

Les frontières seront elles efficaces ?

Une chose n'est ce qu'elle est que dans sa limite et par sa limite . Hegel , "System der Philosophie". Cité par Michel Foucher , "Le retour des frontières".

Le retour des frontières modifiera t il l'univers de placement des investisseurs et comment leur allocation d'actifs pourrait être modifiée ?

2016 année des surprises politiques

2016 restera marquée par d'énormes surprises politiques et par la montée saisissante d'une expression de désir de changement . De style, avec Donald Trump qui fait ses déclarations sur YouTube c'est évident . De langage , c'est radical avec Theresa May qui fustige "the privileged few". Et les élections françaises et allemandes ajouteront d'autres surprises, la primaire de la droite française n'est sans doute que le début. Mais la constante qui se dessine incontestablement dans toutes ces événements politiques est la remise en cause de la mondialisation. A qui profite-t-elle si elle détruit les emplois , bouche les perspectives et n'apporte pas de richesses aux populations ? Les circonstances de l'internationalisation des économies, sa mise en œuvre, le contrôle de ses développements, notamment à l'échelle européenne, sont clairement pointés du doigt. Les consommateurs auraient-ils oublié les bénéfices de produits moins chers et d'une variété sans précédent ?

En matière de paroles, le thème de la mondialisation commence tout juste à être exploité par les portiques ; n'entendons nous pas à une rhétorique destinée à séduire des classes moyennes et à flatter le désir de revanche des laissés pour compte. Jusqu'où ira ce populisme montant ? Et comme nous le savons tous, il y a le temps du verbe et le temps des actes. Entre les deux, le jeu des conseillers, des pouvoirs des institutions démocratiques, des experts et, des intérêts représentés par les lobbies, les manifestations diverses dans la rue... Theresa a promis que les syndicats seraient représentés aux conseils d'administration des entreprises et menacé le "big business" en annonçant vouloir un pays "that works for everyone". Pourra-t-elle le faire ? Trump a tellement annoncé d'extravagances qu'il devra faire preuve de pragmatisme, comme cela a été souligné par le président sortant. Ses premières annonces économiques sont beaucoup plus classiques, baisses d'impôts et programme d'infrastructures, donnant le sentiment que Keynes semble avoir changé de partisan ! Qui composera et que fera l'administration Trump ? Le Congrès peu favorable aux déclarations du candidat et Corporate America, auquel Trump appartient, pèseront de tout leur poids.

Les effets macroéconomiques d'un repli des nations sur elles mêmes dépendront évidemment de l'intensité et de la radicalité des mesures prises. La direction de la mondialisation était claire, plus de concurrence, stimulation des avantages compétitifs, baisses des droits de douane, liberté accrue des flux de capitaux. Il en a résulté un nivellement progressif vers les coûts de production les plus bas. Les dévaluations hypocrites, y compris chez les plus grands, ont modulé l'impact de la compétition internationale au cours des cycles économiques. Le commerce international a augmenté davantage que la croissance mondiale signe clair de l'efficacité de cette mondialisation, illustré par le prix du fret maritime qui s'est envolé, avant que les capitaux ne viennent financer des surcapacités de transport maritime. On ne rembobinera pas ce film. Les mesures prises nationalement seront sans doute dépendantes des situations d'emploi et du budget. À coup sûr plus d'hétérogénéité dans cette phase. Plus de déficits à prévoir, plus d'inflation à venir, sans doute une guerre des changes plus assumée.

Que peut on attendre de Theresa et de Donald ?

Les deux cas pratiques devant nous sont le Royaume Uni (le restera-t-il ?), et les États Unis, également fracturés. Le Brexit sera mis en œuvre par un gouvernement qui y est résolu, et passera par toutes les étapes légales pour arriver à ses fins. Hard ou soft, il faudra longtemps pour le savoir tant le diable se révélera dans les détails ? Bataille de la rhétorique contre le pragmatisme, mais nous assisterons sûrement à une pression forte des déshérités contre l'establishment. Le film de Ken Loach, primé à Cannes, décrivant l'agonie d'un charpentier d'une ville du Nord de l'Angleterre aux prises avec l'administration et les mots très durs de Theresa May à propos des dirigeants jet setters, ne payant pas d'impôts et méprisant leurs concitoyens dans l'infortune, laissent penser que l'heure est à la radicalisation. Le paradoxe de cette séparation de l'Europe économique tient au fait que le marché unique était essentiellement l'enfant de la volonté libérale anglaise, du moins exprimée par ses élites. Mais l'Angleterre pourra-t-elle revenir vers le Common Wealth et jouer la carte de place Off Shore du continent européen ? L'allié américain a déjà maintes fois signalé son inconfort à la voir quitter l'Europe. Donald Trump, sans doute une extravagance de plus, a souhaité que Nigel Farage, ancien leader du parti séparatiste anglais, devienne ambassadeur à Washington. Est-ce comme cela que l'on montre son soutien ?

