Comment investir efficacement dans l'économie réelle

Autor(en): **[s.n.]**

Objekttyp: **Article**

Zeitschrift: **Revue économique et sociale : bulletin de la Société d'Etudes Economiques et Sociales**

Band (Jahr): **73 (2015)**

Heft 4

PDF erstellt am: **26.05.2024**

Persistenter Link: https://doi.org/10.5169/seals-823180

Nutzungsbedingungen

Die ETH-Bibliothek ist Anbieterin der digitalisierten Zeitschriften. Sie besitzt keine Urheberrechte an den Inhalten der Zeitschriften. Die Rechte liegen in der Regel bei den Herausgebern.
Die auf der Plattform e-periodica veröffentlichten Dokumente stehen für nicht-kommerzielle Zwecke in Lehre und Forschung sowie für die private Nutzung frei zur Verfügung. Einzelne Dateien oder Ausdrucke aus diesem Angebot können zusammen mit diesen Nutzungsbedingungen und den korrekten Herkunftsbezeichnungen weitergegeben werden.
Das Veröffentlichen von Bildern in Print- und Online-Publikationen ist nur mit vorheriger Genehmigung der Rechteinhaber erlaubt. Die systematische Speicherung von Teilen des elektronischen Angebots auf anderen Servern bedarf ebenfalls des schriftlichen Einverständnisses der Rechteinhaber.

Haftungsausschluss

Alle Angaben erfolgen ohne Gewähr für Vollständigkeit oder Richtigkeit. Es wird keine Haftung übernommen für Schäden durch die Verwendung von Informationen aus diesem Online-Angebot oder durch das Fehlen von Informationen. Dies gilt auch für Inhalte Dritter, die über dieses Angebot zugänglich sind.

Ein Dienst der *ETH-Bibliothek*
ETH Zürich, Rämistrasse 101, 8092 Zürich, Schweiz, www.library.ethz.ch

http://www.e-periodica.ch

COMMENT INVESTIR EFFICACEMENT DANS L'ÉCONOMIE RÉELLE

Cet article expose les points de vue d'un économiste et d'un gérant de fonds sur la thématique de l'investissement. Jean-Pierre Petit, président des Cahiers verts de l'économie, brosse un portrait de ce qu'est l'économie réelle et des méfaits de la financiarisation. Se basant sur la faillite de Lehman Brothers, le 15 septembre 2008, il évoque notamment la problématique du *shadow banking* et les risques de bulles financières. Nicolas Walewski, associé gérant d'Alken Asset Management SA, livre ses cinq principes d'investissement. Sur quoi baser ses décisions d'investissement? Comment réfléchir *out of the box*? Pourquoi limiter le nombre de sociétés dans son portefeuille? Quelle place laisser au bon sens? Quelle importance accorder à la recherche?

LES ÉLÉMENTS CONSTITUTIFS DE L'ÉCONOMIE DE BULLE

Depuis 30 ans, le monde vit dans une économie de bulle. Ces bulles de dettes et d'actifs ne sont pas des anomalies, mais des phénomènes tout à fait naturels, des éléments régulateurs du système. Elles résultent de choix effectués depuis le milieu des années 1980 en réponse (mauvaise) au défi du vieillissement des pays riches. Ces bulles d'actifs sont alimentées par des bulles de dette. En effet, la progression de la dette est nécessaire pour accumuler les actifs. Les ratios de dettes privées et publiques ont augmenté sur une base plus ou moins régulière depuis 35 ans dans tous les pays du monde. Dans ce contexte, on constate également une évolution plus forte de la valeur des patrimoines que celle des revenus et une complaisance des politiques économiques à l'égard de l'inflation des actifs. Il y a une grande sensibilité de l'économie aux variables patrimoniales (effets de richesse, coût du capital, situation des banques, confiance) et une financiarisation de l'économie. C'est la raison pour laquelle les banques centrales n'ont pas d'autre choix, en cas de ralentissement ou de menace de récession, que de *reflater* (relancer) ces bulles de dettes et d'actifs. La finance de marché a donc un poids croissant dans l'économie.

Dans ce monde, le patrimoine va plus loin que les revenus.

Sources: Thomson Reuters Datastream, Les Cahiers Verts de l'économie.

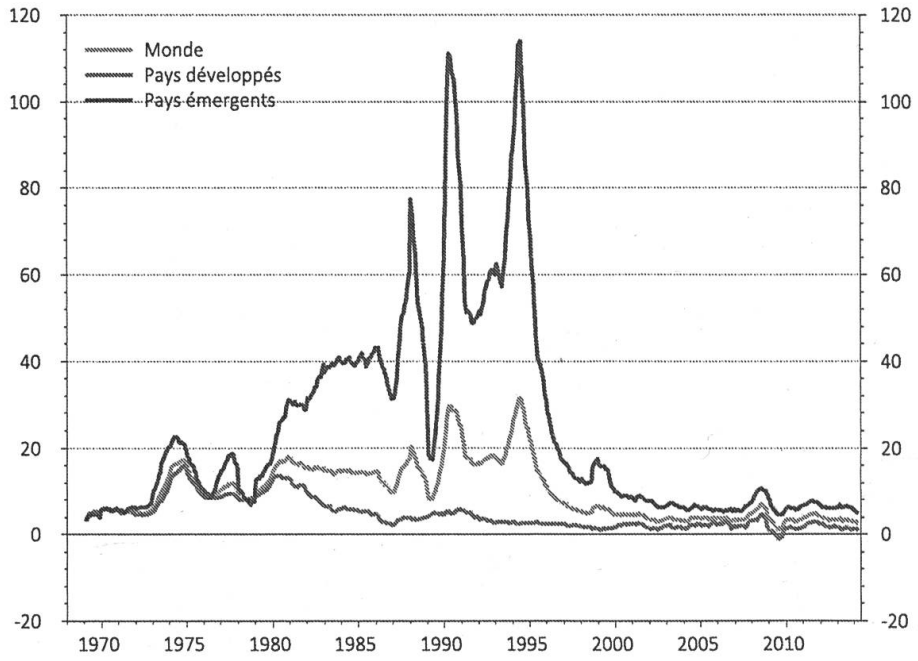
LA FINANCIARISATION DE L'ÉCONOMIE

Selon Jean-Pierre Petit, l'économie détermine autant les marchés de capitaux que les marchés de capitaux déterminent l'économie. Le modèle de financiarisation mondiale des économies s'est imposé depuis 30 ans, nourri par les innovations technologiques, la mondialisation, la baisse de l'inflation, le vieillissement et la déréglementation. Ces éléments s'auto-entretiennent et débouchent sur l'institutionnalisation de l'épargne et sur le développement du marché des capitaux et de la finance de marché. La seule inflation tolérée depuis 35 ans est celle des actifs. D'ailleurs, bulle de dettes et bulle d'actifs sont étroitement liées. Chaque fois qu'il y a éclatement ou dégonflement des bulles, des politiques économiques et monétaires accommodantes sont mises en place pour *reflater* les marchés d'actifs même si c'est pour une croissance toujours plus décevante. La France se satisfait ainsi d'un rythme de croissance de 1,1%, tout en ayant bénéficié d'un contrechoc pétrolier, d'une baisse de l'euro, d'une baisse des taux inédite et d'un report des délais d'ajustement budgétaire.

