

PATRIMONIA 2004

11^{ème} Convention Annuelle des Professionnels du Patrimoine

Comment réussir à valoriser un patrimoine financier dans un contexte macro-économique inédit et un environnement géopolitique imprévisible ?

Intervenants :

Martine AUBERT, Directeur des Etudes économiques au CCF.

Philippe CHALMIN, Professeur associé, Directeur du DESS Affaires internationales à l'Université Paris-Dauphine. Président du Cyclope, rapport annuel sur les Cycles et les Orientations des Produits et des Echanges. Auteur de l'ouvrage « Les marchés mondiaux en 2004 ».

Charles GAVE, Economiste chez Gavekal Research, auteur de l'ouvrage « Des lions menés par des ânes ».

Jean-Pierre PETIT, Professeur associé à l'ESG, élu meilleur économiste de marché lors des Grands Prix de l'analyse financière organisés par l'AGEFI et le Wall Street Journal 2002-2003. Auteur de « La bourse, rupture et renouveau », Prix Turgot du meilleur livre d'économie financière.

La conférence était animée par Michel GIRARDET, Directeur du Programme de PATRIMONIA.

Michel GIRARDET

Lorsque nous avons choisi le thème de cette première conférence, nous ne pouvions imaginer que le pétrole atteindrait le prix de 50 dollars le baril. Pour évoquer cet environnement inédit et complexe, dans lequel il est particulièrement difficile de définir des politiques d'investissement, nous avons réuni autour de cette table quelques-uns des meilleurs spécialistes. Nous avons le plaisir d'accueillir Madame Martine Aubert, Directeur des Etudes au CCF, dont les analyses toujours très convaincantes font de nombreux émules dans la profession. A ses côtés, Monsieur Charles Gave, Chairman chez Gavekal Research, a rencontré un succès médiatique important avec son ouvrage « *Des lions menés par des ânes* ». Monsieur Philippe Chalmin est professeur associé à l'Université Paris-Dauphine et Directeur du DESS Affaires Internationales. Il est également l'auteur d'un ouvrage de référence intitulé « *Les marchés mondiaux* » aux éditions Cyclope. Monsieur Jean-Pierre Petit est Directeur de recherche au sein d'un grand groupe financier, professeur associé à l'ESG, il a reçu en 2003 le prix Turgot du meilleur livre d'économie financière pour son ouvrage « *La bourse, rupture et renouveau* ».

Philippe Chalmin, en quoi notre environnement géopolitique est-il réellement inédit ?

I. Le nouveau contexte géopolitique mondial

Philippe CHALMIN

Afin de répondre à cette question, j'ai choisi de mettre l'accent sur les deux éléments les plus caractéristiques de ce nouveau contexte géopolitique. Le premier élément fondamental définissant notre environnement est le choc sur les marchés du pétrole et, plus généralement, le choc sur les marchés des matières premières et des commodités. Le second élément caractérisant ce nouveau contexte réside dans l'émergence de la Chine, des autres pays d'Asie et, dans une moindre mesure, de certains pays d'Amérique latine.

Alors que les grands indicateurs de l'économie mondiale sont plutôt encourageants, nous pouvons nous étonner du climat d'anxiété qui règne aujourd'hui parmi les analystes et les investisseurs. Selon le FMI, la croissance mondiale en 2004 a été de 4,6 %. Je rappelle que, durant les 30 glorieuses, l'Europe n'a jamais atteint de tels niveaux de croissance. De plus, en 2002, aucun grand pays n'a connu de situation de crise économique ou de récession. Alors, pourquoi s'inquiéter ?

Les principales sources d'inquiétudes à l'heure actuelle sont liées à la guerre en Irak, au terrorisme islamiste et au troisième choc pétrolier. Nous avons également quelques doutes concernant le trou d'air américain évoqué récemment par Monsieur Greenspan. Quant à la stagnation européenne, nous savons qu'elle s'explique par la crise des Etats providence et l'absence de gouvernance mondiale. Tous ces éléments sont connus et analysés depuis plusieurs années. Quels sont les éléments véritablement nouveaux dans notre environnement ?

1. Le choc sur les marchés de ressources naturelles

Le prix du *Brent* à Londres s'élève aujourd'hui à 46 dollars alors qu'il était à 30 dollars au début de l'année 2004. Lorsque nous observons les variations annuelles, nous constatons que le point le plus bas a été atteint à la fin de l'année 2001 avec moins de 10 dollars le baril. Par conséquent, pouvons-nous penser qu'il s'agit d'un 3^{ème} choc pétrolier ? Est-il possible de comparer 2004 à 1974 ou à 1980 ?

