

## Lettre n°16

### Wall Street face à « Main Street » (suite)

## Les conséquences économiques et boursières des injections de liquidités.

« En matière financière, tout ce qui est agréable est malsain, et tout ce qui est sain est désagréable »  
Churchill (discours au Waldorf en 1926).

Devant le Nasdaq en hausse cette année de 19%, le marché chinois de 14.5%, le marché suisse en baisse de seulement 1.7%, le marché allemand de 1%, l'investisseur ne peut qu'avoir de la sympathie pour de tels chiffres mais, après l'effet de stupeur provoqué par cette crise mondiale, seul un esprit éperdu de paradoxes s'y retrouvera. Les politiques ont oscillé entre clairvoyance et improvisation et relégué dans les zones d'ombre les incidences financières des mesures apparemment illimitées de relance. L'ampleur de la crise est encore mal circonscrite, la majorité des gouvernants sont en coquetterie avec les grands principes de l'économie de marché, la durée de cette crise et ses répercussions sont mal évaluées, les grandes banques américaines, à l'occasion de la publication des résultats du deuxième trimestre, ont invité à la prudence sur la conjoncture et accru leurs provisions de plus de \$30 milliards, mais les marchés ferment les yeux, le mot de **Churchill** en incipit prend toute sa valeur et vient à point nommé nous interroger. Il plaie aux investisseurs que ces politiques emportent la conviction des marchés mais certains regretteront que soient ignorés les conséquences à terme de ces indécidables financières.

Comprendre la raison et les effets de cette déconnexion entre l'économie financière et l'économie réelle est l'ambition de cette note. La stimulation a emprunté deux voies, d'abord budgétaire avec les plans d'aides ou de garanties rappelés dans la note précédente, ensuite monétaire avec les injections opérées par les banques centrales dont on peine parfois à tenir registre et l'activation des politiques budgétaires facilitée par la monétisation des dettes.

Ecartons le risque d'inflation et concentrons-nous sur les conséquences économiques, les biais apportés à l'économie de marché, les conséquences sur l'investissement et les conséquences boursières de ces politiques d'injections. Interrogeons-nous également sur l'opportunité ou le risque d'annuler des dettes.

#### ***L'absence d'inflation :***

N'en déplaise à certains esprits monétaristes inquiets, n'en déplaise à ceux qui achètent depuis quelques semaines des TIPS, des couvertures contre l'inflation, il n'y a pas résurgence de l'inflation. Dans la zone Euro, l'objectif de 2% d'inflation n'a pas été atteint ces dix dernières années et il ne le sera pas prochainement. Aux Etats-Unis, le récent indice core PCE d'inflation est à 1.7%, inférieur à l'objectif de 2%. Les injections de liquidités sont sans précédent mais l'argent n'est souvent pas utilisé et les dépôts bancaires ont augmenté de \$2200 milliards au premier semestre, une augmentation, selon la FED, triple de celle jamais observée. L'environnement est déflationniste, les surcapacités nées de la concurrence d'entreprises « zombies » abondent, les augmentations de salaires sont bridées par le chômage partiel et les récentes hausses du prix des matières premières, pétrole ou cuivre, ne sont pas de nature à inverser la tendance. Le prix du baril de brut était à \$65 en début d'année, il est à \$44 après être tombé à moins de \$20.

Néanmoins, parier sur une disparition de l'inflation serait présomptueux. Au nombre des germes éventuels, on retiendra les revalorisations de salaires dans certains secteurs, la santé par exemple en France, une diminution de la productivité si des normes sanitaires ou des normes climatiques sont imposées, un éventuel retour du protectionnisme ou des relocalisations coûteuses dans certains secteurs. Ajoutons, à titre conjoncturel, une éventuelle inflation par les coûts liée à une désorganisation temporaire de l'offre, exemple dans la filière fruits et légumes.

Sans inflation, la résorption de la dette supposera un taux de croissance économique supérieur au taux d'endettement.

