

Synthèse de la réunion du mardi 10 avril 2018 animée par François de Givry, économiste, Président de Delta Finance, à l'Automobile Club de France

Introduction de François-Xavier Serraz

Nous allons consacrer notre réunion de ce soir aux craintes qui provoquent le fracassant retour de la volatilité sur les marchés depuis trois mois, notamment pour tenter de savoir si elles sont fondées ou non, car selon la réponse, les perspectives économiques et, par conséquent, notre politique d'investissement seront sensiblement différentes.

La première crainte à s'être manifestée est celle du retour d'une vraie inflation avec son corollaire qui est la hausse des taux d'intérêt à long terme, deux événements, deux perspectives hautement néfastes pour les marchés d'actions. La seconde, c'est celle d'un retour du protectionnisme alimenté par la « guerre commerciale » sino-américaine qui semble s'envenimer depuis quelques jours et qui serait sans doute dévastatrice si elle devait se poursuivre, ce qui n'est pas certain même si sur ce point, les récents tweets de Monsieur Trump ne sont pas faits pour faciliter nos prévisions.

Néanmoins, sur ces deux sujets et au-delà des réactions épidermiques des marchés bien compréhensibles, il est permis de douter des arguments de ceux qui nous annoncent le pire, que ce soit pour l'inflation comme pour le protectionnisme.

C'est ce que nous allons tenter de décrypter ce soir, car si effectivement ces deux craintes sont infondées ou du moins ne reposent que sur des phénomènes ponctuels et marginaux, alors il est permis d'espérer une reprise durable des marchés d'actions, tirés d'abord par une croissance mondiale de bon niveau et ensuite par l'émergence d'une nouvelle demande, celle de la classe moyenne mondiale qui est née de la révolution numérique commencée voici 38 ans et qui comptera à un terme d'une petite dizaine d'années sans doute plus de trois milliards d'individus ; je vous laisse imaginer ce que l'émergence d'une telle masse de producteurs et de consommateurs, qui plus est ouverts sur nos modes de vie grâce à internet, peut offrir comme potentiel de croissance à nos grandes entreprises occidentales, déjà très présentes dans tous les pays émergents et ce à un horizon d'une dizaine d'années.

Intervention de François de Givry, Président de Delta Finance

Effectivement, les marchés sont aujourd'hui enclins au doute, ou à des réactions parfois brutales face à ces deux menaces pour leur progression que constituent d'une part la reprise d'une inflation généralisée et d'autre part, le retour au protectionnisme.

Je vais donc répondre aux deux questions que François-Xavier a posées dans son introduction, en commençant par celle de cette « guerre commerciale », ou prétendue telle, entre les Etats-Unis et la Chine et de ses conséquences en termes de protectionnisme.

Sur ce sujet, la vision que nous en avons en Europe telle qu'exprimée depuis quelques semaines est erronée car en réalité, il ne s'agit pas d'une guerre commerciale et de surcroît, contrairement à cette vision imposée d'un président américain va-t-en-guerre, il a parfaitement raison cette fois !

On ne peut évidemment qu'être d'accord avec ceux qui affirment que le protectionnisme est une stratégie perdante pour tout le monde, à commencer par celui qui la met en œuvre ; les exemples passés de mesures protectionnistes aux Etats-Unis le démontrent si besoin était :

- Sous Georges Bush junior en 2002, le relèvement des droits de douane sur l'acier a détruit 200.000 emplois dans le secteur.
- Sous Obama, les droits de douane imposés sur les pneus bas de gamme venant de Chine n'ont sauvé qu'un millier d'emplois aux Etats-Unis mais ont coûté près d'un milliard de dollars aux consommateurs américains.

Tout le monde s'accorde à dire que l'ouverture au commerce mondial est positive pour les économies, mais à la condition que tous les partenaires jouent le jeu. Or, la Chine, qui est entrée dans l'Organisation Mondiale du Commerce voici 17 ans n'a jamais joué le jeu du marché ouvert : ainsi, quand les droits de douane américains sur les importations de voitures, provenant de Chine notamment, sont de 2,5 %, ceux que la Chine impose sur les importations locales de voitures étrangères sont de ... 25 % ! Quand on voit par ailleurs que les entreprises chinoises viennent faire leur marché en Europe pour accroître leur production – comme avec le rachat de Volvo – sans que les entreprises occidentales puissent faire de même sur le marché chinois – il faut un partenariat avec une entreprise chinoise pour cela qui en détient obligatoirement plus de 50 % – on ne peut que constater le déséquilibre dans les termes de l'échange qui s'est depuis longtemps installé en faveur de l'Empire du Milieu.