En 1973, l'environnement était stable, le pétrole n'était pas une commodité et le marché du pétrole était régulé et administré par l'OPEP. Lors du premier choc pétrolier, le prix du baril est passé de 4 à 12 dollars. En 1979, suite à la révolution iranienne, le prix du baril est passé de 13 à 35 dollars soit environ 90 dollars actuels.

En 2002, le magazine *The Economist* avait titré « *Oil at 5 dollars the barrel* ». A l'époque, alors que le dollar était légèrement en dessous de 10 dollars le baril, nous pouvions imaginer qu'il descendrait au niveau de cinq dollars. Pourtant, à la fin de l'année 2002, le baril était à 25 dollars et aujourd'hui le prix du pétrole gravite entre 46 et 50 dollars le baril.

Alors que nous pensions que le prix d'équilibre du pétrole était situé aux alentours de 15 à 25 dollars, les économistes avancent aujourd'hui qu'il gravite entre 35 et 45 dollars. Cela est le signe que nous sommes passés d'une époque à une autre.

Nul n'est besoin de vous rappeler que l'été dernier a été relativement agité. Je signale simplement l'affaire Youkos, les événements au Venezuela, en Irak, dans le Golfe et au Nigeria.

Par-delà ces aspects événementiels, il importe de considérer la logique des fondamentaux. Force est de constater que les investissements sur toutes les ressources naturelles ont cruellement fait défaut, notamment dans les années 90. En effet, les investisseurs se sont bien plus intéressés à la nouvelle économie qu'aux mines de cuivre et aux plantations de soja. Il n'y a pas eu suffisamment d'investissements dans la production pétrolière, y compris en 2004. Les *cash flow* des six grands pétroliers mondiaux s'élèvent à 138 milliards de dollars alors que leurs investissements ne sont que de 68 milliards de dollars. De plus, ils ont l'intention de racheter leurs actions à hauteur de 25 milliards de dollars.

Nous avons oublié que « pour croître il faut consommer » et que la consommation nécessite l'utilisation de matières premières. Nous payons aujourd'hui la faiblesse des investissements du passé.

Dans le même temps, nous observons un sursaut de la demande. En effet, nous avons pris l'habitude de considérer que le pétrole n'était pas cher et qu'il était, par exemple, tout à fait possible de rouler dans un 4x4 consommant 15 à 20 litres au cent.

Nous devons considérer ce 3^e choc pétrolier comme une alerte majeure. En 1973, nous craignons déjà qu'à la fin du XXe siècle il n'y ait plus de pétrole. Le message est identique aujourd'hui car le marché nous permet d'anticiper sur des situations à plus long terme. Lorsque le baril est à 35 dollars, le marché nous informe qu'à la fin du XXIe siècle il n'y aura plus de pétrole. De plus, vers 2030 ou 2040 le pétrole encore disponible sera situé dans le golfe Arabo-persique, c'est-à-dire dans des régimes dont la stabilité est plutôt précaire. Nous devons nous préparer au passage de l'utilisation des ressources fossiles à l'utilisation de ressources plus renouvelables. Nous devons intégrer dans nos prévisions un pétrole cher et qui sera de plus en plus cher. En effet, le prix du pétrole pourrait encore augmenter, provoquer une bulle spéculative et des phénomènes de pénurie.

En parallèle de la montée des cours du pétrole, le choc enregistré sur les matières premières est comparable à celui de 1974. Si l'on considère un panier de matières premières non énergétiques, nous constatons qu'au début de l'année 2004 les cours, en monnaie courante, étaient aussi élevés qu'en 1995 ou en 1988.

Le coût du fret maritime est un excellent indicateur pour prendre conscience de la nouvelle donne évoquée par Michel Girardet. Cet indicateur est issu d'un panier de fret sec comprenant les navires vraquiers utilisés pour transporter les minerais et les grains. De 1986 à 2002, l'indicateur varie entre 1000 et 1500 tandis qu'en 2003 les prix sont multipliés par cinq. Le coût de transport d'une tonne de charbon du golfe du Mexique à la Chine a quintuplé en 2003. Au début de l'année 2004, la cote a atteint 5500 et, dans de nombreux cas, le fret était devenu plus cher que la marchandise elle-même. Il me semble que ces informations illustrent parfaitement les tensions actuelles que connaît le commerce mondial. Cette flambée du fret s'explique par le manque d'investissement dans les capacités de construction navale d'une part et par l'explosion de la demande chinoise d'autre part.

