 15 % de baisse depuis les plus hauts niveaux du début de l'été.

Il y a une explication à cette évolution brutale qui semble résulter d'une prise de conscience des investisseurs tout aussi soudaine ; comme nous l'écrivions ces derniers trimestres, le principal moteur de la hausse des marchés a été la liquidité injectée par les banques centrales, au travers de leurs politiques de taux d'intérêt nuls ou de rachat de dettes avec lesquelles le système financier était « collé ».

Ces politiques ont agi sur les marchés comme la morphine sur un malade ; si elle évite au malade de souffrir en le maintenant dans une euphorie artificielle, elle ne le guérit pas. Or, l'économie mondiale est bien atteinte d'une double maladie : elle est atteinte d'un endettement endémique face auquel le seul remède efficace réside dans sa capacité à fabriquer l'hormone de croissance à même de le résorber ; le problème, et c'est sa deuxième maladie, c'est qu'elle ne parvient plus à fabriquer cette croissance : que ce soit en Chine, au Japon, dans beaucoup de pays émergents, mais aussi en Europe et même aux Etats-Unis, partout la croissance manque ou reste trop faible pour guérir le malade. Or, c'est sur elle que les dirigeants de la planète ont fondé toutes leurs politiques, leurs perspectives et même les espoirs qu'ils ont proposés aux opinions publiques depuis des décennies ; la croissance apparaissait comme le seul moyen d'éviter les conflits futurs, puisque dans la prospérité voire l'opulence, on est moins enclin à s'entretuer que dans un monde où les idéologies et les fanatismes se nourrissent de la pauvreté et de la frustration des peuples. Rappelons-nous que la seconde guerre mondiale est justement née de telles frustrations – engendrées par le traité de Versailles à l'époque - et de la dépression économique des années 30.

Sur ce point, on peut aujourd'hui dresser un constat troublant : au fur et à mesure que la croissance et surtout les perspectives de croissance s'évanouissent, les conflits éclatent et redoublent d'intensité, de nouvelles tensions apparaissent et jamais la diplomatie, occidentale notamment, n'a semblé si impuissante à réguler les pulsions du monde.

Nous allons donc tenter de voir quelles issues plus heureuses sont encore possibles pour le scénario que nous voyons tous s'écrire jour après jour ; un tel exercice passe par l'analyse la plus lucide possible de la situation de l'économie mondiale. Ce n'est qu'à partir de cette analyse que l'on pourra

tenter de dégager quelques idées force pour comprendre ce qui peut advenir et en tirer les conséquences dans le domaine qui nous occupe : Comment investir ?

Car pendant que la Syrie et l'Irak implorent sous les coups de boutoirs de Daech, que l'on s'affronte à fleurets encore mouchetés en mer de Chine et que les vagues de migrants viennent ébranler les consciences et les institutions européennes, la révolution numérique, les biotech, les cleantech et autres objets connectés, la révolution énergétique et l'économie de la Connaissance poursuivent leur développement avec une force impressionnante et viennent inonder nos sociétés de leurs inventions géniales, sans doute porteuses de croissance à terme au-delà des bouleversement qu'elles provoquent.

La terre vue du ciel ressemble donc aujourd'hui à Janus ; la question que nous nous posons tous et à laquelle nous allons tenter de répondre, est de savoir si le sourire l'emportera sur la grimace ! »

Intervention de François de GIVRY

« Les prévisions de la croissance mondiale par les instituts officiels de prévision économique ont ceci de particulier qu'elles sont toujours démenties par les résultats réels de l'activité dans le monde mais sont systématiquement reconduites avec un optimisme qui démontre l'absence de lucidité de ces prévisionnistes patentés.

Depuis quatre ans en effet, les prévisions de ces institutions, FMI en tête, ne sont jamais atteintes et qui plus est, chaque année, la croissance est inférieure à celle de l'année précédente.

En 2015, la croissance mondiale qui devait s'établir à 3,8 % ne sera que de 3,1 %. Pour autant, le FMI nous confirme qu'elle sera bien de 3,6 % en 2016, et donc supérieure à celle de cette année, comme d'habitude ! Et comme d'habitude, la croissance sera révisée à la baisse l'an prochain pour sans doute passer en deçà des 3 %.

Ce qui permet de le penser est la conjonction de deux événements récents dont l'ampleur est encore mal perçue, même si une prise de conscience collective est bien en train de s'opérer ; c'est d'ailleurs cette prise de conscience qui a secoué les marchés depuis la mi-août.

