

Lettre n°15

Wall Street face à « Main Street ». Comment gérer la crise ?

« *Un art de vivre par temps de catastrophe* » Albert Camus – Discours à Stockholm

Savourer la hausse des marchés autant qu'en abominer la cause, tel est le sentiment de beaucoup d'investisseurs sur les marchés. Une appréciation qui ravit autant qu'elle emporte le scepticisme. Un redressement des cours qui éclipse presque la profondeur de la récession. Certains ont investi dès la fin mars et s'en réjouissent autant qu'ils laissent affleurer un inconfort à la lecture des statistiques d'activité. Jamais une récession n'aura à ce point affecté la planète par sa soudaineté, sa généralité et son ampleur, jamais les marchés financiers n'ont enregistré un redressement si rapide des cours et jamais les écarts de taux au cœur de la crise n'ont été si étroits malgré les divergences de situation financière. Dans l'intervalle, bref entre l'effondrement des marchés et leur redressement, les banques centrales et les gouvernements semblent avoir inventé ce qu'**Albert Camus**, lors de l'obtention de son prix Nobel de Littérature, qualifiait d'art de vivre par temps de catastrophe.

Dans cette première de deux notes sur Wall Street face à Main Street, sur l'évolution des Bourses comparée à celle des économies, on se polarisera sur la gestion de cette crise et dans la seconde sur ses conséquences. Au désarroi suscité par le virus (1^{ère} partie), les gouvernants ont répondu par des mesures inédites, un arrêt des économies, l'espace de deux à trois mois, puis une relance massive, financée par des déficits budgétaires et majoritairement monétisée par les banques centrales (2^{ème} partie).

L'inquiétude des Etats :

Les inquiétudes des Etats sont budgétaires, sociales, financières.

Les inquiétudes budgétaires :

Avant cette crise, rares étaient les pays bénéficiant d'un excédent budgétaire, la Corée du Sud avec un solde positif égal à 2.8% du PIB, l'Allemagne, 1.9% du PIB et, évidemment, la Suisse, le parangon de vertu. Rares étaient les pays capables durant ces dernières années de croissance d'abaisser leur endettement. On perçoit la faible capacité d'intervention d'Etats déjà endettés et cela pose la question du soutien des entreprises fragiles. Certes l'épargne privée atteint des montants inégalés dans de nombreux pays mais que faire de cette épargne dans un contexte de dettes publiques record ?

Les mesures budgétaires, en pourcentage du PIB, sont sans précédent, souvent supérieures à 10%, et revêtent des formes diverses : plans de relance, moratoire sur les charges, report de TVA. Le but est de préserver le tissu économique. Autrement dit, pour conjurer le risque de chômage, les gouvernements prennent des risques d'endettement et les ratios de dette publique/PIB, en hausse de 15 à 25 points, vont atteindre des niveaux inconnus depuis 1945. Mais la ligne de crête est étroite car l'enjeu fondamental de ces dépenses budgétaires, au-delà des dépenses de soutien aux entreprises et aux chômeurs, devrait être l'investissement dans l'innovation et l'éducation pour accroître le potentiel productif.

Pour contenir la dette publique, on pourrait imaginer que les Etats transforment en participations les prêts accordés à des entreprises et ainsi feraient des bénéficiaires qui dans quelques années permettraient de rembourser la dette. Cela reviendrait à créer un fonds souverain vite profitable, idée indéniablement séduisante mais source d'autres problèmes comme l'ingérence de l'Etat dans la gestion d'une entreprise privée. Ceci est l'angle étatique et **Jacques de Larosière** propose une mesure comparable pour permettre aux entreprises de sortir de la spirale d'endettement en convertissant les prêts en capital afin de ne pas contraindre les entreprises.

Les inquiétudes sociales :

Inquiets de mouvements sociaux, alarmés par le creusement des inégalités entre générations avec les difficultés des jeunes à trouver un premier emploi, préoccupés par d'éventuels troubles politiques, les gouvernements tentent par tous les moyens de gommer les incidences d'une récession, de lisser les cycles, de restaurer la confiance et d'accompagner les mutations des systèmes de production.

