



BANQUE
ERIC STURDZA

POLITIQUES MONÉTAIRES ET
POLITIQUES BUDGÉTAIRES
STIMULANTES :

ENTRE COMPLAISANCE
ET DOUTES

« Il ne faut pas gâter ce que tu as avec le désir de ce que tu n'as pas » Epicure.

Les gouvernants sont devant un dilemme et les banquiers centraux sont tels des équilibristes qui devraient garder à l'esprit le mot d'Epicure en incipit : user, au risque d'abuser, de l'opportunité de profiter des taux bas pour stimuler la croissance ou préserver l'orthodoxie budgétaire et veiller à contenir voire résorber la dette publique accumulée. De plus en plus fréquemment, on a l'impression que le maniement des taux ou les injections de liquidités constituent une arme ultime, dût la rationalité des marchés financiers en être affectée.

Depuis Keynes, il semblait acquis que les politiques budgétaires stimulantes étaient réservées au bas de cycle pour relancer la croissance et le succès a été à la clé. Aujourd'hui, dans beaucoup de pays, les taux réels sont inférieurs aux taux de croissance du PIB, ce qui provoque une suraccumulation de capital. Allemagne, Suisse et un ou deux petits pays apparaissent isolés dans leur volonté de réduire la dette car les Etats-Unis, les pays d'Europe du Sud, le Japon et la Chine semblent s'affranchir de cet enseignement et tolèrent des déficits budgétaires plus élevés.

L'observation montre que les politiques monétaires et budgétaires stimulantes sont une réponse à l'affaiblissement de la croissance économique, né de la stagnation des salaires qui a favorisé les marges des entreprises mais pénalisé la consommation, et une réponse à l'aggravation de l'endettement qui, depuis de nombreuses années, sert de palliatif pour tenter de maintenir la croissance. Une alternative à ce modèle sans issue serait une reprise de l'augmentation des salaires, donc de la consommation des ménages mais présenterait comme contrepartie une contraction des marges des entreprises, un retour de l'inflation, donc une hausse des taux, donc des défauts... Un scénario soutenu par les populistes et qui serait très négatif pour les bourses.

Essayons d'apprécier l'opportunité présentée par les taux bas, d'en évaluer les risques et on pourra en tirer une conséquence pour la performance future des marchés financiers. Pérenniser les politiques d'endettement, c'est-à-dire associer des politiques budgétaires et monétaires expansionnistes, en haut de cycle, des politiques laxistes diront avec justesse certains, c'est offrir ou justifier de nouvelles possibilités d'appréciation des marchés financiers. Mais ceci durera aussi longtemps qu'une hausse des taux, une perte de confiance des investisseurs, une fuite devant la monnaie, une reprise de l'inflation, ne viendront pas stopper la dynamique boursière des dix dernières années et même l'inverser.

1. Le contexte : hausse des taux d'épargne et aggravation de l'endettement.

- **Une hausse de l'épargne mondiale** : Les taux d'intérêts baissent depuis le début des années 80 car l'épargne mondiale augmente. A cette tendance, deux causes majeures : d'une part

l'intégration de la Chine au système international car le pays a le plus élevé taux d'épargne, près de 50% du PIB, d'autre part, le vieillissement observé dans de nombreux pays car l'espérance de vie augmente, 72.6 ans selon l'ONU, contre 64.5 ans en 1990 et le nombre de naissances/femme en âge de procréer diminue, 3.2 dans le monde en 1990, 2.5 aujourd'hui. Actuellement, le nombre de décès excède le nombre de naissances dans 55 pays et cela suscite des craintes sur les retraites et une recherche d'actifs sans risque d'où la faiblesse des taux sur la dette souveraine des grands pays.

- **Une croissance faible** : Il est vrai que s'il est long, le cycle de croissance amorcé en 2009 aux Etats-Unis et plus tard en Europe, est d'une ampleur bien inférieure aux reprises précédentes. A ce jour, le PIB américain n'a cru que de 22% depuis le point bas de 2009 alors que dans la décennie 1991-2001 la croissance excédait 40%. Le PIB allemand n'a dépassé son précédent haut que de 14%, l'Espagne de 6% et l'Italie est toujours à un niveau inférieur.
- **Un endettement aggravé** : Depuis une vingtaine d'années, et spécialement depuis l'année 2008, la dette publique et, dans certains pays, la dette des entreprises, ne cessent d'augmenter. L'aggravation de la dette publique pour financer la demande publique pallie le ralentissement de la croissance économique provoqué par la stagnation des salaires. Ainsi, dans les pays de l'OCDE, si la dette des ménages, hormis dans quelques pays comme la Corée du sud avec une dette égale à 96% du PIB, la Suisse ou la Suède, est bien maîtrisée, la dette publique, en pourcentage du PIB, est passée de 70% en 2008 à 110% en 2018.

