



BANQUE
ERIC STURDZA

5 POLITIQUES ÉCONOMIQUES QUI NE TOUCHENT PAS LEURS CIBLES

*CHESTERTON sur François d'Assise : « Il ne voyait pas la forêt à cause des arbres »
cité par François Mauriac dans son Journal.*

Bruno Desgardins

25 juillet 2019

Difficile d'incriminer des politiques économiques, car notre apercevanche comme dirait Montaigne est grossière mais le mot de Chesterton en incipit appliqué à l'économie permet de distinguer le court terme, l'effet immédiat d'une politique, de ses effets induits et il permet d'illustrer la myopie avec laquelle certaines politiques sont mises en œuvre et l'incidence sur les marchés financiers qu'elles peuvent présenter. Tel est l'objet de cette note qui analysera 5 politiques :

- Le Brexit ou une sortie sans accord de l'Union Européenne, facteur d'affaiblissement de l'économie britannique.
- La baisse des taux, instrument aujourd'hui inopérant pour stimuler l'économie.
- L'accord de l'OPEP et de la Russie pour réduire la production, politique inefficace pour porter les prix du brut au-delà de \$70/baril.
- Les substantiels allègements de l'impôt sur les sociétés en Chine ou l'abaissement du taux des réserves obligatoires, mesures inefficaces, pour endiguer le ralentissement structurel de la croissance chinoise.
- Les mesures douanières décidées par Trump, contreproductives pour l'économie américaine.

I. Les limites d'un éventuel Brexit :

- **Devant l'inconnu, choisir la prudence** : 3 ans après le référendum, force est de reconnaître que chacun est un peu perdu, incapable d'un pronostic et avisé de ne pas toucher à la £. Et cela rappelle ce mot de **KIPLING** dans son poème, « Le Drapeau anglais » : « **Que savent-ils de l'Angleterre, qui connaît seulement l'Angleterre** ». Devant l'échec des Conservateurs aux élections européennes, moins de 10% des suffrages, leurs divisions entre pro-Brexit et partisans du « remain », devant la « victoire » des partisans du « remain » avec 40% des suffrages contre moins de 35% aux partisans de Monsieur Farage, la sagesse voudrait un nouveau référendum. Mais rien n'est moins sûr. Monsieur Corbyn, depuis le milieu des années 60, est un adversaire de l'Europe et la presse est majoritairement dans les mains de partisans du Brexit. Quant à Boris Johnson, désigné 1^{er} ministre avec seulement 100 000 voix de membres du parti Conservateur, ne disposant à la Chambre que d'une majorité de 2 sièges, son côté intempérant, mi-bravache, mi-farfadet le pousse à affirmer qu'il réussira en quelques semaines cette entreprise difficile là où Theresa May n'a pu en 3 ans fracturer le consensus européen et alors même qu'à la première incartade il pourrait être renversé par une motion de défiance. En le choisissant les anglais pensaient peut-être à ce mot de **Pierre Dac** « **Quand on voit où tant de bons esprits nous ont menés, il faut légitimement se demander s'il n'est pas urgent d'en essayer de mauvais** ». Alors, le risque d'épuiser la longanimité des édiles de Bruxelles, le risque d'une sortie sans accord gagne en probabilité même si le Parlement exige d'avoir à se prononcer. D'aucuns qui gardent à l'esprit le référendum de 1975, 66% de personnes favorables à l'Europe, deux ans après l'entrée dans l'Union, pensent à un nouveau référendum dans quelques années, quand les dégâts auront été manifestes aux yeux de chacun. Mais, il sera trop tard.