Il est également intéressant d'étudier l'évolution de l'acier, produit phare des révolutions industrielles. Alors que le prix *spot* mondial de l'acier laminé à chaud s'élevait à 230 dollars/t, il a atteint 580 dollars/t en août 2004.

Lorsque l'on considère le panier des six grands métaux non ferreux cotés au *London Metal Exchange*, nous observons que les prix de produits comme le nickel, le cuivre ou le plomb sont repartis à la hausse à des niveaux proches de ceux des années 80. Sur les marchés de commodités, nous vivons un choc tout à fait comparable à celui du début des années 70.

Nous avons négligé le fait que la croissance réelle – par opposition à la croissance virtuelle – était alimentée par la consommation des produits alimentaires, miniers et énergétiques.

Au mois de janvier 2004, le soja, le blé, le fret, le coton et caoutchouc flambaient. En février 2004, c'était le tour du cuivre, des platines et des ferrailles. Savez-vous qu'une tonne de ferraille vaut aujourd'hui ce que valait une tonne d'acier l'année dernière ?

2. L'émergence de nouveaux continents

Lors de la conférence de l'OMC à Cancun en 2003, nous avons assisté à la création du G20 à l'initiative du Brésil, de la Chine et de l'Inde. Cet événement marque, au début du XXI^e siècle, l'émergence économique de pays que l'on qualifiait jadis de « pays du tiers-monde ».

L'Amérique latine a connu un taux de croissance de 4,5 %, la Russie de 7,4 %, l'Inde de 6,5 % tandis que les tigres et les dragons ont connu des taux de croissance entre 5 et 6 %. La Chine, quant à elle, enregistre un taux de croissance de 9,5 %. S'il convient de relativiser les statistiques chinoises, il n'en reste pas moins que l'essor de ce pays est proprement époustouflant. En huit mois, la Chine a augmenté sa production industrielle de 17 % et ses investissements de 31 %. De plus, la Chine a attiré 38 milliards de dollars d'investissements directs étrangers sur le premier semestre 2004.

Jamais dans l'histoire des hommes une croissance aussi forte et sur une durée aussi longue n'a été enregistrée pour une population d'un milliard de personnes. Cela fait trente ans que la Chine a des taux de croissance annuels moyens de 10 %.

Michel GIRARDET

Je vous remercie de nous avoir proposé une conclusion sur le thème de la Chine. Avec Martine Aubert, nous allons étudier ce phénomène caractéristique de l'économie réelle : le déplacement des zones de croissance.

II. Le déplacement des zones de croissance et l'interdépendance des flux financiers

Martine AUBERT

Dans la lignée des propos de Philippe Chalmin, nous observons que la croissance économique s'est déplacée dans le monde et que les pays européens ne sont plus situés dans le peloton de tête depuis quelques années. Au milieu de l'année 2003, nous avons constaté une forte reprise économique. En effet, à la surprise générale, tous les pays ont connu en 2004 une croissance économique beaucoup plus forte qu'en 2003. Alors que les pronostics les plus optimistes envisageaient des taux de croissance de 2 à 3 %, la croissance du PIB mondial a dépassé 5 %. Au fil des mois, malgré la faible confiance des consommateurs et des chefs d'entreprise, la croissance s'est installée.

Pour autant, cette croissance est marquée par une très forte volatilité. Les chefs d'entreprise ne s'expliquent pas pourquoi les carnets de commande se reconstituent soudainement puis s'effondrent quelques semaines plus tard. Cette volatilité difficilement explicable constitue un frein au dynamisme et aux investissements à long terme.

En extrapolant les différentiels de croissance des 25 dernières années, nous observons qu'en 2030 la zone Euro aurait un poids inférieur à 10 % dans le PIB mondial. Le poids des Etats-Unis, en baisse, se maintiendrait cependant aux alentours de 17 % du PIB mondial. L'Asie, quant à elle, connaîtrait une ascension fulgurante en atteignant 46 % du PIB mondial. Il s'agit bien évidemment d'extrapolations et l'avenir sera très certainement différent. Nous pouvons notamment supposer que la Chine connaîtra, à un moment ou à un autre, des difficultés au niveau politique ou social.

