



BANQUE
ERIC STURDZA

ECONOMIE MONDIALE ET MARCHÉS À L'HORIZON DES PROCHAINS MOIS

« Le pessimisme n'a jamais remporté la moindre bataille » Dwight Eisenhower

Bruno Desgardins

10 Octobre 2017

A un abîme boursier touché en mars 2009, une crise économique qui, dans la zone Euro, a persisté jusqu'en 2013, une crise politique, attestée par la poussée des partis populistes, succède une période plus favorable. Une croissance mondiale de 3.7% cette année, qui profite à la majorité des Etats, une situation de quasi plein emploi dans beaucoup de grands pays, Etats-Unis, Japon, Allemagne, Grande-Bretagne, une inflation presque partout inférieure à 2% en dépit d'injections de liquidités persistantes, une reprise du commerce international, +3.6% en 2017. Il ne s'agit pas d'occulter les zones d'ombre et de témoigner d'une complaisance aveugle devant la faiblesse du crédit aux entreprises, la stagnation des salaires, la dérive persistante de l'endettement global et la croissance des inégalités mais on peut conjecturer qu'en dépit de politiques monétaires plus restrictives, l'environnement économique restera bien orienté en 2018. La politique internationale, en l'occurrence la crise coréenne, n'inquiète pas plus car nous inclinons à penser au statu quo.

Etats-Unis : Le cycle de croissance dure depuis 100 mois, proche du record de 106 mois entre 1961 et 1969 et on ne peut discerner de signes d'une prochaine récession. Aussi conserve-t-on les positions sur ce marché et tout au plus, dans le but de protéger la performance d'ici la fin de l'année, on « hedge » partiellement les gains car à 17x les bénéfices 2018, la valorisation est élevée et car les marges ont baissé depuis leur pic de fin 2014. En outre, on ne peut oublier l'appréciation de plus de 20% du marché depuis une élection de Trump qui n'a produit aucun effet tangible sur la croissance, on ne peut nier que le point haut du cycle de crédit a été atteint fin 2015 lors de la première hausse des taux et on ne peut ignorer que la croissance des crédits bancaires est moitié moindre qu'entre 2014 et mi-2016.

Néanmoins, il est encore tôt pour alléger car les indicateurs macro-économiques de court terme restent bien orientés : on pense au chiffre des permis de construire, stable à 1,2 millions, à la croissance du PIB qui sur l'année devrait atteindre 2.1%, à l'indice de confiance ISM, au plus haut des treize dernières années, aux taux de défaut qui approchent un point bas historique, aux créations d'emplois dans le secteur privé qui restent élevées, au faible taux de chômage de 4.2%, à la consommation résiliente, à l'endettement des ménages, 70% du PIB, très inférieur aux 98% constatés en 2007 et à la pauvreté qui, à 12.7%, est retombée au niveau d'avant 2008. Et encore, n'intègre-t-on pas un abaissement de l'impôt sur les sociétés que Donald Trump, parviendrait à faire voter, car on pense qu'il serait partiellement compensé par une moindre déductibilité des intérêts de la dette.

Dans une optique à moyen terme, on sera fatalement plus prudent car des problèmes structurels polluent les statistiques sur l'emploi, les revenus, l'immobilier et la santé. Un jour, peut-être ils enrayeront la dynamique du cycle américain : s'agissant de l'emploi, on observera qu'à une croissance de la population, au rythme de 1%/an, n'a correspondu, au cours de la dernière décennie qu'une augmentation de 0.5%/an des emplois, ce qui se reflète dans la régression du taux de participation (actifs/personnes en âge de travailler) de plus de 67% en 2000 à 62.8% en juin. On ajoutera que les grandes entreprises de la technologie créent moins d'emplois que les grandes entreprises industrielles. En témoigne, l'étude de **Krueger** à Princeton qui souligne que les dix premières firmes technologiques