- **Les méfaits, déjà évidents, vont s'aggraver** : avant le vote, le Royaume-Uni jouissait de la plus forte croissance parmi les grands pays de l'Union, en 2018, il affiche l'une des plus faibles avec 1.4%. La £ s'est affaiblie de 20% depuis le vote mais le déficit commercial ne s'est pas résorbé et le déficit courant, indice de la dépendance aux capitaux extérieurs, s'élève toujours à 5% du PIB. Les investissements étrangers se sont logiquement taris, les chefs d'entreprises, Honda par exemple qui va fermer une unité de 3500 emplois, multiplient les mises en garde, certains secteurs comme l'automobile ressentent pleinement cet attentisme puisque la production a reculé de plus de 15% sur un an. La démocratie anglaise, modèle historique, est mise à mal, et ses deux grands partis ont perdu leur représentativité. L'idée de s'acoïter plus étroitement avec les Etats-Unis au lendemain d'un Brexit est un leurre, car l'Angleterre n'a jamais intéressé les Etats-Unis que comme cheval de Troie pour empêcher l'Europe de multiplier les politiques communes. L'idée d'un accord de libre-échange avec la Chine qui ferait exploser les échanges entre les deux pays est un mirage car moins de 4% des exportations britanniques atteignent les rives chinoises et cela fâcherait Trump! Donc, conseil pour les investisseurs, ne pas encore prendre de position sur la £ ou le marché britannique domestique.

II. Les limites des politiques monétaires : 3 points à retenir

Le défi qui se pose aux banques centrales est simple, ce n'est plus l'inflation, une fiction, mais la gestion de la dette mondiale, une réalité de \$245 000 milliards en 2018, soit plus de trois fois le PIB mondial de \$85000 milliards, une dette dont l'aggravation est plus rapide que la création de richesses.

- **Myopie des banques centrales** : fondamentalement, le doute pourrait s'instiller. Perçus comme les vigies de la croissance, comme les oracles, les banquiers centraux jouissent d'un crédit exceptionnel sur les marchés financiers. Mais, devant le revirement de la Fed, on est gagné par la perplexité. Souvenons-nous, en octobre, le credo était trois hausses des taux en 2019. Aujourd'hui, la FED accrédite l'idée d'une baisse fin juillet et vraisemblablement d'une ou deux autres d'ici la fin de l'année. La situation économique a-t-elle à ce point changé en quelques mois ? La FED a-t-elle fait preuve de myopie ou tout simplement ne cède-t-elle pas à la « dictature des marchés » ? On pourra gloser sur les risques d'une récession, s'appesantir sur le tassement de l'activité manufacturière ou déplorer l'attentisme des entreprises qui préfèrent différer des investissements à l'étranger plutôt que de s'exposer à des droits de douane malencontreux mais la réalité des chiffres de l'emploi, la hausse des salaires réels, le dynamisme de l'activité dans les services, le pourcentage élevé, 80%, de surprises positives dans les résultats publiés au 2^{ème} trimestre aux Etats-Unis devraient suffire à dissiper les craintes et à différer une baisse des taux. Deux remarques pour conclure ce point : il ne faudrait pas que s'inscrive dans les esprits l'idée, avérée en Turquie ou en Inde, suspectée aux Etats-Unis, d'une influence politique sur les décisions des banques centrales. La confiance serait rompue et les cours boursiers en seraient affectés. Il ne faut pas non plus que les banques centrales se substituent aux gouvernements dans la conduite de la politique économique et on pense au mot de *Milton Friedman* dans son livre « Inflation et systèmes monétaires » : « **Le fait de déléguer aux gouverneurs des banques centrales des pouvoirs économiques étendus me semble absolument contraire aux principes libéraux** ». D'où les appels de

certains au relai d'une politique budgétaire plus ambitieuse, idée louable s'il s'agit d'investissements dans les infrastructures, l'éducation et la recherche, idée discutable s'il s'agit de nouvelles dépenses courantes.

