



LA FRANÇAISE

LA LETTRE

ÉDITION SPÉCIALE - 5 JUILLET 2018

POLITIQUE, ECONOMIQUE, TECHNOLOGIQUE, DES TEMPORALITÉS QUI S'ENTRECHOQUENT !



Photo : T.PAVIOT

La seule certitude que j'ai aujourd'hui, c'est que nous entrons dans des périodes de plus en plus troublées... que le Politique sera déterminant, à court comme à long terme ; et que les problématiques s'entremêlent et rendent difficile la lecture des évolutions actuelles.

Chacun sait que le XX^e siècle fut traversé de guerres et de massacres à une échelle jusqu'alors inconnue dans l'histoire de l'Humain. Or ces guerres se trouvent liées à la civilisation elle-même et effondrent l'idée que la culture apporte la paix.

Le grand espoir était là : du siècle des Lumières à celui des sciences, des arts et des techniques, le monde accèderait à un progrès humain, moral, social et politique. Plus les hommes devenaient savants, plus ils seraient civilisés ; plus cultivés, ils deviendraient pacifiés. Les sciences conquièrent sans cesse de nouveaux domaines, les techniques élaborent en permanence de nouveaux pouvoirs... mais les totalitarismes et les massacres de masse ont ruiné le politique et l'éthique.

L'optimisme étant consubstantiel à l'Homme, on espérait que le XXI^e siècle, dans un monde raisonné par les contraintes du réchauffement climatique, serait celui de la connaissance, facilitée par l'effondrement de l'Union Soviétique.

Premier constat : la démographie mondiale et le réchauffement climatique

En premier lieu, et nous en avons une prise de conscience accélérée, dans un monde globalisé et victime du réchauffement climatique, les évolutions démographiques ne sont plus à l'échelle d'une nation, ni même d'un continent, mais bien de la planète. Impossible de se contenter de l'idée rassurante d'une planète stabilisée en nombre d'habitants d'ici 30 ans, car la répartition de la population se modifie profondément, les populations occidentales et chinoises vieillissent et diminuent alors que la population africaine est en forte croissance... dans une région du monde où le dérèglement climatique va entraîner d'importants déplacements de population.

Certes la technologie nous laisse penser que demain le travail « humain » sera une denrée encore plus rare, mais il pourrait ne plus être une valeur en soi : l'Homme « occidental » rentre dans l'ère des aménités de la vie. Dans les faits, si les robots feront une part de plus en plus importante des travaux pénibles, et l'intelligence artificielle une grande partie des travaux répétitifs ou qui nécessitent aujourd'hui pléthore de personnes, le partage géographique de la planète sera très compliqué et l'on peut, malheureusement, raisonnablement penser qu'une part importante de la technologie devra être consacrée aux besoins de protection physique des pays occidentaux. Il faut s'attendre à des conflits issus de la problématique du partage de la planète d'une nature identique à celles qui poussent les populations à faire la guerre pour des raisons de survie : les robots, les drones, la maîtrise des technologies de l'information (le seul système GPS au monde appartient à l'armée américaine), contre des populations frappant aux portes de l'occident... perspective peu réjouissante.

La seule réponse pacifique possible consiste à former les populations africaines pour qu'elles puissent, grâce à la technologie, gérer les conséquences du réchauffement climatique et éviter l'exode massif. Comme l'a dit Emmanuel Macron, le problème de l'Afrique c'est aussi, si ce n'est avant tout, le problème de l'Europe. Cette démarche est à l'évidence politique avant d'être technologique et l'on voit bien les difficultés à faire accepter à l'Europe, et plus généralement aux pays riches, l'idée de financer massivement le développement de l'éducation en Afrique alors que nous connaissons déjà le problème de son financement chez nous.

