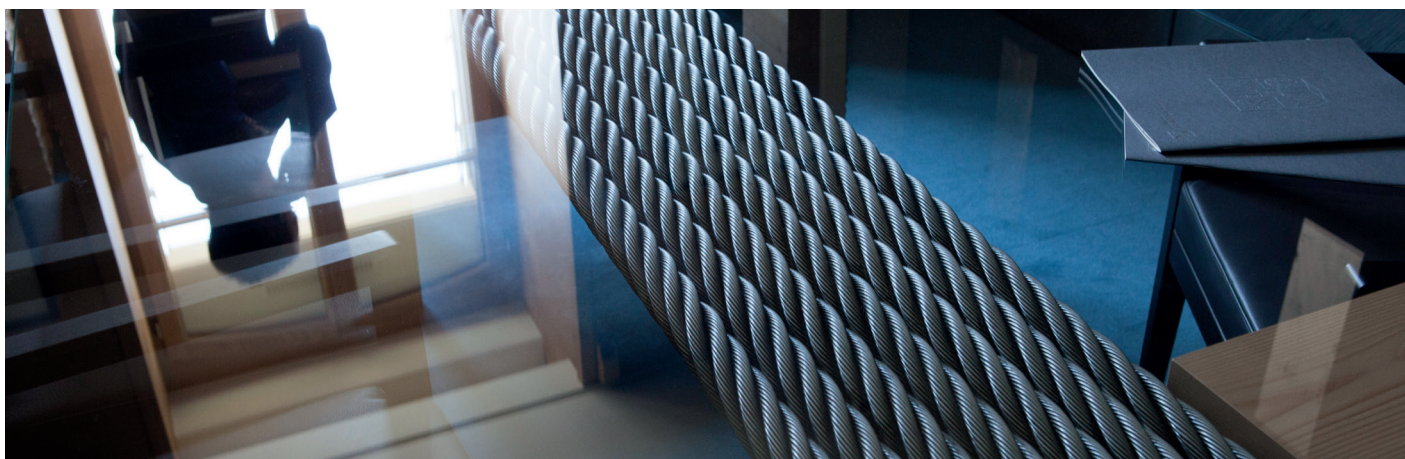

DÉCRYPTAGE

Novembre 2016



Philippe Uzan

DIRECTEUR DES GESTIONS
EDMOND DE ROTHSCHILD
ASSET MANAGEMENT

POLITIQUES BUDGÉTAIRES : VERS UN TOURNANT ?

Les politiques budgétaires des pays développés ont été dominées depuis 2011 par la nécessité d'une approche orthodoxe. La forte hausse des déficits et des dettes publiques appelait une remise en ordre. Des politiques monétaires très actives, utilisant des moyens non-conventionnels (achats d'obligations souveraines), ont été poursuivies ou amplifiées dans le même temps face au faible niveau à la fois de la croissance et de l'inflation.

Aujourd'hui, le constat est différent. Les effets sur l'économie et plus encore sur la sphère financière des moyens non-conventionnels utilisés par les banques centrales (leurs achats d'actifs atteindront plus de 500 milliards de dollars au dernier trimestre) suscitent des débats grandissants. Leurs inconvénients sont de plus en plus visibles (distorsions financières diverses).

SOMMAIRE

LES RAISONS
D'UN CHANGEMENT DE CAP

QUEL ÉQUILIBRE
DOIT-ON TROUVER ?

QUEL PEUT ÊTRE LE RÉSULTAT
D'UN RÉÉQUILIBRAGE DU 'POLICY-MIX' ?

Dans le même temps, la plupart des pays développés ont réussi à rétablir sinon une situation d'équilibre de leurs budgets, du moins une nette réduction des déficits primaires, même si quelques exceptions demeurent et que les stocks de dette publique sont à des niveaux élevés.

Faut-il poursuivre par principe un effort dont le coût économique est connu alors que les taux d'intérêt sont historiquement faibles?

Il est remarquable de voir à quel point le discours des grandes institutions a changé (FMI, OCDE, banques centrales, Commission européenne...). Exprimé selon des modalités parfois différentes, le message est désormais unanime : conduire des réformes structurelles et une politique fiscale plus volontariste pour relancer la croissance.

» LES RAISONS D'UN CHANGEMENT DE CAP

NORMALISATION OU 'NOUVELLE NORMALITÉ' ?