### ***Les conséquences économiques :***

*Les biais à l'économie de marché :* l'histoire économique offre plusieurs exemples de biais. La fixation d'un salaire minimum en est un depuis des décennies. Aujourd'hui, devant la perspective d'une explosion du chômage, la solution de financement par l'Etat d'un chômage partiel temporaire peut être assimilée à une nationalisation des salaires. Aujourd'hui, devant l'explosion de l'endettement, la notion de risque est bafouée. A une aggravation des déficits budgétaires et de la dette publique devraient correspondre une hausse des taux longs. Tel n'est pas le cas car les banques centrales veillent, veulent contribuer à préserver la confiance, portent leurs achats sur la partie longue des courbes de taux, voire, au Japon, déterminent un taux long maximum. Cette politique de « yield curve control » pourrait être généralisée à d'autres pays. Comme pourrait le devenir un jour, à l'instar du Japon, l'achat d'actions par la banque centrale.

*La dégradation de la situation financière des Etats :* l'aggravation de l'endettement va provoquer un abaissement des notes des Etats et des entreprises par les agences de notation. La Grande Bretagne a déjà subi un abaissement de la note du pays à AA-. Grâce aux politiques monétaires d'injections, et en dépit d'un fort accroissement de l'endettement public, le taux des obligations américaines à 10 ans qui dépassait les 3.2% en novembre 2018 est à 0.58%. Grâce aux politiques monétaires, pourront être évitées une nouvelle crise dans les pays européens endettés comme la Grèce ou l'Italie. Grâce aux politiques monétaires, l'or, recommandé dans nos précédentes notes, retrouve son statut de valeur refuge et à \$1873/ononce, approche son record historique de 2011 de \$1891/ononce. En revanche, certains pays émergents, la Turquie, le Mexique, l'Afrique du Sud, doivent supporter des taux très élevés, supérieurs à 8% pour le premier et à 5% pour les deux autres.

Au final, nonobstant ces mesures, la hiérarchie des Etats restera la même. L'Allemagne avant la crise avait une dette publique à moins de 60% du PIB, l'Italie à 135% du PIB. L'écart de taux d'intérêt à 10 ans entre les deux pays s'est resserré à 1.40% mais la différence d'endettement va s'aggraver.

*L'interrogation sur l'annulation de la dette :* certains militent pour une annulation de dettes mais cela ne serait pas sans incidence. Aujourd'hui, la BCE détient 20% des dettes publiques italienne et française, plus de 30% de la dette publique allemande et ces pourcentages vont croître. La tentation est grande d'effacer une partie de ces dettes mais les banques centrales subiraient une perte et devraient être recapitalisées.

Préférable pour une Banque centrale est la solution de porter les dettes jusqu'à l'échéance et d'en réinvestir le produit car cela équivaut à une annulation de dette. En revanche, si la BCE, comme la FED en 2019, s'engageait dans une réduction de son bilan, alors surgiraient des tensions sur la dette des pays les plus endettés.

### ***Les conséquences sur l'investissement :***

Depuis les années 2000, les entreprises ont été incitées à s'endetter car les taux étaient bas et les charges d'intérêts déductibles. Aux Etats-Unis, la dette des entreprises non financières a beaucoup augmenté, atteint 75% du PIB, \$16000 milliards, et est particulièrement élevée dans certains secteurs comme l'automobile, les transports et les pétroles de schiste. Inquiétant est le dernier rapport de l'OCDE sur l'évolution des obligations émises par les entreprises dans le monde, une hausse annuelle d'Euros 1800 milliards/an depuis 2008, le double du montant enregistré entre 2000 et 2007, un stock à fin 2019 de \$13500 milliards, double de celui de 2008. Avant même la crise, le FMI avait averti des risques présentés par quelques \$19000 milliards de prêts à des entreprises vulnérables dans les huit principales économies mondiales.

Les plus endettées sont souvent celles qui sont sorties de la bourse et sont détenues par des firmes de « private equity ». Ces entreprises apparaissent maintenant dans leur fragilité mais les banques centrales et les Etats cherchent à les préserver car des emplois sont à risque.

