

**Synthèse de la réunion sur l'économie et les marchés animée par François de Givry, économiste, Président de Delta Finance, le 10 octobre 2017.**

Introduction par François-Xavier Serraz, Directeur de la Banque Privée de la BESV.

*« La question qui trotte dans toutes les têtes depuis un bon moment est celle de savoir si les taux d'intérêt, et surtout les taux longs, vont remonter ou non.*

*Nous avons entendu ou lu depuis plusieurs années nombre d'analyses et prévisions d'experts annonçant la remontée inéluctable des taux d'intérêt, notamment à cause des gigantesques masses de liquidités injectées dans nos économies développées par les banques centrales depuis 2008. Ces liquidités devaient en effet provoquer une nouvelle et forte inflation, induisant elle-même la hausse des taux.*

*Force est de constater que ces prévisions ont été jusqu'à présent systématiquement infirmées par les marchés.*

*Il y a en effet de bonnes raisons à la permanence de taux d'intérêt très bas voire négatifs :*

- *Il y a bien entendu le maintien par les banques centrales de politiques monétaires accommodantes, pour aider la croissance à s'installer solidement et ne pas casser la reprise.*
- *Il y a aussi la révolution numérique qui s'accélère et se diffuse partout dans le monde, avec les gains de productivité qu'elle continue de générer et qui entretiennent des pressions déflationnistes.*
- *Mais il y a surtout une épargne mondiale dont la masse est désormais supérieure à trois fois la production mondiale ; cette épargne pèse sur les taux puisque son abondance même conduit à sa faible voire à sa non-rémunération, en parfaite cohérence avec la Loi de l'offre et de la demande.*

*Hormis les banques, cette situation arrange nombre des grands acteurs économiques, à commencer par les Etats surendettés qui bénéficient évidemment de ce cadeau budgétaire.*

*Elle provoque aussi des variations des devises entre elles, et notamment du dollar, avec des conséquences significatives sur la croissance des pays émergents.*

*Il est donc essentiel de savoir si cette situation peut durer longtemps encore ou si la reprise de l'économie mondiale, incontestable depuis quelques trimestres, ne va pas conduire les banques centrales à siffler la fin de cette partie assez unique dans l'histoire économique ; dans ce cas, les marchés qui se portent allègrement grâce à ces taux d'intérêt toujours très bas peuvent-ils être*

*déstabilisés par une remontée de ces derniers, sans parler du contexte géopolitique qu'ils semblent ignorer mais qui pourrait finir par se rappeler à leur bon souvenir ?*

*Ne doutons pas que les réponses à ces questions vont non seulement déterminer l'évolution de nos économies et des marchés au cours des mois et peut-être des années à venir, mais encore celle de nos démocraties, notamment en Europe, dont la stabilité est impactée de façon croissante par les résultats des politiques économiques et leurs conséquences sociales et sociologiques. »*

### **Intervention de François de Givry, économiste, Président de Delta Finance**

« avant de tenter de répondre à ces questions ô combien passionnantes et essentielles, permettez-moi de vous dire sincèrement ma joie de vous retrouver une nouvelle fois et de vous remercier de votre fidélité à ces réunions que François-Xavier organise chaque semestre depuis maintenant plus de quinze ans.

Et justement, je me faisais la réflexion que nous étions ici ensemble il y a un an, ce qui m'a conduit à m'interroger sur ce qu'il s'est passé d'important depuis lors.

En fait, deux événements majeurs se sont produits au cours de ces douze derniers mois :

- Un événement épouvantable d'abord : l'élection de Donald Trump à la présidence des Etats-Unis.
- Un événement merveilleux ensuite : l'élection de Donald Trump à la présidence des Etats-Unis !... particulièrement pour les détenteurs d'actions.

Car cette élection a sans aucun doute permis aux taux d'intérêt de rester à ces niveaux très bas et aux marchés d'actions de poursuivre leur hausse sans discontinuer :

En effet, avec les promesses du candidat Trump pendant la campagne, tout le monde s'est repris à espérer que l'économie américaine, assez léthargique depuis deux ans, allait retrouver un rythme de croissance de l'ordre de 3 %, soit le double de celui qu'elle connaissait alors. Cette reprise devait se faire grâce au programme économique du nouveau président : baisse d'impôts, investissements publics massifs d'infrastructures etc... la bourse américaine anticipa d'ailleurs dès l'élection de Donald Trump la baisse promise de l'impôt sur les sociétés, de 35 à 20 %. Cet espoir a notamment propulsé les indicateurs de confiance à leur plus haut niveau de ces dernières années.

Mais l'enthousiasme est rapidement retombé en se heurtant à la réalité de la politique américaine, que le nouveau président maîtrise mal, y compris dans son propre camp républicain au sein duquel nombre de parlementaires ne sont pas particulièrement tendres avec lui. Cette réalité, c'est que si le président peut, sans demander l'autorisation à qui que ce soit, envoyer des missiles sur ceux qu'il considère comme ses ennemis, il est pieds et poings liés par le Congrès en matière de politique économique ; or, les démocrates comme nombre de républicains ont bien montré dès le début de sa présidence qu'ils ne le laisseraient pas mettre en œuvre son programme de mesures économiques et fiscales.