Que le Président Trump souhaite y mettre un terme devrait obtenir l'assentiment de l'ensemble des puissances occidentales !

Mais au-delà des déclarations et autres « tweets » tonitruants, l'enjeu est bien davantage technologique que commercial : le vrai sujet est, pour les Américains, de défendre leur suprématie technologique face à une Chine qui a fait des technologies de la communication, des énergies renouvelables et de l'aéronautique et du spatial les priorités de son plan de développement. Il y a donc fort à parier que les vraies mesures protectionnistes que prendra le président Trump seront davantage focalisées sur ces secteurs, en réduisant de façon drastique les places offertes aux étudiants chinois dans les universités américaines par exemple, plutôt qu'en mettant en œuvre un protectionnisme généralisé sans doute plus néfaste encore à l'économie américaine qu'à ses partenaires et qui rendrait tout le monde perdant.

Les chinois sont bien conscients de ce qu'ils pourraient eux aussi perdre à ce jeu-là et il est probable qu'ils fassent preuve de mesure, voire lâchent du lest sur d'autres sujets, pour continuer à envoyer leurs meilleurs étudiants s'imbiber des technologies américaines.

Sur la seconde question, celle de l'inflation, j'ai toujours tenu la même position : l'inflation est structurellement incompatible avec le modèle de développement capitaliste libéral : celui-ci consiste

en effet à produire toujours davantage et à moindre coût ; en ce sens, on peut affirmer que le capitalisme occidental est fondamentalement déflationniste.

Les tenants actuels de la reprise d'une inflation généralisée se fondent sur quelques statistiques récentes relatives aux salaires américains : les chiffres de ce début d'année, revus à la baisse depuis, montraient effectivement une légère hausse dans un contexte de plein emploi ; il n'en fallait pas davantage pour nourrir les craintes d'un retour de l'inflation dans la première économie du monde et par contagion à l'ensemble de l'Occident, par une interprétation de ces chiffres que les marchés ont prise à la lettre mais qui nous semble très excessive !

Pour que l'inflation se généralise à partir d'une inflation salariale, il faut en effet plusieurs conditions :

- La première, c'est que les salariés américains demandent et obtiennent effectivement des augmentations salariales ; or, si dans certains secteurs limités de services, on a assisté à une hausse des rémunérations sur les emplois les plus qualifiés, ce phénomène est loin de se généraliser à l'ensemble du système productif, d'autant que le plein emploi aux Etats-Unis est aujourd'hui relatif ; la part de la population en âge d'activité exclue de l'emploi pour de multiples raisons est plus élevée que lors des précédentes phases de plein emploi : avec un taux de participation à l'emploi de 62.7 %, il reste une consistante réserve de main d'œuvre, certes pas nécessairement qualifiée pour répondre aux besoins des entreprises de technologie mais pesant malgré tout sur les prétentions salariales.
- La seconde condition, à supposer que la précédente soit remplie, c'est que les entreprises répercutent sur leurs prix de vente les hausses de salaires consenties. Or, la réforme fiscale du président Trump va leur redonner de nouvelles marges par son ampleur inédite : rappelons seulement qu'en soixante-dix ans, la part de l'impôt sur les sociétés dans le budget fédéral sera passée de 37 % à 7 %, après la réforme en cours. D'autre part, la baisse du dollar depuis un an a permis aux entreprises américaines d'accroître mécaniquement leur compétitivité. Elles n'ont donc aucune raison de l'entamer vis-à-vis de leurs concurrentes européennes et asiatiques par des hausses de prix dont elles n'ont pas besoin pour maintenir voire augmenter leurs marges.
- La troisième condition serait une surchauffe de l'économie induite par les deux précédentes – notamment par le dopage de la consommation induit par la réforme fiscale - mais là encore, le très long cycle de croissance entamé en 2009 connaît un taux de croissance presque deux fois inférieur à celui des cycles précédents (2,2 % en moyenne contre plus de 4 %) et le plan de relance fiscale du président Trump est plutôt tourné vers les entreprises que vers les ménages : sur les 150 milliards de dollars alloués, 70 concernent les particuliers, soit 0,3 % du PIB américain. Il n'y a donc pas de risque de surchauffe de ce côté-là.