Aux Etats-Unis, la reprise amorcée du marché de l'emploi, 7.5 millions d'emplois créés en mai et juin, surtout dans le commerce, semble s'essouffler. L'aide fédérale de \$600/semaine versée à 25 millions de travailleurs pour un coût hebdomadaire de \$ 15 milliards, pourrait ainsi devoir être étendue par le Congrès au-delà de la fin juillet car on dénombre encore 15 millions d'emplois perdus depuis février. Beaucoup d'entreprises cycliques, très endettées par des LBO, des opérations à effet de levier, pourraient avoir du mal à rembourser leurs dettes, faire faillite et cela aggraverait le chômage.

Afin de financer ces programmes, les gouvernements avancent appuyés sur les béquilles offertes par les banques centrales. Même les députés allemands bafouent les objections de la Cour Constitutionnelle de Karlsruhe et ont autorisé la Bundesbank à poursuivre les achats d'obligations d'Etat. Même le gouvernement allemand ne lésine pas sur les aides car l'orthodoxie s'impose moins dans un contexte de taux à zéro ou négatifs. Si, en 2008 il n'avait débloqué qu'une soixantaine de milliards d'Euros pour venir en aide à l'industrie, cette année après un premier plan d'Euros 450 milliards, plus de 13% du PIB, un deuxième d'Euros 250 milliards devrait être réalisé. Et, Angela Merkel a évolué sur l'aide européenne et a rallié l'idée d'Emmanuel Macron d'un plan d'Euros 750 milliards, financé à hauteur d'Euros 390 milliards par une dette mutualisée.

Les inquiétudes financières :

Loin, la mise en garde de **Reinhart** et **Rogoff**, l'idée qu'une dette publique supérieure à 90% du PIB mettrait en péril la croissance économique. Idée discutable car le Japon, grâce à son épargne domestique, semble supporter une dette publique à 2.5x le PIB alors que l'Argentine, avec une dette proche de 90% du PIB restructure sa dette pour la deuxième fois en moins de vingt ans.

La théorie monétaire moderne, hier décriée, écartée, a subitement gagné en audience. Si elle a pu trouver ainsi créance auprès des décideurs, c'est parce qu'elle offre d'apparentes marges de manœuvre à des gouvernements dénués de moyens financiers. « **Rien n'arrête une idée dont le temps est venu** » disait **Victor Hugo**, les ratios d'endettement ont continué à se détériorer et les diatribes sur la dette ont été dénoncées. Nos sociétés sont portées par une préférence pour le présent, affectées par une insatisfaction chronique, caractérisées par une impatience des populations et, donc, par facilité, les gouvernements empruntent aux générations futures. Objection balayée par **Olivier Blanchard**. Selon lui, si le coût de la dette est inférieur au taux de croissance de l'économie, alors la dette en pourcentage du PIB diminue.

Endetter à taux faible un pays pour améliorer les infrastructures, la productivité et la croissance potentielle est un amortisseur possible de la crise. A ces conditions, l'Italie reste néanmoins pénalisée car, même à un taux nominal de 1.05%, le taux d'intérêt réel à 10 ans y est supérieur au taux de croissance de l'économie ces vingt dernières années et donc, le ratio d'endettement s'aggrave.

L'action des banques centrales :

Assurer des taux bas sur toute la courbe :

A la veille de la crise du Covid, les taux officiels nominaux étaient faiblement positifs aux Etats-Unis et en Chine, négatifs en Europe, au Japon et en Suisse. A cela, plusieurs raisons, la permanence de politiques monétaires accommodantes mais également des facteurs structurels favorables à une augmentation de l'épargne, le « saving glut » évoqué par les anglo-saxons, le vieillissement des populations, l'aggravation des inégalités et la plus forte propension à épargner des classes aisées, l'abaissement du taux d'investissement, le souci, dans les Etats privés des mannes de l'Etat Providence de détenir une épargne de précaution, l'évolution en Chine d'une économie industrielle vers une économie de services, moins vorace en capital. Après l'irruption du Covid et de la déflation, les taux réels augmentent mécaniquement.

En 1990, la Fed avait abaissé les taux de 9 à 3%, en 2001, de 6.5% à 1%, en 2008, de 5.25% à zéro. Cette année, la marge de manœuvre pour les abaisser à zéro était encore plus étroite et la FED n'a pas souhaité adopter des taux négatifs car ils présentent 3 défauts majeurs : la baisse du revenu de l'épargne accroît l'épargne de précaution, les entreprises en profitent pour racheter leurs actions et n'accroissent pas l'investissement productif, la formation de bulles est stimulée.