C'est ainsi qu'au fil des mois, « l'effet Trump » s'est progressivement délité et avec lui les espoirs d'une forte reprise de la croissance. Du coup, cette déception a dissuadé la FED de remonter aussi vite et fort qu'elle le prévoyait ses taux d'intérêt et fait nettement baisser les taux longs des niveaux

que ces espoirs leur avaient fait atteindre. Or, cette baisse des taux longs accompagnée du statu quo sur les taux courts a constitué un formidable soutien des marchés d'actions et même bien davantage : elle a entraîné la baisse du dollar que d'aucuns pensaient voir atteindre la parité contre l'Euro, et a ainsi offert à l'économie mondiale une véritable bouffée d'oxygène.

Le rôle du dollar est en effet déterminant dans la croissance de l'économie mondiale : la plupart des pays émergents empruntent en dollar ; une hausse du dollar est ainsi un élément puissamment récessif pour l'économie mondiale. A contrario, la baisse de la devise américaine diminue le coût de leur dette ce qui dope leurs économies. C'est notamment le cas de la Chine à laquelle, sans le savoir ni le vouloir, Donald Trump a rendu un signalé service ! la hausse du dollar avait en effet placé le Yuan sous contrainte et les chinois n'avaient de cesse que de changer leur devise nationale en billets verts, pour ne pas voir se dévaluer leur épargne. Cette situation entraîna une fuite de capitaux dramatique pour l'économie et la stabilité financière de l'Empire du Milieu, jusqu'à 100 milliards de dollars par mois l'an passé, avec un risque de déstabilisation de l'économie mondiale. La détente de la parité Dollar-Yuan a rétabli l'équilibre menacé et a même permis aux autorités de Pékin de lever partiellement l'été dernier les mesures de contrôle des changes instaurées pour contrer cette fuite de capitaux, redonnant aux chinois confiance dans leur monnaie.

On voit donc que la déception des investisseurs voyant s'éloigner les perspectives de reprise de l'économie américaine, à cause de l'impuissance du nouveau président à les imposer, a desserré la pression sur les marchés obligataires et redonné un nouveau souffle aux marchés d'actions, portés par une situation favorable de l'épargne.

Cette situation peut durer puisque c'est Donald Trump qui va prochainement choisir le successeur de Janet Yellen à la tête de la FED. Sur ce point, il est à peu près certain qu'il choisira un ou une président(e) favorable à la politique monétaire la plus accommodante possible et donc au statu quo sur les taux : les intérêts de la Trump Company et des affaires immobilières de sa famille, dont l'endettement est considérable, sont évidemment que les taux restent les plus faibles possible !

Sur ce sujet très controversé et à tous ceux qui professent devant les caméras que maintenir les taux d'intérêt aussi bas n'est « pas bien », on peut répondre que la question n'est pas de savoir si c'est bien ou mal, mais si cette politique de taux bas est pertinente aujourd'hui ; et la réponse est sans conteste oui !

Depuis le point bas de la croissance mondiale, au premier trimestre 2016, l'activité économique se reprend mais à un niveau très loin de générer des tensions inflationnistes, au sens défini dans les années 70. L'inflation salariale, notamment aux Etats-Unis et après 9 années d'expansion, n'apparaît toujours pas dans les économies développées. Les banques centrales n'ont donc pas à se préoccuper de l'inflation, qui reste leur principale mission, et ce même si l'inflation des actifs, notamment immobiliers, pose un problème de pouvoir d'achat à la génération montante.

Cette situation semble donc bien durable et finalement assez confortable, hormis ce dernier problème, pour l'ensemble des acteurs économiques et notamment les Etats lourdement endettés.

L'autre question est de savoir si cette mécanique désormais bien installée peut être déstabilisée par une remontée inattendue des taux ?

La réponse est clairement non : ce qui a prévalu dans les années 70 n'est pas transposable à nos économies d'aujourd'hui et la situation actuelle de l'épargne mondiale y fait obstacle :

L'épargne a mis des siècles à s'imposer, notamment du fait de la doctrine de l'Eglise pour laquelle thésauriser ici-bas risquait de détourner ses ouailles de la quête de la vraie « Vie » de l'au-delà. L'épargne est ainsi restée « immorale » et prohibée des siècles durant, jusqu'à la fin du 18<sup>ème</sup>. En parvenant à s'imposer au début du 19<sup>ème</sup>, elle a permis l'éclosion du capitalisme industriel, transformant l'opposition irréductible « riche-pauvre » en une opposition plus constructive « capitaliste – salarié ». Or, l'épargne a atteint une masse considérable dans le monde d'aujourd'hui, passant de 1 fois le PIB mondial en 1990 à plus de 3 fois le PIB mondial en 2016, ce PIB ayant lui-même fortement progressé en 27 ans - en Chine, le taux d'épargne est de 40 % ! Dans un monde plus instable, plus anxiogène, la fonction de consommateur s'exerce avec moins d'enthousiasme, par crainte de l'avenir pour soi et ses enfants. C'est une tendance lourde et l'offre d'épargne trop abondante pour la demande de dette, pèse durablement sur les taux d'intérêt : pourquoi rémunérer l'épargne quand elle est bien plus abondante que la demande de capitaux.