Mais avant d'analyser ces deux événements, un détour par les banques centrales s'impose :

Jusqu'à la crise financière de 2008-2009, le monde était habitué à connaître une croissance nominale proche de 10 % par an : tirée par les pays occidentaux jusqu'à la fin des années 90 puis par les pays émergents et notamment la Chine, la croissance mondiale oscillait entre 4 et 5 % l'an, entrecoupée de brèves récessions. En y ajoutant une inflation mondiale de 5 à 6 %, on avait bien ce taux de croissance nominale de 10 %.

Les banques centrales et particulièrement la FED, on y reviendra, jouaient leur rôle de régulateur en montant leurs taux directeurs en milieu de cycle, ce qui avait pour effet d'accélérer la croissance dans un premier temps, puis, lorsque survenait la récession souvent après une bulle de surinvestissement, elles les baissaient pour relancer l'économie et amorcer un nouveau cycle de croissance.

Ce système aura prévalu près de quarante ans au point que les opinions publiques comme ceux chargés de les conduire vers la prospérité ont fini par considérer cette croissance comme non seulement un acquis, mais plus encore, comme un droit pour tout citoyen naissant dans une démocratie occidentale.

2008 constitua une rupture de cet ordre établi et provoqua une vraie panique mondiale. Les banques centrales, jusque-là tout à fait orthodoxes dans leur gestion de la liquidité, fondée sur la maîtrise de l'inflation et la régulation rigoureuse des cycles économiques, ont brusquement inversé leur doctrine, abandonnant toute rigueur pour restaurer par la liquidité cette croissance à laquelle tout le monde avait droit !

Ce sont ces politiques monétaires dites « non conventionnelles » qui ont alimenté les marchés de masses de liquidités qu'il fallait bien investir, ce qui a provoqué la hausse des actifs financiers que l'on a connue ces cinq dernières années notamment aux Etats-Unis, pionniers de ces nouvelles

politiques mais depuis suivis voire dépassés par le Japon et plus récemment par la Banque Centrale Européenne.

Or, ces politiques n'ont pas réussi à restaurer la croissance d'avant crise, constat que viennent confirmer les deux événements récents qui ont changé le climat des marchés depuis la mi-août :

- Le premier est la réalité du ralentissement de l'économie chinoise qu'a brutalement mise en lumière la dévaluation du Yuan ; il est difficile de connaître la vérité des chiffres de l'activité en Chine, mais il est à peu près certain que le taux de croissance aujourd'hui affiché par ses dirigeants (et pris comme tel par le FMI dans ses prévisions), de 7 %, est nettement supérieur au taux réel ; celui-ci est plus probablement de l'ordre de 4 à 5 % ; or, rappelons- nous qu'il y a encore 5 ans, la Chine affichait un taux de croissance autour de 14 % ! ce ralentissement n'est pas une surprise et il a en fait commencé dès 2012. Mais les mesures de relance monétaires mises en œuvre par les autorités chinoises, en créant une bulle d'investissement puis une bulle d'actifs immobiliers et boursiers, ont masqué le phénomène, pourtant bien réel, que la baisse du prix des matières premières annonçait pourtant de façon inéluctable. Depuis quelques mois, ce sont donc tous les agrégats de l'économie chinoise qui sont en baisse. Il ne s'agit pas pour autant d'une récession, loin s'en faut, mais d'un vrai ralentissement qui acte la fin de la « locomotive chinoise » ; celle-ci n'est plus à même de tirer la croissance mondiale et c'est ce constat qui a conduit les dirigeants de Pékin à dévaluer brutalement le Yuan au mois d'août, offrant ainsi un catalyseur à la baisse des marchés. Car cette décision, somme toute marginale puisque la monnaie chinoise n'a été dévaluée que de 3 % alors qu'elle s'était appréciée de plus de 20 % depuis cinq ans, a eu pour effet de faire tomber la Chine de son piédestal économique : chacun pensait en effet qu'avec ses réserves de change considérables, résultat de décennies d'excédents commerciaux, la puissance chinoise était à l'abri de telles mesures !

C'est la prise de conscience de cette situation nouvelle qui a commencé de s'opérer cet été avec, du même coup, une incertitude de taille sur la croissance mondiale qui n'a plus de prise à laquelle s'accrocher car, et c'est le deuxième événement, ce ralentissement risque bien d'impacter la croissance américaine.