A l'expérience, l'abaissement des taux d'intérêts n'influe pas sur le taux d'investissement des entreprises car elles prêtent beaucoup plus de valeur à l'évolution escomptée de la demande finale. Non seulement, les taux négatifs ne sont pas parvenus à accroître le crédit, mais on compte trois aléas. Ils pénalisent les déposants sans discrimination, ils amenuisent la profitabilité des banques et ils gomment l'effet des différences de signature entre emprunteurs donc peuvent les contraindre à durcir les conditions de risque de crédits.

Enfin, se pose la question de la survie des sociétés « Zombies » : des surcapacités perdurent, des entreprises non viables survivent et nourrissent des pressions déflationnistes dans le reste des économies.

Autant de situations impossibles à envisager si les taux d'intérêt étaient maintenus à des niveaux abusivement bas et déphasés de la réalité économique. Lacune de cette politique d'injection, l'aide aux entreprises ne bénéficiera pas toujours aux « starts up » et donc on peut redouter des faillites.

### ***Les conséquences boursières :***

Dans l'appréciation récente des cours, entrent en compte la perspective d'un redressement des bénéfiques, l'hypothèse médiane d'une récupération des pertes d'ici la fin 2022, pondérée par des taux d'intérêt sans risque des obligations d'Etat, proches de zéro. Pour certains secteurs, la pharmacie, le numérique, le redressement sera plus rapide car les profits seront plus élevés. Pour d'autres, le tourisme, l'aérien, l'effacement des pertes sera plus lent mais ils ne pèsent pas nécessairement beaucoup dans les indices. Le contraste économique entre secteurs exposés à la crise et secteurs protégés, est amorti en Bourse par les injections de liquidités.

Coïncidence ou conséquence, depuis le point bas du 25 mars, l'appréciation du marché a été similaire à celle du bilan des banques centrales, 35%. Certes, il est plus juste de raisonner en masse qu'en pourcentage, néanmoins le parallèle est frappant.

Loin de nous est donc l'hypothèse de marchés efficients développée par **Eugène Fama** dans les années 70, l'idée de ce professeur de l'Université de Chicago était alors un cours des actions, fidèle reflet de la valeur intrinsèque d'une entreprise et encore en 2007, il récusait la notion de bulle. Dans l'intervalle, **Andrei Shleifer** de Harvard avait en 1997 rappelé que « Le marché peut rester irrationnel plus longtemps que vous ne pouvez rester solvable ». Une suggestion d'irrationalité corroborée par l'évolution récente des marchés qui ne traduit pas l'évolution des profits. Avant le 21 mars, Wall Street avait perdu en un mois un tiers de sa capitalisation, presque l'équivalent de ce qui s'était évaporé en une année, en 2007, lors de la crise des « subprimes ». Depuis le S&P a presque récupéré et le Nasdaq est à un niveau record.

***Conclusion : « Nous flottons sur un bateau sans gouvernail, et nous ignorons où est le port : il faut donc continuer à naviguer » Isaiah Berlin.***

Les gouvernants veulent faire flèche de tout mais faut-il s'inquiéter des injections de liquidités, faut-il annuler une partie des dettes, que penser de l'indépendance des banques centrales, de l'éventuelle dictature des marchés, de l'efficacité des politiques monétaires sur l'évolution de l'économie réelle, d'une éventuelle incidence des politiques monétaires sur les inégalités de patrimoine, faut-il considérer sans risque l'investissement en bourse? Telles sont ***sept questions clés***.

***Faut-il s'inquiéter de ces injections ?*** A vouloir assurer la solvabilité budgétaire des Etats, les banques centrales sortent de leur mission historique, la quête de la stabilité des prix, voire dans le cas de la FED la recherche du plein emploi. Dans leur nouveau rôle, elles font preuve d'efficacité mais que se passera-t-il si l'inflation remonte ? Parviendront-elles à contrôler les taux réels ? Faut-il s'alarmer d'une ruine des épargnants ? A court terme, non car la baisse des taux génère des plus-values sur les portefeuilles obligataires. A moyen terme, les fonds de pensions sont impactés par la perte d'attractivité des marchés obligataires, la baisse du rendement de l'immobilier commercial affecté par le développement du e-commerce et les perspectives sombres de l'immobilier de bureau pénalisé par le succès du télétravail. Les fonds de pension sont obligés de se diversifier vers des marchés actions plus volatiles.

