

LETTRE MENSUELLE

Juillet 2017

« Document destiné à des investisseurs qualifiés »

Economie

□ *Il y a un an...*

- Il y a un an, presque jour pour jour, les électeurs anglais, excités par les harangues de UKIP et les ambiguïtés de leurs deux principaux partis, votaient pour que leur pays rompe les attaches difficilement nouées depuis plus de cinquante ans avec le continent. Six mois auparavant, lors des élections régionales françaises, le parti de Madame le Pen, le Front national, triplait presque son score et ne ratait que d'un cheveu la présidence de plusieurs régions tandis que de l'autre côté des Alpes, en Italie, les électeurs de deux grandes villes (Rome et Turin) plébiscitaient les candidates du mouvement populiste 5 étoiles de Bepe Grillo en les portant à la tête de leurs municipalités.

□ *Mais ça, c'était il y a un an*

- Mais ça c'était il y a un an. Depuis, le paysage politique européen s'est, semble-t-il, métamorphosé et les partis populistes ont subi un peu partout des revers importants. C'est le cas naturellement en France où le Front national se remet avec difficulté des incohérences de son programme et des facéties de sa présidente. Mais c'est aussi vrai en Italie avec la très sévère déculottée des affidées de Monsieur Grillo lors des élections municipales partielle de juin 2017 ou bien même en Finlande avec l'implosion du Parti des Vrais Finlandais en deux branches dont l'une (majoritaire) rejette la ligne anti-immigration et anti-européenne de leur président récemment élu, Jussi Halla-aho. Et puis, naturellement, il y a ce pari tenté outre-Manche par le Premier ministre, Madame Theresa May, de dissoudre l'Assemblée anglaise afin d'obtenir une majorité destinée à l'appuyer lors de la négociation d'un Brexit « dur »...avec le résultat que l'on connaît.

□ *Changement de paradigme*

- Ce changement de paradigme politique me semble important car il réduit, du moins pour quelques temps, le risque d'un démantèlement désordonné de la zone et de son emblématique monnaie unique, démantèlement que la succession des crises depuis 2012 et l'absence de leadership (notamment de la part du couple franco-allemand) rendait si ce n'est probable du moins possible. Il pourrait également avoir des conséquences sur les marchés financiers européens, non pas tant les marchés actions qui n'ont pas été vraiment affectés par un « malus » politique (les grands indices de la zone ont progressé dans des proportions similaires aux indices américains depuis

l'élection de Trump) mais plutôt sur les marchés obligataires des principaux pays de la zone qui ont été guidés à la fois par un élément de peur et par un soutien d'importance de la part de la BCE, l'un et l'autre ayant sans doute vocation à diminuer.

□ *Les craintes politiques s'apaisent*

- Pour ce qui concerne la peur, cela fait peu de doute. Les seules élections d'importance à venir - le Bundestag en Allemagne en septembre prochain - offrent une faible incertitude (Madame Merkel semble en passe de remporter un quatrième mandat) et si, par le plus grand des hasards, cette perspective ne se concrétisait pas, l'alternative (le SPD de Monsieur Schulz) pourrait en réalité accélérer l'orientation pro européenne de l'Allemagne et renforcer les mécanismes de coopération et de relance économique qui ne sont pas la tasse de thé de l'actuel ministre des Finances, Monsieur Schäuble. Certes les Italiens pourraient également se rendre aux urnes avec, dans ce cas, une incertitude plus importante car d'une part le mouvement 5 étoiles profite toujours du déga-gisme ambiant et d'autre part l'aile gauche du Parti démocrate pourrait enrayer les ambitions de Mattéo Renzi tandis que les soutiens de l'ancien Premier ministre Berlusconi regagnent du terrain. Ce manque de lisibilité se traduit d'ailleurs dans l'orientation des taux longs italiens dont le spread avec l'homologue allemand se situe à un niveau élevé.

□ *Possible désengagement de la BCE*

- Ce qui n'est pas étonnant si on y réfléchit. En effet outre l'absence probable d'une nette clarification de la situation politique intérieure, l'économie et la finance italienne vont avoir à affronter dans les mois qui viennent un possible désengagement de la part de la banque centrale européenne. L'impatience des Allemands est aujourd'hui vive face à ce qu'ils estiment être un dévoiement de la mission confiée à la BCE. Or les arguments dont disposent l'institut de Francfort pour maintenir son programme de QE s'amenuisent : le risque politique est en fort recul comme tout un chacun peut le constater et le contexte économique est nettement meilleur, même en Italie. Au surplus, Madame Yellen, la Présidente de la Fed, estime que l'économie américaine est assez robuste pour supporter de nouvelles hausses de taux.