De tous les grands pays, le **Japon** affiche le pire ratio dette publique/PIB de tous les pays développés, 240%, très supérieur aux 60% enregistrés en 1990 mais l'épargne du pays reste élevée, l'excédent courant approche 3.5% du PIB et la confiance des prêteurs demeure élevée. Les **Etats-Unis**, forts du privilège du \$ monnaie de réserve, attirent l'épargne du monde et financent un déficit budgétaire inégalé en haut de cycle à près de 5% du PIB. A chaque remontée des taux américains, le \$ se raréfie, manque dans les pays émergents qui se retrouvent confrontés à des sorties de capitaux, une dépréciation de leurs devises et des hausses de taux. Contrairement à l'affirmation des Cassandre, l'économie mondiale n'est pas menacée par la récession. Au 1^{er} trimestre la croissance de l'économie américaine a été de 3%, celle de la zone Euro de 1.6% et celle des grands pays émergents reste élevée. Il convient donc de réfléchir à l'opportunité de ces stimulations.

2. L'opportunité :

Utiliser des politiques budgétaires expansionnistes en haut de cycle et les conjuguer à des politiques monétaires qui deviendraient perpétuellement accommodantes et maintiendraient les taux à des niveaux très bas est une tentation à laquelle succombent de nombreux pays.

Tentation louable, si l'idée est de compenser par des investissements publics, dans les infrastructures par exemple, le tassement de l'investissement privé. Tentation logique, puisque le niveau des taux pour l'emprunt est souvent inférieur au taux de croissance du PIB ou inférieur au taux d'inflation. Tentation excusable, puisqu'en dépit d'un cumul de déficits budgétaires depuis une dizaine d'années, les frais financiers sur la dette publique sont dans une majorité de pays européens plus faibles qu'ils ne l'étaient avant la crise de 2008 et en France, par exemple, ils devraient encore baisser de 1.9% du PIB en 2017 à 1.3% en 2021 selon la Banque de France.

On analysera successivement les politiques monétaires et les politiques budgétaires :

- **Des politiques monétaires trop accommodantes** : les politiques monétaires non conventionnelles ont été mises en œuvre aux Etats-Unis entre 2008 et 2014 et en Europe, entre 2015 et la fin 2018. Les taux négatifs en Europe ont indéniablement favorisé la reprise économique, réduit le risque systémique présenté par les banques, amélioré la solvabilité budgétaire, diminué la charge d'endettement des Etats, contribué à améliorer la profitabilité des entreprises et offert un encouragement au crédit. Mais, entre abaisser les taux trop tôt au risque de créer des bulles et les abaisser trop tard au risque d'une récession, les banques centrales n'ont pas d'hésitation et toutes choisissent la première option.

Aux *Etats-Unis*, le FMI anticipe une croissance du PIB de 2.6%, cette année, la FED mise sur 2% en 2020, ce qui après dix ans de croissance, demeure favorable, reste supérieur à la tendance de croissance à long terme autour de 2% et n'augure pas d'une récession. Nonobstant le fait que l'économie au 1^{er} trimestre affichait une croissance de 3%, on ne compte plus les appels d'économistes ou de politiciens pour abaisser les taux de la FED, faciliter une dépréciation du \$ en hausse depuis un an et encourager ainsi les exportations. La probabilité d'une baisse des taux cette année, inconcevable il y a encore six mois, devient plus qu'une hypothèse dès la réunion du 31 juillet et le marché américain s'est apprécié de plus de 5% depuis que Powell, président de la FED, a évoqué le 4 juin la possibilité d'une baisse des taux et depuis que des membres de la FED comme Bullard prêchent ardemment dans ce sens.

