

La conjoncture mondiale : stimulations importantes, croissance décevante, marchés résistants.

Les virus venus d'Asie sont une vieille histoire. Le SRAS eut des incidences minimales, mais vers 1350, chacun garde à l'esprit la diffusion de la peste noire venue de Chine et de Mongolie, transmise à un comptoir génois au bord de la Mer Noire puis importée par bateau en Europe avec les conséquences que l'on sait, plus de 30 millions de morts, entre le tiers et la moitié de la population italienne et française de l'époque. Rien de tel aujourd'hui, sauf si l'épidémie devait toucher l'Afrique mais nous n'en sommes pas là et les pays les plus exposés au commerce avec la Chine, l'Afrique du Sud, l'Égypte et l'Algérie se préparent.

On ne cherchera pas dans cette note à spéculer sur l'arrêt imminent ou la propagation de ce virus et on se focalisera sur un état de la croissance mondiale à ce jour. On mettra en exergue les différentes failles et faiblesses de la conjoncture mais l'absence de signes de récession dans les grandes économies, les stimulations budgétaires, la vigilance des banquiers centraux et la faiblesse du cours des matières premières tempèrent ces risques pour les prochains mois et entretiennent notre confiance sur l'évolution des marchés à l'horizon des prochains mois.

A 2.9% en 2019, avant même l'épidémie, la croissance économique mondiale était au plus bas depuis 2009, sensiblement inférieure à la moyenne des précédentes décennies. Doit-on s'en inquiéter ou être serein ? Les pessimistes déploreront une croissance faible, en dépit des massives stimulations monétaires et fiscales des dernières années. Les optimistes invoqueront la longueur exceptionnelle du cycle de reprise aux États-Unis, plus de dix années, un record depuis la deuxième guerre mondiale, sans germes de récession à l'horizon des 12 prochains mois.

Sous un angle conjoncturel

Les pessimistes se focaliseront sur la récession au Japon avec un recul du PIB de 6.3% annualisé au 4^{ème} trimestre, une contraction attendue de 0.5% à 1.5% à Singapour en 2020, une stagnation en Allemagne, un ralentissement prévisible de la croissance chinoise à 5% en 2020. Les optimistes insisteront sur les indicateurs de confiance, bien orientés dans de nombreux grands pays et les indicateurs manufacturiers stabilisés en janvier. Le recul du PIB japonais est conjoncturel : au 4^{ème} trimestre, il a résulté de la hausse de la TVA de 8 à 10% en octobre, au 1^{er} trimestre il sera provoqué par le tarissement des entrées de touristes, une recette de \$44 milliards en 2019, et une contraction des échanges avec la Chine, son premier partenaire commercial.

Sous un angle monétaire

De la persistance des politiques d'injections de liquidités, approximativement \$15000 milliards depuis 2009, les pessimistes déploreront les bulles sur les prix des actifs boursiers et immobiliers, préjudiciables aux jeunes qui ne peuvent acquérir des biens immobiliers, fatales pour l'assurance-vie et les placements obligataires et dommageables pour l'évaluation des risques.

Les sceptiques discernent également une perte d'efficacité des politiques d'injections de liquidités par les banques centrales et un risque sur la croissance induit par les politiques de dépréciation de la devise : en témoignent l'affaiblissement de la croissance au Royaume-Uni en 2016 après le vote sur le Brexit et la forte dépréciation de la £ ou auparavant les suites du fort affaiblissement du Yen encouragé par Shinzo Abe en 2013 et les conséquences de la dépréciation de l'Euro en 2014 quand Draghi avait poursuivi cet objectif. A chaque fois, le renchérissement des importations a plus affecté les consommateurs que l'accroissement des exportations n'a pu bénéficier aux entreprises. Il y a là, deux inquiétudes potentielles pour le futur dans l'hypothèse d'un retournement du cycle. Même si c'est faire fi de la rationalité, les optimistes se réjouiront de voir la dette grecque à 10 ans à 0.9%, un taux inférieur à ceux des États-Unis et de l'Italie, en dépit d'une dette publique représentant 1.8x le PIB ! Les injections de liquidité, si elles ne dopent pas la croissance, présentent l'indéniable mérite d'alléger la charge de la dette.