L'explication première de ce développement phénoménal de l'Asie réside dans la démographie. D'après les statistiques de l'ONU, l'Europe est la seule zone du monde où la population va diminuer dans les prochaines années. Même si le taux de natalité est légèrement remonté en France, il reste à un niveau très préoccupant en Allemagne et en Espagne. En outre, nous n'avons pas en Europe une politique d'immigration active et intelligente comme au Etats-Unis.

Quoi qu'en pensent certains, les projections macro-économiques restent intéressantes pour appréhender la situation française. Il est notamment possible de détecter une rupture dans l'appréciation des entreprises au milieu de l'année 2003. A cette date, les PME, dans le sillage des grandes entreprises, se sont résolues à l'idée que les possibilités de *business* étaient situées en dehors du territoire national voire en dehors de l'Europe.

Il semble que les gouvernements soient davantage responsables de cette situation que la Banque Centrale Européenne. Si la BCE a une mauvaise communication et une faible réactivité, il n'en reste pas moins qu'elle fait son travail correctement.

Le problème est que l'arrivée de la monnaie unique européenne n'a pas été suivie des réformes structurelles nécessaires. Du fait de leur faiblesse politique, les gouvernements européens ne respectent pas les engagements pris dans le cadre du passage à la monnaie unique. De ce fait, il n'existe pas de concertation européenne susceptible de dynamiser la croissance.

Aux Etats-Unis, au contraire, les efforts en vue de créer de la croissance fédèrent tous les partenaires : gouvernement, Banque Centrale, entrepreneurs. En Europe, nous sommes très attachés à notre système de protection sociale. Pourtant, ce modèle ne pourra pas être conservé en l'état dans les prochaines années car nous n'aurons pas suffisamment de croissance pour le financer. Par ailleurs, les taux d'activité de la population sont beaucoup trop bas sur les tranches les plus jeunes et les plus âgées. Au-delà de 55 ans, moins d'un tiers de la population française a une activité professionnelle alors qu'au Etats-Unis ils sont 70 %. Il est nécessaire de faire évoluer les mentalités dans ce domaine.

Par ailleurs, je considère que l'élargissement de l'Europe n'est pas intervenu au moment opportun car le noyau dur de la zone Euro est aujourd'hui assez affaibli. Cependant, l'élargissement va être un tel choc pour nos entreprises qu'elles seront contraintes de réagir. En ce sens, l'élargissement de l'Europe aura peut-être des conséquences positives.

Parmi les raisons expliquant la hausse du prix du pétrole, l'augmentation de la demande tient une place essentielle. Le déplacement des zones de croissance explique largement ce phénomène. C'est en Chine que la demande a le plus augmenté avec un taux de croissance de 25 % au deuxième trimestre 2004. Nous avons très mal anticipé ces phénomènes de transfert de croissance. Par exemple, alors que sur ces dix dernières années la croissance de la demande de pétrole était de 1,5 %, elle a été de 5,2 % au deuxième trimestre 2004.

En Europe, non seulement nous subissons pleinement la hausse des coûts de production, mais nous devons également faire face à des entreprises qui produisent beaucoup moins cher. Si l'objectif affiché des délocalisations est de s'implanter directement sur les nouveaux marchés, il s'agit également pour les entreprises de s'inscrire dans un phénomène de compétition à l'échelle mondiale.

En parallèle de ces déplacements de zones de croissance, le monde financier est de plus en plus imbriqué. Si la croissance aux Etats-Unis a été aussi très forte ces derniers mois, c'est grâce au financement des déficits par l'Asie. Il existe un mécanisme complexe entre les relations économiques et les relations financières entre les Etats-Unis et les pays asiatiques. Les nouvelles émissions du trésor américain ont augmenté de 46 % de décembre 2002 à juillet 2004 et la progression des détenteurs asiatiques est de 63 %.

Bien que leur déficit extérieur s'élève à 5 % du PIB, les Etats-Unis ne s'inquiètent pas car les pays d'Asie sont disposés à apporter leur financement. Il est possible, qu'un jour, les financeurs asiatiques jugent plus opportun de financer d'autres zones économiques.

Contrairement à tous les schémas habituels liés à la hausse des prix du pétrole et à l'élargissement des déficits publics, les taux d'intérêt à long terme sont toujours à la baisse. Il est très étonnant de constater à quel point les marchés financiers sont toujours aussi étroitement corrélés au marché américain. Si les zones de croissance se déplacent, les marchés européens sont entièrement rattachés au niveau des taux américains. Le maintien des taux d'intérêt bas à long terme à un niveau très faible alimente la bulle immobilière en France. Par conséquent, le financement du déficit américain par les banques asiatiques a une influence sur le prix du mètre carré dans notre pays !