***Faut-il annuler une partie des dettes publiques ?*** Non, car la gestion politique d'une annulation de dette serait délicate. Chacun croirait à la possibilité d'argent gratuit et infini, les revendications se multiplieraient et les augmentations de salaires provoqueraient un retour de l'inflation. On préférera la politique actuelle d'un rachat de créances publiques portées jusqu'à l'échéance et réinvesties dans de nouvelles dettes. Cela équivaut à une annulation de dettes mais est plus discret.

***Que penser de l'indépendance des banques centrales ?*** Dans les statuts, l'indépendance des banques centrales est gravée dans le marbre même si les présidents de ces institutions sont nommés par l'exécutif. Et, à chaque fois qu'une pression est exercée - en Inde avec la révocation du Président de la Banque centrale par Modi, en Turquie avec les pressions exercées par Erdogan, aux Etats-Unis quand Trump appelait de ses vœux fin 2019 un abaissement des taux, en Europe lorsqu'au début de la crise du Covid Emmanuel Macron s'est indigné de

la mollesse de la réaction initiale de la BCE-, le respect de l'indépendance est rappelé. Il n'empêche, les Banques centrales anticipent souvent les attentes de l'exécutif et dans un monde très endetté, elles font leur possible pour abaisser les taux à zéro et les empêcher de remonter. Elles financent les déficits budgétaires, achètent tout ou partie de la dette émise, la portent jusqu'à l'échéance et veillent à la solvabilité des Etats.

***Peut-on évoquer une dictature des marchés ?*** La hausse ou la baisse des marchés est davantage tributaire des injections de liquidités décidées par les banques centrales que de l'évolution des indicateurs économiques. Dans un monde chaque jour plus endetté, les attentes des marchés sont sans cesse plus importantes et on peut parler de dictature des marchés. Avant les réunions des banques centrales, circulent des chiffres sur les attentes des marchés, les risques de déception, et les banques centrales semblent à l'écoute.

***Quelles incidences sur les inégalités de patrimoine ?*** Si le lien est établi entre injections de liquidités et appréciation des bourses et pas avec l'économie réelle, alors les détenteurs d'actions sont avantagés par rapport aux salariés. Or la détention d'actions est très concentrée. Les 10% les plus aisés de chaque pays détiennent approximativement 85% des actions et 75% de la population ne possèdent pas d'actions. Il en est de même du patrimoine immobilier résidentiel, évalué aux Etats-Unis à \$35000 milliards, soit 1.5x le PIB américain, car les taux zéro favorisent l'appréciation.

***Quelle efficacité des injections sur la politique économique ?*** Les injections sont à chaque crise plus importantes mais l'effet d'entraînement sur l'économie réelle semble peu efficient. La courroie de transmission du crédit bancaire apparaît peu opérante. L'épargne privée liquide est abondante, les besoins sont manifestes, exemple la conversion énergétique, mais les rendements n'incitent guère les épargnants à investir et l'augmentation du volume de crédit est faible en rapport des rachats de créances. Les entreprises appréhendent l'avenir et investissent moins. Autant l'effet des politiques monétaires est immédiat sur les cours des obligations, sur l'écrasement des écarts de taux entre Etats ou entreprises très endettées et peu endettées, autant le lien est évident entre injections de liquidités et appréciation des bourses, autant le lien est désormais faible avec l'économie réelle. Wall Street n'est pas Main Street. Dans un monde de taux bas, une décision d'investir ne saurait être conditionnée à un abaissement des taux de 1 à zéro.

***Est-ce à dire qu'il n'y a plus de risque de crise ?*** Devant l'ampleur de l'endettement, les banques centrales n'auront d'autres solutions que de veiller à la stabilité des taux longs et d'empêcher l'écartement des spreads des pays les plus endettés au sein de la zone Euro. Grâce aux banques centrales, on semble éliminer le risque lié à l'endettement mais on ne peut imaginer une hausse linéaire de la bourse car subsistent un risque géopolitique, une menace de crise sociale et le germe de crise financière né de bulles.

Genève, le 27 juillet 2020



Bruno Desgardins  
Directeur de la Gestion