



LA FRANÇAISE

LA LETTRE

ÉDITION SPÉCIALE - 30 AOUT 2019

APRÈS LA MONDIALISATION, LA DÉMONDIALISATION ?

De Xavier Lépine – Président du Directoire de La Française



Photo : F. FERVILLE

Des signaux de plus en plus forts interrogent le modèle économique dominant des 30 dernières années : la mondialisation.

On peut les ranger en deux grandes familles : ceux ayant un lien direct avec la mondialisation et qui, pour simplifier, sont plutôt liés à ses conséquences sociales et aux évolutions technologiques, et ceux liés au réchauffement climatique.

Avec l'effondrement de l'Union Soviétique en 1991 et l'entrée de la Chine dix ans plus tard dans l'OMC, le monde est entré dans une phase intense de mondialisation où tout s'est progressivement organisé pour être « global » : les traités internationaux, les réglementations locales, les droits de douane, les marchés de capitaux, l'organisation des entreprises, la mobilité des personnes comme celle des biens ; ce phénomène s'est accéléré depuis quelques années sous l'impact de la technologie (digitalisation, big data, intelligence artificielle), phénomène qui n'en n'est qu'à ses débuts.

Les bénéfices de la mondialisation sont incontestables que ce soit en matière de progrès technologiques, de gains de productivité, de « confort » (santé, allongement de la durée de la vie, éducation, mode de vie), de baisse de prix relatifs pour les consommateurs et de capacité à sortir de la pauvreté plus d'un milliard d'habitants (reflété par l'Indice de Développement Humain de l'ONU).

Mais en bouleversant en même temps l'équilibre macro-économique et micro-économique des pays développés, le soutien de l'activité se traduit également par un impact négatif à très négatif sur les classes moyennes et basses.

La mondialisation est de fait économiquement efficace et en même temps très pénible ; une forte démondialisation serait tout aussi pénible mais, de plus, probablement inefficace.

Une monétisation de l'économie

Même si beaucoup d'emplois sont par définition locaux, comme dans les services, la référence implicite de la rémunération de beaucoup de fonctions est affectée par les rémunérations salariales des pays bénéficiaires des délocalisations. Par ailleurs, la mondialisation a indéniablement augmenté la violence sociale dans les pays développés, l'Entreprise ne pouvant plus assurer une pérennité de l'emploi, elle-même étant sujette à une concurrence globale.

Enfin, au-delà de l'augmentation réelle ou perçue des écarts de rémunération au sein d'une même communauté géographique entre mondialisateurs et mondialisés (le fameux coefficient de Gini), le soutien de l'activité économique dans l'ensemble des pays développés nécessite une injonction massive de monnaie. Cette monétisation accrue de l'économie, sans contrepartie équivalente de PIB, s'est partiellement reportée sur les actifs « bankable », notamment l'immobilier, dans les zones tendues, et d'une manière encore plus générale sur « les actions » – représentées par le MSCI World Total return.

A titre d'illustration, si le SMIC net a été multiplié par 4 depuis 1980 alors que l'inflation ne l'a été que par 3,5, investir dans l'immobilier parisien (évolution du prix majoré d'un rendement locatif de 2,5 % net par an) a permis de multiplier la mise de départ par 14, soit une « inflation » 3,5 fois supérieure pour les biens réels par rapport aux biens de consommation. De même, l'inflation des actifs financiers a été considérablement plus importante que celle générale des prix, le MSCI World total return ayant été multiplié par 33 sur la même période. Celui qui détenait des actifs a donc vu sa richesse augmenter sans commune mesure par rapport à celui qui n'en n'avait pas.

Comment les démocraties occidentales, qui revendiquent dans leur essence même la protection des minorités et en particulier de l'individu, peuvent-elles s'accommoder durablement d'un système où les inégalités croissent en fonction de la capacité à épargner ou du stock d'épargne dont une minorité hérite ?

La réponse des populations, dans les urnes comme dans la rue, c'est le Brexit, Trump, 5 étoiles, les gilets jaunes... autrement dit la montée du populisme dans les démocraties occidentales. La crainte des dites démocraties est évidemment de se faire battre dans les urnes. Alors, leur réponse actuelle est d'adresser la question en essayant de protéger leurs ressortissants par des mesures compensatoires, de court terme, et populaires. Paradoxalement, ces mesures risquent plus d'augmenter les inégalités que de les réduire car les réponses apportées n'adressent pas véritablement le problème. La mondialisation est allée beaucoup trop loin pour qu'une démondialisation radicale se mette en route.

L'arme des droits de douane refait surface pour résoudre cette situation mais dans les faits elle est très complexe à utiliser dans un monde globalisé.