Dans ce monde imprévisible et en mutation, il me semble qu'il appartient aux orateurs suivants de vous proposer des stratégies d'investissements.

III. Où placer son argent aujourd'hui ?

Jean-Pierre PETIT

Dans un premier temps, je vous proposerai une description du contexte dans lequel les investisseurs devront travailler dans les prochaines années. Nous verrons notamment que le report des risques touchera essentiellement les particuliers. Par ailleurs, la croissance dans les pays industrialisés restera assez faible, les actifs resteront peu rentables et de nombreuses bulles financières se maintiendront. Dans un second temps, j'évoquerai la question du choix des actifs dans le contexte actuel. De mon point de vue, à un horizon de cinq années, le placement le plus attractif reste le placement en actions.

J'appartiens à la plus importante société de bourse indépendante en Europe. Aujourd'hui, nous sommes plutôt positifs concernant le marché des actions à un horizon de cinq années. En effet, il s'agit du placement qui présente le meilleur rapport rendement/risque. Cela s'explique par le fait que l'ajustement baissier a été réalisé pour l'essentiel. Entre mars 2000 et le début de l'année 2003, les grands indices internationaux ont perdu 55 % en valeur réelle. Il s'agit de l'un des ajustements baissiers les plus sévères de l'histoire. Malgré le rebond économique de 2003, l'ajustement baissier est de 45 % en 2004. Par ailleurs, les actions ont des qualités intrinsèques et répondent bien au défi du vieillissement. De plus, les autres actifs concurrents sont peu attractifs à l'heure actuelle.

1. Le report mondial des risques sur les particuliers

Le report du risque sur les particuliers se traduit par le déclin des produits d'épargne contractuelle (livret A, plan d'épargne logement), le déclin des systèmes de retraite par répartition en France et des fonds de pension à prestations définies en Grande-Bretagne. Or les fonds de pension à cotisation définies, actuellement en plein essor, font peser les risques sur le particulier. La montée des actifs risqués dans le patrimoine des ménages et la privatisation partielle des mécanismes de couverture des risques est à l'œuvre dans tous les pays.

Georges Bush, dans le cadre de sa *Ownership Society*, propose en réalité de privatiser la sécurité sociale, d'individualiser la couverture maladie et d'étendre la propriété immobilière. Les particuliers doivent maintenant subir un double risque : le risque lié à la volatilité intrinsèque des actifs et le risque lié à la pertinence de la location des actifs.

Par ailleurs, les pays industrialisés doivent s'attendre à de faibles taux de croissance dans les prochaines années. Dans de nombreux pays, dont les Etats-Unis, les déséquilibres financiers s'aggravent : augmentation de la dette privée, faiblesse du taux d'épargne, permanence de bulles immobilières, déficit public structurel.

En outre, les dividendes de la paix sont en recul et n'alimentent plus la croissance mondiale comme cela fut le cas la fin des années 80. Depuis le 11 septembre 2001, la hausse des dépenses de sécurité civile et militaire, l'augmentation des primes d'assurance, des coûts de transport et de stockage ainsi que les difficultés de l'industrie touristique ne sont pas favorables à la croissance. Enfin, il est probable que le prix des matières premières va rester durablement élevé par rapport à la décennie 90.

Nous sommes dans un univers où la rentabilité des actifs restera structurellement faible c'est-à-dire autour de 10 %. Je signale que nous avons assisté à la fin des deux plus grands marchés haussiers de l'histoire. Aux Etats-Unis, entre 1982 et 2000, la rentabilité annuelle a été de 14 % pour les actions et de 8,5 % pour les obligations.

Cependant, de nombreuses bulles financières persistent sur quelques catégories d'actifs. Le maintien des bulles s'explique par la quantité des liquidités en circulation et l'importance des crédits en cours dans le monde. Depuis vingt ans, les banques centrales ont injecté beaucoup de liquidités dans l'économie et les politiques monétaires restent structurellement incommodes. De plus, l'exigence d'une rentabilité élevée provoque le déplacement rapide des flux qui se reportent d'un actif à l'autre.

Alors que pour les particuliers la bulle financière est située sur le domaine de l'immobilier, pour les investisseurs, elle est davantage située sur le marché obligataire et sur le marché des matières premières. L'existence d'une bulle n'est pas en-soi catastrophique : non seulement il est possible de vivre avec, mais il n'est pas certain qu'elle éclate un jour.