□ *Tout le monde ne partage pas l'analyse de Madame Yellen*

- Le poids des mots prononcés par Madame Yellen est suffisamment important pour que l'on ne les néglige pas. Pour autant, il semble que tout le monde ne partage pas son analyse. A commencer par les opérateurs et acteurs des marchés de matières premières.

Si l'on en juge par l'indice Bloomberg qui compile les prix d'un groupe de *commodities*, ceux-ci seraient assez proches des plus bas atteints fin 2015/début 2016, lorsque les espoirs d'une reprise économique mondiale consistante étaient médiocres. Et pour la plus emblématique de ces matières premières - le pétrole - les choses ne semblent pas en voie de reprise puisque les cours sont repartis à la baisse, de manière assez brutale, de sorte que la référence WTI ne dépasse que de peu le niveau des 45\$ alors qu'elle se traitait à près de 55\$ peu de temps après l'élection de Trump, lorsque les cours étaient soutenus par les promesses de relance du candidat et par la volonté de reflation des dirigeants chinois.

□ *Une mécanique réglée comme du papier à musique*

- C'est à mon sens cette double déception qui handicape ces marchés. Du côté chinois, le cheminement n'est pas toujours aisé à suivre. Résumons pour ceux qui auraient manqué les épisodes précédents. Selon les chiffres récents publiés par le Bureau national des statistiques, l'économie chinoise a progressé de 6,9% en rythme annuel au premier trimestre 2017. Ce qui constitue, officiellement, le niveau de croissance *le plus élevé* depuis un an et demi. Relativisons toutefois cette information puisqu'avec 6,7 % de croissance en 2016, la Chine avait connu *sa plus faible performance* depuis 26 ans. On voit bien que la mécanique est réglée comme du papier à musique. D'autant que la perspective du prochain congrès du parti communiste chinois qui doit se tenir à l'automne pourrait à nouveau doper les ardeurs. Sans surprise, l'autre président « jupitérien », Monsieur Xi Jinping, devrait être confirmé à son poste pour un nouveau mandat de cinq ans et le bureau politique permanent devrait être lui aussi renouvelé.

□ *L'ajout de nouveaux soutiens publics à l'économie*

- Ce « rebond » de l'économie chinoise lors du premier trimestre s'explique en large partie par l'ajout de nouveaux soutiens publics à l'économie. Ainsi les dépenses du gouvernement central et celles des administrations locales ont progressé de 21% sur un an tandis que les investissements dans les infrastructures se sont envolés de 23,5%. Pour leur part, les dépenses dans l'immobilier ont continué à être assez soutenues avec une progression de 9,1%. La tendance a même accéléré en mars avec une hausse de près de 12% des mises en chantier, ce qui explique

le niveau record atteint par la production d'acier. Enfin la consommation intérieure, qui est un élément clé du rééquilibrage du modèle économique encouragé par les autorités, n'est pas en reste : les ventes de détail ont progressé en mai dernier de 10,7%, accélérant leur rythme de croissance après une hausse de 9,5% en janvier-février. Le bureau national des statistiques fait état d'une forte demande pour l'électroménager, l'ameublement et autres articles pour aménager des logements neufs. Les ventes d'automobiles ont elles aussi montré des signes de redressement.

□ *Ce sursaut est alimenté par un rebond de la dette*

- Seule ombre à ce tableau - mais elle est de taille - le sursaut de l'économie est alimenté par un rebond de la dette chinoise, qui dépasse désormais 260% du PIB, ce qui montre l'inefficacité (en terme de croissance supplémentaire du PIB) de l'augmentation de l'endettement. Probablement consciente des risques, la banque centrale chinoise (PBOC) a commencé à augmenter ses taux courts sur le marché monétaire afin de tenter de désamorcer les problèmes liés à l'envolée de la dette publique et privée. Seul souci : la "finance de l'ombre" relève la tête avec vigueur. On désigne par cette expression l'arsenal de financements disponibles en-dehors du système bancaire - via des crédits entre entreprises, auprès d'offices spécialisées ou de particuliers - et très peu régulés. Or le seul agrégat appelé "social financing", une mesure du crédit social incluant ces mécanismes, s'est établi en mars à 2.120 milliards de yuans (289 milliards d'euros), contre 1.150 milliards de yuans en février, soit une envolée de 84% sur un mois...