Dans ces conditions, on ne voit pas comment l'inflation salariale, à condition qu'elle soit effective, se généraliserait à l'ensemble de l'économie, d'autant que la révolution numérique qui s'accélère et s'amplifie entretient de fortes pressions déflationnistes.

Sur ce point, l'intelligence artificielle va jouer un rôle déterminant, notamment grâce aux algorithmes dont la puissance et l'universalité vont profondément changer le monde : en se fondant sur de récentes découvertes en la matière, affirmant que l'être humain ne serait « scientifiquement » qu'une construction algorithmique organique puisque ses émotions même peuvent être ainsi expliquées, les entreprises les plus en pointe dans ce domaine considèrent que l'intelligence artificielle, avec les algorithmes non organiques qu'elle développe dans tous les domaines, n'est qu'une étape de plus dans l'évolution darwinienne de notre espèce. Le monde que nous préparent

les tenants de l'intelligence artificielle est un monde orwellien, voire pire encore, où chaque individu devient un ensemble de « datas », de données accumulées et décortiquées, permettant à ceux qui les détiennent de contrôler les individus jusque dans le détail le plus anodin de leur comportement dans le but de le rationaliser et d'en optimiser la productivité.

Au plan macro-économique, une telle révolution est totalement « contre-inflationniste » puisque des pans entiers de la production mondiale seront, dans un futur proche, assurés par des algorithmes et que ces derniers ne demanderont pas d'augmentation salariale !

Au plan éthique ou philosophique, c'est une autre affaire car le monde que nous préparent les « GAFA » et autres entreprises high tech est celui de la subordination de la valeur de l'individu en tant que tel à la prééminence absolue du collectif, du réseau. Mais ne voit-on pas cette tendance se dessiner déjà dans les normes, lois et règlements qui envahissent progressivement nos sociétés ? Sans parler du système actuellement expérimenté en Chine qui, grâce à des caméras de reconnaissance faciale et au fichage des citoyens, permet aux autorités de connaître avec précision le comportement des individus ; en leur attribuant un quota de points – comme pour le permis de conduire – et en leur en retirant en fonction de leurs écarts de conduite, si minimes soient-ils, par rapport aux règles de comportement de référence, elles peuvent ainsi sanctionner un « mauvais » citoyen en le privant de certains de ses droits.

Bien évidemment, cette révolution a pour but officiel d'accroître la productivité de chaque travailleur pour en optimiser les compétences et capacités au service de la collectivité - en évitant éventuellement à celle-ci de « payer » pour les comportements réputés inciviques comme dans l'expérience chinoise. Mais on voit que derrière cette apparente innocuité, se dessine un monde qui n'est pas celui imaginé par nos dirigeants ; un monde aux antipodes des deux révolutions française et anglaise, qui plaçaient l'individu au centre du système politique et économique, par « le progrès de l'entendement humain » d'un Condorcet ou le fonctionnement vertueux du marché grâce aux initiatives individuelles, d'un Adam Smith.

En revanche, au-delà des questions que cette révolution technologique pose en termes éthiques et philosophiques, voire politiques, elle est bien fondamentalement non inflationniste et constitue même une opportunité assez unique pour les investisseurs, malgré la volatilité sans doute durable sur les marchés.

En effet, si les deux craintes qui ont alimenté les récentes corrections boursières, que sont l'inflation et le protectionnisme, nous paraissent infondées, en revanche, les évolutions à venir des politiques des banques centrales, vers un resserrement monétaire progressif mais sans doute inéluctable, contribueront à entretenir cette volatilité sur les marchés ; pour autant, constituent-elles une menace pour ces derniers ? Peut-être pour les marchés de taux, plus sensibles aux décisions des banques centrales ; sans doute moins pour les marchés d'actions car ce que l'intelligence artificielle va ouvrir comme domaines encore vierges pour les entreprises entraînera une nouvelle croissance de la productivité, ce qui devrait doper leurs résultats au cours de la décennie à venir.

Achévé de rédiger le 18 avril 2018