Deuxième constat : les limites de la démocratie occidentale

La Chine est en bien meilleure posture que l'Occident pour gérer les conséquences des évolutions technologiques, climatiques ou démographiques : lorsqu'elle décide de fermer ou de déplacer des usines avec les millions de personnes « qui vont avec », le parti communiste chinois l'impose. De fait, on sent clairement les limites de nos modèles démocratiques. Lorsque l'on veut réformer le statut des cheminots ou limiter les revendications des salariés d'Air France, le pays est à la limite du blocage... et sans polémiquer davantage sur la difficulté de réformer en occident, et singulièrement en France, on pourrait prendre une foultitude d'exemples dans les relations entre membres de l'UE à commencer par la réforme de la constitution européenne qui a été rejetée par les populations et qui s'auto-bloque dans les règles actuelles de majorité à 28 membres.

La situation politique Italienne est encore plus illustratrice des difficultés de la démocratie... et de l'Europe. L'Italie va-t-elle faire défaut sur sa dette publique ? La réponse est « très probablement » non, mais ce « très probablement » crée l'incertitude et la régulation notamment bancaire va encore plus inciter les banques à vendre les obligations italiennes (BTP) qu'elles détiennent, entropie oblige, et provoquer ainsi la crise.



Les arguments sont forts pour affirmer que l'Italie ne fera pas défaut sur sa dette. L'Italie est en excédent primaire et a une balance des paiements largement positive, ce n'est pas du tout la même situation que la Grèce. La croissance actuelle est à 1,5 % et n'est donc pas dans le creux non plus. La Banque Centrale Italienne a profité des dernières années pour emprunter long et leur sensibilité au taux de refinancement à court terme est faible. Le plus gros porteur de BTP est la BCE avec 10 % de la dette publique italienne.

Sur le plan politique, le Mouvement Central 5 étoiles (M5S) est un mélange ni de droite ni de gauche qui peut à tout moment modifier ses alliances ; si le Parti Démocrate avait accepté de discuter avec eux ils n'auraient pas fait alliance avec La Ligue. Enfin, le Président a un vrai pouvoir et s'opposera à toutes lois /budgets qui mettraient en péril les engagements européens de l'Italie ; cf. son refus de nommer un ministre des finances eurosceptique, ce qui a entraîné le renoncement de Giuseppe Conte à devenir premier ministre...

Mais Il va falloir que l'Europe les aide à gérer les migrants et à arrêter le flux... et accepter qu'ils laissent filer le déficit public au-delà de 3%. Autrement dit, là aussi une prédominance de la Politique puisque le comptable et la régulation poussent l'Italie dans la crise.

Troisième constat : Donald Trump

Un homme peut parfois faire basculer le monde et malheureusement cela arrive plus souvent du côté du mal que du bien.

Donald Trump, on le sait, se comporte en chef d'entreprise et non pas en chef d'Etat et singulièrement celui de la première puissance mondiale. L'entreprise a horreur de la régulation, il dérégule à tout va y compris dans le secteur bancaire ; l'entreprise a horreur de l'administration et des impôts, il les baisse fortement, y compris les droits de succession ; l'entreprise (en tout cas la sienne) a horreur de la concurrence, il augmente les droits de douane et se moque totalement de l'état de santé économique de ses partenaires, la maxime "le dollar est notre devise mais c'est votre problème" n'a jamais été aussi forte (cf. notamment les taux d'intérêts) ; l'entreprise (en tout cas dans sa version) n'est pas là pour protéger ceux qui en ont besoin, il réforme Medicare ; l'entreprise peut casser un contrat -ici un traité dont la première vertu est normalement d'être respectée- D.Trump dénonce unilatéralement le traité avec l'Iran comme s'il s'agissait d'un contrat commercial.

A sa décharge, si l'on peut dire, le parti républicain américain est coutumier des abus en tout genre : Bush (fils) fabrique de fausses preuves de l'existence d'armes de destruction massives pour justifier l'intervention en Irak en 2002 et, bien que le mensonge soit, paraît-il, pêché mortel aux USA, en l'espèce il n'y a même pas eu d'interpellation sur ce thème à l'ONU.