En *Europe*, les taux négatifs sur les obligations d'Etat gagnent en importance en Suisse, en Allemagne, en Suède, au Danemark. Avant même que la dette française à 10 ans affiche un taux négatif, on comptait \$11 000 milliards de dettes à taux négatifs. La BCE a abandonné l'idée d'une hausse des taux, évoque même l'option inverse, laisse entrevoir une reprise des achats d'obligations et confirme le lancement imminent d'un nouvel LTRO pour assurer les banques de financements à taux zéro. Pourtant, la conjoncture de la zone Euro reste bien orientée, portée par la consommation car les salaires, +2.5% sur un an, augmentent plus que l'inflation et le taux de chômage poursuit son recul.

Au **Japon**, la Banque centrale n'a pas l'intention de réduire ses achats, Euros 640 milliards chaque année, avec l'objectif de maintenir le taux à 10 ans à 0 et accepte même désormais des obligations d'entreprises BBB comme collatéral.

L'**Australie**, pays qui n'a pas affronté une récession depuis plus de 20 ans, vient d'être le premier pays de l'OCDE à décider d'un abaissement de ses taux à 1.25% alors que les prévisions de croissance du PIB cette année s'élèvent à 2%.

Finalement, seule la **Norvège**, dans le camp occidental, confrontée il est vrai à une inflation un peu supérieure à 2%, poursuit sa politique d'augmentation de taux, avec une troisième hausse en neuf mois à 1.25%.

Hors de l'OCDE, des banques centrales commencent à emprunter la même voie : en **Inde**, en dépit d'une croissance du PIB, supérieure à 5%, c'est pour la troisième fois cette année que les taux viennent d'être abaissés à 5.75%. La Nouvelle Zélande ou la Malaisie ont également abaissé leurs taux. En **Chine**, un nouvel abaissement du taux de réserves obligatoires, destiné à faciliter le crédit aux petites et moyennes entreprises, a été décidé en mai et ainsi \$40 milliards de liquidités permettront de stimuler l'activité. En **Russie**, le taux officiel vient d'être abaissé à 7.5% car la dette publique est faible, la situation budgétaire non problématique et les réserves de change restent élevées.

- Ce que certains dénomment la « **Politique monétaire moderne** » relève de cette essence. Olivier Blanchard, ancien économiste en chef du FMI est un fervent partisan d'un recours à l'endettement quand les taux sont faibles. Pour certains, l'indicateur clé ne serait plus le ratio dette publique/PIB mais l'évolution du ratio frais financiers/ dette publique.
- **Des politiques budgétaires stimulantes** : pour échapper aux affres de la crise de 2008, les Etats-Unis n'ont pas craint de creuser leur déficit budgétaire momentanément jusqu'à 10% du PIB alors que si les pays de la zone Euro ont accepté à partir de 2012 une politique monétaire très expansive, ils ont exigé des Etats que le déficit budgétaire soit abaissé et soit inscrit dans la limite de 3% du PIB. Aujourd'hui, un accord vient d'être trouvé, au sein de la zone Euro, pour la création d'un budget européen. Aucun financement n'est encore prévu mais, à l'aune d'un budget fédéral américain qui atteint 18% du PIB, un budget européen équivalent à 2 ou 3% du PIB n'aurait rien d'inconcevable.

L'**Allemagne**, riche d'un excédent courant supérieur à 8% du PIB, riche d'un taux d'épargne des ménages supérieur à 17% du revenu disponible brut, riche d'un taux d'autofinancement de ses entreprises supérieur à 110%, riche d'un excédent budgétaire équivalent à 1.7% du PIB en 2018, ainsi bénéficiaire d'une diminution de son ratio d'endettement public à 68% du PIB, pourrait aisément se permettre une stimulation budgétaire. Des besoins existent dans les

infrastructures ou les services à la personne. Mais l'Allemagne ne profite que modérément de cette opportunité.

En revanche, aux *Etats-Unis*, Trump, n'hésite pas à porter le déficit budgétaire à près de 5% cette année. Une situation inédite en haut de cycle, le « free lunch » qu'évoque Olivier Blanchard, qui ne déplore pas ce choix, car le coût de la dette en 2020 ne représentera que 2.3% du PIB. On est loin des excédents budgétaires de l'ère Clinton.