- **Complaisance des banques centrales** : l'ambition de la politique monétaire ne saurait être de faciliter la réélection d'un Président mais doit être de faciliter la croissance du PIB tout en contenant le risque d'inflation. Néanmoins, à quoi rime une politique monétaire dirigée par un objectif d'inflation jamais atteint ? Exemple d'une inflation « core » de 1% dans la zone Euro pour un objectif de 2%. Ne faudrait-il pas définir de nouveaux objectifs, l'évolution de l'emploi ou de l'investissement ? Sans risque d'inflation, la capacité de pourvoyance, la latitude d'intervention des banquiers centraux est grande mais à vouloir renforcer une croissance économique qui n'est pas menacée par une récession, on court le risque de manquer de moyens de stimulation lors de la prochaine récession. L'incidence des politiques d'injections de liquidités sur la croissance est modérée. On peut argumenter que sans les énormes injections décidées par la FED puis la BCE, la récession post 2008 eut été plus profonde, l'inflation aurait peut-être été négative, l'Euro n'aurait peut-être pas survécu et récemment l'écart entre les taux de l'Allemagne et de l'Italie ne se serait pas réduit de 300 points de base à 200 points, mais les limites sont évidentes, la croissance du crédit reste faible, les entreprises peu compétitives parviennent à survivre, biaisent la concurrence et induisent des pressions déflationnistes. En outre, l'immobilier est victime de bulles, la situation des banques est fragilisée par les taux négatifs qui coûtent Euros 8 milliards aux banques de la zone Euro et leur valorisation boursière n'a jamais été aussi faible. Seul élément positif, néanmoins pervers, la baisse des frais financiers sur la dette publique. Un exemple, parmi tous les autres, aux Etats-Unis, le taux moyen de la dette était de 2.5% en 2018 contre 6.5% au début des années 2000.

- **Faible efficacité d'une baisse des taux par les banques centrales** : depuis le début de l'année, plus de 30 banques centrales dont 27 dans les pays émergents, à l'instar de l'Inde, la Malaisie, les Philippines... ont abaissé leurs taux d'intérêt. La semaine dernière, l'Afrique du Sud, l'Indonésie, la Corée du sud ont fait de même. Sans doute peut-on se réjouir de constater dans beaucoup des grands pays de l'OCDE un écart de 1 à 2 points entre le niveau des taux d'intérêt et la croissance du PIB. A ce jour, c'est \$13000 milliards, près d'un quart de la dette souveraine des membres de l'OCDE qui bénéficie de taux négatifs, plus encore après inflation. Du jamais vu, qui permet de gommer une partie de la dette mais la croissance économique est inférieure à celle des cycles précédents car ces liquidités alimentent les dépôts plus que les dépenses et l'investissement. Au regard de la décevante évolution du crédit ces dernières années, on peut douter d'une incidence positive sur l'activité d'une baisse des taux américains de 2.5% aujourd'hui à éventuellement 1.75% ou même 1.50% d'ici un an. Nonobstant une situation proche du plein emploi et une croissance du salaire réel, un exemple éclairant est apporté par la stagnation des mises en chantiers cette dernière année, voire la baisse récente des ventes et des prix sur la côte ouest, alors même que le taux hypothécaire à 30 ans aux Etats-Unis a baissé de 4.75% il y a un an à 3.75% aujourd'hui. En Allemagne, les taux sont négatifs au-delà de 10 ans mais l'épargne reste abondante et l'investissement faible.

Parmi les gagnants d'une prochaine baisse des taux américains, donc d'une injection de liquidités, les pays émergents qui bénéficieront d'un afflux de \$: leurs monnaies devraient s'apprécier, l'inflation importée baisser, la dette en devises, soit plus de 40% de la dette turque, plus d'un tiers de la dette russe, mexicaine ou indonésienne,

devrait être allégée et l'abaissement des taux en monnaie locale serait facilité, qu'il s'agisse de la Turquie qui supporte des taux à 24% pour une inflation à 16% ou encore de l'Afrique du Sud, de la Russie....

