



LA FRANÇAISE

LA LETTRE

ÉDITION SPÉCIALE - 10 JANVIER 2019

2018 : UNE RÉPLIQUE DE 2008 ?!

"ÇA VA PÉTER" - ACTE 2 ;
2019, LE CHOIX DE L'EMBARRAS : 1789, 1929, OU 1969

De Xavier Lépine – Président du Directoire de La Française



Photo : F. FERVILLE

En janvier 2015, je titrais ma lettre « ça va péter » pour illustrer les changements de paradigmes résultant à la fois de l'impact de la technologie, de la globalisation, du recul des pays occidentaux et des risques écologiques (la COP 21 allait se tenir 11 mois plus tard à Paris). Je conclusais par une affirmation tout autant prémonitoire que péremptoire « A l'analyse risque/rendement prévalant dans la deuxième partie du XX^e siècle, s'ajoutera au XXI^e siècle la dimension Impact Social ; la responsabilité durable au sens social et écologique ».

Ce qui se passe depuis dans les pays occidentaux (Brexit, D.Trump, Chine, Italie, Allemagne...) et singulièrement en France depuis 2 mois sont autant de signaux, de moins en moins faibles, des difficultés à modifier en profondeur le système ; pour ne pas dire de signes annonciateurs d'une nouvelle grande crise ; de quelque côté que l'on se tourne, 2019 se présente sous des auspices difficiles.

Les déséquilibres accumulés, au premier desquels l'endettement, touchent d'une manière différente chaque acteur et chaque individu et laissent peu d'espoir à un quelconque équilibre mondial. On assiste, impuissant, à la fin du multi-latéralisme, les états nations/gouvernements sortent d'un système/gouvernance mis en place depuis 1945. L'ordre mondial est chamboulé au profit d'actions individuelles des états nations... Et en même temps, les mouvements sociétaux font le chemin inverse, alors que de leur côté les états se divisent, les individus se rassemblent derrière une notion de « société consciente » – l'essor des mouvements citoyens sur le climat ou les « gilets jaunes », - où les individus deviennent solidaires parce que chacun se rebelle contre son propre sort, avec une rébellion ultime, celle contre l'ordre établi et les inégalités qui sont réputées issues de cet ordre.

Les « gilets jaunes », tels les sans-culottes et les bonnets phrygiens incitent à danser la Carmagnole « que les riches payent et répudions la dette publique », telle la banqueroute des deux tiers de 1797. Emmanuel Macron n'est que le bouc émissaire, celui dont la fonction permet d'unir une communauté qui est en train de se créer. La haine, étymologiquement venant de la chasse, entraîne une volonté de curée où on forme un groupe pour défendre son identité et détruire l'autre. L'incitation à la haine se manifeste lorsque la haine est suffisamment profonde. Ce que vit la France en ce moment est clairement dangereux, le symptôme même du populisme est non seulement lorsque les intellectuels sont dévalués mais également rendus responsables de tous les problèmes du pays. Michel Foucault disait « *ce n'est pas difficile, l'intellectuel c'est celui qui est coupable. Coupable d'un peu tout : de parler, de se taire, de ne rien faire, de se mêler de tout. Bref, l'intellectuel, c'est la matière première à verdict, à sentence, à condamnation, à exclusion* ». Fort de l'idée que les institutions ne font plus leur travail, il existerait une sorte de justice naturelle, populaire, qui serait plus juste que les institutions. Pour compléter ce tableau, n'oublions pas l'aspect humain et en l'espèce le côté sadique du spectateur qui se réjouit qu'une personne célèbre soit mise à mal : « ton malheur est mon bonheur » Vladimir Jankélévitch ; collectivement, on aime ça.

Les Etats-Unis et la Chine s'affrontent sur les droits de douane et la circulation maritime (de la mer de Chine à la route de la soie), les tensions autour de la Russie et du Moyen Orient (y compris l'Iran) sont loin de s'apaiser. A 100 jours du Brexit, les tensions montent en Irlande comme en Ecosse sans compter les revendications espagnoles sur Gibraltar. L'arrivée au pouvoir de Jair Bolsonaro met l'extrême droite à la tête de la 8^e puissance mondiale (au même niveau de PIB que la France et l'Inde).