Depuis la crise financière de 2007-2008 pour les États-Unis, et les tensions de 2010-2012 en Europe, une croissance modeste et irrégulière se poursuit. Dans les pays émergents, la situation est très contrastée. Certains pays connaissent une

croissance élevée (Inde, Vietnam) tandis que beaucoup, tributaires de la conjoncture industrielle de la Chine, souffrent de son ralentissement.

En retour, les exportations du monde développé vers la zone émergente ont été affectées. La baisse des prix des matières premières de 2014 et 2015 a également alimenté les pressions déflationnistes dans l'ensemble de l'économie mondiale.

Le cycle actuel s'inscrit-il dans une 'nouvelle normalité' ou bien ne représente-t-il qu'une phase, certes singulière, d'un processus conventionnel de reprise de l'économie ? Le thème de la 'nouvelle normalité' a été beaucoup développé depuis la crise financière. Il accompagne le débat sur la 'stagnation structurelle' et sur la faiblesse de la croissance de la productivité.

Bien que le débat sur la déflation ait perdu de son acuité, le rythme des prix reste en-deçà des objectifs des banques centrales. Avec les liquidités, la baisse des taux d'intérêt a

été l'un des instruments d'élection des autorités monétaires. La situation actuelle s'inscrit en fait dans une tendance à la baisse des taux nominaux de plus de trente ans mais des taux d'intérêt nominaux négatifs sont sans précédent. Les taux réels ont également enregistré une décrue à long terme, ponctuée d'épisodes où ils ont été négatifs.

Après les efforts des banques centrales pour stimuler croissance monétaire et croissance tout court, la question se pose aujourd'hui de recourir à des moyens d'action différents ou complémentaires. Les autorités monétaires américaines souhaitent retrouver des marges de manœuvre. Le relèvement des taux fédéraux en décembre 2015 a été motivé, entre autres raisons, par l'amorce de la normalisation des taux d'intérêt.

Cette préoccupation n'est pas d'actualité pour la BCE mais ses dirigeants sont conscients d'autres aspects tout aussi fondamentaux. Le niveau actuel des taux nominaux peut avoir des conséquences négatives pour la rentabilité des banques. Il risque surtout de remettre en cause l'équilibre financier de régimes de retraite et de compagnies d'assurance.

LES LIMITES DES TAUX BAS

La persistance de taux très bas ou négatifs n'a pas seulement des conséquences pour les mécanismes financiers. La baisse de la rémunération de l'épargne ampute en partie les revenus des ménages. Elle peut même pousser certains, paradoxalement, à épargner plus pour compenser la baisse de leurs revenus financiers (comptes bancaires, obligations).

LA POLITIQUE DE LA DEMANDE N'EST PLUS TABOU

Que cette relance soit coordonnée ou non, un certain nombre de pays ont déjà décidé de changer d'orientation pour 2017.

Recourir à des
moyens d'action
différents ou
complémentaires

La politique budgétaire aux États-Unis sera certainement plus expansionniste notamment avec la nouvelle administration Trump. Le gouvernement japonais de Shinzo Abe semble décidé à lancer un nouveau plan de soutien à la croissance. Même en Allemagne, les dépenses ont déjà commencé à augmenter, avec le maintien d'un budget à l'équilibre. Des baisses d'impôts sont envisagées. Ailleurs en Europe, la baisse des déficits a perdu son caractère prioritaire et les gouvernements savent quel est le coût électoral de la rigueur budgétaire.

Plus globalement, la pression du vote populiste et le choc politique qu'a constitué le résultat du referendum britannique ont contribué à faire bouger les lignes. Alors que l'agenda électoral des prochains mois s'annonce très chargé et constitue une source de risque pour les marchés, il est frappant de constater que la quasi-totalité des forces en présence, libérales, sociales-démocrates ou populistes, soutient d'une façon ou d'une autre une **orientation budgétaire moins rigoureuse** même si les moyens préconisés peuvent fortement différer (baisse d'impôts

sur les ménages ou les entreprises, hausse des dépenses d'investissement public).

