



LA FRANÇAISE

LA LETTRE

ÉDITION SPÉCIALE - 25 JANVIER 2015

“ÇA VA PÉTER ?”

DE XAVIER LÉPINE – PRÉSIDENT DU DIRECTOIRE DE LA FRANÇAISE



Photo : T.PAVIOT

La grande crise de 2008 a fait brutalement prendre conscience que le monde était en train de changer de paradigme, terme devenu très à la mode, pour évoquer tout à la fois les changements de modèles économiques liés à la technologie, la globalisation, la consécration de la Chine comme premier acteur mondial, le recul des pays occidentaux.

Aujourd’hui, le terme à la mode dans le grand salon de Davos, c’est “disruption”, le moment où l’innovation est d’une telle portée qu’elle casse un système établi et impose un autre standard ; Uber et les taxis, Airbnb dans l’hôtellerie en sont de bons exemples.

Mais la disruption s’applique aujourd’hui dans tous les domaines de la vie créant un niveau d’incertitude inégalé.

Depuis 1973, tous les 5 à 7 ans l’économie subit un choc majeur : crise du pétrole, 2^e choc pétrolier en 1979, crise du surendettement des pays d’Amérique latine et d’Afrique (la décennie perdue – 1982-92), la crise des saving and loans liés au Junk bonds en 1989, la crise obligataire de 1994, l’explosion de la bulle internet en 2000, septembre 2001, les sub-primes en 2007-2008, 2012 la crise l’euro. Chacune de ces crises avait pour cause et pour conséquence un surendettement excessif et donc le transfert du surendettement de l’un pour mieux endetter l’acteur suivant : du privé à l’Etat, du corporate à l’Etat, du privé aux banques puis aux Etats...

Et aujourd'hui nous arrivons au dernier rempart, les Banques Centrales tiennent un rôle de prêteurs en dernier ressort et d'acteurs involontaires de la relance économique. Ça va péter ?

Parallèlement, l'épargne des ménages des pays occidentaux atteint 6 à 7 années de PIB et il y a bien eu transfert de la richesse publique (dont l'endettement atteint 1 à 2 années de PIB) vers le privé... sans compter la problématique de la répartition de la richesse entre individus (cf. Thomas Piketty) qui fait qu'au total l'Etat ne peut plus aider 85 % de la population et laisse à 10 à 15 % de la population l'essentiel de la richesse. Ça va péter ?

Dans des temps pas si anciens, la dette aurait été annulée et l'euthanasie du rentier aurait permis de recommencer. Aujourd'hui, étant donné l'importance des montants en jeu et l'interdépendance des marchés et des économies, cette voie est d'autant moins explorée que l'inflation ne se décrète pas dans des économies ouvertes.

À partir de ce moment, nous avons trois issues possibles :

Celle de Jean Tirole qui, dans notre univers de fonctionnement économique globalisé, anticipe des taux nominaux et réels durablement bas en Occident et par voie de conséquence une stagnation séculaire.

Celle d'Alain Madelin qui nous annonce l'hyper-croissance grâce à l'économie de la connaissance. Le coût d'accès à la connaissance décroît marginalement, le coût de l'argent n'a jamais été aussi faible et nous rentrons dans l'ère des aménités de la vie, allongement, qualité de vie, robotisation...

Celle de Jacques Attali qui, il y a 5 ans nous annonçait "tous ruinés dans 10 ans".

Ces annonces ne sont pas contradictoires, elles nous informent simplement que nous sommes en "disruption" généralisée et que notre avenir nous appartient mais est plus incertain que jamais.

La prise de conscience que les problématiques sont liées est de plus en plus forte, et si nous sommes proches de la quadrature du cercle, la solution est une question de volonté politique.

Certains risques sont à court terme, d'autres à moyen terme mais ce qui ne doit pas pour autant retarder leur traitement car ils nécessitent aussi du temps !