III. Les limites de la politique de l'OPEP :

L'OPEP ne réalise qu'un tiers de la production mondiale et peine à cacher ses divisions, on n'évoquera que l'hostilité de l'Arabie Saoudite à l'encontre de l'Iran. Avec la Russie et 24 autres producteurs, un accord de réduction de la production de 1.2Mb/j a pu être prorogé jusqu'en mars 2020 mais, nonobstant les craintes d'un blocage du détroit d'Ormuz par lequel transitent 17Millions de b/j, nonobstant une chute des exportations iraniennes de 2.5Mb/j à 0.4Mb/j en l'espace d'un année, en partie expliquée par l'incapacité ou le manque de volonté des européens de promouvoir un système de troc, nonobstant une production vénézuélienne tombée à un niveau très faible, nonobstant des troubles en Libye, nonobstant les effets différés de la contraction des budgets d'exploration de \$800 milliards en 2014 à \$430 milliards en 2016, nonobstant la perspective d'une baisse des taux d'intérêt donc d'une stimulation de la croissance, le prix du Brent peine à atteindre \$70/baril. Autrement dit, l'orientation des prix est plutôt baissière et l'évolution des cours des actions de producteurs de pétrole, +9% cette année pour le S&P 500 Energy à comparer à +19% pour le prix du brut, traduit ce sentiment. Le refus des chinois d'obtempérer aux menaces de Trump, donc la poursuite d'achat de brut iranien en utilisant des sociétés plus petites, moins exposées aux sanctions américaines, ne stoppera donc pas les exportations iraniennes. Seul frein possible à cette baisse, un tarissement de l'offre de pétrole de schiste aux Etats-Unis. Signes peut-être prémonitoire mesuré par l'indice Baker Hughes, une diminution du nombre de puits de forage d'un point haut proche de 880 à 785 la semaine dernière et une moindre augmentation escomptée de la production de pétrole de schiste, 1.2Mb/j en 2019 après 1.6Mb/j en 2018.

IV. Les limites de la politique de stimulation en Chine : « *Examine si ce que tu promets est juste et possible car la promesse est une dette* » Confucius.

Ce mot de Confucius pourrait inviter à la sagesse un gouvernement chinois qui mise beaucoup sur la croissance pour permettre des créations d'emplois à même de contenir la contestation sociale, assurer, avec le plan China 2025, un rattrapage technologique du pays par rapport aux Etats-Unis, projeter avec, le projet des Routes de la Soie, la Chine hors de ses frontières. Autant d'ambitions coûteuses en termes d'endettement et d'efficacité du capital investi.

- **Un ralentissement inexorable** : cela fait longtemps que nous nous inquiétons des artifices du gouvernement chinois pour tenter de contrecarrer un ralentissement structurel de la croissance mais les chiffres trimestriels qui se suivent ne font que valider cette tendance. Dernier plan connu, en mars 2019, Euros 260 milliards d'allègements d'impôts, sans incidence notable ! Contrairement au sentiment de beaucoup, les surtaxes infligées par Donald Trump

n'expliquent qu'à la marge l'infléchissement de cette croissance. Surinvestissement dans les infrastructures et l'immobilier, surinvestissement dans de nombreux secteurs industriels, surinvestissement financé par l'endettement et générateur de surcapacités dans des entreprises publiques faiblement profitables, tel a été le modèle poursuivi par les chinois ces dernières années, telle est la source des problèmes actuels. Un modèle usité à chaque plan de relance dont l'efficacité s'étiolo et dont on peut douter de la pérennité.

- **Les facteurs d'anxiété** : l'inquiétude porte sur la capacité de la Chine à porter le revenu/habitant chinois au niveau des pays occidentaux. L'inquiétude porte sur la dérive de l'endettement, 1.5x le PIB en 2008, 3.1x aujourd'hui, quelque \$40 000 milliards !, ce qui en creux signifie qu'il faut sans cesse plus de Yuans de dettes pour accroître de 1 Yuan le PIB. Forte d'un taux d'épargne privée équivalent à 48% du PIB, les autorités chinoises peuvent poursuivre quelques années dans cette voie mais elle est sans issue, même si à court terme certains se réjouiront d'un rebond à 6.3% de la production industrielle et à 9.8% des ventes de détail en juin.

