

## Lettre n°10

### Vers l'inflation ou la déflation ?

« *L'homme sait assez souvent ce qu'il fait mais il ne sait jamais ce que fait ce qu'il fait* » Paul Valéry

En réponse à cette crise qui apostrophe notre destin, les banques centrales, sans ambivalence, innover, diversifient leurs champs d'intervention et procèdent à des injections de liquidités sans précédents. Nul ne pourra ainsi dire qu'elles se seront montrées faibles et irrésolues. Actions des gouvernements et politiques monétaires sont imbriquées, interpénétrées mais on pense au mot de Paul Valéry en incipit car il est difficile de mesurer l'impact à terme de ces politiques sur un système qui connaît une indéniable sénescence.

Essayons d'être clair car le sujet rebute beaucoup. En substance, la dette mondiale, déjà très élevée avant cette crise est augmentée et il faut trouver le moyen de la financer sans trop recourir à l'impôt et sans susciter la défiance, c'est à dire la fuite devant la monnaie.

### Concilier aggravation de la dette et abaissement de son coût ?

#### La dérive de l'endettement :

La dette mondiale, publique et privée, 80% du PIB en l'an 2000, 350% fin 2019 a cru rapidement. En 2008, la seule dette publique des grands Etats atteignait 75% du PIB, en début d'année 100% et à la fin 2020, selon les chiffres du FMI, elle devrait être de 120%. La gestion de la crise est potentiellement plus malaisée qu'en 2008 : les déficits budgétaires, à quelques rares exceptions comme la Suisse ou l'Allemagne, sont déjà élevés et on a déjà usé et abusé de l'arme des taux car ils étaient, avant même la crise, négatifs en Europe, à zéro au Japon et faiblement positifs aux Etats-Unis.

Aux Etats-Unis, la dette publique augmentera cette année de 110 % du PIB à 130%, dans la zone Euro de 84% à près de 100% et au Japon de 237% à plus de 250% du PIB. Une dégradation qui résulte de l'aggravation des déficits budgétaires des différents Etats. Dans chacun des grands pays, l'accélération du déficit correspondra ou excédera cette année le recul attendu du PIB. Ainsi, en France, le déficit budgétaire va passer de 3 à 9% et la récession pourrait-être de 6%. Aux Etats-Unis, l'augmentation du déficit 2020, 15% du PIB contre 5% en 2019, sera très supérieure au recul du PIB.

A un moment où l'accroissement des impôts est socialement malaisé, le recours aux banques centrales est une facilité. Les sommes injectées financent, pourrait-on dire, les politiques budgétaires, l'indemnisation du chômage partiel comme les aides financières aux entreprises. Aussi longtemps que les banques centrales ne réduisent pas leurs bilans, portent jusqu'à l'échéance les dettes acquises, on pourrait introduire une nouvelle mesure de la dette, distinguer la dette brute, celle affichée ci-dessus, et déduire le pourcentage détenu par la banque centrale pour calculer une dette nette.

#### L'objectif de taux proches de zéro :

Une résultante de cette détérioration devrait être la hausse des taux mais, sans inflation pour effacer la dette, sans croissance pour l'absorber, il faut pour rendre le coût supportable, veiller à maintenir les taux très bas. C'est la mise en œuvre de la *Théorie monétaire moderne* préconisée par *Olivier Blanchard* et quelques autres, c'est-à-dire le financement du déficit budgétaire par la création monétaire à un taux proche de zéro, sans éviction sur les emprunts privés. Loin semble l'époque où les banques centrales n'étaient que les vigies de l'inflation. En 2008, avec le « Quantitative Easing », les injections de liquidités, elles avaient racheté sur le marché secondaire des dettes des Etats et des dettes de très bonnes sociétés. En 2020, devant une telle

accumulation de dettes, elles injectent beaucoup plus et diversifient leurs interventions. L'objectif premier des banques centrales est d'empêcher la remontée des taux longs, c'est-à-dire de prévenir une éventuelle défiance des investisseurs. En 2007, le total de bilan des trois grandes banques centrales, américaine, européenne et japonaise était de \$3400 milliards, cette année, à la veille de la nouvelle crise un peu plus de \$14000 milliards et peut-être près de \$25000 milliards à la fin de l'année.

## Les politiques menées par les banques centrales :

### **Etats-Unis : la FED, première par le montant des interventions.**

La FED détenait à la veille de cette crise \$2500 milliards d'obligations publiques. Depuis le 16 mars, la FED a acheté \$2000 milliards d'obligations, l'équivalent de près de 10% du PIB. Des acquisitions infiniment supérieures à celles opérées au rythme de \$85 milliards/mois entre 2012 et 2014. Ainsi le bilan de la FED, de moins de \$4000 milliards en début d'année, pourrait atteindre \$8000 à \$12000 milliards à la fin de l'année car dorénavant elle envisage la possibilité d'achats illimités.