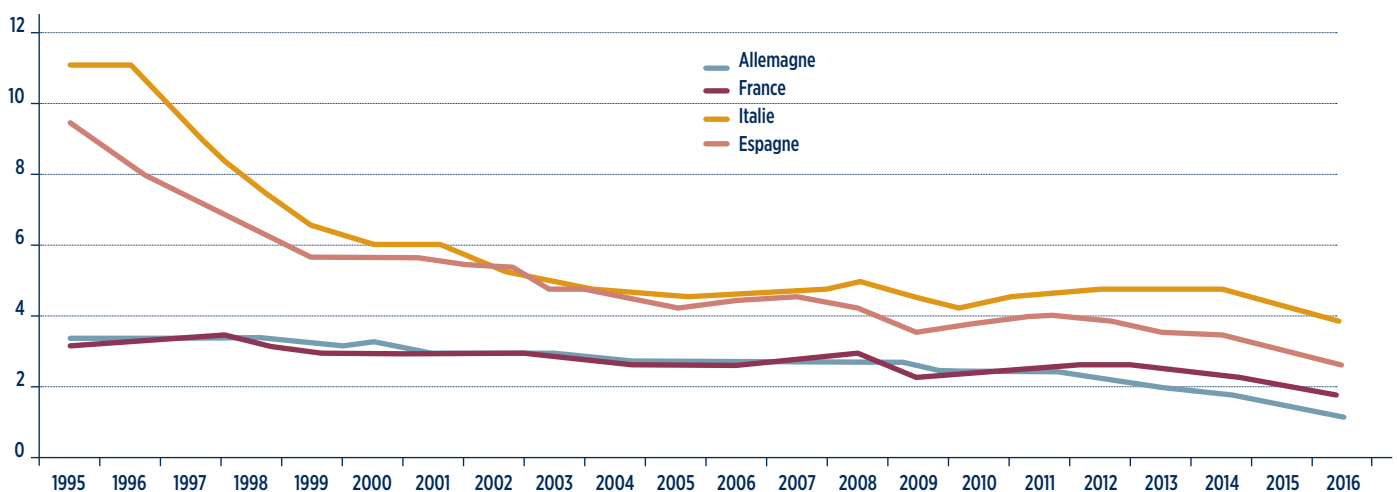
LES COÛTS DE FINANCEMENT SONT ATTRACTIFS

Un des effets les plus spectaculaires des politiques monétaires non-conventionnelles est d'avoir fait baisser les taux d'intérêt nominaux à des niveaux très faibles et souvent même négatifs. L'Europe illustre ce phénomène puisque la BCE a, dès juin 2014, porté son taux de rémunération des dépôts qu'elle reçoit des banques en territoire négatif (il est actuellement de -0,4%). En 18 mois, la BCE a acheté des obligations pour un montant supérieur à un trillion d'euros.

Si les taux d'intérêt sur le marché de la dette souveraine sont partout très bas historiquement, **la zone euro et le Japon présentent des situations remarquables**. Les obligations allemandes offrent des rémunérations négatives sur une grande partie de la courbe. Si l'on se concentre sur les rendements réels, la situation est encore plus exceptionnelle : même aux États-Unis ou en Italie, les rendements sont négatifs ou voisins de zéro pour des maturités inférieures à 10 ans tandis que la totalité de la courbe est fortement en territoire négatif pour l'Allemagne et le Japon mais aussi la France et le Royaume-Uni !

Dans le cas de la France, qui s'est financée à un taux moyen de 0,37% pour les émissions primaires sur les neuf premiers mois de l'année (0,63% en 2015), la charge annuelle de la dette de 2016 (44,4 milliards d'euros pour une dette de 2170 milliards d'euros, à fin septembre) constitue le quatrième poste du budget de l'État.

COÛT MOYEN DU SERVICE DE LA DETTE PUBLIQUE (EN % DU PIB)



Source : Bloomberg

Un nouvel équilibre entre stimulation monétaire et budget devrait être bien accueilli

Les enjeux ne sont donc pas seulement ceux d'une bonne gestion des comptes, ils concernent les moyens mêmes de l'action publique. La France a pu émettre à 50 ans cette année et la durée de vie moyenne de sa dette à long terme est de plus de sept ans.

» QUEL ÉQUILIBRE DOIT-ON TROUVER ?