Au *Japon*, le déficit budgétaire est chronique, plus de 6% du PIB, et constitue un recours pour compenser la faiblesse de consommation des ménages, car il y a rétention d'épargne par les entreprises qui ne distribuent pas d'augmentations de salaires.

Autre illustration, la *France* qui pour sortir de la crise des Gilets jaunes a préféré aggraver le déficit budgétaire que d'allouer des hausses de salaires qui auraient pu affecter la compétitivité de nombreuses entreprises exposées à la concurrence internationale.

Egalement, illustration en *Italie* puisque les deux partis populistes au pouvoir ne semblent d'accord que sur un dépassement des plafonds de déficit autorisés par la Commission de Bruxelles. A leur défense, on rappellera que si le pays, à cause du poids de la dette, affiche un déficit budgétaire supérieur à 2%, il préserve un excédent primaire et un excédent extérieur proche de 2.5% du PIB. En d'autres termes, c'est l'épargne locale qui financera une aggravation du déficit.

En *Corée du sud*, dans la perspective des élections de 2020, une stimulation budgétaire de 0.3% du PIB est annoncée mais le pays bénéficie d'un excédent budgétaire à 2% du PIB et d'un excédent courant à 4% du PIB.

On le voit, certains voudraient conjurer le risque d'une récession, anticiper le retournement du cycle pour le prévenir et entretenir une sorte d'euphorie perpétuelle. Mais tout ceci n'est pas sans risques et il convient de les analyser.

3. Les neuf risques :

- *Une perte de crédibilité de la politique monétaire* : laisser les banques centrales gonfler leurs bilans en accumulant de la dette publique, laisser les banques centrales entraver la pente naturelle des taux, c'est permettre à des entreprises non rentables de survivre, freiner l'innovation, amoindrir les gains de productivité, c'est entretenir des surcapacités dans de nombreux secteurs et c'est laisser diffuser des pressions déflationnistes.

Laisser les banques centrales réduire les taux pour préserver la tenue des marchés alors que la conjoncture ne le nécessiterait pas, ce serait hypothéquer le futur des politiques monétaires. Pouvons-nous imaginer un impact positif important d'une prochaine baisse de taux de la FED alors que les taux sont déjà faibles et ne constituent pas un frein à la croissance ? En 1995, la

FED, après quatre hausses de taux avait changé de politique, car elle s'inquiétait d'un risque de ralentissement. Mais les taux étaient alors de 6% quand aujourd'hui ils ne sont qu'à 2.25/2.50%. En 2007, elle avait fait de même mais les taux étaient à 5.25% et elle n'avait pu conjurer la récession. C'est sur les financements hypothécaires que l'incidence serait la plus manifeste mais l'immobilier n'a plus la même dynamique, le même poids dans l'économie qu'avant 2008. Souvenons-nous : à l'époque les mises en chantier atteignaient 2.2 millions en rythme annuel, aujourd'hui, en dépit d'une population supérieure, c'est seulement 1.2 million.

- **La hausse des taux** : Le risque serait une remontée des taux et la Banque des Règlements Internationaux n'a de cesse de le pointer. Réduire la liquidité accumulée par les banques centrales, donc accepter une remontée des taux longs provoquerait la faillite d'entreprises très endettées. Souvenons-nous, la dernière crise financière en 2007/2008 fut partiellement la conséquence d'une remontée des taux.

La hausse des taux pourrait résulter d'une inquiétude des marchés ou par exemple, la nomination à la direction de la BCE de l'allemand Weidmann serait interprétée comme annonciatrice d'une politique monétaire plus stricte, auquel cas, incidemment, l'Euro s'apprécierait.

La hausse des taux est parfois la conséquence d'une perte de confiance des marchés. En témoigne, les inquiétudes des marchés internationaux sur la dette italienne, l'écart de 240 points entre le taux à 10 ans allemand et le taux à 10 ans de l'Italie, un record récent car Salvini entend braver Bruxelles, laisser dériver le déficit budgétaire alors même que la dette publique atteint déjà 132% du PIB, soit Euros 2373 milliards. Un pourcentage qu'en Europe, seule la Grèce dépasse, 180% du PIB, et dans le monde développé, seul le Japon a un ratio pire.