Par ailleurs, si le pire a été évité lors de la crise de 2008 en réinjectant massivement des liquidités dans le système financier et en creusant les déficits publics, aujourd'hui les situations sont loin d'être identiques selon les pays et là également, l'attitude américaine, alors que la dette globale est bien supérieure à celle qui prévalait avant la crise, pourrait créer un choc systémique.

De fait, si les deux premiers constats nous renvoient à des problématiques de moyen et long terme, les Trumperies actuelles pourraient créer à court comme à moyen terme des crises profondes.

A court terme, les menaces sont à l'évidence de deux natures : géo-politique au Moyen Orient et en Corée du Nord, économique via les droits de douane.



Dénoncer le traité iranien pour inciter les Iraniens à se révolter contre leurs dirigeants en les étranglant économiquement est à l'évidence un risque majeur d'explosion dans toute la région et s'inscrit dans sa stratégie du chaos initiée avec le transfert de l'ambassade US à Jérusalem.

Si l'on n'avait pas pu imaginer que la folie des dirigeants Nord-Coréens et Américain se traduirait par une forme de fascination réciproque, on voit bien toute l'instabilité psychique de ces deux dirigeants, qui peuvent déclencher une guerre à tout moment. Il est clair que la démarche de Trump est essentiellement motivée par la politique intérieure à quelques mois des élections de mi-mandat et son souci de se faire réélire.

Sur le plan économique, l'arme des droits de douane est redoutable : la crise de 29 s'est réellement propagée en 1932 quand les USA augmentèrent fortement les droits de douane pour protéger l'industrie américaine, ce qui entraîna un fort ralentissement du commerce mondial, étendu à l'activité économique globale, et in fine la crise que l'on connaît.

De même, les démocraties occidentales avaient soutenu le Japon post-guerre, ce dernier étant à l'époque le seul pays capitaliste développé dans la région. Ce soutien, qui se manifestait notamment par des droits de douane très réduits sur les exportations japonaises, a particulièrement bien fonctionné... jusqu'en 1990. L'effondrement de l'Union Soviétique s'est traduit par l'arrêt brutal de cet avantage compétitif qui, conjugué à une situation de bulle financière et immobilière, a sonné le glas structurel de la croissance Japonaise alors qu'à l'inverse la Chine rejoignait l'OMC. Près de 30 ans plus tard, le Japon s'est en quelque sorte adapté... avec une démographie négative, l'âge moyen de la population étant passé à 53 ans, ce qui maintient le PIB par habitant en croissance.

Autrement dit, l'arme des droits de douane, des taux de change et des taux d'intérêts continueront de modifier profondément les grands équilibres mondiaux à court comme à long terme. En partie économique, on voit bien que la politique de Donald Trump peut créer un chaos mondial.

Si l'on observe les indicateurs économiques classiques, macro et micro-économiques, la grande majorité des économistes de marché ont, à l'inverse, une vision optimiste de l'économie et de la performance des marchés d'actions, anticipant le maintien d'une croissance élevée accompagnée d'une remontée très modérée des taux.

On ne peut que souhaiter ce scénario ; il serait d'autant plus déraisonnable de sortir des marchés que l'on ne sait pas très bien qu'elle serait l'actif refuge en cas de dérapage politique ou militaire à court terme.

Pendant les périodes de crises, on reparle souvent des différences d'horizons temporels entre le temps politique, plus long que celui économique, lui-même plus long que celui des marchés. Les évolutions technologiques récentes n'ont fait que renforcer cette problématique : nous vivons dans l'immédiateté de tout et en même temps la technologie nous ouvre les yeux sur des projections à 30, 40, 50 ou 100 ans... du tweet de 280 caractères aux conséquences du changement climatique à l'horizon 2100 ; du mandat politique de 4 ou 5 ans qui ne peut que très difficilement s'inscrire dans des temporalités du monde réel qui sont elles-mêmes en confrontations permanentes ; autrement dit de la difficulté, voire de la légitimité politique de prendre et de mettre en œuvre des décisions qui engagent des générations futures lorsque le mandat n'est que de quelques années.