□ *La surchauffe du marché immobilier représente un risque important*

Les économistes estiment aujourd'hui que la surchauffe du marché immobilier représente le risque individuel le plus important pour la croissance chinoise. Dopés par le crédit bon marché, les achats d'appartements se poursuivent, en dépit des restrictions qui se sont durcies dans une vingtaine des plus grandes métropoles soucieuses d'enrayer la spéculation. Il faut toutefois noter que l'an dernier, elles avaient déjà pris des mesures qui n'ont pas eu beaucoup d'effets. Moody's a d'ailleurs infligé à la Chine le premier abaissement de sa notation depuis 28 ans, l'agence s'inquiétant des risques d'augmentation de la dette de la deuxième économie mondiale. En réduisant sa note de Aa3 à A1 avec une perspective stable, l'agence a estimé que "la solidité financière

de la Chine va quelque peu s'éroder au cours des années qui viennent, le volume total de la dette continuant à grossir tandis que le potentiel de croissance ralentit". Du fait du vieillissement de la population et du ralentissement des investissements et de la productivité, Moody's dit désormais s'attendre à la voir s'abaisser aux alentours de 5% par an sur les cinq années à venir, un chiffre très inférieur aux prévisions officielles qui tablent sur plus de 6,5% en moyenne pour le 13e plan quinquennal (2016-2020).

□ *Le FMI souffle le chaud et le froid*

- De son côté, le Fonds monétaire international a *re-levé* mi-juin sa prévision de croissance de l'économie chinoise cette année, pour la troisième fois en un an, la portant à 6,7% en raison "de la politique de soutien, en particulier de l'expansion du crédit et de l'investissement public". Cela correspondrait au taux de croissance de l'année dernière, le plus faible depuis 25 ans. Le FMI a toutefois recommandé à Pékin d'adopter une politique monétaire moins accommodante et d'accélérer le rythme des réformes afin de préparer son économie à une croissance plus durable. «L'importance, absolument essentielle, accordée récemment aux risques liés au secteur financier doit être maintenue, même si elle implique certaines tensions financières et une croissance plus faible», a déclaré le directeur général adjoint du FMI, David Lipton. La Chine doit s'assurer que «lorsque des crédits sont octroyés, ils financent une activité économique utile, qui soutiendra la croissance et permettra d'assurer le service de la dette sans difficulté», a-t-il ajouté. On ne saurait mieux dire.

□ *Le serpent qui se mord la queue*

- Toutefois, vu du point de vue des opérateurs de marché, le dilemme chinois est celui du serpent qui se mord la queue. En effet, soit le gouvernement (et la banque centrale) poursuivent cette politique de sur stimulation de l'économie et entretiennent ainsi des capacités excédentaires ce qui favorise l'environnement déflationniste et risque de provoquer à un moment une vraie crise systémique, soit ils inversent cette tendance, acceptent les faillites d'entreprises déficitaires et rétablissent, à terme, un équilibre plus sain entre l'offre et la demande mais ils le font au prix d'un net ralentissement de la croissance de l'activité économique chinoise et donc mondiale. Certes, ce dilemme existait déjà au moment de l'élection de Donald Trump mais il a été masqué pendant quelques mois par les espoirs que cette élection a suscités en termes de relance de l'économie américaine.

□ *Les espoirs de relance américaine ont été surestimés*

- Or, pour l'heure, ces espoirs apparaissent plutôt surestimés. Comme tout un chacun le sait le Président Trump est empêtré dans une sale affaire de collusion, il s'est mis à dos la communauté du renseignement américain ce qui n'est jamais une bonne idée pour un chef de l'exécutif, son image s'est très sérieusement dégradée au sein de la population américaine et ses réels soutiens parmi les Républicains des deux chambres se font plus rares. Les chances qu'il puisse faire adopter un budget comportant des mesures de relance d'importance (au-delà de certains aménagements fiscaux pour les sociétés américaines détenant des avoirs liquides à l'étranger) s'amenuisent et, surtout, le profil de l'économie américaine a eu plutôt tendance à se dégrader depuis quelques mois.