La FED, soucieuse de ne pas être accusée comme en 2008, d'avoir juste sauvé Wall Street, vient au secours de l'économie réelle : alarmée par la détérioration de l'emploi, 26 millions d'inscription au chômage en un mois sur une population active de 164 millions, effrayée par la faiblesse de l'épargne des ménages, ¼ ont moins de \$400 pour répondre à l'imprévu, inquiète devant l'aggravation du déficit budgétaire à \$3800 milliards en 2020, préoccupée par le coût de certaines émissions obligataires, exemple celle de Ford, 8.5% et 9.6% à 5 et 10 ans pour une émission de \$8 milliards, a mis à disposition \$2300 milliards. La FED est prête à acheter des emprunts des collectivités locales, des créances privées d'entreprises, « high yield » incluses, des créances hypothécaires ou encore des prêts étudiants, des prêts sur cartes de crédit et même des ETF « investment grade ». Elle devrait également prêter ou garantir des prêts à tous les commerçants, restaurants, c'est-à-dire au secteur de services, riche en emplois qu'il s'agit de préserver. Quand le Trésor offre \$480 milliards à l'économie, la FED pourrait apporter 10 fois plus, laissant toutefois au Trésor assumer les éventuelles pertes sur défauts partiels.

Enfin, vis-à-vis du reste du monde, pour assurer la liquidité en \$, la FED a multiplié des accords de swaps avec des pays étrangers, un montant supérieur à \$400 milliards.

Si chacun salue la rapidité de la réaction de la FED, beaucoup s'alarment des conséquences de ces injections massives : ne risque-t-elle pas d'être soupçonnée de favoritisme en faveur de telle ou telle entreprise ? Que se passerait-il si des faillites de municipalités intervenaient car les implications seraient politiques ? Que se passerait-il si les interventions de la FED empêchaient des faillites d'entreprises fragiles ? Où serait l'aléa moral inhérent au capitalisme ? Ne reprocherait-on pas à la FED de favoriser tels actionnaires ou tel fonds de « private-equity » ?

### **La BCE, bras séculier de l'Europe.**

Le bilan de la BCE, c'est Euros 4000 milliards, à comparer avec Euros 800 milliards avant la crise financière de 2008. La BCE aide les Etats, l'économie réelle et les banques. Elle détenait à la veille de la crise, un peu plus de 20% de la dette européenne, Euros 2600 milliards, a prévu Euros 1000 milliards d'acquisitions d'obligations publiques et privées, l'équivalent de 9% du PIB de la zone Euro, et fera certainement plus. On le voit, c'est au minimum une augmentation de près de 40% des encours, d'ici la fin de l'année, avec l'ambition de prévenir une dérive des taux longs et la possibilité pour la première fois de privilégier l'aide aux pays les plus endettés. Lors de la crise de 2008, il lui avait fallu 4 années pour annoncer qu'elle ferait tout ce qu'il fallait, cette fois-ci quelques semaines. La BCE détenait fin 2019, 26% de la dette allemande, 19% de la dette française, 15% de la dette italienne. Fin 2020, ce pourrait être, respectivement, 25% de la dette de la zone Euro, 30% de la dette allemande, 23% de la dette française et 20% de la dette italienne. La mutualisation des dettes écartée pour des raisons politiques, reste à surmonter l'hétérogénéité croissante de la zone Euro, à réduire les spreads des pays endettés comme l'Italie, aujourd'hui trop élevé à 230 points avec l'Allemagne et à éviter une restructuration de dettes, comme en 2012 lors de la crise grecque. On peut anticiper une sollicitation de l'épargne privée des résidents pour financer ces dettes publiques, notamment en Italie, pays riche d'épargne privée avec un total de dépôts d'Euros 1500 milliards à comparer avec une dette publique d'Euros 2600 milliards. Certains rêvent de faire plus, inciter la BCE à acquérir des obligations d'une maturité supérieure à 30 ans, opération interdite par les statuts, voire même envisagent des obligations perpétuelles.

Les banques, suite à l'accord dit de Bâle III, sont solides et disposent de Euros 300 milliards de fonds propres mais cela ne sera peut-être pas suffisant pour accompagner les entreprises dans l'effort de relance et il est difficile d'envisager des augmentations de capital au cours actuel. La BCE a donc décidé un abaissement du coût de refinancement des banques auprès de la Banque centrale à -1% et un assouplissement de la réglementation européenne sur les fonds propres des banques qui a « libéré » Euros 120 milliards de fonds propres supplémentaires. Concrètement, les exigences de fonds propres pour les activités de marché sont allégées et un allègement des provisions à constituer lors de l'octroi d'un prêt pourrait être décidé. Reste à étendre dans le temps les garanties des Etats ou à envisager la création d'une « bad bank » car une multiplication des faillites d'entreprises n'est pas à écarter. Aussi, même si, en Bourse, les ratios de valorisation des banques sont faibles, nous ne touchons pas au secteur.