Par ailleurs, la force de la bulle immobilière réside dans sa nécessité économique. Aujourd'hui, à un horizon de dix ans, l'investissement dans l'immobilier est probablement une mauvaise opération. Les banques centrales et les gouvernements utilisent cette bulle afin de combler les effets du « carnage boursier » de 2000 et 2001 sur le patrimoine net des ménages. Il s'agit également d'éviter la remontée des taux d'épargne, de favoriser la consommation des ménages, de rendre soutenable l'accumulation de la dette et de combler la faiblesse de l'emploi et des revenus salariaux.

La force de la bulle financière est de pousser des agents rationnels à réaliser des opérations irrationnelles. Par définition, une bulle financière n'est jamais dénuée d'ancrage réel. La productivité a justifié de nombreux excès sur le marché des actions. Une bulle financière s'auto-entretient par les flux renforçant les attitudes mimétiques. De nombreuses personnes déçues par la rentabilité des actions, investissent depuis quelques années dans l'immobilier. Enfin, une bulle financière perdure du fait des anticipations auto-justificatrices.

Il faut investir en actions car c'est aujourd'hui beaucoup plus rentable à moyen et à long terme que d'investir dans les obligations. L'histoire des Etats-Unis révèle que, depuis 1802, la plus faible rentabilité des actions sur cinq ans a été de 5 %. Le dividende ne doit jamais être négligé lors du calcul de la rentabilité. En effet, sur les trente dernières années aux Etats-Unis, 30 % de la rentabilité des actions provient des dividendes. Alors que les actions sont plus risquées que les obligations pour des investissements à court terme, elles offrent une meilleure protection contre l'inflation que les obligations.

En outre, les actions constituent un support privilégié face au défi du vieillissement. N'oublions pas que l'espérance de vie augmente d'un trimestre chaque année au niveau mondial. Les dépenses de santé et de retraite devraient progresser de sept points de PIB d'ici 2050 dans les pays industrialisés. Le risque « dépendance » va devoir être pris en charge de manière croissante sachant que les mécanismes de couverture publique restent très faibles. De tels horizons plaident en faveur de l'investissement en actions.

Le marché financier s'apprête à connaître un certain nombre d'évolutions importantes. Tout d'abord, l'harmonisation des normes comptables sera à moyen et long terme une avancée considérable. Cette harmonisation permettra de mieux comparer les secteurs et les valeurs.

Par ailleurs, le développement des produits dérivés permet de renforcer l'attractivité des actions tout en limitant le risque. De plus, de nouveaux types de gestion apparaissent : gestion alternative et active. Les zones d'investissement s'élargissent et nous incitent à investir davantage dans les pays émergents où sont situées les perspectives économiques et démographiques les plus avantageuses. Les critères d'investissements vont également être élargis à travers l'arrivée de nouveaux critères en matière de développement durable et d'investissement socialement responsable.

Tous les autres actifs que les actions sont actuellement moins attractifs. Les obligations d'Etat sont les actifs les plus risqués du fait de la hausse des déficits publics, de la reprise de l'inflation mondiale et de politiques monétaires très accommodantes. Le monétaire rapporte toujours très peu. Les obligations privées ont un potentiel très faible car l'écart de taux avec les obligations d'Etat reste trop réduit. L'or est toujours un placement risqué à potentiel faible en l'absence d'inflation. Enfin, les risques sur l'immobilier sont toujours élevés dans la mesure où il est possible que la bulle éclate un jour.

Nous vivons dans une économie de bulle financière : les prix d'actifs sont très élevés du fait de l'accumulation de bulles de dettes et d'actifs. A mon sens, ce phénomène est endogène au capitalisme contemporain car les politiques monétaires ont abouti à la mise en circulation intense de liquidités. Il est illusoire de croire à un univers paisible dont les évolutions seraient linéaires. Les tensions politiques, macro-économiques et macro-financières sont parties prenantes de notre système. Aujourd'hui les raisonnements binaires visant à opposer les optimistes aux pessimistes n'ont plus de fondement. La situation américaine, par exemple, est faite de points positifs comme de points négatifs. Les américains sont dynamiques, travaillent plus et plus longtemps. Ils sont à la pointe de la R&D, maîtrisent le capital-risque et sont les plus engagés en matière d'esprit d'entreprise. D'un autre côté, les déséquilibres macro-financiers américains sont en constante aggravation.

Dans les prochaines années, la gestion d'actif et la finance de marché auront une rentabilité assez faible. Par ailleurs, notre marge de manœuvre demeurera suffisamment faible pour que les choix se fassent principalement par défaut.