□ *Les indicateurs récents sont mitigés*

- Ce dernier point me paraît important car il est pour l'heure masqué par les rododromes de Trump et l'assurance plutôt étonnante des responsables de la Fed. Or l'examen des indicateurs les plus récents ne corrobore pas ces postures. Et ce essentiellement pour une raison : le consommateur américain ne semble pas vouloir participer à l'enthousiasme des dirigeants malgré une situation de l'emploi en nette amélioration et des salaires en augmentation. Ainsi, l'indice de confiance des consommateurs du *Conference Board* est en assez forte baisse depuis le point haut atteint en mars tout comme celui de l'université du Michigan. Plus problématique, non seulement les dépenses de consommation des ménages ont été en berne lors du premier trimestre (hausse limitée à 0.6% en rythme trimestriel annualisé), mais les ventes au détail montrent qu'après un bref rebond en avril, les choses se sont à nouveau détériorées en mai.

□ *L'optimisme et la réalité*

- Les optimistes estiment toutefois que cette situation est le fruit d'une conjonction de facteurs momentanément peu favorables (météo trop clémente, retards dans les remboursements d'impôts, etc...) qui devraient être rapidement corrigés grâce aux effets bénéfiques des augmentations salariales qui sont désormais en hausse un peu plus soutenue (entre 2.5% et 3% l'an selon les secteurs avec probablement quelques cas de figure plus élevés). Cette analyse a

certainement du mérite mais elle pourrait se heurter à une autre réalité qui devrait affecter de manière graduellement plus marquée une économie américaine qui doit à nouveau composer avec des taux d'intérêts qui ne sont plus totalement négligeables : le niveau de l'endettement des ménages.

□ *La hausse de l'endettement...*

- Comme tout un chacun le sait dans les cercles de l'économie et de la finance, les américains ont accumulé dans les premières années de ce nouveau millénaire une dette importante, notamment immobilière, qui a été à l'origine de la crise des *sub primes* en 2008. On estime en effet qu'au sommet de la « bulle » (1er trimestre 2008), la dette des ménages américains atteignait 12 000 milliards de \$ dont un peu plus de 10 000 pour les seuls emprunts hypothécaires. Puis, avec l'aide de la Fed et d'une récession d'importance, ce niveau a reculé pendant cinq ans pour se stabiliser dans une fourchette 10 500/11 000 milliards de \$ (tout compris). Mais depuis quelques temps la tendance est repartie à la hausse, de manière assez vive, non pas tant dans le secteur immobilier mais dans tout le reste (cartes de crédit, financement automobile ou prêts étudiants).

□ *...touche surtout les crédits hors immobilier*

- Cette dette non immobilière atteint en effet 3500 milliards de dollars et elle est plus sensible aux fluctuations des taux d'intérêts puisqu'elle est par construction plus courte et de nature plus spéculative. Soyons toutefois clair, sauf dans l'hypothèse d'une très brutale remontée des taux (hypothèse improbable), cette tendance ne présente pas de risque systémique et n'est pas de nature à engendrer une crise de type 2008 contrairement à ce que certains prétendent. En revanche un tel niveau d'endettement a pour effet d'éroder le pouvoir d'achat disponible des ménages lorsque les taux remontent, même de manière précautionneuse, et du coup la hausse des salaires nominaux qui reste mesurée - faible inflation oblige - ne constitue pas un moteur suffisamment puissant pour entraîner la machine de la consommation qui, rappelons-le, pèse environ 70% du PIB américain.

□ *Conclusions : Un parcours haussier plutôt languissant et plus heurté*

- *Cet environnement ne prête pas à l'enthousiasme démesuré mais il ne devrait pas non plus entraîner de fortes déceptions. Résumons en effet : une économie américaine un peu anémiée mais sans risque d'entrer en récession à ce stade ; son homologue européenne en bonne forme (du moins par comparaison avec les années d'après crise) et détestée de l'essentiel de son handicap politique, et des surcapacités chinoises qui maintiennent une inflation mondiale basse. Du côté des banques centrales cela devrait donner une BCE progressivement plus agressive et une Fed progressivement plus attentiste. Avec pour conséquence, pour les marchés obligataires, un resserrement des taux longs des deux côtés de l'Atlantique sous l'effet d'une stabilisation aux Etats-Unis et d'une hausse en Europe et, pour les marchés actions, un parcours haussier plutôt languissant et un peu plus heurté.*