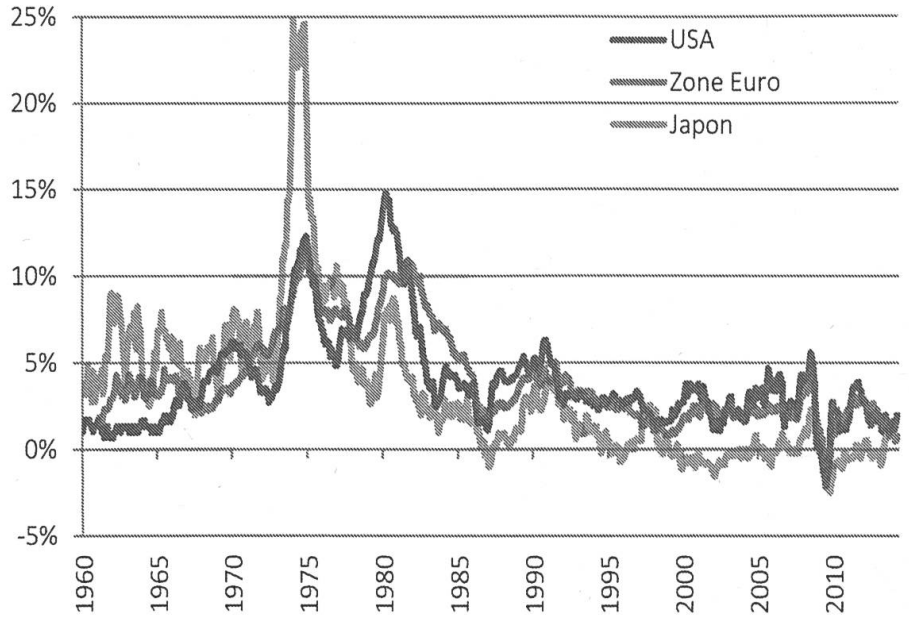
LE SPECTRE D'ARMAGEDDON

L'inflation traditionnelle mondiale est sur ses points bas d'après-guerre. Elle n'a jamais été aussi basse dans les pays émergents: elle se situe entre 3 et 3,5% en 2015, alors qu'elle atteignait 110% 20 ans plus tôt. Le phénomène est similaire dans les pays riches: si l'inflation était encore à deux chiffres dans les années 1980, elle s'élève désormais à moins de 1%. Par conséquent, les taux d'intérêt baissent depuis 35 ans. A l'été 1981, la France se finançait à 17% à 10 ans. A l'époque, son ratio dette publique était à 20% du PIB. Aujourd'hui, ce ratio est à 100% et la France se finance à 1%. Cela s'explique par la logique de l'économie de bulle générale. Un autre élément constitutif est la fréquence des crises financières. Des politiques monétaires et économiques expansives sont mises en place après chaque crise ou éclatement et dégonflement de bulle. Peu importe le caractère parfois immoral et souvent inégalitaire de cette reflation, il faut éviter le «scénario japonais» ou «Armageddon», la crise de 1929, l'élément structurellement repoussoir. Le 15 septembre 2008, date de la faillite de Lehman Brothers, aurait pu être un événement de cette nature.

INFLATION AU NIVEAU MONDIAL
GLISSEMENT ANNUEL



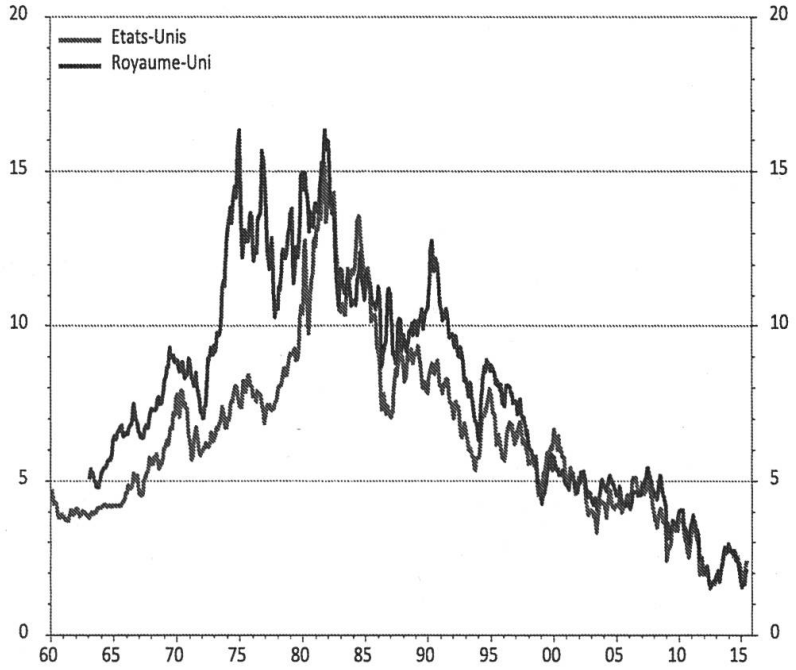
G3: INFLATION
GLISSEMENT ANNUEL



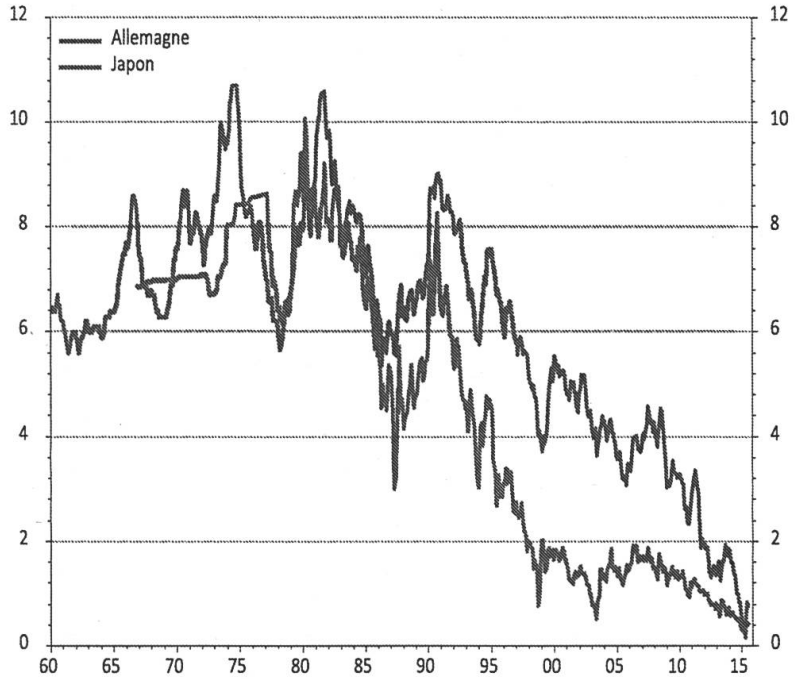
L'inflation mondiale chute depuis 35 ans.