En 1969, après l'augmentation de 35 % du SMIC, la France est rentrée dans une politique de dévaluation par rapport au Mark pour regagner une partie de la compétitivité qu'elle avait perdue. L'abandon de la convertibilité du Dollar en or dès 1971 puis la crise pétrolière n'ont cependant permis d'enrayer ce déclin relatif et surtout la désindustrialisation qui s'est accélérée avec la globalisation. En 2019, avec l'Euro, il n'y a plus qu'à espérer que l'Allemagne emboîte le pas sur l'Espagne et la France en matière de hausses salariales... et que le Dollar s'apprécie !

Si la manifestation de la crise de 2008 fut financière, il s'agissait, rappelons-le, structurellement d'une crise de la demande. Comme pour la crise de 1929, la concrétisation fut financière mais la création puis l'explosion d'une bulle financière eut pour origine la stagnation du pouvoir d'achat (la célèbre formule d'Henry Ford, les gens peuvent choisir n'importe quelle couleur pour la Ford T du moment que c'est noir). La stagnation du pouvoir d'achat des ménages américains depuis le début des années 80 avait poussé le Président Clinton dès 1995 à soutenir la consommation des ménages par la mise en place de l'hypothèque rechargeable : la valeur de l'immobilier augmentant, les banques ont industrialisé le financement supplémentaire et la finance de marché, par le biais de la titrisation et du tranchage, a fait le reste. La mise à quasi zéro des taux courts après le 11 Septembre a accéléré le mouvement et la remontée des taux courts en 2006 a été le déclencheur de l'insolvabilité des ménages et s'est répercutée sur le secteur financier... on connaît la suite.

L'ADDICTION A LA DETTE

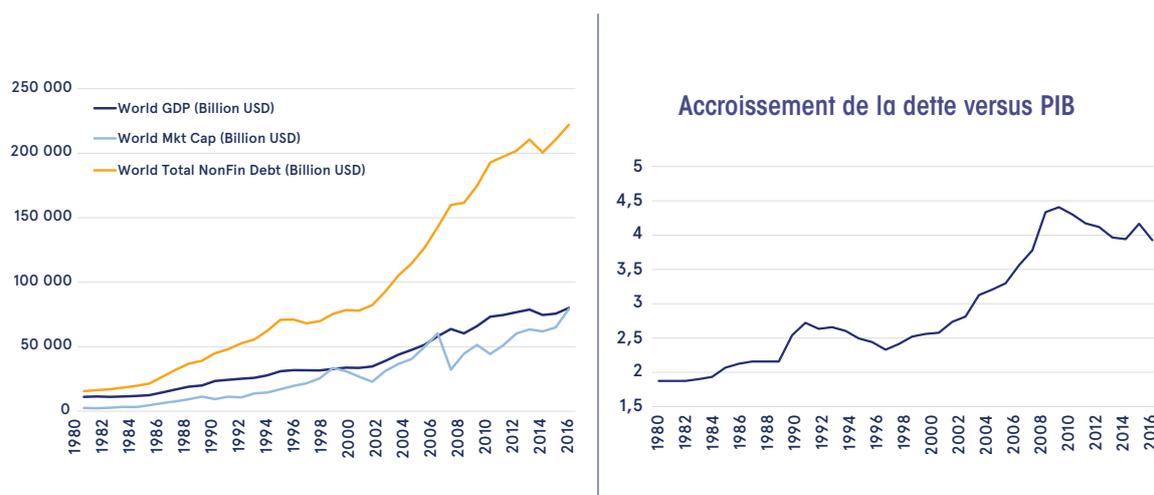
Ce tableau illustre ce phénomène de croissance par l'endettement : aux Etats-Unis, la dette totale est passée de 138 % du PIB en 1980 à 235 % en 2008, soit une hausse de 70 % en poids relatif du PIB. Ce phénomène fut généralisé dans les pays développés (impact du pétrole dans les années 70 puis de la mondialisation), la France ayant pratiquement les mêmes ratios de dette sur ces deux points d'observation. Seule l'Allemagne affiche un ratio sensiblement meilleur qu'en 2008, rigueur et probablement conséquence inattendue de la réunification en 1990.