IV. Les zones géographiques et l'investissement

Charles GAVE

Je souhaite vous présenter de manière très pragmatique comment un homme de recherche qui a passé sa vie à réaliser des placements financiers regarde le monde d'aujourd'hui et utilise son argent. Il existe trois stratégies pour gagner de l'argent :

- la stratégie de retour à la moyenne par le biais de l'analyse financière classique ;
- la stratégie du *momentum* qui consiste à suivre les mouvements du marché ;
- la stratégie de *carry trade* liée à la courbe des taux comme cela se pratique dans l'immobilier.

Quelles sont les différentes situations économiques auxquelles vous pouvez être confrontés ?

Le schéma que je souhaite vous présenter pourrait devenir une boussole pour vous diriger dans les années qui viennent. L'axe horizontal représente les prix et l'axe vertical la croissance. Si les prix montent, vous êtes situés dans un monde inflationniste. Si les prix baissent, vous êtes situés dans un monde déflationniste. En 1989, au moment de la chute du mur de Berlin, nous pouvions évoluer entre une situation de bust déflationniste ou de boom inflationniste. Pendant les années 90, le Japon a été dans une situation de bust déflationniste alors que les Etats-Unis était dans une situation de boom déflationniste.

Aujourd'hui, la probabilité d'un bust déflationniste reste très faible. Il me semble que nous avons devant nous une période de forte croissance. Cela signifie que nous pouvons être situés dans une situation de boom inflationniste ou de boom déflationniste. Dans ce cadre, les obligations sont l'investissement le plus risqué car elles ne correspondent plus à la situation économique.

La croissance peut être alimentée par deux sources essentielles :

- selon Ricardo, la croissance est alimentée par l'extension géographique des zones d'activité économiques (pays de l'est de l'Europe, Asie) ;
- selon Schumpeter, la croissance est alimentée par l'innovation et l'action des entrepreneurs (Etats-Unis).

Si vous souhaitez miser sur la croissance, vous devez favoriser les actions au sein d'un portefeuille financier. Les pays asiatiques n'ont pas encore suffisamment développé des capacités d'invention afin de bénéficier de la croissance schumpeterienne.

Aujourd'hui, il me paraît improbable qu'un bust déflationniste se produise. Il n'est pas judicieux aujourd'hui de garder des obligations d'Etat dans vos portefeuilles dans le but de garantir vos clients contre la possibilité d'une dépression déflationniste.

Par ailleurs, il est probable que nous allons connaître des alternances de booms inflationnistes et de booms déflationnistes. En ce sens, la situation actuelle des cours des matières premières correspond bien à la situation du boom inflationniste. Je vous rappelle que la politique de Malthus n'a jamais été démontrée car les ressources de l'esprit humain sont infinies et non limitées.

Par conséquent, s'il n'y a pas suffisamment de pétrole les prix monteront jusqu'à ce qu'une personne trouve une solution alternative qui fera redescendre le prix du pétrole. Je suis convaincu que nous devons toujours miser sur l'invention et sur la croissance schumpeterienne.

Dans les années à venir, les pôles de croissance seront situés en Asie. A cet égard, le phénomène du *net working* est très important car toute l'Asie était auparavant organisée sur le mode mercantiliste. Les pays asiatiques produisaient chez eux et vendaient aux Etats-Unis. La crise de 1997 a été la crise de ce mode de fonctionnement mercantiliste. Aujourd'hui, ils se dirigent vers un système beaucoup plus ouvert et signent des accords de libre-échange. Par le phénomène du *net working*, les infrastructures d'échanges, de transport et de communication vont se développer de manière exponentielle en Asie. Je signale qu'en ce moment, en Chine, 56 métros urbains sont en construction.

Si les statistiques de l'OCDE ne sont pas très bonnes cela signifie simplement que l'OCDE n'est plus le moteur de l'économie mondiale. Là où l'information est imparfaite, résident les possibilités de croissance.

Si nous ne croyons pas à un nouveau boom inflationniste, nous pensons que les petites tensions qui peuvent apparaître ne sont pas anticipées sur les marchés obligataires.

A mon sens, il n'est pas judicieux de tabler sur la croissance de la consommation américaine pour investir. En revanche, il est beaucoup plus intelligent d'investir sur la consommation asiatique. Le problème est qu'il n'est pas possible de miser sur la production américaine dans l'optique de vendre à l'Asie en achetant les indices actuels. Si j'avais géré de l'argent à Venise en 1500, j'aurais été contraint d'acheter un indice méditerranéen.