Sources: Thomson Reuters Datastream, Les Cahiers Verts de l'économie.

Taux longs des États-Unis et du Royaume-Uni
taux souvrain à 10 ans



Taux longs de l'Allemagne et du Japon
taux souvrain à 10 ans



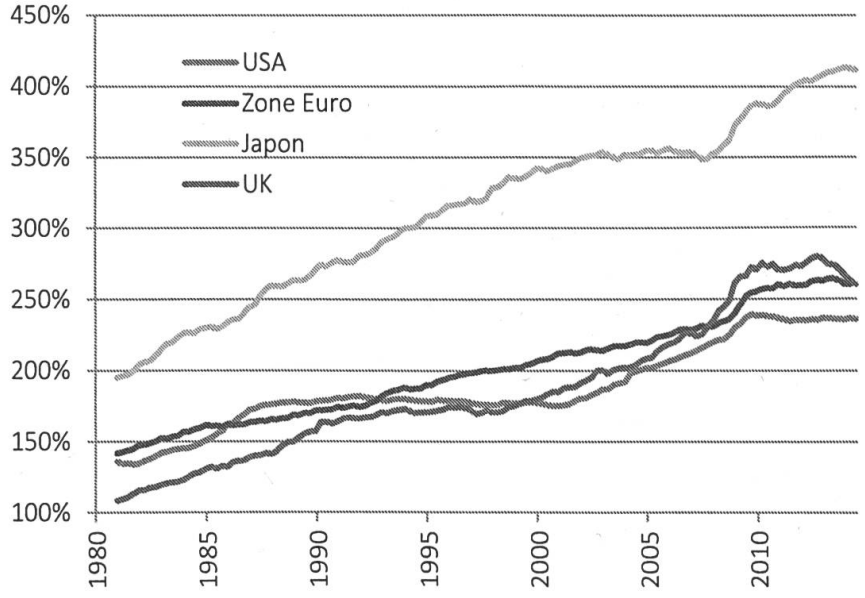
Les taux d'intérêt longs baissent aussi depuis 35 ans.

Sources: Thomson Reuters Datastream, Les Cahiers Verts de l'économie.

LA DETTE PROGRESSE

Lorsque les taux d'intérêt baissent, la dette monte, à quelques exceptions près, comme aux Etats-Unis et en Angleterre, où elle se stabilise. C'est dans le monde émergent que la dette progresse le plus depuis 2007, notamment celle des entreprises. Au moment de la grande crise de 2007-2008, les Etats se sont aperçus qu'il fallait sauver la croissance par de la dette. Le problème est que la croissance potentielle et les gains de productivité n'ont pas suivi et les ratios de dette ont explosé dans les pays émergents. C'est la contrepartie de la baisse de l'inflation. Non seulement la croissance réelle baisse, mais de façon encore plus nette, la croissance nominale diminue décennie après décennie partout dans le monde.

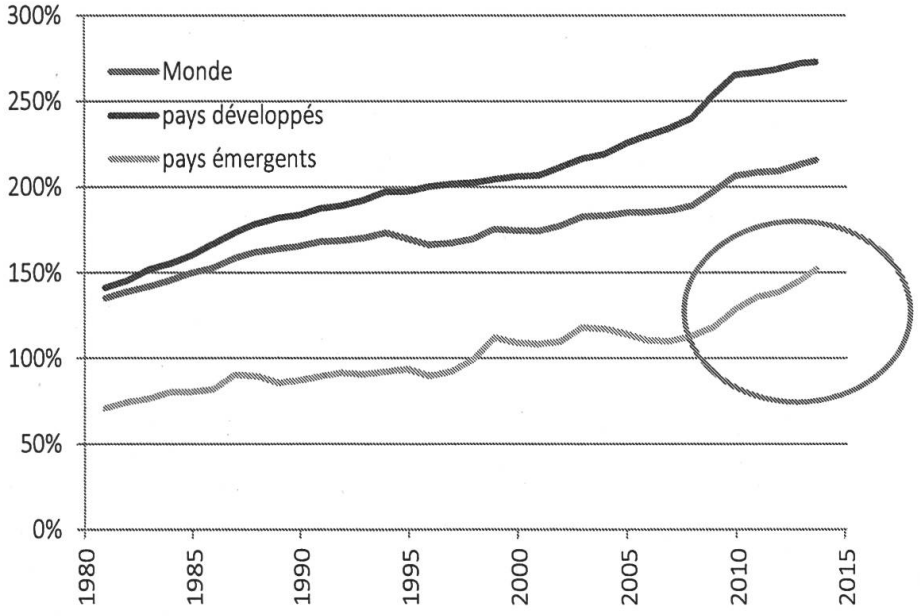
G4: DETTE TOTALE (PUBLIQUE ET PRIVÉE HORS SECTEUR FINANCIER) EN % DU PIB



Et la dette progresse.

Source: BRI, Thomson Reuters Datastream, Les Cahiers Verts de l'économie.

MONDE: DETTE TOTALE (PUBLIQUE ET PRIVÉE HORS SECTEUR FINANCIER) EN % DU PIB



Et la dette progresse.

Source: BRI, Thomson Reuters Datastream, Les Cahiers Verts de l'économie.

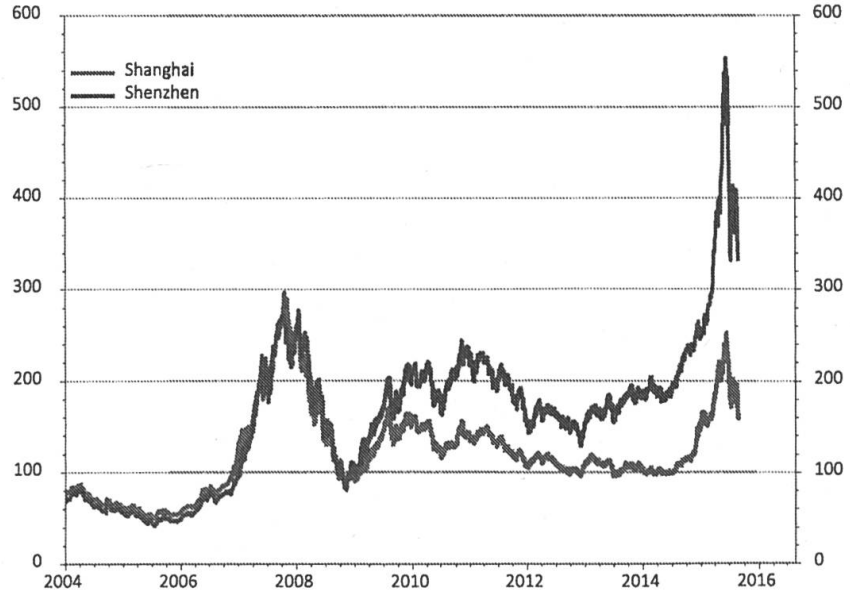
L'ÉCONOMIE DE BULLE S'EST PROPAGÉE AU MONDE ÉMERGENT