Sous un angle financier et budgétaire

Plus inquiétant, les multiplications d'émissions obligataires de pays africains. Nonobstant, une dette représentant 1x le PIB en Angola et des niveaux élevés au Ghana et au Gabon, les investisseurs ont sursouscrits les récentes émissions de ces pays. Beaucoup, à tort, courent après le rendement. Les optimistes, dans la ligne **d'Olivier Blanchard** voudront voir les investissements publics dans les infrastructures, comme un vecteur d'économies externes pour les entreprises, en d'autres termes un surcroît de gains de productivité.

Plus fondamentalement, les pessimistes attireront l'attention sur les pays très endettés, le Japon, la Grèce et l'Italie car, sans surprise, ce sont eux qui ces dix dernières années, voire plus, ont enregistré la croissance économique la plus faible. Il y a là comme un écho des travaux de **Carmen Reinhart** qui discernait un risque sur la croissance des pays qui supporte une dette supérieure à 90% du PIB. Echo occulté par de nombreux pays puisque le Japon, en dépit d'un endettement public à 2.4x le PIB a adopté récemment un plan de stimulation de \$120 milliards ; la Chine, a injecté il y a quelques semaines Euros 156 milliards après un plan de soutien d'Euros 40 milliards en faveur des entreprises et un allègement des taux d'intérêts facturés aux banques ; les Etats-Unis acceptent sans réticences un déficit budgétaire proche de 5% du PIB, c'est-à-dire un record en haut de cycle. Boris Johnson a revalorisé le salaire minimum de 5%, annoncé des investissements massifs dans les infrastructures ferroviaires et l'intention de dépenser £34 milliards supplémentaires dans la santé. On ajoutera à la liste des pays comme la France, l'Espagne, l'Italie, chaque année oublieux de leurs engagements d'équilibre budgétaire.

Sous l'angle des marges des entreprises et de la Bourse

Les pessimistes percevront un plafonnement de la rentabilité des entreprises et appréhenderont une hausse des salaires née du niveau historiquement faible du chômage dans de nombreux pays. Les optimistes tempéreront l'inquiétude en analysant, comme **Thomas Philippon** aux Etats-Unis, la multiplication des positions de rentes, des oligopoles dans l'industrie américaine, préjudiciable aux consommateurs mais bénéfique aux entreprises, opérateurs de télécommunications, GAFKA ou autres.

En Bourse, les optimistes argueront que les rachats d'actions, \$770 milliards en 2019 aux Etats-Unis après \$805 milliards en 2018, la hausse des dividendes, \$1430 milliards dans le monde en 2019 dont près de \$500 milliards aux Etats-Unis, la faiblesse du nombre d'introductions en bourse, 190 aux Etats-Unis en 2018 contre près de 500 en 1999, la réduction du nombre de sociétés cotées, une division par deux en 10 ans aux Etats-Unis et une diminution de 20% en Europe, l'abondance des liquidités, l'absence de placements alternatifs sont autant de facteurs de soutien qui s'ajoutent à un récent trimestre de résultats satisfaisants.

En conclusion, à ceux qui, comme nous, ne voient pas dans la diffusion du coronavirus, un cygne noir susceptible de stopper l'actuel cycle économique de croissance, on conseillera l'achat des valeurs pétrolières, ensuite des valeurs de transport et des cycliques et on déconseillera les obligations à long terme. On préférera l'achat des marchés coréens ou thaïlandais à la Chine elle-même car les chaînes de production y sont perturbées, l'endettement des entreprises était déjà très élevé, 1.5x le PIB, avant ce virus et beaucoup d'entreprises encourent un risque de faillite, susceptible de fragiliser des banques déjà grevées de substantielles créances douteuses. Aux pessimistes, on conseillera l'inverse et l'achat des devises refuges, le Franc Suisse et le \$, mais nous rappellerons que si la crise devait perdurer quelque peu, la FED abaissera son taux directeur, les autres banques centrales viendront en soutien.

Genève, le 20 février 2020


Bruno Desgardins
Directeur de la Gestion