Le programme de Trump paraît plus avancé, et nous saurons plus vite à quoi nous en tenir. Les baisses d'impôts seront-elles votées. Mais le programme de mille milliards d'infrastructures ? Mesure pourtant réaliste, qui avait été évoqué après la très grande récession. Cette politique trouvera du soutien, d'abord par ce que l'état des infrastructures existantes le nécessite. Ainsi, l'Amérique creusera-t-elle davantage ses déficits, budgétaire et commercial. Plus d'inflation si le cycle se poursuit, et peut être un Dollar plus fort. Comme la reflation est en cours, c'est l'attitude de la FED qui sera déterminante. L'histoire montre que le poids de Washington reste modeste sur le cycle des affaires américain et que celui de la FED est capital, pour le pays mais aussi pour le reste de la planète. Le futur sera-t-il différent ? Si l'Amérique n'épargne pas plus, la dette et les infrastructures devront être financés par les investisseurs étrangers, parmi lesquels la Chine et ses milliards de réserves de change et les européens dont l'épargne est excédentaire. L'ingénierie financière retrouvera un terrain fertile,...pour de nouvelles "subprises" ? L'incertitude qui entoure les mesures internationales économiques, militaires et environnementales est de loin la plus forte. Les électeurs de Donald Trump sont prêts à en découdre, mais le réalisme et les accords internationaux vont peser sur les décisions. L'Amérique n'a-t-elle pas amplement bénéficié de la mondialisation, grâce à sa devise, à sa puissance financière et à ses grandes firmes, notamment dans les secteurs clés de la technologie ?

Le reste du monde ne suivra pas l'évolution de ces deux pays sans réagir, l'Europe en tête. Les pays leaders auront eux mêmes des échéances électorales qui modifieront sans doute l'équilibre des forces. Au minimum, une cure d'amaigrissement des structures de l'Europe et une redéfinition du marché unique. D'autres sorties de l'Europe, et d'autres orages sur les monnaies, l'euro en particulier sont à craindre. Pourtant, les déficits publics sont moindres qu'aux USA et au Japon, et l'épargne reste abondante, trop peut être ou insuffisamment allouée au capital productif. La Chine était déjà dans une phase de stimulation de sa demande intérieure, elle poursuivra ses mesures d'ajustement qui amènent aujourd'hui une croissance de la consommation à deux chiffres et un renforcement du poids économique de sa classe moyenne. Ailleurs, que se passera-t-il ? Un Dollar fort continuera à soutenir les exportations, des taux élevés feront souffrir ceux des pays où des entreprises qui se sont endettés en devises, mais ils sont bien moins nombreux que pendant la crise asiatique de la fin du siècle dernier. L'arme de la monnaie continuera à servir. Mais rares seront les pays émergents qui seront tentés de se replier sur eux mêmes tant la mondialisation leur a apporté, certes avec beaucoup d'inégalités.

La précédente vague de mondialisation, à la fin du dix neuvième siècle s'est terminée dans le bain de sang de la première guerre mondiale. Faut-il craindre pour la paix ? Le retrait du gendarme américain et l'efficacité relative des instances internationales vont ouvrir un terrain fertile pour les provocations de toutes natures. Quelles seront les réponses des grands, comment la Chine se

positionnera-t-elle ? Immigration, frontières, réseaux de mécontents prêts à tout pour survivre dans un monde plus ingrat. Ce monde plus froid, pourrait bien à terme devenir plus chaud...

Conséquences pour les agents économiques

Revenons à l'économie, pour l'envisager du côté des acteurs, en commençant par les entreprises. L'internationalisation des entreprises s'est accélérée pendant ces trente dernières années, beaucoup sont devenues mondiales, y compris parmi les entreprises de taille moyenne, fortes d'un savoir faire sur des segments exploitables à l'échelle planétaire. Leurs actionnariats se sont également considérablement élargis mondialement, même si les préférences nationales sont demeurées vivaces chez les individus et, dans une certaine mesure dans les institutions financières. Les dettes sont réparties entre des mains encore plus nombreuses par le truchement des produits dérivés de change, de taux et de crédit. Il est difficile d'imaginer que cette tendance soit brutalement renversée. Mais des contraintes plus fortes sur les détentions en fonds propres et sur le contrôle devraient se manifester. Comment réagiront les syndicats anglais quand ils seront présents au conseils d'administration des entreprises ?

Mais c'est surtout l'appareil productif, la répartition du travail entre les pays, qui devraient être modifiés par la repli local, ou plutôt, régional. Le jeu d'une fiscalité plus dure (moins permissive), de barrières douanières, de salariés-électeurs soutenus plus efficacement par les pouvoirs politiques, va forcer les entreprises à revoir leurs stratégies et leurs dispositifs d'approvisionnement, de distribution ainsi que leurs partenaires. Le retour vers la mère patrie devrait être accompagné de profondes modifications, là aussi cela ne sera pas le retour en arrière. Car les robots dans la production de biens, la décentralisation possible dans de petites unités, l'Internet pour leur contrôle, l'Internet pour le lien avec les autres phases d'assemblage et toutes les technologies pour mieux anticiper l'aval, l'entreprise cliente ou le consommateur vont amener un ressaut d'investissement qui ne sera pas toujours synonyme d'emplois, et certains seront très différents. Comment conjuguer la volonté des électeurs et le maintien des bénéficiaires pour les consommateurs ?