- Les Etats-Unis affichent depuis 2009 une solide croissance, certes moindre que lors des précédents cycles où elle était souvent de 4 % voire davantage dans les phases d'accélération ; mais avec 2,5 %, l'économie américaine connaît une croissance qui se situe depuis deux ans dans la moyenne de la croissance mondiale, ce qui est un résultat remarquable. Toutefois, malgré un quasi-plein emploi, une consommation stable et un taux d'investissement enviable, la première puissance mondiale se découvre de nouvelles fragilités :
 - Depuis un an, la constitution de stocks représente 1 point sur les 2,5 de la croissance constatée ; l'économie se dirige donc vers une situation de « sur-stockage » ; or, les agents économiques américains ont cette spécificité d'être très réactifs lorsque le vent tourne, ce que pourrait induire le ralentissement chinois, et peuvent donc déstocker très brutalement, ce qui impacte directement l'activité.
 - La baisse du prix du pétrole peut, elle aussi, peser sur l'activité aux Etats-Unis puisqu'ils sont autant producteurs que consommateurs. On considère généralement que le prix du pétrole, lorsqu'il se situe dans une fourchette de 60 à 70 \$ le baril, est assez neutre sur l'économie puisqu'il y a un équilibre entre consommation et production. La baisse brutale du prix de l'or noir, qui est passé en un an de 100 à 45 dollars et en trois mois de 60 à 45 dollars, a changé la donne car les dégâts qu'elle a provoqués dans l'industrie pétrolière sont nettement plus importants que les bénéfices retirés par les consommateurs domestiques.

- Enfin, depuis 15 mois, le taux de change effectif réel du dollar, c'est à dire la parité entre le dollar et toutes devises, pondérée des échanges commerciaux, s'est apprécié de 15 %, ce qui est considérable ; l'impact sur l'économie d'un tel mouvement étant toujours différé d'un an à 18 mois, c'est maintenant que la hausse du dollar va produire ses effets négatifs sur l'activité.

Si l'on estime à 1 point de croissance le coût effectif de la hausse du dollar et à 0,3 point celui de la baisse du pétrole avec ses conséquences sur l'industrie locale, la croissance américaine pourrait revenir entre 1 et 1,5 % d'ici à un an, selon la vitesse du déstockage qui s'opérera dans les mois à venir.

Or, et c'est le point capital dans ce scénario, la Banque Centrale n'a plus aucune marge de manœuvre, sauf envoyer directement chez les particuliers des billets de banque neufs !

Lorsqu'en 2012, la croissance américaine s'est raffermie au niveau que l'on connaît depuis, la FED a renoncé à remonter ses taux directeurs ; pourtant, le « timing » était parfait et de surcroît, elle aurait ce faisant obtenu un effet d'accélération de la croissance car quand les taux commencent à remonter, les agents économiques précipitent leurs décisions d'investissement et de consommation avant que l'argent ne coûte plus cher encore. En renonçant à resserrer sa politique monétaire, non seulement la FED s'est privée d'une embellie supplémentaire mais surtout se retrouve à l'amorce de la fin de cycle sans aucune arme de relance.

Certains évoquent la possibilité d'un nouveau « quantitative easing », c'est à dire de nouveaux achats par la Banque Centrale de dettes ou d'actifs détenus par le système financier. Mais c'est illusoire que de le penser, quand on sait que le bilan de la FED atteint 2.600 milliards de dollars, constitués par les dépôts des banques américaines ; autrement dit, la FED appartient de facto au système bancaire et si avec une telle masse de liquidités inemployées à son bilan, elle n'a pas été capable de stimuler davantage l'activité, comment y parviendrait-elle en alourdissant encore ce dernier ?

Au-delà du seul bilan de l'institution monétaire, se pose de surcroît la question de sa crédibilité, ce qui est tout à fait nouveau : la Présidente de la FED a récemment déclaré qu'elle avait découvert le ralentissement de l'économie chinoise cet été, ce qui, compte tenu des signaux existant depuis deux ou trois ans, est parfaitement invraisemblable ! Ensuite, quand tout le monde s'attendait à ce qu'elle annonce le 17 septembre dernier une première remontée de ses taux directeurs, elle déclara qu'elle différerait cette décision justement à cause de la situation économique mondiale, avant de revenir sur son propos quelques jours plus tard pour préciser qu'elle les remontera sans doute avant la fin de l'année et ...de s'évanouir, pour de bon !

Au-delà de l'anecdote, le message véhiculé aux marchés et bien reçu par eux comme tel est qu'il vaut mieux commencer à regarder les fondamentaux de l'économie américaine et mondiale pour définir sa stratégie d'investissement plutôt de continuer à décrypter les messages de la Banque Centrale sur la liquidité à venir.