n'emploient que 1,5 million de salariés quand, en 1979, les dix premières sociétés industrielles en dénombraient 2,2 millions. Enfin, la sous-traitance des grandes firmes ne cesse de s'étendre, l'emploi précaire se répand, plus de 18% des actifs travaillent à temps partiel. S'agissant des revenus, le *Census bureau* montre que le salaire médian n'a retrouvé qu'en 2016 son niveau de 1999. S'agissant de l'immobilier, deux facteurs de fragilité doivent être soulignés : le marché hypothécaire échappe de plus en plus aux banques pour profiter à des acteurs non régulés, dont la part de marché, depuis 2007, est passée de 20 à 75% et le marché immobilier est devenu inaccessible à beaucoup de jeunes puisque la moitié des hommes de 18-34 ans et plus d'un tiers des femmes résident encore chez leurs parents, un pourcentage non observé depuis la guerre. Et finalement, un mot sur la santé pour constater que les dépenses de santé, 18% du PIB, sont plus élevées qu'ailleurs mais l'espérance de vie baisse. Que retenir de ces différentes statistiques ? L'incapacité des ménages à consommer plus. Le taux de croissance est moitié moindre que lors des cycles précédents et il ne va pas s'améliorer.

Europe : « *Ce qui est naturel est diversifié* » Madame de STAEL :

Aujourd'hui, trois mobiles incitent à toujours surpondérer la zone Euro : les indicateurs de conjoncture devraient rester bien orientés, les multiples de valorisation sont inférieurs à ceux des Etats-Unis et nous gardons confiance dans la capacité à promouvoir des réformes permettant un surcroît d'intégration politique et économique. En écho à ce dernier point, le mot de Madame de Staël sonne juste : l'unité et la diversité de l'Europe ne sont pas antagonistes. Plus d'intégration est une possibilité et une nécessité et il faudra convaincre les réticents et désarmer les opposants. Deux chiffres, la population et le PIB, corroborent cette affirmation : en 1960, l'Europe comptait 13% de la population mondiale, en 2050 ce sera 5%. En 1980, l'Europe représentait plus de 30% du PIB mondial, aujourd'hui 18%. Ne voyons pas dans ces chiffres un échec de l'Europe car, depuis la signature du Traité de Rome, le PIB/habitant a été multiplié par quatre. C'est simplement l'incidence du décollage et du rattrapage de quelques grands pays émergents. Hier, l'intégration Européenne s'imposait pour des motifs politiques, aujourd'hui elle s'impose pour des raisons économiques. Hier, la menace était incarnée par l'Union Soviétique, aujourd'hui, l'union fait la force pour contrer des conglomérats chinois soutenus par des capitaux publics et pour négocier un accord sur l'imposition des GAFAA. L'Europe doit dépasser ses oppositions, Est/Ouest sur l'immigration et sur la démocratie, ses divergences Nord/Sud sur les finances publiques et renforcer l'intégration bancaire, budgétaire, monétaire, économique et fiscale. Bancaire, car seules 130 des 6000 banques européennes sont couvertes par l'Union bancaire constituée fin 2014, les prêts « non performants » atteignent encore Euros 865 milliards et les montants prévus pour la résolution d'une éventuelle crise sont trop faibles. Monétaire, car le MSE, Mécanisme de stabilité, doit à l'instar du FMI, devenir un Fonds monétaire européen qui puisse octroyer des prêts d'urgence. Economique, car plus de politiques communes sur des thèmes d'intérêt européen, comme la défense et l'énergie sont possibles et car des mesures protectrices d'un dumping social ou environnemental s'imposent. Fiscale, car s'il n'est pas réaliste de planifier une convergence des salaires qui, cotisations