C'est aussi du côté des individus que pourraient se manifester de profonds changements. Un aspect vraiment nouveau de la mondialisation réside dans la généralisation de parcours professionnels à l'étranger, favorisés par une éducation devenue internationale. Cette vague ne s'arrêtera pas du jour au lendemain, quand bien même les politiques d'immigration se durciront et s'affineront. Le consommateur n'est pas "un" comme l'observation de son comportement ne manque pas de le prouver. Le succès des labels de production locale, le made in France par exemple, la mise en avant de marques régionales rend une marge de hausse de prix acceptable. Le consommateur accepte en conscience de payer plus cher les produits du commerce équitable, les produits bio, une qualité perçue comme élément choisi par l'individu qui par ailleurs, quand il ne perçoit pas d'enjeu pour lui, continuera à rechercher le service ou le produit le moins cher !

Conséquences pour les investisseurs

Comment se dessinent, dans un horizon si mouvant, les perspectives en matière d'investissement ? L'exercice déjà ardu en situation stable, est rendu particulièrement difficile par cette montée du risque politique. Mais c'est une donnée nouvelle à prendre en compte pour le futur. Dans une étude récente du MacKinsey Global Institute l'évolution des rentabilités réelles de long terme des actifs financiers étaient données en baisse sensible (de 3% pour les obligations et de l'ordre de 2% pour les actions) par rapport aux performances des trente dernières années : environ 4% pour les actions et à peine 1% pour les obligations. Dans ce contexte déjà morose, un arrêt de la mondialisation aura des effets qui dépendront de l'ampleur du repli protectionniste, de

son accompagnement monétaire, quand des marges de manœuvre de politique monétaire existent, et enfin, de l'évolution des devises. Changements en vue !

Si la croissance, pays par pays, pourrait y gagner à court terme, l'inflation sera sans doute plus élevée. L'investissement en actifs réels devrait s'en trouver favorisé. Avec une volatilité plus grande des changes, la diversification internationale pourrait être moins recherchée et les pressions nationales pourraient aussi dissuader l'internationalisation des portefeuilles des institutions financières. La désynchronisation potentielle entre les économies, que l'on observe déjà actuellement, pourrait se traduire par des niveaux de taux plus disparates. Mais on peut douter de la stabilité de long terme de tels régimes.

Au sein des classes d'actifs, on peut penser que certains secteurs trouveront des vents plus favorables dans la phase de repli national. La construction et les infrastructures sont au premier rang, suivi de la sécurité et de l'armement. Indirectement, les secteurs de la technologie pourraient s'adapter et apporter de nouvelles réponses à ce contexte différent, propice au changement. Moins favorisés, les secteurs de la consommation et l'industrie. Plus d'incertitude ne sera pas favorable à l'investissement privé, bien durables et services aux entreprises pourraient aussi en pâtir. Les entreprises de plus petites tailles pourraient trouver plus de soutien, à court terme, et leur qualité de crédit s'en trouver améliorée.

Enfin, les corrélations et les risques pourraient se trouver sensiblement modifiés. Des articles récents du professeur Luis Viceira, montrent que les corrélations des bourses ont beaucoup augmenté en moyenne sur les trente dernières années, de 0,35 à 0,55 et, en période de crises, elles sont encore plus élevées. L'auteur montre que c'est l'intégration des marchés financiers qui détermine cette évolution, et affecte surtout les corrélations des rentabilités sur quelques mois. La corrélation des fondamentaux, elle n'aurait pas sensiblement bougé. La dé-mondialisation pourrait accentuer la décorrélation des fondamentaux et les marchés de capitaux pourraient être moins intégrés. Le potentiel de la diversification s'en trouverait renforcé. La variabilité des devises restera un frein, à moins de couvrir le risque de change. Les différences de taux pourraient offrir des nouvelles opportunités, alors que les marchés de capitaux se sont fortement intégrés ces trente dernières années.

Au total, moindre rentabilité, sauf pour les actifs réels dans un premier temps, sans pouvoir vraiment altérer la baisse tendancielle de la croissance et donc de la profitabilité dans les pays développés. Croissance domestique, liée aux classes moyennes dans les pays émergents qui sauront s'affranchir d'une moindre demande des pays développés. Plus d'inflation et de dispersion dans les marchés de dettes, montée du risque de change. Toutefois ces altérations resteront limitées par rapport à l'environnement d'investissement des trente dernières années, au moins si le monde reste en paix.