Ainsi, si nous reprenons la théorie marxiste, le rendement marginal décroissant du capital, la substitution de l'Homme par le robot pose indubitablement la problématique de l'emploi et donc de la pérennité du modèle. Il y a encore peu l'obsolescence et la vétusté pouvaient être synonymes, aujourd'hui l'iPhone 6 crée une disruption sur l'ipad mini tout comme l'iPhone avait condamné l'ipod... Autrement dit l'accélération de la technologie crée une obsolescence rapide alors même que les objets ne sont pas vétustes. Cette problématique se retrouve dans l'immobilier, notamment tertiaire, mais également chez l'Homme de 45 ans qui s'il ne se forme pas en permanence devient obsolète et mis au rebus. Ça va péter !

Que dire de notre planète, dont on sait que l'empreinte carbone va tout simplement rendre très difficile la vie sur terre de nos enfants et petits enfants. EDF a su créer un fonds de réserve pour payer le démantèlement des centrales nucléaires mais, à part de grands discours, rien n'est réellement fait pour réduire de façon drastique l'empreinte carbone comme par exemple de profiter de la baisse du prix du pétrole pour instaurer une taxe carbone mondiale pour financer la transition énergétique. Encore plus curieux, les fonds de pension, qui sont les agents fiduciaires de nos retraites ne publient même pas l'empreinte carbone (et son évolution) des portefeuilles dans lesquels ils investissent, alors que si le carbone est un risque, le minimum est de le mesurer.



Par ailleurs, se tiendra à Paris à l'automne, la Conférence Paris Climat 2015 (appelée COP21) dans la suite du protocole de Kyoto. Cette conférence est une des dernières chances pour que les cassandres "ça-va-pétistes" aient tort.

Le Forum de Davos, dont la baseline est, rappelons-le, "committed to improving the state of the world" a clairement décrit l'interaction entre tous ces risques majeurs, leurs probabilités d'occurrences et leurs impacts :

- Economique : déflation pour certains pays, inflation non gérable pour d'autres, augmentation du chômage, effondrement d'une ou plusieurs institutions financières, crises fiscales, bulles sur le prix de certains actifs ;
- Ecologique : catastrophes naturelles ou d'origines humaines ;
- Géopolitiques : chute de gouvernements, conflits militaires entre Etats, utilisation d'armes de destruction massive, attaques terroristes ;
- Sociétales : crise hydrique, crise alimentaire, profonde instabilité sociale, pandémie d'infections virales, le tout conduisant entre autre à des migrations involontaires à large échelle ;
- Technologiques : pannes informatiques de grands systèmes, fraude ou vol de données, cyber-attaque.

Les solutions existent et sont liées. Quand la BCE décide un quantitative easing massif, d'une certaine manière, elle donne du temps aux Etats mais l'Europe doit se réformer en profondeur et adapter ses économies aux réalités d'aujourd'hui et cela de façon socialement juste. Jacques Attali nous a rappelé que les Etats-Unis ne se sont réellement créés qu'en 1790, après un dîner mémorable entre Hamilton, Madison et Jefferson, soit 14 ans après l'indépendance. La raison est très simple : les troupes françaises étaient reparties, mobilisées par la révolution de 1789 et les Américains étaient menacés par le retour des troupes anglaises. Les premières émissions du Trésor américain étaient ainsi pour acheter des armes et payer des soldats. C'est la menace et l'urgence qui forcent les solutions. Ne sommes nous pas dans la même situation que ce soit sur le plan de la sécurité comme de l'avenir de nos enfants ; qui sont nos Hamilton, Madison et Jefferson ?

Au XIX^e siècle, seule l'analyse du rendement était faite, au XX^e siècle nous avons développé une analyse rendement et risque. Au XXI^e siècle nous aurons Risque, Rendement et Impact (responsabilité durable au sens social et écologique). La responsabilité sociale est "bottom up" alors que la responsabilité écologique est "top down" mais elles sont étroitement liées et se retrouvent dans la non pérennité de notre système actuel avec trois principales composantes : les gouvernements n'ont pas d'argent pour financer le vieillissement de la population, la majorité des acteurs ont signé les "Principles for Responsible Investments" (PRI), la nouvelle génération, dite du millénaire, cherche un modèle où le profit doit aussi avoir une finalité.