On ne peut pas non plus parler de guerre froide car si la problématique entre les Russes et les Américains était éminemment politique, dans les faits les échanges commerciaux entre les deux blocs étaient quasi-inexistants. Si depuis 1990 l'application de la théorie d'Adam Smith sur la richesse des nations reposait sur l'organisation des délocalisations (les écarts de coûts de main d'œuvre), aujourd'hui le débat est centré sur la technologie et les datas dont l'importance est supérieure à celle du pétrole au XX^e siècle.

A travers la 5G, la maîtrise de la technologie et d'une manière plus générale l'enjeu économique et politique de la décennie à venir est clairement l'objet du conflit Chine-USA. Au printemps 2018 l'affaire ZTE, qui illustre à quel point les économies sont désormais interconnectées dans leur production, et plus récemment Huawei, sont les premiers combats de la nouvelle guerre technologique de l'époque numérique. La technologie, les ressources rares, le big data, la maîtrise des infrastructures pour développer l'internet des objets sont les marqueurs de l'évolution de la mondialisation. Sans aller jusqu'à une démondialisation, on peut plutôt qualifier ce mouvement comme une tectonique des puissances économiques dont l'impact sera aussi puissant que celui de mondialisation et des délocalisations qui en ont résultées. Dans ce jeu nouveau, les démocraties seront probablement les gagnants de cette guerre économique versus les démocraties libérales.

Beaucoup plus impactant sur l'évolution de la mondialisation, la prise de conscience des questions environnementales et singulièrement le réchauffement climatique vont entraîner un lent et vaste mouvement de démondialisation.

Jusqu'à une période très récente, le taux d'actualisation mentalement appliqué au risque climatique était élevé ; autrement dit la majorité des décideurs politiques et économiques donnait une valeur actuelle proche de zéro au risque climatique dont l'horizon était trop loin (40, 50, 100 ans) pour qu'ils en fassent réellement un axe stratégique (investir pour les uns, enjeu électoral pour les autres).

Si c'est encore largement le cas aux US où la question écologique demeure politique (républicains versus démocrate), dans la plupart des pays développés, les problématiques environnementales dépassent le clivage gauche-droite et sont en train de devenir des enjeux décisifs et, de fait, la « valeur actuelle » du risque climatique a pris une ampleur très importante depuis 18 mois.

On assiste à un basculement idéologique où, de la même manière qu'il y a 30 ans toute décision reposait sur la logique de la mondialisation, aujourd'hui tous les « actes » sont concernés par les questions environnementales :

- Les traités internationaux ;
- Le comportement des consommateurs ;
- Les évolutions technologiques : comment organiser les circuits courts, le recyclage, la production locale, la sobriété énergétique, la transition énergétique, la transition écologique (notamment dans l'agriculture et d'une manière générale la chaîne alimentaire) ;
- Comment et combien doit-on payer pour les externalités négatives (taxe carbone) ;
- La réglementation (comme les réflexions en cours sur le montant de fonds propres des banques à mettre en face des prêts finançant les entreprises/activités fortement carbonées puisque l'Europe a reconnu le risque climatique comme un risque systémique et, qu'en conséquence, les activités de financement des activités impactant négativement le climat devront couvrir ce risque).

Cette prise de conscience repose sur trois étapes :

■ **La consommation d'énergie est une fonction directe de l'activité humaine** et toute approche reposant uniquement sur une baisse de la consommation d'énergie entraînerait une récession :

- 80 000 milliards de PIB mondial nécessite 160 000 térawatt-heure d'énergie (contre 40 en 1970) et le flux d'entropie résiduel (CO₂) est de 35 gigatonnes qui aboutissent dans l'atmosphère qui se remplit comme un réservoir ;
- L'élasticité entre la croissance économique et la consommation d'énergie est de 0,6 ; plus un pays à un PNB par habitant élevé, plus il est émetteur de CO₂ même s'il existe quelques différences très notables, avec les USA qui émettent 2 fois plus de CO₂ par habitant que les européens alors que leur PIB par habitant n'est que de 40 % supérieur et quelques pays qui ont un mixte énergétique très peu carboné (la Norvège par exemple, hydro à 98 % ; la Suède, 50 % hydro / 50 % nucléaire ; la France, 70 % nucléaire / 20 % renouvelable) ;

- L'Indice de Développement Humain démontre que la corrélation est totale entre celui-ci et la consommation d'énergie par habitant, et il n'est donc pas acceptable de « refuser » aux pays émergents (Inde, Afrique...) d'augmenter leur « développement humain » pour permettre aux pays riches de maintenir le leur.