Total dette / PIB (%)

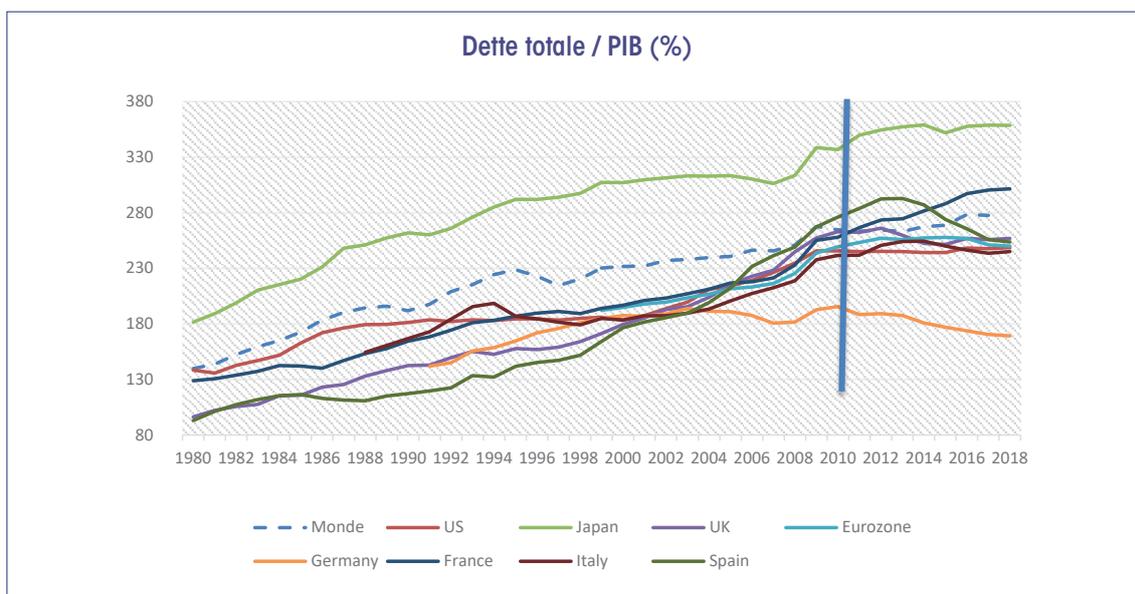
| | USA | Japon | UK | Eurozone | Allemagne | France | Italie | Espagne | Chine |
|------|-----|-------|-----|----------|-----------|--------|--------|---------|-------|
| 1980 | 138 | 182 | 96 | | | 129 | | 93 | |
| 1995 | 185 | 292 | 158 | | 165 | 187 | 187 | 142 | 99 |
| 2000 | 183 | 307 | 180 | 195 | 188 | 197 | 184 | 177 | 132 |
| 2008 | 235 | 314 | 245 | 226 | 182 | 233 | 219 | 249 | 138 |
| 2018 | 249 | 359 | 257 | 250 | 169 | 302 | 245 | 254 | 253 |

Rappelons en préambule que l'endettement est un stock alors que le PIB est un flux ; on estime ainsi que la richesse d'un pays (développé) représente entre 6 et 7 années de PIB (immobilier, entreprises, infrastructure) ; il n'y a donc rien d'anormal a priori à ce qu'un agent économique qui a des revenus s'endette et que cet endettement puisse représenter plusieurs années de revenus. Les questions fondamentales ne sont donc pas tant le niveau d'endettement (relatif au PIB) que la nature de l'agent économique (ménages, entreprises, Etat), ainsi que l'efficacité de l'endettement (combien faut-il de dette supplémentaire pour créer 1 unité de PIB supplémentaire ?). Ce qui renvoie de manière ultime à la contrepartie de cette dette : s'il s'agit de s'endetter pour investir dans un investissement potentiellement créateur de richesse, c'est évidemment vertueux ; s'il s'agit de s'endetter pour boucler les fins de mois (quelque soit l'agent économique concerné), c'est une spirale vicieuse... le surendettement.

Bien évidemment la première lecture de l'endettement mondial donne le tournis : la dette croît vertigineusement en regard de la croissance économique et la capitalisation boursière évoluant en parallèle du PIB, on ne peut même pas se « rassurer » en espérant une bulle spéculative financière qui pourrait se dégonfler en remettant les compteurs à zéro.