Les injections :

Avant la crise beaucoup s'inquiétaient de l'absence de possibilités d'actions des Banques centrales mais c'était sous-estimer les innovations ou l'imagination. Entre les liquidités à conditions préférentielles accordées aux banques, les collatéraux accordés pour des prêts aux entreprises et les rachats massifs de créances publiques et privées, les interventions ont représenté jusqu'à l'équivalent de quinze points de PIB. Et, autre innovation, les banques centrales ont veillé à ne pas oublier « Main street », à aider les entreprises en offrant des garanties.

Depuis février, la FED a acheté \$1700 milliards de dette fédérale et a pris un engagement d'achat de \$750 milliards de dettes d'entreprises et de \$500 milliards de dettes des collectivités locales et des entités fédérées. La FED, en quelques semaines, a racheté autant qu'en 3 ans après 2008 et son bilan réduit de \$4500 milliards en 2015 à \$3800 milliards en septembre 2019, atteignait \$7200 milliards début juin. Elle a acheté autant d'obligations d'entreprises, 220 milliards d'Euros, que la BCE en 4 ans.

Selon la BRI, Banque des Règlements internationaux, les achats de dettes publiques ont représenté l'équivalent de 16% du PIB et les montants de crédits au secteur privé non financés par la FED ont dépassé 10% du PIB. A titre de comparaison, en Europe, les pourcentages respectifs sont 11% et 11%.

La possibilité pour la Fed de consentir des prêts dans « des circonstances inhabituelles et pressantes » définie sous la présidence Hoover, lors de la crise de 1929, alors modestement exploité avec des prêts à un peu plus de 100 sociétés, connaît un grand développement cette année : \$600 milliards pour des prêts réalisés par des banques et pris en charge par la FED à hauteur de 95% pour les 19 000 sociétés disposant d'un chiffre d'affaires inférieur à \$5 milliards et employant entre 500 et 15 000 salariés, ce qui intéresse près de 40 millions de salariés américains. Le trésor a prévu \$75 milliards dans l'hypothèse de défauts. Il s'agit là, incontestablement d'un soutien à l'économie, « Main Street ».

Ce programme, non destiné à des sociétés qui auraient trop de dettes, vise à offrir des prêts au moment où les banques sont plus restrictives. Mais cette monétisation des dettes des entreprises peut également être interprétée comme une nationalisation rampante des économies et doit être temporaire.

La BCE s'est engagée à des rachats d'Euros 1700 milliards d'ici juin 2021 mais tout sera dépensé avant. Le bilan actuel de la BCE s'élève à Euros 6200 milliards et s'est accru d'un tiers depuis février.

Devant la prolifération des créances douteuses, Euros 500 milliards dans les banques, la BCE réfléchit à créer une « bad bank », une première qui soulagerait les banques mais l'idée irrite les pays « frugaux ».

La dette européenne émise après l'adoption du plan de relance proposé par Angela Merkel et Emmanuel Macron devrait sortir à un taux à peine plus onéreux que la dette allemande qui rend peu attractive la proposition de **Georges Soros** d'une dette perpétuelle européenne d'Euros 1000 milliards, à un coût annuel de 0.5%. L'Angleterre avait emprunté cette voie lors du blocus napoléonien et à l'issue de la première guerre mondiale mais cela nous paraît plus coûteux que les conditions actuelles.

A titre de conclusion provisoire, en attendant la prochaine note, on rappellera le mot de Milton Friedman dans son livre Inflation et Système monétaire : « **Le fait de déléguer aux gouverneurs des banques centrales des pouvoirs économiques étendus me semble absolument contraire aux principes libéraux** ». Tout ceci semble bien oublié et, pour l'heure, personne ne s'en offusquera. Néanmoins, nous débattons des aléas potentiels et répondrons à la question d'un éventuel risque boursier aux cours actuels.



Genève, le 22 juillet 2020

Bruno Desgardins
Directeur de la Gestion

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 peut être modifiée à tout moment sans préavis. La performance passée n'est pas indicative des résultats futurs.