V. Les limites de la politique commerciale de Donald Trump :

- **Trump, adepte de la théorie du bouc émissaire de René Girard** : sans probablement être un lecteur de Girard, il semble en appliquer les principes dans la perspective de l'élection de 2020 et cherche ainsi des boucs émissaires, la Chine un jour, l'Iran un autre jour, l'Euro parfois, pour galvaniser ses soutiens. Il faut rappeler que par-delà le salmigondis de « tweets », le bilan est maigre : une sortie de l'accord de Paris sur le climat loin de faire l'unanimité, une réforme de la fiscalité aux effets mitigés puisque les rapatriements de liquidités par les entreprises n'ont totalisé que \$680 milliards en 2018 sur un montant de près de \$4000 milliards, l'investissement, 13.8% du PIB au 1^{er} trimestre 2019, n'a guère augmenté alors que les rachats d'actions ont représenté une somme record de \$805 milliards en 2018 et encore \$205 milliards au 1^{er} trimestre, les recettes fédérales ont diminué à 17% du PIB au 1^{er} trimestre, ce qui a creusé le déficit budgétaire à un niveau record en haut de cycle de 5% du PIB.

- **L'incapacité à affaiblir la Chine** : 3 remarques. D'une part, Trump est arrivé 10 ans trop tard. En 2008, l'excédent de la balance des paiements courants de la Chine représentait 10% du PIB, les exportations constituaient une composante essentielle de la croissance chinoise. Fin 2018, l'économie est substantiellement plus dépendante du marché domestique, les réserves de change, \$3200 milliards n'augmentent plus et ont baissé de près de \$1000 milliards depuis leur plus haut, l'excédent ne représente plus que 0.4% du PIB, pas plus de \$60 milliards. Les exportations nettes ne constituent plus qu'un faible pourcentage du PIB, les investissements directs des entreprises chinoises sur le sol américain sont tombés à \$5 milliards en 2018, un montant éloigné des \$45 milliards enregistrés en 2016 et certaines entreprises multinationales délocalisent de la Chine vers le Vietnam pour des biens industriels ou le Bangladesh pour le textile, même s'il n'est pas aisé de se soustraire à un microcosme local qui compte beaucoup de sous-traitants.

Ensuite, pour avoir une quelconque chance de réussir à tordre le bras de la Chine, Trump aurait dû poursuivre dans la voie tracée par Obama, celle de l'accord TPP, TransPacifique, celle d'un accord de libre-échange entre les grands pays d'Asie, celle d'une coordination entre tous ces pays pour faire pression sur la Chine. Mais Trump a choisi l'option inverse, est sorti de l'accord TPP, a laissé des partenaires historiques des Etats-Unis négocier avec la Chine un projet de libre-échange qui associerait Chine, Inde, Japon, Australie, Corée du sud... soit une moitié de la population de la planète ! Les mesures imposées par Trump n'affectent que 10% des exportations chinoises, donc à peine 2% du PIB chinois. Rien qui ne permette d'anticiper une contraction du déficit bilatéral avec la Chine, \$375 milliards en 2018. Mais des taxes pénalisent le consommateur américain à hauteur de \$20 milliards/an , ce qui fait penser au mot de *Camus dans Caligula, acte I, scène 8* : **« Il n'est pas plus immoral de voler directement les citoyens que de glisser des taxes indirectes dans le prix des denrées dont ils ne peuvent se passer. Gouverner c'est voler, tout le monde sait ça ».**

Enfin, à chaque fois que Trump croit affaiblir un acteur clé de la technologie chinoise, Huawei par exemple avec l'interdiction temporaire d'approvisionnement en composants américains, il ne fait que renforcer la détermination des autorités chinoises d'accélérer le plan « China 2025 » de promotion d'un panel de technologies clés et d'accroître le budget de recherche déjà à 2.1%. Cette même volonté d'émancipation transparaît dans la création du « nasdaq chinois », même si, pour l'heure il est limité à 25 valeurs de second rang, car les grandes sociétés chinoises de la tech restent à New York ou Hong Kong.