Concrètement si en 1980 il fallait un peu moins de 2\$ de dette supplémentaire pour accroître de 1\$ le PIB, aujourd'hui il faut 4\$ de plus, l'addiction à la dette n'est donc pas nouvelle mais dans les années 80 l'inflation adoucissait cette addiction... Le sevrage amorcé depuis 2011 n'a pas été trop dur au début, la révolution technologique, la reprise amorcée et le maintien de politiques de taux d'intérêt très bas après la crise ayant masqué ce phénomène. C'est maintenant qu'il commence à se manifester avec le risque – que craignent les marchés et d'une manière générale tous les acteurs économiques et politiques - de « cold turkey », i.e. que l'intensité du syndrome de sevrage soit proportionnelle au degré d'addiction qui dure depuis plusieurs décennies.



| | USA | Japon | UK | Eurozone | Allemagne | France | Italie | Espagne | Chine |
|------------------|------|-------|-------|----------|-----------|--------|--------|---------|-------|
| 2018/1980 | 80 % | 97 % | 168 % | | | 134 % | | 173 % | |
| 2018/2000 | 36 % | 17 % | 43 % | 28 % | -10 % | 53 % | 33 % | 44 % | 92 % |
| 2018/2008 | 6 % | 14 % | 5 % | 11 % | -7 % | 30 % | 12 % | 2 % | 83 % |

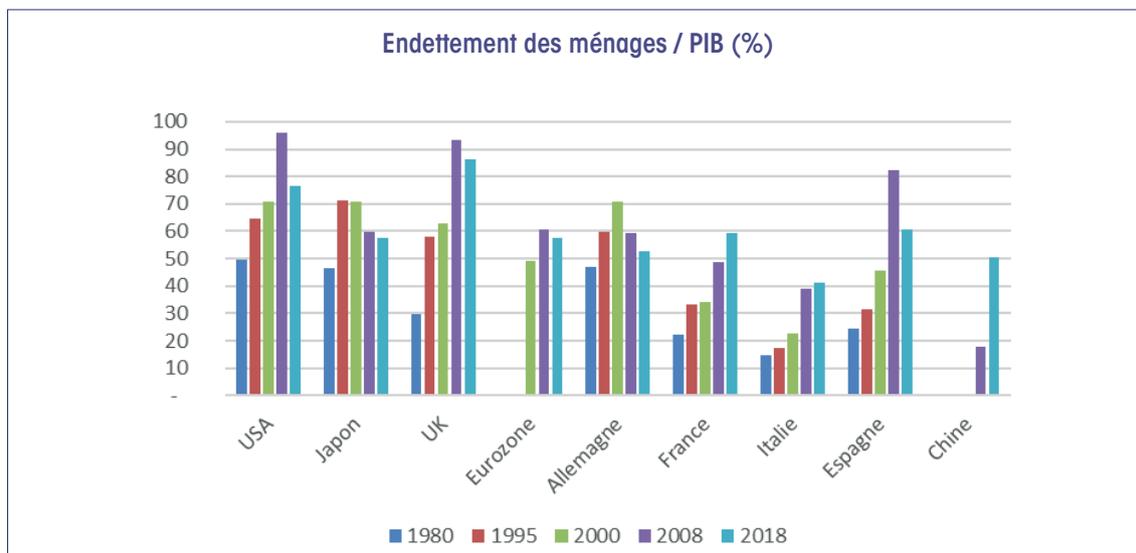
L'évolution de l'endettement de la France (qui atteint 300 % du PIB), tous agents économiques confondus, est ainsi particulièrement préoccupante depuis 2008. 30 % de dette sur PIB supplémentaire contre - 7 % pour l'Allemagne, +12 % pour l'Italie, +2 % pour l'Espagne et seulement +6 % pour les Etats-Unis. Comme par ailleurs, la France n'a pas particulièrement brillé en terme de croissance et de réduction du chômage, on comprend aisément les inquiétudes de Bercy. Le seul élément rassurant est que, au niveau global, la France est le seul pays à ne pas avoir résolu ce problème (la Chine étant un cas particulier compte tenu de son histoire, encore que D. Trump déclare que la Chine doit réduire l'accroissement de sa dette.).