inclus ne sont que de Euro 1,1/heure en Bulgarie quand ils atteignent Euros 42 au Danemark (source Eurostat), l'harmonisation des taux d'imposition peut être un objectif à terme. Budgétaire, car un budget qui ne représente que 1% du PIB de l'Union Européenne dont 0.8% sert à la redistribution aux Etats et seuls 0.2% sont disponibles, n'offre guère de latitude pour plus d'intégration? Les pays devraient pouvoir s'entendre sur une allocation de 2% du PIB à la défense, 2% pour l'énergie et la lutte contre le réchauffement climatique et 2% pour le numérique, la recherche et l'éducation, ferments d'une meilleure compétitivité. Devant une telle efflorescence des idées, on se souviendra du mot du philosophe *Alain* « *Le secret de l'action, c'est de s'y mettre* » et on espère que tel sera le cas après la constitution du gouvernement allemand. Deuxième raison d'une surpondération de l'Europe, les données macroéconomiques : la croissance, 2.2% cette année, pour la deuxième année consécutive, égale, voire supérieure à celle des Etats-Unis, la production industrielle, accrue de 3.2% sur un an, le taux de chômage, en baisse régulière à 9.1% après la création de six millions d'emplois depuis 2009, la poursuite du redressement des pays périphériques, l'Irlande l'année dernière avec une croissance de 5.2%, le Portugal avec 3% de croissance sur un an et la Grèce qui anticipe désormais une croissance de 2.4% en 2018 et un nouvel excédent budgétaire primaire. Enfin, la valorisation du marché est moindre.

A ceux qui s'inquiéteraient des conséquences des élections allemandes, on fera observer qu'une coalition pro-européenne CDU-SPD reste une possibilité si Schulz, grand perdant des élections, se retire et que le FDP, traditionnellement pro-européen, exclue peu de choses des propositions Macron. A ceux qui s'alarmeraient de l'incertitude en Catalogne, on fera remarquer qu'elle a eu une incidence forte sur les taux espagnols et les cours des banques, modérée sur l'Euro, négligeable sur la Bourse européenne. Certes la Catalogne, au sein de l'Espagne, attire les investissements de l'extérieur, jouit d'un PIB/habitant, Euros 29700 Euros, supérieur à la moyenne espagnole de Euros 23000 mais une indépendance, donc une exclusion de l'Union Européenne, rendrait ce territoire moins attractif pour des investisseurs étrangers et on ne peut occulter le poids de la dette (27% de la dette espagnole pour 19% du PIB et 16% de la population). Ajoutons que l'Europe a été constituée pour réduire les divisions non pour les cristalliser. Donc Bruxelles n'a aucune raison d'être complaisante à l'égard de la Catalogne.

- **Grande-Bretagne** : pour résumer la situation, on peut reprendre le mot de Churchill à propos des membres du gouvernement Baldwin en 1936 « *uniquement décidés à rester indécis, résolus à ne rien résoudre, déterminés à l'inaction... et impuissants de toutes leurs forces* ». Tout absorbé à dessiner une voie de sortie, le gouvernement de Teresa May y consume son énergie, est absent des grands débats internationaux et dans l'intervalle, jour après jour, les statistiques publiées convergent pour corroborer l'erreur économique que représente le vote du Brexit. Le processus n'a pas commencé mais la croissance tombe, l'indice des directeurs d'achat de septembre annonce une possible récession, la construction en septembre amorce un recul, la baisse de l'immigration provoque une pénurie de main d'œuvre dans les services, l'investissement des entreprises britanniques ralentit, celui des firmes multinationales est suspendu et la consommation stagne alors même que le taux d'épargne est au plus

bas et que la dérive des crédits à la consommation, +10% sur un an, inquiète la Banque d'Angleterre. Le pouvoir d'achat baisse à l'international du pourcentage de la dépréciation de la £ et à l'échelle domestique du différentiel entre une inflation à 2.8% et une hausse des salaires de 2.5%. De la dépréciation de la £, 15% contre l'Euro depuis le Brexit, le pays ne tire aucun bénéfice et un exemple suffit à l'expliquer : le secteur automobile qui exporte beaucoup, mais dont les deux tiers des composants proviennent de l'étranger. Soyons lucides, la production manufacturière, un médiocre 10% du PIB, ne parviendra pas à décoller, la balance commerciale restera très déficitaire.

