

2015 : premier bilan d'une année de retour des incertitudes économiques

Il est un peu présomptueux de tenter un bilan à 15 jours de la fin de l'année, d'autant plus à un jour de la dernière réunion du comité de politique monétaire de la Réserve Fédérale américaine. Cependant, à la reprise de ces chroniques après la trêve après les fêtes de Noël, la préoccupation sera centrée sur l'exercice à venir, tournant la page d'une année 2015 qui se termine bien différemment qu'elle a commencé.

Des économies décorrélées, un cycle mondial qui croît moins rapidement

On ne peut pas forcément parler de rupture : c'est la rétrospective dans trois à cinq ans qui le dira. Mais la décorrélation des différentes zones économiques est la première observation qu'on peut faire. La convergence attendue entre les États-Unis, l'Europe et le Japon est loin de s'être confirmée. Certes, les taux de croissance des trois grandes zones développées ont toutes été revues à la baisse, mais les différences restent très marquées : les États-Unis trouvent une orientation long terme autour de 2,5 %, la zone euro à un niveau voisin de 1,5 %, le Japon présente un profil plus mitigé et les 0,9 % gagnés par le PIB sur les trois premiers trimestres, ne font pas une tendance.

La décorrélation ne se limite pas aux économies fortes, celles qui sont les gagnantes du rééquilibrage des termes du commerce mondial depuis cinq ans. Le tournant de la croissance chinoise a bousculé l'ensemble de la classe émergente. Évidemment, les

taux affichés par le parti communiste chinois ne permettent pas de juger : on est en réalité sans doute plus proche de 4 % d'expansion que des 7,8 % qui seront affichés. Cela se mesure à la chute des prix de l'énergie. Elle trouve bien sa source dans ce qu'il faut appeler une crise de croissance de la Chine. Les pays émergents dans leur ensemble ont répercuté et amplifié cette inflexion : les pays de rente de matières premières, comme l'illustre l'entrée en récession de la Russie ou du Brésil, les pays exportateurs de biens finis qui ont dû encaisser une baisse de leur devise, les effets de la « démondialisation », la hausse de leurs taux d'intérêt et la consommation de leurs réserves de change. Avec cependant des points de croissance comme l'Inde, mais aussi, l'Indonésie, les Philippines ou l'Asie du Sud Est.

Au final, la disparité va se renforçant et elle pèse sur l'activité au plan mondial. La statistique de croissance est évidemment douteuse en raison du poids de la Chine et de la surévaluation de son activité. Cependant, on peut résumer le bilan avec un PIB mondial en croissance tendancielle proche de 3 % en données officielles, et sans doute plus proche de 2,5 % en données réelles.

La chute cumulative du pétrole et des matières premières

Le deuxième événement marquant de l'année écoulée est lié : c'est la chute des cours des matières premières. Elles baissent de près de 50 % en un an et retrouvent leurs niveaux du début 2005, qui ont aussi été les plus bas de la crise de 2008.

L'ensemble de la classe d'actif est touchée, produits de base, minerais et métaux, produits agricoles, mais le ton est donné par le pétrole. Pour tous, les effets sont cumulatifs, la baisse des cours conduisant les pays producteurs à accroître leur production pour compenser. S'est ajoutée en fin d'année une accélération géopolitique : le cartel de l'Opep a explosé sous la direction d'une Arabie Saoudite cherchant à contenir le retour sur les marchés de la production iranienne.

Ainsi les cours du baril (de Brent) se retrouvent sur le seuil d'analyse technique de 36/38 dollars, qui pourrait céder face à l'afflux d'offre pour une demande coiffée par la croissance mondiale en ralentissement et centrée sur les pays les moins consommateurs d'énergie et de matières premières.

La BCE entre dans la guerre des changes au moment où les taux courts vont être relevés aux États-Unis et où le yuan entre dans les DTS

La poursuite de la guerre des changes sous la pression des politiques monétaires des banques centrales n'est pas une nouveauté de l'année 2015. Cependant, elle a connu une nouvelle phase, sanctionnée par une hausse de plus de 11 % en un an du dollar face à l'euro.

Ce qui est nouveau, c'est l'entrée active de la Banque Centrale Européenne dans le jeu et une nouvelle accélération au Japon, face à un arrêt des injections nettes de monnaie de la Réserve Fédérale (mais pas la réduction du bilan). La Fed doit passer cette semaine un stade en relevant de façon limitée ses taux directeurs, nuls depuis 8 ans. Les répercussions sur les obligations (hausse des rendements) ont déjà été réelles, sans avoir une portée de nature à provoquer un choc financier. En revanche, la volatilité s'est répercutée avec levier sur les dettes d'entreprises.

L'ajustement de parités du yuan chinois en août a été très limité, mais a provoqué une tempête financière. C'est justifié sur des anticipations longues : la Chine aura un besoin de dévaluer pour restaurer sa compétitivité internationale. Cependant, l'entrée de sa monnaie dans le panier des devises de réserve du Fonds Monétaire International, validée ce trimestre, impose de fait à la Chine une période de stabilité

de change, au moins jusqu'en septembre prochain, avec la mise en place effective au sein des droits de tirage spéciaux. La direction est donnée, mais l'effet retardé et l'Empire du milieu va puiser pendant les mois qui viennent dans ses réserves de change.

Retour de l'aversion au risque sur les marchés, mais des perspectives de profits qui peuvent permettre de résister

Le risque (même reporté dans ce cas) a remonté dans l'année sur les marchés financiers, avec l'installation d'une volatilité renforcée. L'aversion au risque n'a pas empêché des performances boursières correctes, même si l'année va sans doute se finir en net retrait sur les plus hauts. C'est l'occasion de conclure ce survol en se rattachant à la réalité. Une mesure en est donnée par l'évolution des bénéfices des sociétés. Les estimations n'ont cessé d'être revues à la baisse pour les compagnies américaines de même que sur les européennes (à un rythme nettement moindre) alors qu'au contraire, les analystes financiers n'ont cessé de les relever au Japon. Les perspectives 2016 sont assez synchrones entre les trois zones, entre 10 et 12% de progression. Les ajustements dépendront des changes, mais aussi des scénarios constatés des économies. Cependant, les valorisations relatives (décote au Japon et en Europe) sont des facteurs de stabilité pour les portefeuilles dans un monde économique, précisément marqué par l'instabilité.