Normalement une lettre d'un Asset Manager se termine par une conclusion optimiste et une recommandation d'allocation d'actifs... Alors, que recommander aujourd'hui ?

Pour nos enfants :

- L'anglais est à l'évidence la langue universelle et devient indispensable au quotidien. Consacrer un budget très important à son apprentissage !
- A chaque naissance, donnons-leur de l'oxygène et compensons leur futur empreinte carbone en plantant 100 arbres (www.greenbeltmovement.org, www.sossahel.org, www.gcint.org), 1 arbre par année d'espérance de vie !



Pour notre épargne : des risques élevés de toutes natures et des taux d'intérêts nominaux très bas... certainement pas l'idéal pour avoir une approche de long terme, alors que c'est ce que nous devrions avoir pour l'intérêt commun. La main invisible d'Adam Smith est aujourd'hui bien ankylosée... Ne pas prendre de risque en achetant de l'OAT à 10 ans à 0,6 %... c'est prendre un gros risque. La réponse, outre la congruence plus que jamais nécessaire entre l'objectif recherché (le passif) et la structure de l'actif, réside dans une combinaison d'actifs financiers "mark to market" liquides avec une prépondérance géographique pour l'Asie, qui est la région qui bénéficie le plus de la chute du prix du pétrole, et les Etats-Unis ; les actions plutôt que les obligations, complétée par des stratégies de couvertures des risques par le biais de dérivés. Les actifs "mark to model", non liquides mais générateurs de flux certains (immobilier tertiaire diversifié sur l'Europe) viendront compléter naturellement le portefeuille, les primes d'illiquidités étant très attractives !

Autrement dit les institutionnels confrontés à un univers probablement durable de taux bas, des risques difficilement appréhendables et un environnement réglementaire répressif vont devoir trouver un nouvel équilibre entre les quatre éléments : le rendement, le risque, la liquidité, la réglementation (i.e. le niveau des fonds propres).

Les particuliers sont confrontés à la même problématique avec en plus une double pression : celle de se préparer à une baisse de leur retraite pour des raisons démographiques évidentes et la pression fiscale qui, si leurs placements sont rentables, vient ponctionner une part importante de "l'excess return"... Situation peut réjouissante de dissymétrie... Conseiller patrimonial est probablement un métier d'avenir !

Cependant les thèmes pertinents de placements sont bien présents : lorsque l'électricité a commencé à remplacer le gaz de l'éclairage en ville il y avait trois attitudes : ceux qui ne croyaient pas à la disruption (ça ne va pas marcher), ceux qui y croyaient à fond et ceux qui se disaient "dans un premier temps la position établie des producteurs de gaz pour l'éclairage de ville leur permettront de mettre en difficulté les producteurs d'électricité qui ne sont pas encore rentables mais demain ils seront là". C'est ce que nous avons vécu de nouveau avec la bulle internet, et d'une certaine manière ce qui se passe avec le pétrole de schiste... la vertu est au milieu des extrêmes et la vieille économie continuera d'exister mais la nouvelle économie connaîtra des taux de croissance supérieurs. Quelles sont les entreprises les mieux placées ? les mastodontes qui ont les moyens financiers pour investir mais dont la lourdeur les empêche de s'adapter (cf. Kodak) ou les entreprises financièrement moins établies mais agiles ?

En tout état de cause, la décarbonisation est un thème car on sait que d'une manière ou d'une autre, les investissements auront lieu et seront rentables (voiture électrique, à hydrogène, smart grid, immobilier durable...), il en est de même pour tout ce qui touche autour de la santé, le rêve d'immortalité de l'Homme est plus prégnant que jamais, comme les investissements dans les biotechs, l'internet de l'objet, les services médicaux...



LA FRANÇAISE

Groupe La Française
173, bd Haussmann 75008 Paris - France
Tél. +33 (0)1 44 56 10 00 - Fax +33 (0)1 44 56 11 00
480 871 490 RCS PARIS - www.lafrancaise-group.com