Si tous les agents économiques, entreprises, ménages et bien évidemment Etat ont concouru à cet endettement, les pays ont cependant des comportements fort différents et bien évidemment les risques et les conséquences ne sont pas les mêmes selon la nature de celui qui s'endette. Les ménages sont forcément les plus fragiles car ils doivent rembourser leurs emprunts sur un horizon fini et n'ont pas de capacité à décider de leur augmentation de revenus ; suivent les entreprises qui peuvent faire faillite mais peuvent renouveler en permanence leur endettement si celui est vertueux ; et enfin les Etats qui peuvent s'endetter à perpétuité tant que les agents économiques acceptent de payer l'impôt ou de les financer (appel aux marchés de capitaux et aux banques centrales).

Alors bien évidemment, après 10 années de soutien de l'économie mondiale par la dette, nous ne pouvons pas faire l'économie de cette analyse.

Du côté des ménages...

En 1980, les ménages américains étaient déjà bien endettés (l'endettement des ménages représentait déjà 50 % du PIB) alors que les ménages européens n'étaient endettés qu'à hauteur de 20-25 % du PIB. En 2018, tous les ménages sont désormais endettés entre 50 et 60 % pour les Européens et 20 à 30 % de plus pour les pays anglo-saxons.



Là également, plus que le taux absolu d'endettement, si la contrepartie de l'endettement est un investissement immobilier (si le revenu des ménages représente 50 % du PIB national, avoir l'équivalent de 8 mois ou 1 an de revenu en dette pour acheter son appartement est assez normal), la situation est beaucoup moins préoccupante que si l'endettement est pour boucler les fins de mois. Par contre, ce qui peut être préoccupant c'est l'évolution de l'endettement.

Endettement des ménages % PIB

| | USA | Japon | UK | Eurozone | Allemagne | France | Italie | Espagne | Chine |
|----------------------|------------|--------------|-----------|-----------------|------------------|---------------|---------------|----------------|--------------|
| 1980 | 50 | 47 | 30 | | 47 | 22 | 15 | 24 | |
| 1995 | 64 | 71 | 58 | | 60 | 33 | 17 | 31 | |
| 2000 | 71 | 71 | 63 | 49 | 71 | 34 | 23 | 46 | |
| 2008 | 96 | 60 | 93 | 61 | 60 | 49 | 39 | 82 | 18 |
| 2018 | 77 | 57 | 86 | 58 | 53 | 59 | 41 | 61 | 50 |
| Accroissement | USA | Japon | UK | Eurozone | Allemagne | France | Italie | Espagne | Chine |
| 2018/1980 | 54 % | 23 % | 190 % | | 12 % | 164 % | 175 % | 151 % | |
| 2018/2000 | 8 % | -19 % | 37 % | 18 % | -26 % | 73 % | 81 % | 33 % | |
| 2018/2008 | -20 % | -4 % | -8 % | -5 % | -12 % | 22 % | 5 % | -26 % | 181 % |

Ce qui est rassurant sur ce point est la baisse quasi-généralisée de l'endettement des ménages dans les pays occidentaux (y compris le Japon) à l'exception malheureusement notable de la France et de l'Italie dans une bien moindre mesure. On voit également que si les ménages Chinois étaient très peu endettés jusqu'à récemment, ils rattrapent à toute vitesse l'endettement des pays développés, ce qui est forcément préoccupant car ils ne pourront pas longtemps faire croître la dette à ce niveau et leur rythme de croissance va forcément continuer de se réduire.

Du côté des états,

Les évolutions de l'endettement public reflètent bien les difficultés économiques rencontrées par l'occident depuis 1974, ainsi que les modèles et les politiques économiques :

Dettes publiques % PIB

| | USA | Japon | UK | Eurozone | Allemagne | France | Italie | Espagne | Chine |
|------|-----|-------|----|----------|-----------|--------|--------|---------|-------|
| 1980 | 37 | 38 | 40 | | | 21 | | 16 | |
| 1995 | 64 | 76 | 41 | 71 | 55 | 56 | 117 | 62 | 22 |
| 2000 | 49 | 117 | 37 | 68 | 59 | 59 | 105 | 58 | 23 |
| 2008 | 66 | 148 | 50 | 69 | 65 | 69 | 102 | 40 | 27 |
| 2018 | 98 | 201 | 86 | 86 | 61 | 99 | 133 | 98 | 48 |

| Accroissement | USA | Japon | UK | Eurozone | Allemagne | France | Italie | Espagne | Chine |
|---------------|-------|-------|-------|----------|-----------|--------|--------|---------|-------|
| 2018/1980 | 163 % | 423 % | 118 % | | | 375 % | | 507 % | |
| 2018/2000 | 101 % | 73 % | 134 % | 27 % | 4 % | 68 % | 27 % | 69 % | 108 % |
| 2018/2008 | 47 % | 36 % | 74 % | 25 % | -6 % | 44 % | 30 % | 148 % | 76 % |
| 2008/2000 | 36 % | 27 % | 34 % | 1 % | 11 % | 17 % | -2 % | -32 % | 18 % |