La dette publique et privée est le mode régulatoire après chaque crise financière depuis 35 ans. Le seul problème est de savoir si des pays systémiques sont concernés. C'est notamment le cas de la Chine, qui a vu son ratio de dette augmenter de 85 points. Ce pays a multiplié les sources de déséquilibres financiers internes, particulièrement au cours des 7 dernières années. Ceux-ci ont provoqué une chute de 30% du marché des actions, un excès d'offre dans l'immobilier, une dette totale à 225% du PIB (140% en 2008), une augmentation des crédits non performants dans les banques commerciales, sans parler du bilan des trusts et de toutes les structures du shadow banking[1] chinois. Ce n'est pas la clairvoyance du Pékin qui a baissé, mais sa marge de manœuvre. Il a relancé le crédit, baissé les taux d'intérêt et les réserves obligatoires, aidé les collectivités territoriales et les provinces, mais le mur de la dette a rendu toutes ces mesures de moins en moins efficaces. En effet, la Chine est aujourd'hui un pays quasi aussi endetté qu'un certain nombre de pays riches. Son niveau est proche de celui des Etats-Unis et nettement supérieur à celui du Brésil, de la Turquie ou du Mexique. Or, elle est devenue un acteur majeur. Au moment de la crise asiatique de 1997-1998, son poids était de 3% du PIB mondial. Il est de 15% aujourd'hui et de plus de 30% du PIB des marchés émergents. Une crise chinoise est quasiment une crise émergente car la plupart de ces pays, qui représentent 40% du PIB mondial, dépendent de la Chine.

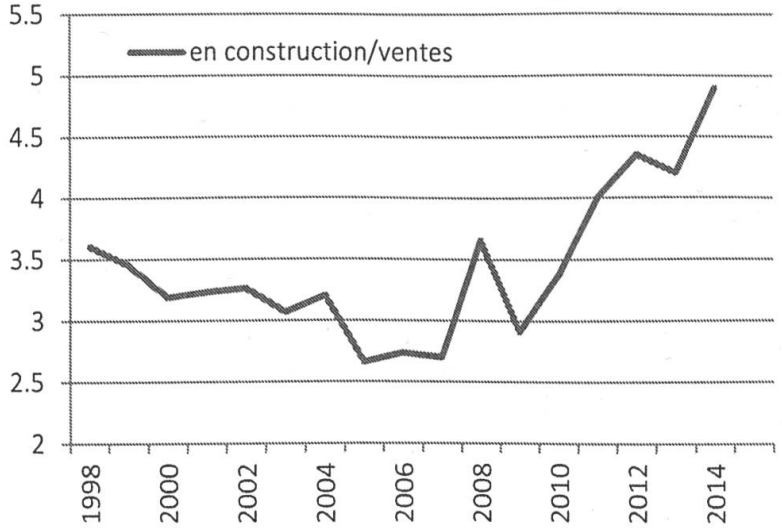
---

1 Ensemble des activités/acteurs contribuant au financement non bancaire de l'économie.

CHINE: INDICE ACTIONS
EN YUANS, BASE 100 = 2000-2008

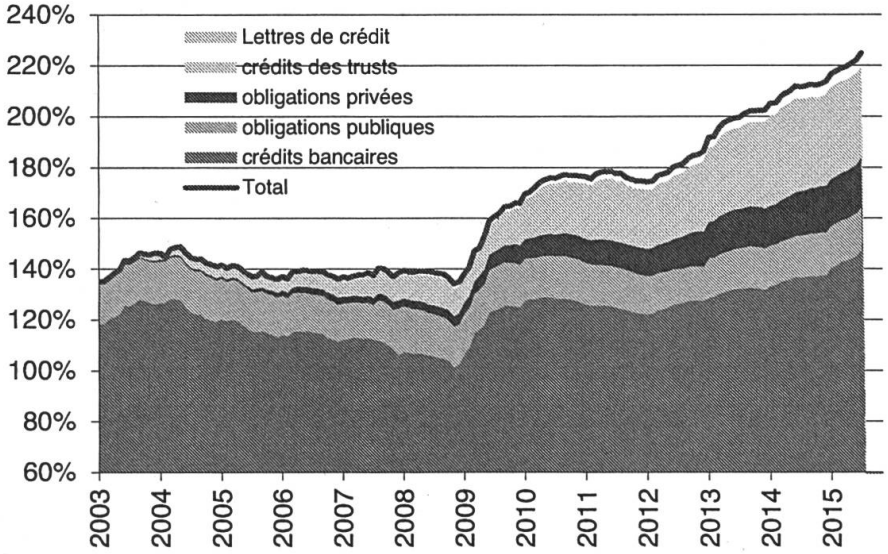


CHINE: INDICATEUR D'EXCÈS D'OFFRE DANS L'IMMOBILIER.
NOMBRE DE M² EN CONSTRUCTION / M² VENDUS

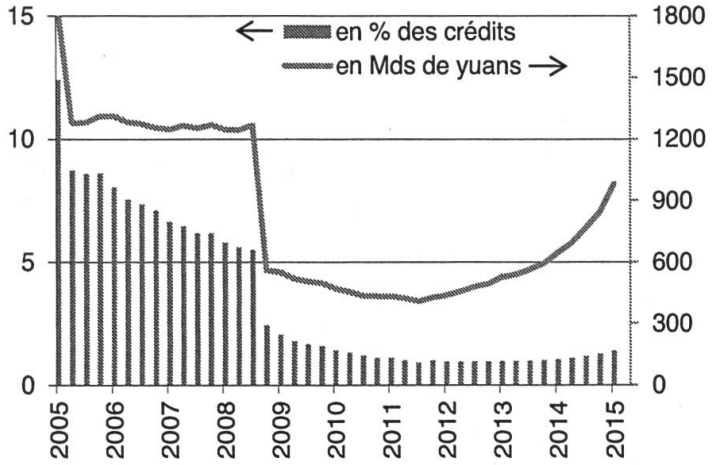


La Chine a multiplié les sources de déséquilibre financier internes.
Sources: Thomson Reuters Datastream, Les Cahiers Verts de l'économie.