À la différence de la politique monétaire, la politique budgétaire a un impact direct sur l'économie réelle à travers la stimulation de la demande des biens et des services. Selon les instruments utilisés, la réponse de l'économie sera plus ou moins immédiate. C'est bien le problème des investissements publics et les délais de leur mise en place. Par ailleurs, les dépenses publiques courantes restent sous surveillance car les projections montrent qu'à terme les besoins liés à la couverture sociale (santé, retraite) vont croître en raison du vieillissement de la population. Si les dépenses sont sous contrainte, l'outil de la fiscalité est disponible et c'est ici que la souplesse pourrait jouer. Mais une politique budgétaire plus accommodante n'implique pas nécessairement une hausse des investissements publics. Elle peut passer par une baisse des impôts sur les ménages et/ou les entreprises, ceci à condition que la politique budgétaire soit crédible. Si ce n'est pas le cas, les acteurs économiques réagiront probablement en augmentant leur taux d'épargne.

En jouant sur le degré des prélèvements et sur leurs modalités, la puissance publique peut théoriquement **régler son déficit de manière contra-cyclique**. Le taux de chômage peut être l'indicateur qui entraînera hausse ou baisse des prélèvements. En termes pratiques, les prévisions sont difficiles et la prudence s'impose mais la fiscalité est l'instrument le plus souple si l'on cherche un effet régulateur du cycle.

L'exemple américain est particulièrement intéressant même si les élections présidentielles ont créé une incertitude concernant le budget de 2017. Le déficit public américain est passé de 10% du PIB en 2008 à environ 2,6% en 2016. Après avoir été négative, la contribution à la croissance réelle des dépenses publiques (fédérales et locales) est désormais

modérément positive. Les besoins sont considérables et y répondre ne pourra être indéfiniment différé. Plus généralement, les décisions susceptibles d'augmenter la croissance potentielle qui diffèrent d'un pays à un autre devraient être privilégiées, même si les gouvernements se sont rarement montrés clairvoyants sur ce point.

» QUEL PEUT ÊTRE LE RÉSULTAT D'UN RÉÉQUILIBRAGE DU 'POLICY-MIX' ?

Compte-tenu des inconvénients du précédent, un nouveau régime de politique économique, un nouvel équilibre entre stimulation monétaire et budget devrait être bien accueilli mais il comporte de multiples incertitudes. Tout est à redéfinir. Les banques centrales et les gouvernements ont rarement été confrontés à un tel problème de calibrage de leurs instruments.

Les situations entre les pays différent voire divergent.

DES RISQUES DIFFICILES À ÉVALUER

Va-t-on passer d'un excès de discipline budgétaire à un excès de stimulation ? Les résultats dépendront du degré d'accélération dans la branche budgétaire et du degré de freinage dans la branche monétaire de la politique économique, une combinaison délicate à définir. Les effets de la stimulation monétaire ne vont pas disparaître car ils sont par nature décalés tandis qu'une réorientation des politiques budgétaires va agir directement sur la demande avec un effet multiplicateur. Il y a donc une dissymétrie entre les deux évolutions : l'ajustement des politiques monétaires ne peut en aucun cas être brutal.

L'ajustement des politiques monétaires ne peut en aucun cas être brutal

Les situations sont très différentes d'un pays à l'autre. La Réserve fédérale a mis un terme à ses achats d'obligations il y a deux ans et elle a relevé ses taux une première fois. Sa présidente, Janet Yellen, a toutefois déclaré à plusieurs reprises que la banque centrale américaine était décidée à relever ses taux au rythme le plus modéré depuis 30 ans. Quant à la BCE, elle peut difficilement réorienter sa politique même si les politiques budgétaires changent en Europe.

L'instabilité financière est en effet un premier risque et il est régulièrement souligné (FMI, BRI). Elle s'est déjà manifestée à plusieurs reprises (en 2013 notamment) par de fortes perturbations sur les devises, sur le monde émergent et le coût du capital dans cette zone. Le contexte financier, la liquidité des marchés peuvent se révéler des sources de tension. Le comportement des différents acteurs des marchés financiers s'ajuste bien avant les résultats concrets sur l'économie.