- **Japon** : Le marché boursier reste surpondéré dans nos portefeuilles car indicateurs de marché et indicateurs de confiance convergent pour nourrir l'optimisme. Les liquidités des entreprises n'ont jamais été aussi abondantes (Gave avance le chiffre de \$4000 milliards), la valorisation sur la base de la « Book value », 1.5x, est un tiers plus faible que celle des autres grands marchés, les rachats d'actions, longtemps inexistantes, se développent et la Banque du Japon poursuit l'acquisition d'ETF sur l'indice japonais, au rythme de 1% de la capitalisation chaque année et beaucoup d'investisseurs internationaux ignorent encore le Japon dans leur allocation. Voilà pour les indicateurs de marché. Ajoutons les indicateurs économiques favorablement orientés, qu'il s'agisse des chiffres du PIB, des exportations, en croissance en volume de 10%, de la construction, favorisée par la préparation des Jeux Olympiques de 2020, de la confiance des consommateurs comme des entreprises. A plus long terme, on sera plus circonspects car quelle peut être la croissance d'un pays réticent à l'immigration et dont la population se contracte. Une donnée éclaire le sujet : en l'an 2000, la classe d'âge 20-29 ans recensait 18.3 millions de jeunes, actuellement moins de 13 millions et en 2040, guère plus que 10 millions. La population active, 65 millions à ce jour, sera réduite de 23 millions d'ici 2050 ! On ne peut même pas rêver d'un taux d'emploi plus élevé car à 75% il excède celui des autres grands pays, pour mémoire à peine 70% aux Etats-Unis. Et le taux de chômage, 2.8%, est déjà inférieur à celui de tous les autres grands pays.
- **Chine** : A la veille du Congrès du parti qui débutera le 18 octobre, on peut noter que les faiblesses de la Chine sont temporairement des forces. On peut redouter, comme le FMI ou comme S&P, l'aggravation rapide de l'endettement, on peut suspecter que la planification étatique n'est pas idéale dans une économie de plus en plus orientée vers le secteur des services. Les autorités chinoises n'en ont cure et s'efforcent de conquérir le monde. En dépit de la faiblesse des bilans, dans beaucoup de secteurs apparaissent des groupes, publics ou privés (ces derniers représentent 50% de la capitalisation contre 20% en 2010), très puissants, capables d'acquiescer leurs grands concurrents internationaux, d'accroître leurs parts de marché, de gagner des contrats en faisant fi de la rentabilité et du respect des brevets. L'année dernière les investissements directs à l'étranger ont représenté un montant record, Euros 155 milliards. Dans le même temps, la consommation profite de la multiplication par dix des salaires depuis la fin des années 1990, du développement de la classe moyenne, de la des nouvelles technologies, notamment les paiements mobiles. La très bonne performance du marché chinois, +43%, a été favorisée

par l'exceptionnelle appréciation des valeurs technologiques, +72%, car la technologie entre maintenant pour 40% dans la capitalisation du marché chinois contre 2% il y a dix ans.