En revanche, on peut apporter une nuance à cette réponse clairement négative : si les taux vont rester bas, ils ne le resteront sans doute pas autant qu'aujourd'hui.

- En Europe d'abord, la Banque Centrale va devoir progressivement intégrer la reprise économique de la zone Euro et sortir des taux négatifs, qui constituent une distorsion économique comme sociologique insoutenable à long terme. Cela ne signifie pas que les taux doivent remonter fortement mais le simple passage de négatifs à légèrement positifs pour les taux à court et moyen terme, agira sur l'ensemble de la courbe.
- Aux Etats-Unis ensuite, les républicains vont devoir agir un minimum dans l'année qui vient s'ils ne veulent pas connaître une bérézina aux élections de « mid-term » de novembre 2018. Il leur faut donc offrir quelques mesures à cet électorat déçu de la nouvelle présidence au regard de ses promesses, tenues en respect par le congrès. Il est donc probable que seront votées les baisses d'impôt, notamment sur les sociétés, et mise en place une partie des mesures de relance budgétaire du candidat Trump ; faute de financement et avec l'accélération de la croissance qu'elles provoqueront, ces mesures qui peuvent se chiffrer à 1.500 milliards de dollars sur dix ans, devraient logiquement pousser les taux longs à la hausse, entre 2,5 et 3 % pour le 10 ans, et inciter la FED à agir dans le même sens à titre préventif.

Il reste néanmoins vrai que si les taux longs ont oscillé depuis la fin de la seconde guerre mondiale entre 2 et 6 %, cette ère- là est bien finie. Nos économies vont rester dans un environnement de taux d'intérêt que l'on peut qualifier d'agréables pour les entreprises et les marchés d'actions, tout comme pour l'immobilier : si le pouvoir d'achat des primo-accédant a baissé dans les grandes métropoles, cette baisse est compensée par celle des taux et par l'allongement de la durée des prêts ; or, une stabilité de la demande et des taux ne favorise pas l'éclosion d'une bulle.

Par ailleurs, la situation politique en Europe semble s'être assainie, pour le moment du moins, au regard des risques de dérives populistes de l'an dernier, ce qui favorisera la poursuite de la reprise économique. Mieux encore, sous le double effet du Brexit et de la victoire à la Pyrrhus d'Angela Merkel, l'axe franco-allemand pourrait redevenir une force de proposition pour construire une Europe plus harmonieuse : c'est sans doute le dernier mandat de la chancelière, consacré à son

« héritage » et qu'elle va devoir exercer dans un environnement international bouleversé par rapport à celui de son arrivée à la Chancellerie, il y a douze ans :

A l'est, Poutine a redessiné les frontières de façon unilatérale ; à l'ouest, Trump a annoncé sa volonté d'abandonner le multilatéralisme cher à son prédécesseur et désigne comme étant ses alliés les seuls pays dont les intérêts sont alignés sur ceux des Etats-Unis ; quant aux autres, ils auront le choix entre aligner leurs intérêts sur ceux de l'Oncle Sam ou devenir les ennemis de l'Amérique ! La chancelière dont les premiers rapports avec le nouveau Président ont été exécrables, devrait donc jouer plus ouvertement le jeu européen dans un monde devenu menaçant et face à un président américain pour le moins imprévisible. Elle y sera poussée par les nouvelles composantes de sa majorité hétéroclite et il ne faut pas oublier qu'elle va désormais chercher à laisser sa marque dans l'Histoire, qui pourrait judicieusement s'inscrire dans la construction d'une Europe plus proche des peuples.

La période qui s'ouvre devrait donc être propice aux marchés d'actions, en privilégiant ceux de l'Europe continentale qui affichent un retard de valorisation par rapport aux marchés américains et en évitant le marché britannique tous actifs confondus : si le Brexit n'est plus une menace pour les économies et les marchés européens, la situation politique du Royaume Uni est franchement désastreuse pour l'économie d'outre- Manche.

Les marchés émergents peuvent aussi offrir de nouvelles opportunités avec la baisse du dollar ou du moins l'arrêt de sa hausse à un niveau acceptable pour eux, mais en évitant les pays producteurs de pétrole et de matières première, dont la situation reste plus complexe et fragile.

Enfin, si les entreprises japonaises figurent toujours parmi les plus performantes au monde, le Japon reste une société sociologiquement morte et sa devise fragile du fait de la situation politique.

En écartant le scénario d'une « apocalypse » géopolitique telle que l'on peut l'imaginer autour de la Corée du Nord, l'avenir pourrait donc s'avérer favorable aux investisseurs désireux d'aller chercher du rendement pour leurs capitaux là où se crée la richesse, dans les entreprises. »