- **L'incapacité à affaiblir le \$** : en 1985, lors des accords du Plaza, les Etats-Unis, parce qu'ils bénéficièrent de la collaboration des grands banquiers centraux, parvinrent à affaiblir le \$. Il faut rappeler qu'entre 1980 et 1985, contre le seul Deutsch Mark, l'appréciation avait frôlé les 90%. Aujourd'hui la BCE veille, même si la politique de change est de la compétence du Conseil européen. Les propos ou les décisions de Draghi contreront toute action du Trésor américain ou de la Fed visant une dépréciation du \$.

Conclusion : « *Les amis de la vérité sont ceux qui la cherchent et non ceux qui se vantent de l'avoir trouvée* » *Condorcet* dans son discours sur les conventions nationales en avril 1791.

Malaisé pour les politiques économiques de toucher leur cible mais on conclura avec une note de confiance sur la croissance à court terme sans occulter l'impéritie des politiques à un horizon plus éloigné qui justifie une note de prudence sur les marchés :

- ***L'économie mondiale n'est pas encore à la veille d'une récession*** que les banques centrales s'ingénient déjà à en prévenir l'éventualité. S'alarmer d'un ralentissement du commerce international, 2.5% cette année, 8%/an au début des années 2000, s'inquiéter d'une contraction de l'investissement au 1^{er} trimestre en Inde, en Indonésie, aux Philippines ou en Thaïlande, s'angoisser de la forte contraction récente des exportations coréennes ou indonésiennes, c'est mésestimer le glissement des économies de l'industrie vers les services domestiques, c'est exagérer la menace protectionniste, c'est oublier qu'au 1^{er} trimestre, les chiffres de croissance, partout dans l'OCDE ont été meilleurs qu'attendu, c'est occulter la hausse récente de la confiance des acteurs en Europe comme aux Etats-Unis, la fermeté de la consommation et des services. Sans surprise le FMI anticipe une croissance mondiale de 3.2% avec 2.6% aux Etats-Unis, 1.3% dans la zone Euro et 0.9% au Japon.
- ***Dans l'intervalle du plus long cycle de croissance de l'après-guerre, 10 ans, rares sont les Etats, Suisse, Allemagne, Pays-Bas, parvenus à l'excédent budgétaire*** et à amorcer une réduction de leur dette publique et nulle banque centrale n'a su résorber les liquidités injectées. La FED, seule banque centrale à avoir emprunté cette voie, n'a réduit son bilan que de \$4500 milliards à \$4000 milliards, bien loin des \$800 milliards de 2007 car elle observe la dérive de la dette publique à 107% du PIB soit \$22800 milliards. A l'autre extrême, la Banque du Japon, sans ciller, sans douter, confirme sa politique d'achats d'obligations publiques au rythme de 13% du PIB chaque année et d'actions à hauteur de 1% de la capitalisation boursière. Son bilan représente l'équivalent de 1x le PIB, le taux des obligations à 10 ans est maintenu à 0 et rien ne semble devoir arrêter cette politique laxiste.
- ***Conjurons une poursuite de politiques accommodantes*** car finalement l'objectif, inavoué, est la préservation de la solvabilité budgétaire.
- ***Aux yeux des investisseurs sur les marchés, les risques sont contenus*** : oublié, le risque de hausse des taux ; modéré, le risque de protectionnisme ; écarté, le risque de récession aux Etats-Unis ; étalé dans le temps, le risque de ralentissement chinois ; improbable, le risque sur le prix du pétrole ; amoindri, le risque de sortie de capitaux des pays émergents. Les marchés financiers, même dégrisés par la stagnation des résultats des sociétés, apprécieront. Aussi, après l'exceptionnelle appréciation des portefeuilles depuis le début de l'année, des couvertures partielles de l'exposition actions sont justifiées ainsi qu'une diversification vers le Franc Suisse, l'or ou les Treasuries américaines. On gardera à l'esprit le mot de ***Corneille dans Andromède, acte II scène 4 « Je vous l'avoue, il est bien rigoureux/ de tout perdre au moment qu'on doit se croire heureux ».***

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.