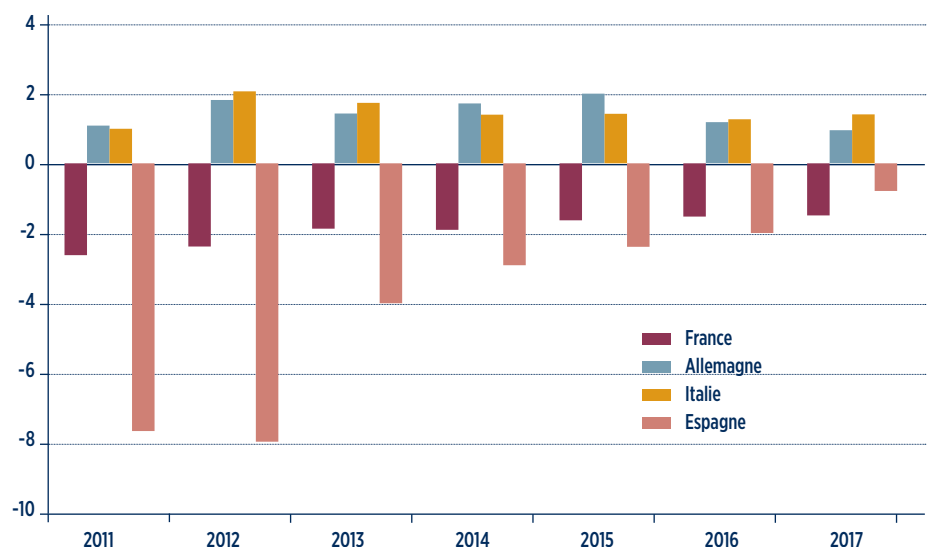
De plus, les banques centrales peuvent plus facilement qu'auparavant influencer la courbe des taux. Comme l'a rappelé récemment Eric Rosengren, patron de la Fed de Boston, il est possible pour le FOMC de vendre des obligations à long terme et acheter des bons à court terme pour pentifier la courbe des taux sans changer ni le niveau des *Fed Funds* ni la taille de son bilan.

Il faut en revanche noter que les politiques non conventionnelles mises en place dans le G4 créent à terme un risque nouveau pour les banques centrales. Le QE peut en effet être vu comme une gigantesque opération de transformation financée à très court terme au taux directeur de la banque centrale et rapportant le taux moyen du stock de dette achetée. Si, à l'avenir, une banque centrale devait remonter son taux directeur au-dessus du niveau du rendement de son portefeuille à l'actif,

elle se retrouverait face à une perte comptable qui pourrait affecter son indépendance.

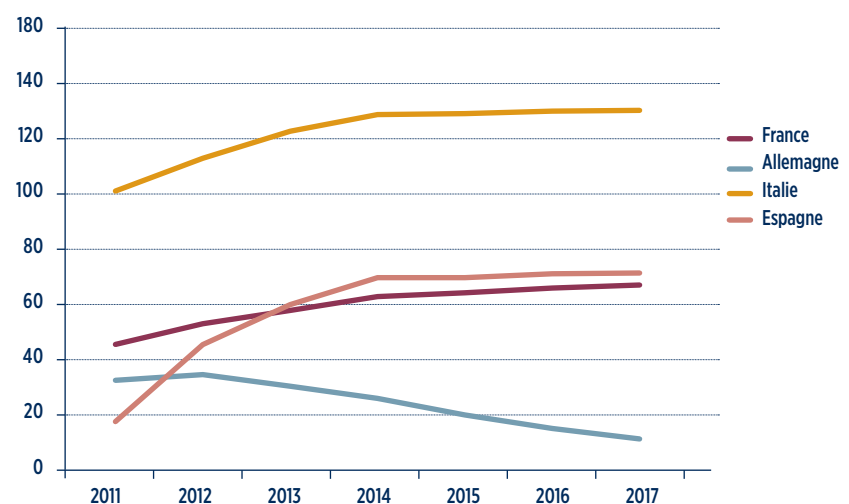
Le risque est aussi d'**alimenter un niveau déjà élevé de dette publique**. Beaucoup de pays ont une dette qui approche ou dépasse 100% du PIB (France : 98,4% ; Allemagne : 80% environ). Toutefois, le ratio dette sur PIB dit moins que celui du service de la dette dans le PIB. Dans tous les pays développés, ce dernier ratio a connu un net recul. Le service de la dette représente moins de 3% du PIB aux États-Unis et moins de 2% dans la zone euro.