C'est bien ce « retour au réel » qui a brutalement exacerbé la volatilité sur les bourses mondiales ces dernières semaines, accentuée par l'affaire Volkswagen qui atteint la confiance des opinions publiques dans un modèle emblématique et qui n'a sans doute pas fini de produire ses effets.

Au final, la croissance mondiale pourrait ainsi durablement s'établir autour de 2 à 2,5 % à partir de l'année prochaine, sous l'effet de ces deux événements que sont le ralentissement chinois et son impact sur l'activité américaine, sans relais de croissance par ailleurs.

Car si l'Europe est moins gênée par cette situation - la baisse du prix du pétrole et des matières premières n'y est que bénéfique, la baisse de l'Euro de 5 à 6 % en taux de change effectif réel est un bon soutien et le ralentissement chinois n'impacte que marginalement le PIB européen sauf peut-être en Allemagne -, elle n'est pas en mesure de tirer la croissance mondiale, loin s'en faut. Elle n'est cependant pas davantage menacée d'une inversion de cycle et il se pourrait même que certains de ses pays, comme la France ou l'Italie, exportateurs de biens de consommations, traversent dans de bonnes conditions cette période de ralentissement mondial.

En revanche, le problème essentiel que va devoir affronter l'Europe est celui de l'avenir politique de l'Union, en l'absence du « parapluie américain » qui ne la protège plus désormais contre les menaces extérieures, et en l'absence d'une politique de défense et de sécurité commune, au moment où ces menaces reviennent à leur acuité maximale, sans oublier la question grecque momentanément sortie des esprits mais qui peut revenir sur la table à tout moment.

Ceux qui pensaient naïvement qu'après la chute du mur de Berlin et l'effondrement du communisme, on allait assister à « la fin de l'Histoire » pour entrer dans une période de paix et de prospérité durable, en sont donc pour leurs frais !

La conclusion de ce tour du monde, en termes d'investissement, invite à la prudence :

Les marges des entreprises ont récemment atteint un record historique et dans un contexte de ralentissement mondial, il sera difficile de les maintenir longtemps à cet étiage. Il est donc assez probable que les actions américaines vont apparaître chères au regard des perspectives économiques réelles et une fois oubliée la liquidité des banques centrales. Hormis l'Inde peut-être, les marchés émergents ne présentent guère d'opportunités d'investissement à court terme. Quant aux marchés d'actions européens, malgré des prix plus raisonnables et une situation contrastée, ils ne pourront vraiment se désolidariser de leurs homologues d'outre-Atlantique, du moins dans la première phase de correction de ces derniers.

Nous abordons ainsi une transition entre un modèle de développement économique qui a prévalu pendant soixante-dix ans et un nouveau modèle, esquissé par les révolutions des « techs » qui viennent bouleverser nos systèmes de production et de consommation. Le problème est que les dirigeants de nos économies se fondent encore sur une vision et des outils de mesure déjà dépassés et inadaptés au monde qui vient ; pire, ils semblent s'acharner à faire perdurer l'ancien modèle sans réaliser la puissance du nouveau.

A cet égard, les réponses fournies par les « élites » face aux craintes de destruction d'emplois et de valeur que pourrait induire la révolution numérique, sont inappropriées ; nos modèles économiques et sociaux qui, au fil des décennies, ont laissé se créer des rentes de situation excluant de facto du marché du travail une part croissante des nouvelles générations, sont d'ores et déjà condamnés dans leur organisation actuelle par les nouvelles technologies et les nouveaux modes de production ou de consommation ; ceux-ci se développent par capillarité au cœur de nos sociétés vieillissantes à une vitesse supersonique et en changeant déjà l'organisation, le fonctionnement, les relations, jusqu'à la notion même de « travail ».

Ces bouleversements que l'on sent déjà à l'œuvre auront sans doute des catalyseurs inattendus, comme les flux migratoires en cours ou quelque événement géopolitique, mais ne doutons pas qu'ils vont rebattre les cartes depuis trop longtemps biaisées par ceux qui bénéficient de ces rentes de situation.

Pour autant, en observant le comportement social des nouveaux entrepreneurs, qui fortune faite à 35 ou 40 ans à la tête de multinationales qui n'existaient pas voici dix ou quinze ans, créent leurs propres fondations pour le développement, l'environnement ou d'autres buts humanitaires et les dotent de quelques milliards de dollars, on peut espérer que ces bouleversements apportent le meilleur à des opinions publiques en quête de sens, quête aujourd'hui insatisfaite, ce dont les marchés témoignent de façon exacerbée au travers de leur volatilité !

Achevé de rédiger par François-Xavier SERRAZ, le 8 octobre 2015