■ **Le réchauffement climatique qui en résulte** entraîne :

- La disparition accélérée de la bio-diversité ; une mer sans poissons d'ici 2050 ?
- Chaleur et humidité, une combinaison de maladies mortelle pour l'homme : 40° degré et 60 % d'humidité qui au rythme actuel de production de CO2 créera 800 millions de migrants climatiques d'ici 2050, et donc à minima un risque politique et économique majeur pour l'ensemble de la planète.

■ **Limiter le réchauffement climatique** : réduire par 4 (soit 80 %) les émissions de carbone (cf. Carbone 4 et COP21) suppose un changement radical sur les 15 ans qui viennent dans l'agriculture, le bâtiment, le transport, l'industrie. La transition énergétique et écologique devient l'enjeu du développement économique des prochaines décennies. Les taxes carbone qui vont progressivement être mises en place pour financer le coût (pièges à carbone, financement de la transition énergétique, traitement des déchets nucléaires) des externalités négatives seront d'autant plus importantes qu'elles seront tardives.

Concrètement, si la disruption et l'uberisation étaient au cœur des stratégies des acteurs économiques et politiques, les 10 prochaines années seront focalisées sur la durabilité environnementale et sociale. Elles vont vivre des modifications profondes de la Société que ce soit la production (réduire et compenser les externalités négatives), la distribution (circuits courts et relocalisation à partir du moment où la taxe carbone sur les transports incitera à produire localement), une évolution des modes de consommation avec des secteurs d'activités très différemment affectés positivement comme négativement ; ces évolutions devant se réaliser également dans un souci de réduction des inégalités sociales nationales comme internationales.

Ce n'est pas le chemin qui est difficile, c'est le difficile qui est le chemin (Sören Kierkegaard – 1813-1855)

Nul doute que le capitalisme va s'adapter à cette nouvelle donne, comme il l'a toujours fait quelque-soit l'environnement politique, économique ou social.

Si l'on se positionne au niveau global en faisant l'hypothèse que tout le monde jouerait le jeu, il serait possible d'adresser la problématique du réchauffement climatique. Mais la complexité pour y arriver sera immense et les voies seront multiples ; pour simplifier elles reposeront sur deux stratégies : la séquestration naturelle et la séquestration artificielle du carbone.

La photosynthèse, base du mécanisme naturel et actif de la séquestration du carbone, est un phénomène connu mais très complexe : les mers sont les plus gros puits de carbone mais l'acidification progressive des océans détruit les récifs coralliens, entraîne la disparition progressive du plancton et des poissons qui sont les trois principaux capteurs du carbone. La reforestation, y compris en ville, est un axe important et fera partie de la solution mais ne peut pas être l'unique solution (il n'y a pas assez de surfaces disponibles et d'ailleurs toutes les forêts ne captent pas de carbone, certaines en sont même émettrices, sans oublier que, quand elles brûlent, elles émettent dans l'atmosphère tout le carbone emmagasiné - un arbre est composé d'environ 30 % de carbone). Les terres agricoles peuvent capter du carbone mais dans des conditions très spécifiques d'exploitation.

La séquestration artificielle se fait en deux étapes : sa capture puis son stockage. Plusieurs procédés existent selon qu'il s'agisse de capturer le carbone directement à la sortie de la centrale à charbon, de l'aciérie ou de la cimenterie ou par captage dans l'air (pour le secteur du transport).

Enfin, une certaine sobriété impliquant une modification substantielle des comportements individuels pour le bien collectif devra avoir lieu.

Ce qui est certain c'est que le coût est élevé : de 10 % de plus sur le coût de l'énergie dans le meilleur des cas au doublement du prix de revient dans d'autres.

En partant du principe que pour compenser les émissions de carbone il faudrait un surcoût ou une taxe carbone de 50 dollars par tonne de carbone émise, la réduction de 80 % des émissions de CO2 aura donc un coût annuel de 1 500 milliards de dollars représentant 1,7 à 2 % du PIB mondial.

Un choc structurellement inflationniste autour de 2 % annuel pour éviter un désastre planétaire est à l'évidence supportable, surtout quand on le compare aux 2,5 % de dépenses militaires mondiales. La complexité est que si ce coût est supportable mondialement, il est très loin d'être homogène au niveau des secteurs industriels directement concernés comme au niveau des Etats, et ce n'est que le poids des normes et des consommateurs qui obligeront les différentes parties soit à investir sans contrepartie de production supplémentaire pour certains, soit en payant des taxes pour d'autres.