### **Japon et Angleterre : les deux banques centrales les plus audacieuses.**

La Banque du Japon, la plus hardie des banques centrales, car le pays est le plus endetté, ne devrait plus limiter l'achat de dettes publiques à 13% du PIB/an, un montant énorme, 80 000 milliards Yens/an soit Euros 690 milliards, en vigueur depuis 2014 mais est ouverte à des achats illimités. L'objectif affiché en 2016 de maintenir le taux à 10 ans à 0, politique dite du YCC « Yield curve control », est un succès puisque sur les douze derniers mois elle n'a dû acquérir que 14000 milliards Yens pour y parvenir. On peut donc conjecturer qu'elle devrait être suivie dans cette voie par les autres banques centrales. Depuis quelques semaines, la Banque du Japon accroît ses achats de créances d'entreprises (obligations et papier commercial) de 7400 milliards Yens à 20 000 milliards Yens (\$185 milliards) et double à Euros 100 milliards l'acquisition annuelle d'actions en Bourse. Depuis 2013, seule, avec la Suisse, de toutes les grandes banques centrales à acheter des actions, elle détient déjà plus de 5% du marché japonais et va poursuivre dans cette voie, sans justification économique puisque la Bourse finance peu les entreprises.

En Angleterre, Fitch a abaissé la note du pays de AA à AA- et placé la dette sous surveillance négative. La Banque d'Angleterre, après en avoir exclu la possibilité début avril, va acheter directement, sans passer par des rachats sur le marché secondaire, £200bn des 260 milliards émis par le Trésor (un record comparé aux £22 milliards injectés en 2009/10). Gageons que la FED et la BCE ajusteront tôt ou tard leur statut pour y procéder.

### **Trois conclusions à tirer de ces interventions :**

#### **Pressions déflationnistes plus qu'inflation :**

Nonobstant les injections de liquidités, les pressions déflationnistes vont persister et la menace inflationniste va demeurer virtuelle. 6 raisons à cela : l'irrépressible besoin d'épargne de précaution des ménages, l'indicible réticence des banques à prêter à des entreprises plus endettées, l'irréductible faiblesse des taux d'utilisation des capacités pour de nombreux mois, l'irrémissible risque de faillites, l'inexorable persistance du chômage et l'abyssale faiblesse du cours des matières premières. Les liquidités sont néanmoins abondantes et, à défaut d'une inflation du prix des biens, l'inflation du prix des actifs sera une réalité, la volatilité sera amplifiée car il y aura des bulles. On l'a déjà dit, le facteur d'un retour à l'inflation serait le choix du protectionnisme. Ces deux variables seraient néfastes à la tenue de Bourses, déjà chères, après le récent redressement rapide des cours.

#### **L'aptitude des banques centrales des grands pays à soutenir l'économie réelle :**

Dans le prolongement de notre lettre de la semaine dernière, il ressort que seuls les grands pays et la Chine ont l'insigne privilège de faire du « quantitative easing », les autres se heurtent à des sorties de capitaux, donc une dépréciation de leurs devises, une remontée des taux, frein à la croissance.

En 2008, les injections de liquidités vinrent en aide au secteur financier, en 2020 elles soutiennent également l'économie réelle et cela est indispensable car l'OCDE évalue à plus d'un tiers le pourcentage des ménages qui pourraient entrer dans la pauvreté si la crise devait les priver de revenus plus de trois mois. Deux points distinguent les crises de 2008 et de 2020 : une intervention des banques centrales rapide et massive, une meilleure capitalisation du système bancaire qui a permis aux CDS des banques de ne pas atteindre les niveaux de 2008.

Les mesures annoncées devraient éviter un « credit crunch », une insuffisance de crédits. Néanmoins, si des faillites à court terme sont évitées, l'endettement sera plus élevé et la capacité d'investissement pourra être hypothéquée.

### **Indépendance des banques centrales critiquée mais souvent illusoire**

Les banques centrales ont fait beaucoup en peu de temps mais elles pourraient, si nécessaire, acheter à l'instar de la Banque du Japon des actions et distribuer de l'argent aux ménages, le fameux « Helicopter money ». Le trésor américain a pris cette initiative en distribuant \$1200 à chaque américain. D'aucuns s'inquiéteront de ces politiques et chercheront des refuges dans l'or ou les crypto-devises, d'autres s'indigneront du pouvoir illimité des banques centrales, institutions indépendantes et non élues, mais l'indépendance des banques centrales est un mythe et pour s'en convaincre, souvenons-nous des pressions de Trump en faveur de taux zéro ou de l'indignation d'Emmanuel Macron devant la posture initialement timide de Madame Lagarde à la tête de la BCE. Dans la conjoncture actuelle, leur action arrange tout le monde et donc « Don't fight the FED ». Mais les générations futures, lestées de ces dettes, ne pourront pas reprendre le mot de *Mark Twain* : « *L'épargne est une merveilleuse réalité, surtout quand nos parents l'ont pratiquée* ».

Genève, le 4 mai 2020



Bruno Desgardins  
Directeur de la Gestion