CHINE: DETTE TOTALE (HORS INSTITUTIONS FINANCIÈRES) EN % DU PIB



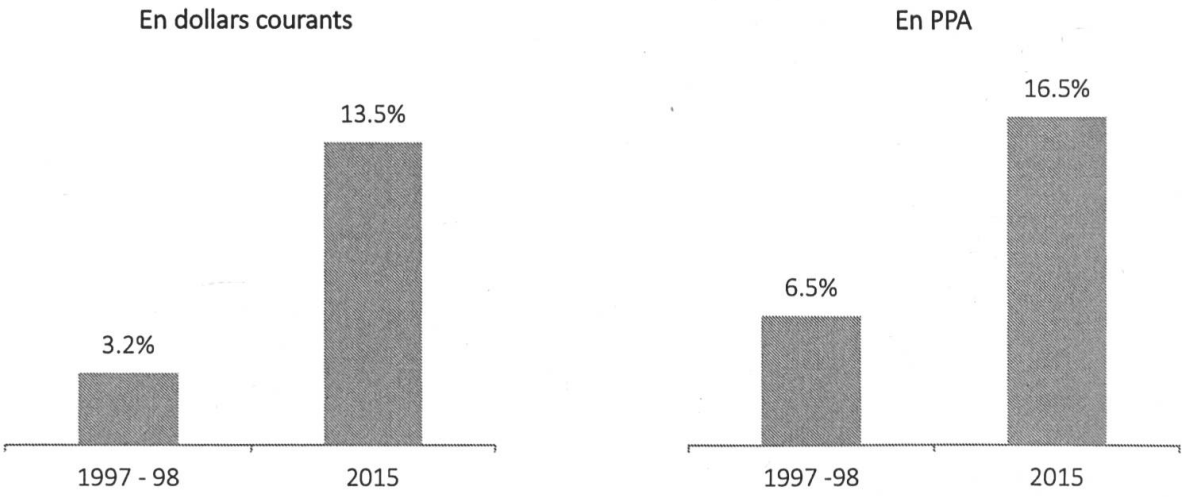
CHINE: CRÉDITS NON PERFORMANTS DANS LES BANQUES COMMERCIALES



La Chine a multiplié les sources de déséquilibre financier internes.

Sources: Thomson Reuters Datastream, Les Cahiers Verts de l'économie.

POIDS DE LA CHINE DANS LE PIB MONDIAL, EN 1997-98 ET AUJOURD'HUI



La Chine est devenue un pays majeur.
Source: Les Cahiers Verts de l'économie.

LES MÉCANISMES DU CHOC CHINOIS

Si l'on observe les mécanismes de transmission du choc chinois, on constate qu'il est très défavorable pour les pays émergents est-asiatiques, les pays exportateurs de matières premières et les pays liés au dollar. Dans les pays riches, il est négatif pour la confiance des entreprises (semi-conducteurs, constructeurs automobiles, secteur du luxe) et il impacte les exportations de la zone euro vers les pays émergents (9% du PIB). Cependant, deux facteurs sont positifs: premièrement, hormis l'Australie, la Norvège et le Canada, le monde riche est bénéficiaire de la baisse des prix des matières premières. Le deuxième élément favorable est que les emprunts d'Etat seront moins élevés grâce à la pression déflationniste, aux anticipations de croissance nominale et aux politiques monétaires accommodantes.

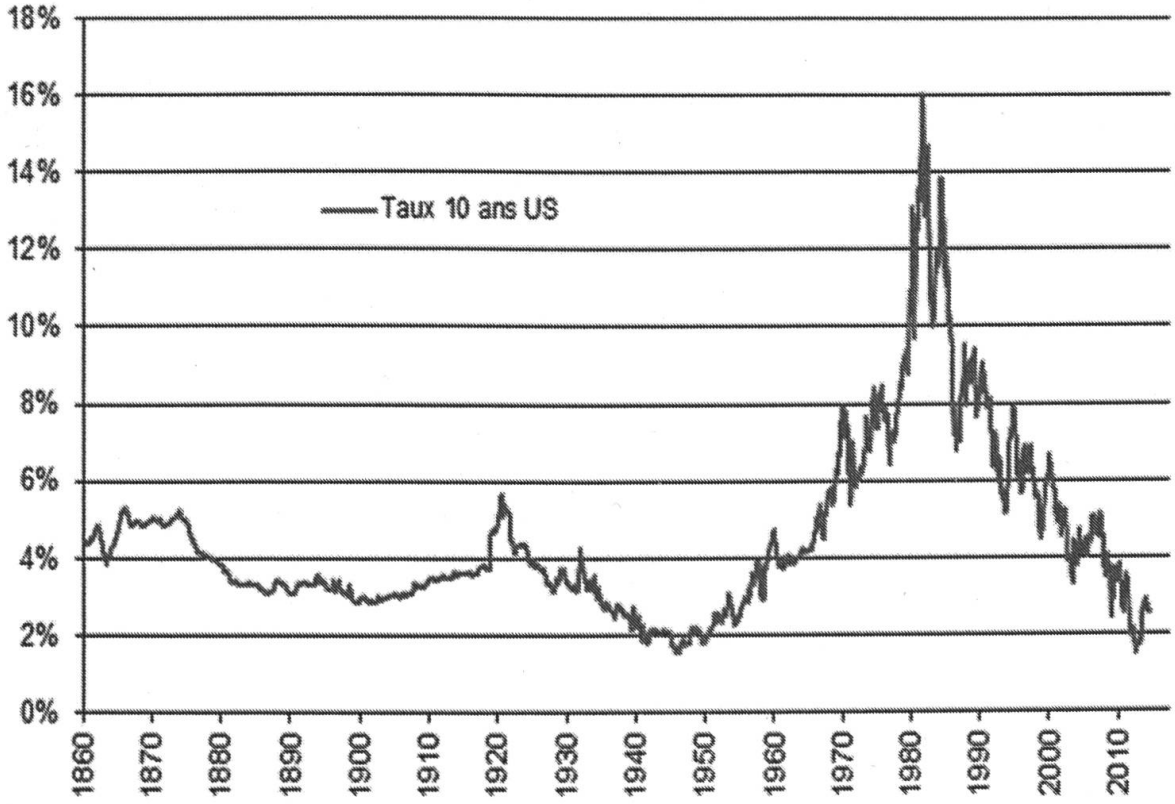
LE SUJET DE 2015 ET AU-DELÀ: UN *HARD LANDING* CHINOIS

L'économie chinoise est donc devenue beaucoup plus diversifiée et plus internationalisée, ce qui génère des contraintes pour l'autonomie de la politique monétaire et la situation du système bancaire. En 2009, le monde s'est réjoui de voir cette économie reposer davantage sa croissance sur la consommation des ménages. Cependant, le développement des salaires et de la protection sociale ne peut être durable que s'il est gagé par des gains de productivité et de compétitivité additionnels. Or, on observe que la Chine est l'une des économies où les coûts salariaux unitaires en dollars augmentent le plus. Il y a donc des problèmes de compétitivité. Indépendamment de l'appréciation de la capacité des responsables. Un autre élément ébranle la confiance, celui de la suspicion sur la qualité des statistiques. Il y a également un problème de communication des autorités chinoises vis-à-vis du marché. Ce n'est pas récent, mais cette question est amplifiée par la menace d'un *hard landing* (une correction brutale

car mal planifiée) de l'économie, situation au caractère exceptionnelle puisqu'elle ne s'est pas produite depuis 1989. On sent bien que le risque est que la Chine déçoive les investisseurs plus nettement au cours des prochains trimestres, ce qui est inédit et très complexe à appréhender pour eux.