A l'exception très notable de l'Allemagne qui non seulement n'a pratiquement pas augmenté sa dette publique (en % du PIB) depuis l'an 2000 mais l'a même diminuée depuis 2008, tous les autres pays ont eu massivement recours à l'endettement public pour soutenir l'activité dans leur pays. En l'espace de 38 ans, la dette publique américaine (toujours exprimée par rapport à la création de richesse) a été multipliée par 2,5, la dette Japonaise par 5, la dette anglaise par 1,7 et la dette française par 5...

Ce qui est presque plus préoccupant, c'est que cette situation n'a fait qu'empirer depuis la crise de la dette de 2008 qui s'est traduite par un endettement encore supérieur des états. Aux Etats-Unis, l'accroissement de l'endettement de l'état s'est fait parallèlement à une baisse de l'endettement des ménages (cf. choix fiscal de D. Trump de redonner de l'argent aux ménages en endettant l'Etat), ce qui a été également le cas au Japon, en Angleterre et en Espagne. La France est pratiquement le seul pays à avoir augmenté l'endettement de l'Etat en même temps que celui des ménages, ce qui évidemment n'est pas tenable.

Que déduire de cette situation ?

Les tensions sociales sont exacerbées on le sait par la perception de la croissance des inégalités sociales, d'une part, et le climat anxigène déjà largement décrit dans mes lettres précédentes (pour simplifier l'effondrement des classes moyennes, la peur de la mondialisation, Daesh et le terrorisme, les migrants économiques, climatiques ainsi que les réfugiés des conflits), d'autre part. Elles sont facilitées par les réseaux sociaux qui diffusent, voire attisent, ce phénomène de haine.

Par ailleurs, les indicateurs économiques (sans parler des indicateurs écologiques), laissent penser que nous sommes à la fin d'une ère de prospérité par l'endettement sans contrepartie d'investissements productifs d'innovations économisant la planète.

Comme disait Alain, le pessimisme est d'humeur et l'optimisme de volonté ; et dans le contexte d'aujourd'hui il est beaucoup plus facile d'être pessimiste.

L'année 2019 est à l'évidence peu porteuse. Les risques d'éclatement de l'Europe sont plus forts que jamais. Emmanuel Macron, qui n'a eu de cesse de se battre pour une Europe forte, est très affaibli tant que la paix sociale ne revient pas en France alors même que les divergences économiques entre les pays européens sont de moins en moins tenables. Les conséquences du Brexit peuvent être le déclencheur du choc de trop.

Les empires Chinois, Américains et soviétiques utilisent la planète comme terrain de manœuvre et de gesticulation autant pour gérer la géo-politique mondiale qu'à des fins de politiques intérieures.

Mais il faut rester optimiste, on a souvent eu peur du grand soir et il a encore très peu de chances d'arriver !

Quelle allocation d'actifs dans ce contexte ?

Partons du principe que cette situation va durer : endettement excessif, croissance complexe car non nécessairement créatrice d'emplois, ou créatrice d'emplois à deux vitesses (Intelligence Artificielle, hautement qualifié d'une part et low cost d'autre part), un équilibre social complexe à retrouver, des tensions géo-politiques un peu partout et singulièrement en Europe et une difficulté très probable pour la France à continuer un programme de réformes permettant de réduire significativement son déficit et son endettement.

Ma première conclusion est que les taux d'intérêt Euros vont continuer à être bas avec une prime de non risque pour l'Allemagne et une volatilité importante du spread pour les autres pays, y compris la France. D'une certaine manière, si au Japon les taux sont à zéro pour cent depuis plusieurs décennies car le Japon est financé par l'épargne domestique, la situation est comparable en Europe avec la BCE.