- **La fragilisation des banques** : une courbe des taux plate ne saurait favoriser le secteur qui, par ailleurs doit surmonter d'autres défis. Sans surprise, on comprend la *sous-performance boursière* du secteur à chaque fois qu'est évoquée une baisse des taux. En Europe, les banques sont particulièrement faibles en Allemagne et en Italie mais le gouvernement allemand, récemment désendetté à 68% du PIB, aurait la capacité financière d'aider ses banques, ce qui est moins évident pour l'Italie.
- **La dépréciation de la devise** : Un risque évident affecte ceux qui empruntent dans une devise tierce. Combien de pays émergents ont pu ainsi souffrir d'une dépréciation de leur devise.
- **L'inflation** : Un risque général à tous les pays serait une reprise de l'inflation. Dans un contexte de taux flottants, il y aurait remontée des taux longs et la charge de remboursement de la dette deviendrait insurmontable. Mais, nous sommes loin d'un tel scénario. Aux Etats-Unis, l'inflation « core » en mai est de 1.6% et en Europe, l'inflation de 0.8% en mai, loin de l'objectif de 2%, que certains voudraient porter plus haut. Dans ce contexte, la généralisation

des discours préconisant de tolérer une inflation, temporairement ou durablement, supérieure à 2% n'a guère de sens.

On a souvent expliqué pourquoi l'inflation nous paraît structurellement faible, -fin de l'indexation des salaires, recul des syndicats, multiplication des contrats à durée déterminée, moindre pouvoir de négociation des salariés qui, un peu partout ces trente dernières années, ont assisté à une baisse du ratio salaires/valeur ajoutée, incidence d'une « ubérisation de l'économie », impact de la globalisation et de la concurrence des pays à bas coûts, moindre dépendance aux cours des matières premières et, ne l'oublions pas, incidence des injections de liquidités qui entretiennent les surcapacités donc diffusent des pressions déflationnistes...-. Il reste une cause d'inflation qu'on ne peut exclure, un retour du protectionnisme avec une fermeture des frontières et une production sur le territoire national de biens jusqu'ici achetés moins chers sur les marchés internationaux. Certains partis populistes sont les avocats d'une telle politique et elle serait indéniablement catastrophique.

A plus long terme, le remplacement des « baby boomers » vieillissants, soucieux de protéger leur épargne de l'érosion monétaire par les « millenials » endettés pourrait provoquer une reprise de l'inflation mais c'est trop tôt pour l'évoquer.

- ***L'éclatement d'une bulle sur le crédit aux entreprises*** : c'est sans doute le risque le plus prégnant. Entre faiblesse des taux, diminution des collatéraux exigés et multiplication des prêts in-fine, les entreprises ont partout été encouragées à s'endetter. Aux Etats-Unis, la dette des entreprises atteint un record à près de 50% du PIB et pourtant, les primes de risque ont baissé. A la moindre alarme, la confiance sera rompue, les primes de risque, 400 points aux Etats-Unis pour les obligations spéculatives (550 en décembre 2018), se tendront et une bulle pourra éclater.
- ***Le private equity*** : conséquence de l'abondance des liquidités, en 2018, les levées de fonds, \$5000 milliards selon le cabinet Prequin, n'ont jamais été aussi importantes et ont représenté le double d'il y a dix ans. Difficile donc d'imaginer que les rendements offerts par ces fonds puissent se maintenir.
- ***Les prêts étudiants aux Etats-Unis*** : ils atteignent \$1500 milliards et 2 millions d'emprunteurs ont fait défaut au cours de ces 6 dernières années, cela serait pire si les taux remontaient. En cause, des frais d'inscription qui ont augmenté quatre fois plus vite que l'inflation depuis 1978 et le problème des débouchés car, selon la FED de NY, 4 diplômés/10 occupent des fonctions qui ne requièrent pas de diplômes.
- ***Les inégalités de patrimoine accrues*** : point n'est besoin de revenir sur ce point souvent évoqué.

Conclusion : 5 remarques.

- ***L'ivresse des taux bas*** : devant le maintien des bilans des banques centrales à des niveaux aussi élevés, on est tiraillés : d'un côté, on se réjouit pour les Etats de voir un taux sur la dette portugaise à 10 ans à 0.50%, la dette espagnole à 0.37%, un formidable succès pour Draghi, de l'autre on est pris de vertige, on a un sentiment de fuite en avant, de facilité. On ne peut se masquer l'aggravation des ratios d'endettement, une charge transmise aux générations futures, on ne peut ignorer la constitution de bulles financières ici sur l'immobilier, là sur les obligations, parfois sur les actions et, pire encore, on ne peut se masquer l'impôt négatif constitué par les taux négatifs, en *Suisse*, par exemple avec un taux à 10 ans à -0.50%.