LES BANQUES CENTRALES SONT «PRISONNIÈRES» DE LEURS DÉCISIONS PASSÉES

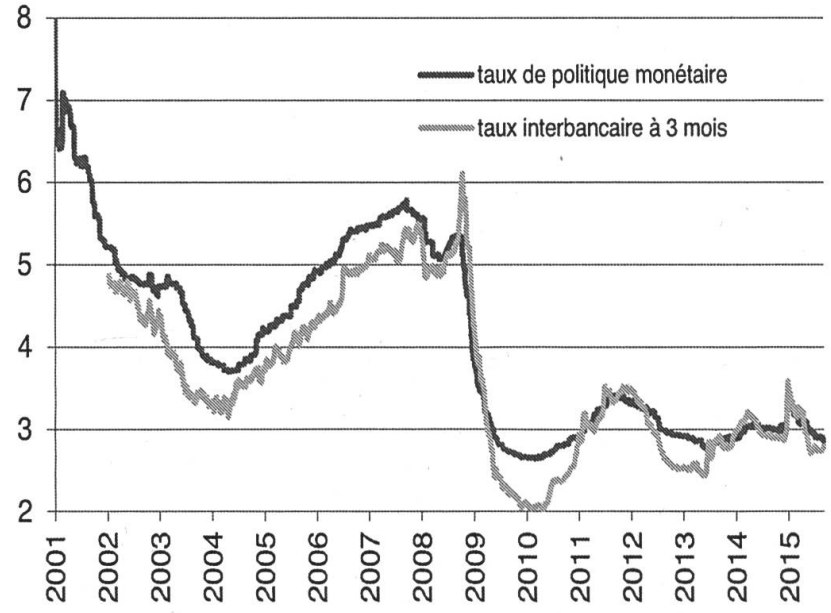
Pourquoi la présidente de la Réserve fédérale repousse-t-elle sa décision de monter les taux? C'est en raison de la situation de la Chine. Si la thèse du *hard landing* se concrétise, il n'y aura pas de hausse de taux du tout. Les banques centrales sont prisonnières de leurs décisions passées. Cela remonte au krach du 19 octobre 1987. Le président de la Fed de l'époque, Alan Greenspan, né en 1926, a connu la grande dépression. Il a tiré un enseignement de toutes les erreurs commises par ses lointains prédécesseurs lors de la crise de 1929. Par conséquent, il a fait exactement le contraire et a injecté des liquidités dans l'économie, demandant aux autres banques centrales de faire de même. La première victime a été le Japon, qui a généré l'une des plus grandes bulles immobilières d'après-guerre, accompagnée d'une bulle d'actions. Cette double bulle nipponne rappelle la Chine d'aujourd'hui. La grande crise de 2007-2008 n'a pas été gérée différemment par les politiques monétaires, si ce n'est via le QE (*quantative easing*). Les banques centrales sont prisonnières de la gestion du lundi noir d'octobre 1987. Dès lors, les taux d'intérêt resteront bas pendant très longtemps.



Les banques centrales sont prisonnières de leurs décisions passées.

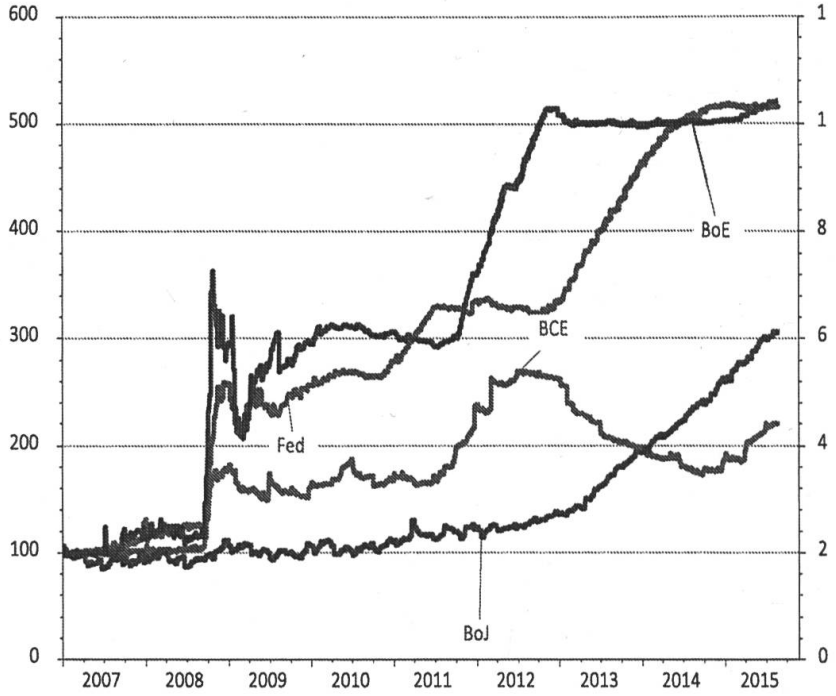
Source: Thomson Reuters Datastream, Les Cahiers Verts de l'économie.

MONDE: TAUX DE POLITIQUE MONÉTAIRE ET TAUX COURTS SUR LE MARCHÉ (PONDÉRÉ PAR LE POIDS DANS LE PIB MONDIAL EN PPA)



BILAN DE FED, BCE, BOE ET BOJ

BASE 100 = 01.01.2007



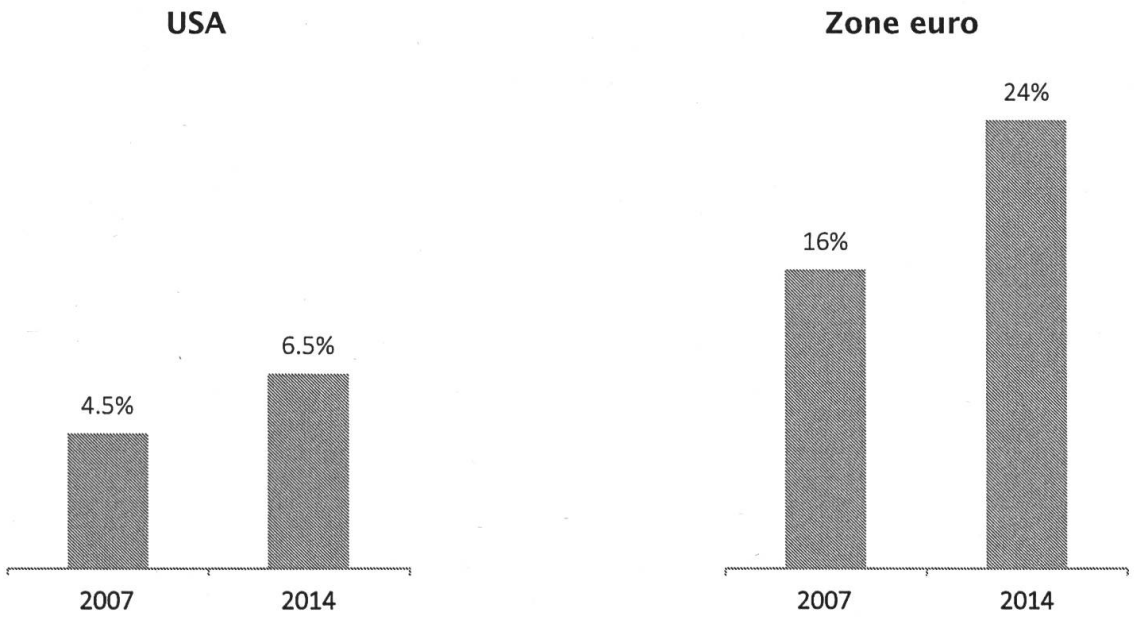
La grande crise de 2007-2009 n'a pas été gérée différemment par les politiques monétaires, si ce n'est via le QE.