Par ailleurs, même si l'impact sur les coûts de production est en théorie relativement faible, notamment si on le compare aux chocs pétroliers de 1973 et 1979 (instantanés et ciblés), entre les taxes carbone, les normes et les relocalisations, d'une manière générale les évolutions de la mondialisation avec une certaine forme de démondialisation auront des impacts sur l'inflation via une inflation par les coûts.

Aujourd'hui il est clair que l'inflation n'est pas une menace et que les banques centrales se préoccupent plus du risque de déflation que d'inflation. Il y a encore quelques mois la BCE envoyait plus de signaux évoquant la sortie du quantitative easing (et le non renouvellement du LTRO), mais le ralentissement allemand et la crise politique italienne conjugués à un discours désormais hésitant de la Fed face au conflit commercial sino-américain font que la politique monétaire des pays du G7 s'annonce encore durablement bienveillante.

L'une des difficultés du chemin est également liée au surcoût objectif (compenser financièrement les externalités négatives) alors que depuis plus d'une décennie les Etats et les banques centrales ont dû mettre des politiques de soutien de l'activité (déficit budgétaire, politique de quantitative easing) qui les ont très endettés pour les uns et qui ont gonflé leur bilan pour les autres. Autrement dit, si les politiques budgétaires et monétaires menées depuis des années ont permis d'éviter de nouvelles crises, il semble bien que, depuis maintenant plusieurs années, le niveau « normal » de la croissance est tendanciellement de plus en plus bas, alors que l'injection de monnaie est de plus en plus importante, ce qui compliquera singulièrement la tâche des banques centrales lorsque l'inflation pointera son nez sans contrepartie de PIB alors que les taux longs de beaucoup d'Etats sont négatifs.

En conclusion :

- L'excès de création de monnaie par rapport au PIB « marchand » (en considérant que le paiement des externalités négatives n'entraîne pas de PIB supplémentaire) n'est pas près de s'arrêter ;
- Un Armageddon financier dans un horizon court (2 ans) n'est pas exclu mais il reste peu probable car les banques centrales et les Etats l'éviteront. Une crise provenant d'une chute mondiale de l'activité économique est peu probable pour les mêmes raisons (pourquoi la consommation stopperait-elle et pourquoi l'investissement n'est-il pas très élevé depuis des années ?) ;
- Cette sur-crédit monétaire continuera de s'investir sur certaines catégories d'actifs réels, notamment l'immobilier dans les zones tendues et sur certains actifs financiers. D'une manière générale les actifs générateurs de revenus (carry positif) continueront d'être privilégiés du fait de l'absence probable de forte crise qui provoquerait une forte hausse du taux de faillites (dette corporate subordonnée ou high yield) ou une forte baisse de la valeur de l'immobilier ;
- Pour les actifs financiers, une longue détention d'obligations souveraines à taux négatifs ou très faibles n'a pas de sens car elle ne permettra pas de maintenir le pouvoir d'achat de l'épargne ;
- Pour les actions la situation est beaucoup plus complexe entre l'impact de la sobriété écologique et des coûts pour limiter le réchauffement climatique, facteurs influençant très différemment les secteurs et les sociétés ;

- Au total, les assets managers et les investisseurs doivent donc ajuster leurs process à ce nouveau contexte : de 2000 à 2015 l'organisation de la mondialisation a clairement bénéficié à certains pays, secteurs, acteurs. Le « call » de la prochaine décennie est autour de l'adaptation au défi environnemental et technologique, sur fonds de démondialisation « responsable » écologiquement et socialement (les mêmes causes produisant les mêmes effets mais... dans l'autre sens) avec, à venir, des amplitudes de performance considérables par pays/secteurs/entreprises.

La démarche de l'Investissement Socialement Responsable n'est donc pas (plus) tant un choix sociétal qu'un choix stratégique pour obtenir la meilleure performance. A charge pour l'Asset Manager d'organiser son process de gestion dans ce nouveau contexte. Il est peut-être fini le temps du best in class ou plus exactement il est devenu indispensable d'intégrer des facteurs complémentaires.

Sources des données chiffrées : GIEC, PWC, McKinsey, FMI

Les informations contenues dans ce document ne sauraient constituer un conseil en investissement, une proposition d'investissement ou une incitation quelconque à opérer sur les marchés financiers. Les appréciations formulées reflètent l'opinion de son auteur à la date de publication et sont susceptibles d'évoluer ultérieurement. Le Groupe La Française ne saurait être tenu responsable, de quelque façon que ce soit, de tout dommage direct ou indirect résultant de l'usage de la présente publication ou des informations qu'elle contient. La présente publication ne peut être reproduite, totalement ou partiellement, diffusée ou distribuée à des tiers, sans l'autorisation écrite préalable du Groupe La Française.

XX8353 3388 - AOUT 2019



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