La valorisation des actifs est à l'évidence impactée par tous ces événements et la problématique des investisseurs et par conséquence des gestionnaires d'actifs, consiste ainsi à mixer des actifs à durée très longue, mais relativement insensible aux volatilités induites par les événements du quotidien, avec des stratégies liquides gérées activement.

La fin de la baisse des taux couplée à la fin d'une planète rêvée faite de miel et de lait et du mouvement de convergence « intellectuelo-mondialiste » va conduire à des comportements fortement dissociés par pays et par zone. A court terme comme à long terme, les nuages sont bien accumulés un peu partout sur notre planète avec de nombreux facteurs partiellement indépendants qui ne peuvent se réduire à la projection des facteurs économiques, ce qui devrait inciter :

- Une stratégie d'allocation reposant sur une asset allocation beaucoup plus granulaire et active qui bénéficierait de l'augmentation de la volatilité des marchés ;
- Il me paraît probable que les tensions sur les taux d'intérêt, les taux de change et les matières premières (notamment le pétrole) continueront de peser sur les économies émergentes. Cependant, si l'on considère que l'occident rentre globalement en désunion alors que les primes de risques sont faibles, la dette des pays émergents redevient moins exotique et plus rentable et de facto attractive ! L'actif le plus pertinent dans cette classe d'actif me semblant être celui de la dette externe lorsqu'elle est encapsulée dans un fonds à maturité connue et si l'investisseur a l'intention de détenir l'actif jusqu'à maturité.
- La détention d'actifs longs à forte visibilité de cash-flow pour maintenir des revenus élevés, idéalement indexés sur l'inflation ; la valorisation et la liquidité étant de deuxième ordre si une crise se manifeste. En effet, j'ai du mal à croire que les investisseurs seront plus malins qu'eux-mêmes puisque les marchés ne sont jamais que les comportements des investisseurs eux-mêmes, amplifiés par les régulations qui font chuter les marchés dans les mouvements auto-réalisateurs bien connus.
- L'augmentation de la portion Barbell des stratégies en se positionnant aux deux extrêmes de la courbe des risques car les actifs « in between » ont globalement un couple risque/rendement dégradé dans le contexte actuel, favorisant ainsi une répartition d'actifs à « low beta » d'une part et à « high beta » d'autre part, dont les poids relatifs dépendent bien évidemment de chaque investisseur.

La grande difficulté aujourd'hui n'est pas tant d'identifier les secteurs et les classes d'actifs dans ces deux catégories (ce qui peut être fait de façon classique et en incorporant les réflexions de long terme qui précèdent) mais plutôt de déterminer quel type d'investisseur chacun est :

L'investisseur qui se croit prudent, l'est-il réellement, s'il choisit par exemple 20 % seulement d'actifs « High Beta », les 80 % restant générant un rendement très faible. Il n'est pas évident qu'en cas de non crise comme de crise, il puisse générer le rendement qu'il doit atteindre à moyen terme.

L'investisseur qui peut se permettre d'être plus agressif peut, à l'inverse, être beaucoup plus agressif en acceptant une sous exposition si les marchés corrigent rapidement.

Cette situation, dont le principe est d'une grande banalité, explique le succès actuel des gestions de performance absolue, qui suppose une grande diversification des gérants pour être efficace, et des gestions risk premia qui permettent via l'orthogonalité des positions de générer un rendement absolu relativement faible mais significativement plus élevé et moins risqué que les actifs de « low beta ». En effet, ces stratégies sont peu sensibles au risque moyen mais présentent cependant une incertitude comportementale potentiellement élevée en cas de désynchronisation massive et brutale des actifs.



LA FRANÇAISE

Groupe La Française
128, bd Raspail 75006 Paris - France
Tél. +33 (0)1 73 00 73 00 - Fax +33 (0)1 73 00 73 01
480 871 490 RCS PARIS - www.la-francaise.com