Sources: Thomson Reuters Datastream, Les Cahiers Verts de l'économie.

LE MONDE POST-LEHMAN A TENTÉ UN RERÉGULATION DE LA FINANCE

Conséquence de la faillite de Lehman, de nombreuses actions ont été entreprises depuis 7 ans par les banques notamment, qui restent les plus grandes apporteuses de liquidités. Tout a été durci excessivement, notamment en termes de timing: solvabilité (renforcement des fonds propres), baisse du levier, liquidité, risques, *bail in* versus *bail out*[2]. Toute une série de compartiments de marché ont également été re-réglementés: titrisation, agences de notation ou forex. Cette re-régulation n'a pas toujours été optimale. Elle est souvent incohérente et arbitrée. Elle a conduit à générer des contraintes de liquidités nouvelles sur certains compartiments de marché. Il faut souligner qu'il n'y a pas de régulation publique parfaite. En effet, l'ingénieur financier a toujours une longueur d'avance sur le régulateur public. Son rôle est précisément d'exploiter les trous et les imperfections de la régulation. Signalons par ailleurs que les Etats, qui régulent les autres, ne se régulent pas eux-mêmes alors qu'ils portent une grande responsabilité et que la prochaine crise pourrait être celle des finances publiques.

FONDS PROPRES DES BANQUES
(EN % DU PIB)

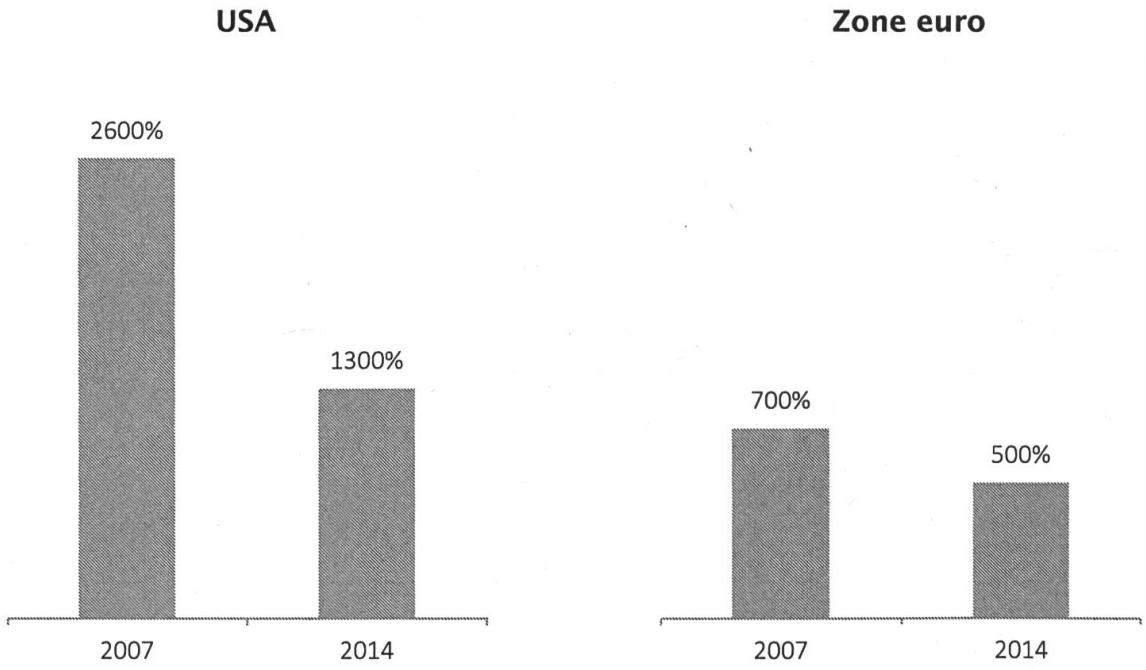


Les fonds propres des banques ont été renforcés.

Source: Thomson Reuters Datastream, BCE, Fed, Les Cahiers Verts de l'économie.

2 renflouement interne contre renflouement externe

DETTES DES BANQUES / FONDS PROPRES DES BANQUES
(EN %)



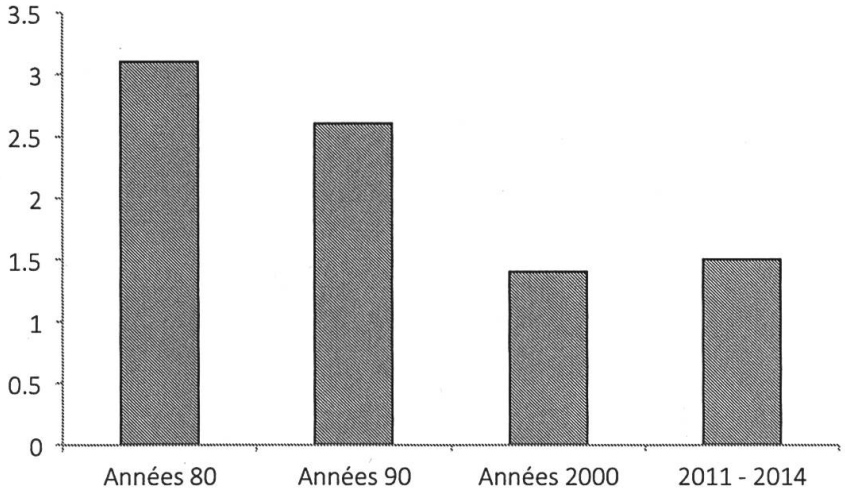
Le levier des banques a baissé.

Source: Thomson Reuters Datastream, BCE, Fed, Les Cahiers Verts de l'économie.