- **Pays émergents** : dans l'ensemble ils profitent du redressement conjoncturel en Europe et au Japon et également de mesures internes. Ainsi, le Brésil n'est plus en récession. La Russie, déjà sortie de récession en 2016, bénéficie d'une révision à la hausse de ses perspectives. L'Inde, impactée tout à la fois par le retrait de 80% des billets en circulation, par une diminution des investissements étrangers, la faiblesse de l'investissement privé, la faiblesse des exportations, la persistance des goulots d'étranglement dans les infrastructures et par un déficit budgétaire de 3.2% déplore un ralentissement de sa croissance à probablement 5.7%.
- **Pétrole** : les statistiques de l'AIE, Agence Internationale de l'Energie, sont éclairantes. Autant les prix élevés, puis les effets de la récession ont provoqué une baisse de la demande de pétrole dans les pays de l'OCDE de 10% entre 2005 et 2014 ; autant la faiblesse des prix ces dernières années favorise depuis 2015 un accroissement de la consommation dans les pays de l'OCDE de près de 1%/an, soit 400 000b/j, qui s'ajoutent à la hausse annuelle de 1mb/j dans les pays émergents. Globalement, en 2017 la demande de brut s'accroît de 1,6Mb/j à 97.7Mb/j, les surcapacités, de 4mb/j il y a quelques années ont fondu car les dépenses de recherche des compagnies pétrolières ont été abaissées, la discipline de production des membres de l'OPEP et de la Russie pour réduire les volumes de 2% a été effective et donc les prix sont désormais dans le haut de la fourchette, \$45/55/baril, que nous avons définie l'année dernière. Autrement dit, une aubaine de plus de \$10 milliards pour le budget russe à l'approche des élections, une opportunité pour l'Arabie Saoudite qui souhaite maximiser la valeur de l'Aramco avant la prochaine introduction en bourse, une incitation pour les producteurs américains qui ont abaissé leurs coûts de production à \$30/baril.
- **Taux** : l'incertitude est plus politique que monétaire. Politique car à la FED, 4 postes sont à pourvoir dont celui de la Présidence. La majorité sera-t-elle plus encline à réduire le bilan, actuellement de \$4500 milliards, moins encline à majorer les taux ? Difficile d'apporter une réponse claire aujourd'hui. Si Yellen est reconduite, le bilan de la FED, devrait être réduit de près de \$800 milliards d'ici fin 2019 et le taux officiel devrait à nouveau être augmenté en décembre et plusieurs fois en 2018. A la BCE, une annonce fin octobre pourrait prévoir une baisse des achats de Euros 60 à 40 milliards/mois début 2018, puis 20 au 2^{ème} semestre et 0 en fin d'année mais le vrai sujet sera le remplacement de Monsieur Draghi en février 2019. Sera-ce l'allemand Weidman, partisan de la rigueur ? Trop tôt pour le dire. Dans l'intervalle, dû à la rationalité des marchés en être affectée, les liquidités offertes par les grandes banques centrales augmenteront encore de \$2000 milliards cette année, soit de plus de 10%. Ces injections se poursuivront car conscients de l'endettement élevé des Etats et de beaucoup d'entreprises les banquiers centraux veulent prévenir une dérive des taux longs. Même si le redressement récent des cours de matières premières aura un impact transitoire au cours des prochains mois, l'inflation, aujourd'hui 0.3%

au Japon, 1.3% aux Etats-Unis, ne constituera toujours pas une menace car les vents soufflent en sens contraire : emplois créés peu qualifiés, départs en retraite des « baby-boomers » bien rémunérés, poursuite de la globalisation, concurrence des robots, hausse du poids des travailleurs indépendants, moindre sensibilité des économies de services aux cours de matières premières...

- **Devises** : au cours actuel du \$, plus importante sera la baisse des taxes, donc le potentiel de stimulation de la croissance et la remontée des taux, plus forte sera l'appréciation du \$. A l'inverse, meilleure sera l'entente franco-allemande pour approfondir l'Europe, plus fort sera l'Euro. Donc deux facteurs politiques, l'obtention d'une majorité au Congrès et la composition du gouvernement allemand, qui incitent à la prudence dans l'exposition de change.

- **Conclusion sur les Bourses** : « *C'est une grande folie de vouloir être sage tout seul* » notait *La Rochefoucauld* mais, soucieux de préserver les bonnes performances de nos portefeuilles, nous avons mis en place des protections. Pour autant, si certains redoutent les effets sur les marchés d'un resserrement des politiques monétaires, craignent même une fin du cycle de croissance, voire une récession, telle n'est pas notre position. Que les valorisations soient jugées élevées par l'immense majorité des investisseurs est rassurant car on ne trouve pas chez les investisseurs le sentiment d'exultation qui prévalait en 2000. Au nombre des facteurs positifs, on retiendra la persistance, ces prochains trimestres, d'une croissance économique mondiale, modérée mais pérenne, d'une augmentation des bénéfices, l'absence d'alternatives, obligataire ou immobilière, aux actions, probablement \$1000 milliards de liquidités injectées par les banques centrales en 2018, la vigilance des banquiers centraux pour prévenir un dérapage des taux longs, un plus grand laxisme budgétaire dans de nombreux Etats et la faiblesse prévisible de l'inflation. Pour l'heure l'essentiel, ce sont les perspectives favorables, l'insignifiant, ce serait un Cygne noir, un imprévu dont *René Char* nous a appris à nous méfier quand il écrivait « *L'essentiel est sans cesse menacé par l'insignifiant* ».