Les primes de risque sur les crédits n'ont pas de raison de baisser ; plus la qualité de la signature est faible, plus elle sera fragilisée par un environnement économique et/ou politique trouble.

Après le pire mois de décembre aux Etats-Unis depuis 1931, ma deuxième conclusion est que les marchés d'actions continueront d'être plus dirigés par l'environnement macro-économique et politique que par l'évolution micro-économique des résultats des entreprises. En dehors de forces de rappel sur des prix d'actions objectivement bas, il y a peu de raisons d'espérer de fortes hausses et tout cela avec une volatilité qui n'a pas de raison d'être basse.

La logique d'investissement qui dès lors s'impose est assez claire :

Le risque extrême est bien évidemment celui de la confiscation, i.e. une révolution plus ou moins importante entraînant l'expropriation ou une fiscalité confiscatoire sur le capital (et non pas le revenu du capital). Ce risque est encore quasiment inexistant même s'il fait partie du discours sous-jacent des « gilets jaunes ». Il ne peut évidemment pas être couvert dans une logique d'allocation d'actifs si ces derniers sont confisqués ! Par contre, on ne peut exclure ni une forte correction des marchés d'actions, ni une forte déflation de la valeur des actifs avec ou sans inflation/déflation des prix des biens et services.

Il est donc préférable de privilégier très fortement les actifs de rente, où la liquidité et la valeur des actifs n'est clairement pas le premier critère :

- immobilier tertiaire en tablant sur les différentes maturités et indexations des baux commerciaux ; les taux longs devraient rester encore très bas pendant longtemps en Europe et la réduction des risques peut se faire en investissant en Allemagne.
- Le financement des actifs réels : immobilier d'entreprise, infrastructures en privilégiant celles dans les pays les plus économiquement et politiquement stables. L'investissement dans les projets de transition énergétique sont également les plus évidents avec de nombreuses possibilités quant à la nature et à l'importance des risques pris (notons par exemple le développement de nouvelles technologies comme l'utilisation de la force cinétique pour stocker l'énergie éolienne).
- La mobilisation de différents postes de bilan des entreprises : du financement de l'exploitation de brevets (15 ans) à la mobilisation du Crédit d'Impôt Recherche (quelques mois).

En valeurs mobilières, l'axe prioritaire est d'investir massivement dans les fonds obligataires crédits à maturité. Dans l'hypothèse où la situation des marchés se dégradent, pour autant que les taux de défaut ne se dégradent pas trop, le rendement à maturité sera bien au rendez-vous et à la différence de l'immobilier il y a d'une part une maturité certaine et d'autre part aucune incertitude sur le capital (sauf défaut de paiement). Si, à l'inverse la situation s'améliore, les primes de risques se contracteront et il sera alors possible et opportun d'arbitrer vers des classes d'actifs plus risquées.

Dans le monde d'incertitudes et de volatilité que nous connaissons actuellement, trois attitudes sont possibles à l'égard des actions cotées : être exposé le moins possible, rechercher des fonds de performance absolue, investir sur une conviction profonde en tablant sur le fait que les mutations structurelles actuelles bénéficieront à certains types d'entreprises. En ce qui me concerne, il me paraît clair que nous entrons dans une nouvelle ère où la prise de conscience de la fin de la chrématistique (y compris pour des entreprises comme Apple si l'on en juge par la baisse de l'appétit des clients pour le n-ième modèle de l'iPhone) va définitivement bénéficier aux entreprises ayant une attitude plus responsable que ce soit vis-à-vis de la planète (carbone, économie circulaire, filières de production et de distribution responsables etc.) comme d'un point de vue social. Heureusement, il y a de plus en plus d'entreprises qui se réorganisent dans cette optique, l'analyse extra-financière étant alors une composante décisive de la performance financière ultérieure.

Un peu plus risqué car soumis à des aléas politiques, je suis également assez convaincu que le différentiel de taux d'intérêt et de croissance entre les Etats-Unis et l'Europe va se traduire par un renchérissement du Dollar vis-à-vis de l'Euro. Concernant les actions américaines, étant donné le poids des Gafa dans les indices et de mes interrogations sur l'évolution des comportements des consommateurs, j'aurais tendance à préférer les capitalisations les plus petites plutôt que les blue chips.

Sources des données chiffrées : FMI/BR/Banque Mondiale

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 leurs auteurs 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.



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