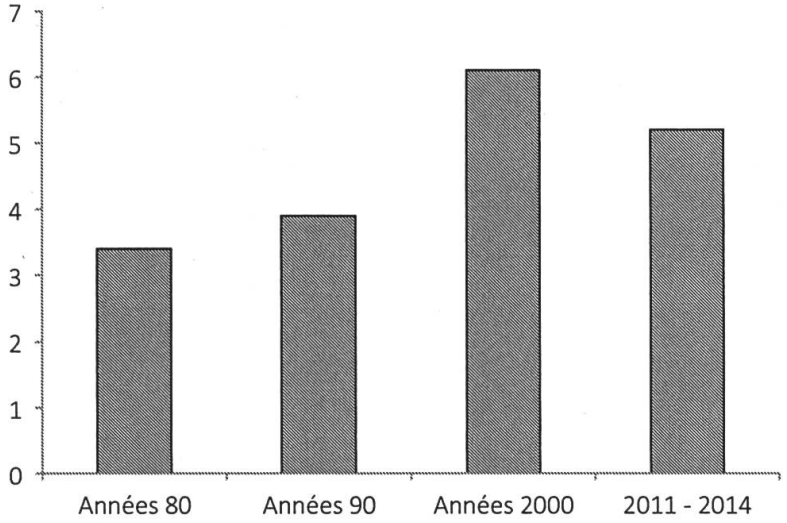
CONCLUSION: LES REGRETS DE 2009 – 2015

Les regrets sont nombreux: on n'a pas mis en place de finance contra-cyclique; il n'y pas eu de retour à une vision à long terme; les banques centrales n'ont pas réellement pris en compte le prix des actifs; il n'y a pas eu de coordination mondiale sur les stratégies de change. L'économie de bulle a pallié une vraie réflexion sur les causes du déclin de la croissance réelle. Les coûts macro et micro-économiques de cette économie de bulle sont également nombreux: la qualité de l'information financière a baissé (brouillage des prix); elle a généré une chaîne d'irresponsabilités (faiblesse des contrôleurs d'information) et une mauvaise allocation des ressources. Certains secteurs ont été surinvestis et la vision à court terme s'est généralisée. Enfin, la fréquence des crises financières a progressivement cassé la croissance potentielle.

Croissance du PIB en volume en moyenne annuelle, Monde riche



Croissance du PIB en volume en moyenne annuelle, Monde émergent



La croissance réelle a diminué dans le monde riche depuis 3 décennies et dans le monde émergent depuis 5 ans.

Sources: FMI, Les Cahiers Verts de l'économie.

COMMENT J'INVESTIS DANS LES SOCIÉTÉS AVEC UNE APPROCHE FONDAMENTALE

Nicolas Walewski, fondateur et associé gérant d'Alken Asset Management, livre les cinq principes qui le guident en matière d'investissement. Tout d'abord, lorsque l'on investit dans une entreprise, deux questions essentielles doivent être posées: est-elle rentable? Est-elle dirigée par des personnes de confiance? En effet, nous croyons être rationnels, mais nous le sommes finalement assez rarement. Nous restons toujours des primates avec les mêmes faiblesses, les mêmes émotions qui guident nos pas. Nous sommes dominés par notre ressenti et totalement formatés par notre environnement familial et national. Comme nous nous battons contre une foule irrationnelle, il y aura toujours des opportunités dans le monde boursier.

PREMIER PRINCIPE: BASER LES DÉCISIONS D'INVESTISSEMENT SUR SA PROPRE RECHERCHE

Il convient de ne pas se fier uniquement aux conseils d'investissement de personnes externes, mais de faire son travail soi-même en étant rigoureux. Il est indispensable de rencontrer directement les sociétés, de préférence en *one-to-one*. Il faut non seulement effectuer ses propres enquêtes (analyser le bilan des sociétés, les *cash-flows*, appeler les dirigeants et les clients), mais également vérifier les données et les faits en utilisant ses ressources internes, quand cela est possible. Il est également important d'avoir recours aux brokers externes pour comprendre où le consensus est trompeur et recouper ces informations avec ses propres analyses.

DEUXIÈME PRINCIPE: NE PAS SUIVRE LES GRANDES MASSES

Les investissements les plus payants proviennent souvent de la recherche de faits n'ayant pas été découverts par l'ensemble des acteurs de la communauté financière. Il est bon d'acheter des grandes entreprises, mais on gagne plus d'argent avec les sociétés qui ont un avantage compétitif dans un secteur difficile. Par ailleurs, un business moyen bien géré et très peu cher est un bien meilleur investissement qu'un très bon business beaucoup trop cher. A noter également que les métiers à faible valeur ajoutée peuvent être très intéressants. A cet égard, le marché du tabac est celui qui bénéficie de la meilleure performance depuis 100 ans. L'anticipation est primordiale: où est la prochaine opportunité d'investissement? Lorsqu'il y a une bulle, cela signifie qu'il y a du surinvestissement dans un secteur, donc du sous-investissement ailleurs. Certains domaines d'activité sont oubliés – c'était notamment le cas du marché de la construction en 2000 – et le but est de les redécouvrir. L'objectif doit être d'étudier les sociétés sous un angle différent de celui du reste de la communauté financière, être prêt à challenger la perception du marché afin de se forger ses propres convictions et éviter ainsi de prendre du retard.

TROISIÈME PRINCIPE: SE CONCENTRER SUR UN NOMBRE LIMITÉ DE VALEURS

Cela facilite une meilleure connaissance de chaque société pour développer une valeur ajoutée par rapport au reste du marché. D'un point de vue mathématique, un portefeuille de 20 à 30 valeurs est suffisant pour avoir une meilleure performance que celle du marché. Il ne faut pas se disperser, mais allouer ses ressources d'investissement efficacement afin de cibler les sociétés qui présentent le plus de potentiel (changement de management, consolidation

dans l'industrie, invention d'un nouveau produit). Dédier plus de temps à l'analyse d'une valeur que l'ensemble de la communauté d'investissement conduit à se forger un avantage compétitif. Une approche pragmatique permet de progresser durant les différents cycles. Il est essentiel de pouvoir contrôler ce que l'on a dans son portefeuille.

QUATRIÈME PRINCIPE: APPLIQUER LE SENS COMMUN

Pour chaque société, il convient d'utiliser l'information disponible sur le terrain afin de répondre clairement aux questions pertinentes et simples concernant l'analyse de l'activité. L'objectif est d'obtenir cette information de sources directement impliquées au jour le jour dans la société analysée (employés, concurrents, fournisseurs, experts de l'industrie, ex-employés). Lorsque l'on analyse une entreprise, il faut déterminer la nature du produit ou service, connaître les clients, la structure de l'environnement concurrentiel et l'avantage compétitif de la société. Nous essayons d'éviter les métiers en fragmentation ou menacés, au profit des secteurs qui se concentrent et augmentent leur profitabilité. Il est également important de définir la perception de la société par le marché et en connaître les raisons. On observe ce que les autres analystes disent et on fait la part des choses, afin de se forger sa propre opinion. Il faut toutefois faire attention à ne pas être systématiquement contrariant, car le marché a souvent raison et fait assez correctement son travail. Il faut donc avoir des arguments pour justifier le fait de ne pas être d'accord avec le consensus.

CINQUIÈME PRINCIPE: CONSTRUIRE UNE ÉQUIPE SOLIDE

Tout en sachant s'entourer des meilleurs spécialistes et experts dans leur domaine, il ne faut pas hésiter à recruter des talents à l'extérieur de la communauté financière. En effet, ils peuvent apporter un angle unique et inestimable au processus d'analyse. Avoir de solides bases académiques procure en général un grand avantage. Souvent, les diplômés savent travailler sous pression, sont plus rapides, comprennent mieux et ont un réseau plus étoffé. En outre, il est important que les analystes aient eu une expérience professionnelle précédemment. Ils doivent être capables de sortir des sentiers battus et de penser en dehors des cadres habituels afin de découvrir des éléments d'information valables. Lire le rapport annuel et appeler la société ne constituent qu'une petite partie du travail. Il est nécessaire de faire une recherche plus approfondie et surtout, de bien poser le problème, de se poser les bonnes questions.