Aujourd'hui l'indice issu des bourses de New York, Londres et Francfort représente 80 % de l'indice mondial. Or ce qui est intéressant c'est d'acheter l'indice d'Hong Kong ou de Shanghai. Vous devez faire comprendre à vos clients qu'ils doivent accepter un écart de gestion considérable par rapport aux indices. Les marchés actuels ne sont absolument pas représentatifs des marchés futurs. Si vous continuez à travailler avec les indices actuels, vous jouez un scénario qui était valable il y a dix ans.

De la salle

Vous avancez que nous devons constituer notre propre allocation d'actif, mais la loi sur la sécurité financière nous l'interdit formellement. En effet, nous sommes considérés comme des commerciaux et non comme de véritables conseillers. Nous n'avons pas la possibilité de nous substituer, en matière de conseil, au gérant d'actifs. Comment pouvons-nous sortir de cette situation ?

Charles GAVE

Pour ma part, j'ai choisi de quitter la France. A partir de 1981, j'ai mené ma carrière dans les pays anglo-saxons où tout ce qui n'est pas formellement interdit est autorisé. En France, à l'inverse, tout ce qui n'est pas formellement autorisé est interdit. Dans ce contexte, la gestion des produits financiers est rendue quasiment impossible. Tout se passe comme si l'on soupçonnait toujours les gestionnaires financiers de mauvaises intentions.

La France est pourtant un pays où il existe un extraordinaire terreau d'entrepreneurs, où la qualité du travail est exceptionnelle mais où tout est fait pour empêcher les gens de travailler.

De la salle

L'Association Française de Gestion a demandé que les lettres de mission précisent que ce sont les clients qui décident de la nature de l'investissement et non le conseiller financier. Je regrette que les clients n'aient pu assister à l'allocution de Monsieur GAVE.

De la salle

Que pensez-vous de la limpidité des bilans des entreprises en Asie et en Chine notamment ?

Charles GAVE

Il n'y a pas qu'en Chine que nous devons nous méfier des bilans des entreprises : pensez à Enron ou à Vivendi ! Je vous informe que toutes les sociétés asiatiques mal gérées ont disparu en 1997. Aujourd'hui, les sociétés qui se sont maintenues après la crise asiatique ont des bilans très solides. Par ailleurs, la transparence financière s'est considérablement améliorée. Sachez que 40 % des valeurs asiatiques ont des rendements supérieurs aux obligations d'Etat américaines. L'Asie va connaître un développement foudroyant des métiers de conseiller en patrimoine car le niveau de richesse s'accroît de manière considérable. Dans la mesure où Hong Kong et Singapour appliquent le système juridique britannique, les systèmes financiers de ces deux villes sont promis à un développement phénoménal.

Michel GIRARDET

Vous aviez un jour évoqué l'idée de développer un indice des valeurs européennes qui serait en réalité des valeurs asiatiques.

Charles GAVE

En effet, toute la croissance marginale de sociétés comme LVMH ou Airbus provient d'Asie. Je vais tenter de développer un indice des valeurs investissables en Occident qui sont en fait des valeurs asiatiques.

Jean-Pierre PETIT

Je précise que plus d'un tiers du chiffre d'affaires des sociétés cotées au CAC 40 n'est pas réalisé en France. Par conséquent, les entreprises européennes sont de plus en plus sensibles au fait que la croissance mondiale soit alimentée par les pays d'Asie.

Philippe CHALMIN

Il me semble qu'il n'y aura pas de crise en Chine avant Jeux Olympiques de 2008 car le gouvernement chinois ne voudra pas perdre la face. Cependant, je rappelle que la Chine reste une économie planifiée et une société gouvernée par un parti unique. S'ils réussissent leur transition sans aucune anicroche, ce sera miraculeux et inédit dans l'histoire de l'humanité.

Cependant, nous ne pouvons écarter l'hypothèse d'une crise d'adolescence. Cette crise pourrait survenir après l'exposition universelle de Shanghai en 2010.

Martine AUBERT

Quoi qu'il arrive, j'ai constaté que les Chinois menaient des réflexions très approfondies sur les expériences des autres pays. Par exemple, lors de la crise de 1997, les autorités chinoises ne jugeaient pas utile de dévaluer.

Michel GIRARDET

Je vous remercie de votre attention et félicite nos invités pour la qualité de leurs interventions.