- ***L'incapacité des politiques monétaires d'apporter une réponse au ralentissement structurel de la croissance*** : Les politiques monétaires laxistes peuvent entretenir une douce illusion, l'idée d'un lissage des cycles, alors que les Etats-Unis enregistrent leur 120^{ème} mois de croissance, le plus long cycle de croissance des cinquante dernières années, mais elles ne répondent pas à des problématiques aussi importantes que l'affaiblissement de la croissance, contribuent à la déflation des prix industriels et elles ne permettent pas d'élever le taux de croissance potentielle. De plus, en favorisant l'appréciation des marchés financiers et les bulles immobilières, elles aggravent les inégalités patrimoniales. On a d'autant plus de mal à comprendre que puisse être envisagée une baisse des taux alors que dans beaucoup de pays, la croissance économique est toujours supérieure à la croissance potentielle, qu'on doute de l'effet positif d'une telle mesure sur la croissance du PIB comme sur celle de l'inflation. La cause première de la faiblesse de l'investissement, c'est l'incertitude diffusée par Trump qu'il s'agisse des tensions entretenues avec la Chine ou des invectives à l'encontre des autres pays. Baisser les taux n'aura guère d'impact.

- ***Avantage aux pays occidentaux*** : Cette combinaison politique monétaire et politique budgétaire stimulantes profite avant tout aux pays occidentaux, Grèce incluse puisqu'en dépit d'un endettement public à 1.8x le PIB, le taux à 10 ans est tombé en un mois de 3.4% à 2.6% et leur offre un avantage majeur par rapport à ceux des pays émergents qui, la Turquie par exemple, sont pauvres en épargne et supportent un taux de 24%. A chaque phase de tensions internationales comme en 2008 ou en 2016 ou à chaque phase d'amorce d'une politique monétaire plus restrictive aux Etats-Unis, comme en 2013 ou en 2018, les sorties de capitaux pénalisent les pays émergents car elles affaiblissent leurs devises, aggravent l'inflation, obligent à des hausses de taux et provoquent un ralentissement voire une récession. On a là une nouvelle illustration de notre doute sur la poursuite de la convergence entre émergents et développés.

- ***Les autres contorsions du capitalisme*** : laxisme monétaire, mais aussi laxisme dans la politique anti-trusts, tout semble assuré pour créer un climat favorable aux grandes entreprises. Jamais les concentrations n'ont été aussi nombreuses aux Etats-Unis alors même que les décisions des autorités anti-trust n'ont jamais été aussi faibles. Google, comme moteur de recherche, détient 90% des parts de marché aux Etats-Unis. Amazon possède 50% de parts de marché de la vente en ligne aux Etats-Unis. A deux, Facebook et Google se partagent 60% du marché américain de la publicité sur le digital. Ensemble, les GAFAs ont une capitalisation boursière de \$3175 milliards et des liquidités importantes qui leur permettent d'acquérir beaucoup de jeunes sociétés performantes.

- ***L'épouvantail représenté par les monnaies alternatives*** : les Etats ou les banques centrales ont une telle masse de dettes à gérer qu'ils ne sauront tolérer la concurrence d'instruments comme le Bitcoin, défis à la prédominance du \$ et à la souveraineté des Etats. Le Libra présenté par Facebook offrirait peut-être une voie médiane si des réserves sont constituées dans des actifs investis dans les devises existantes. Mais il serait prématuré de conclure faute de détails.

Ce document ne constitue ni une offre ni une invitation à acheter ou à souscrire des instruments financiers. Les informations contenues dans ce document proviennent de sources publiques soigneusement sélectionnées. Malgré la réalisation de toutes les diligences requises pour s'assurer que ces informations soient exactes au moment de leur publication, aucune déclaration de garantie n'est faite quant à leur exactitude, exhaustivité ou sincérité. Toute opinion contenue dans le contexte actuel et peut être modifiée à tout moment sans préavis. La performance passée n'est pas indicative des résultats futurs.