SOLDES BUDGÉTAIRES PRIMAIRES (EN % DU PIB)



Source : FMI

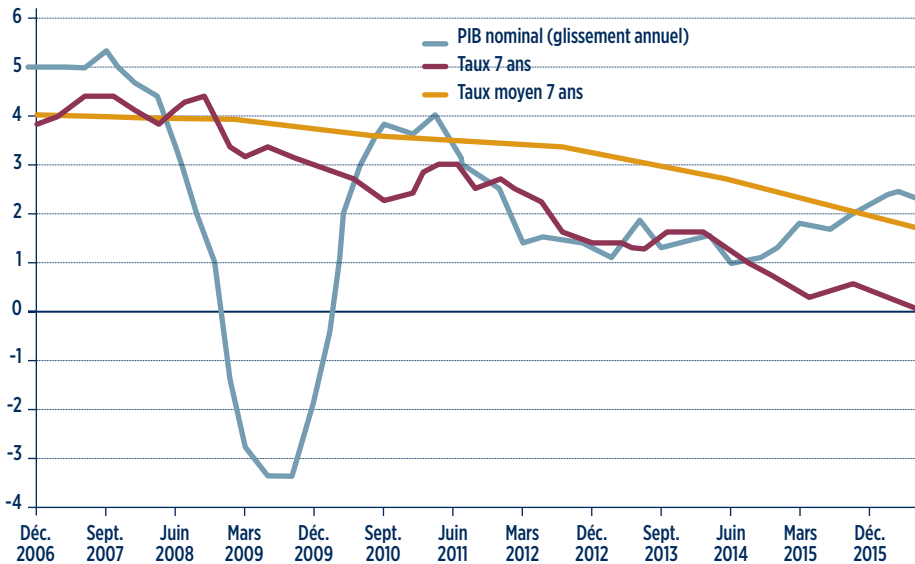
DETTES PUBLIQUES (EN % DU PIB)



Source : FMI

De plus, compte tenu de la structure de la dette, ce coût évolue au rythme de la moyenne mobile des taux de marché sur la durée moyenne de la dette. Si on prend l'exemple de la France,

FRANCE : PIB NOMINAL, TAUX 7 ANS ET TAUX MOYEN 7 ANS



Source : Bloomberg

il convient donc de comparer le taux à 7 ans (actuellement voisin de 0%) à sa moyenne mobile sur 7 ans (actuellement voisine de 1,5%). Il faudrait donc que les taux se tendent de plus de 150 points de base pour que le coût moyen de la dette commence à remonter en 2017 !

Enfin, en cas d'accélération de la croissance, le comportement des prix est une inconnue. En dépit de la longue période de désinflation que le monde a connue, des épisodes occasionnels de hausse des prix sont venus l'interrompre. Aux États-Unis, sans qu'il y ait de tensions sur les coûts, les salaires connaissent une accélération modérée mais incontestable et le rythme des prix n'est pas si éloigné de l'objectif des autorités monétaires. Si les taux d'intérêt remontent par la composante inflation sans que les taux réels ne se tendent, le ratio dette sur PIB dont le dénominateur est sensible à la croissance nominale évoluera favorablement.

CONCLUSION

L'arme monétaire a été pendant longtemps l'instrument essentiel pour soutenir la croissance des économies à travers les liquidités, les taux d'intérêt et l'achat d'actifs. Cette période touche peut-être à sa fin. Si la crédibilité des banques centrales a été mise en cause de temps à autre, leur action a été positive mais son efficacité s'est atténuée.

Pour cette raison, au cours des années à venir, les dépenses publiques, financées par des émissions obligataires, pourraient prendre le relais. À ce stade, le scepticisme peut se justifier au regard du calendrier et de l'ambition des mesures envisagées. Toutefois, **les signes de changement sont trop nombreux pour être ignorés.** Le changement qui s'opère n'est pas seulement un changement de discours.

Achévé de rédiger en novembre 2016. Document non contractuel. Ce document est exclusivement conçu à des fins d'information.

Avertissement : Les données chiffrées, commentaires et analyses figurant dans ce document reflètent le sentiment de Edmond de Rothschild Asset Management (France) sur les marchés, leur évolution, leur réglementation et leur fiscalité, compte tenu de son expertise, des analyses économiques et des informations possédées à ce jour. Ils ne sauraient toutefois constituer un quelconque engagement ou garantie de Edmond de Rothschild Asset Management (France). Tout investissement comporte des risques spécifiques. Principaux risques d'investissement : risque de perte en capital, risque actions, risque de crédit, risque de taux. Tout investisseur potentiel doit se rapprocher de son prestataire ou conseiller, afin de se forger sa propre opinion sur les risques inhérents à chaque OPCVM et sur leur adéquation avec sa situation patrimoniale et personnelle. À cet effet, il devra prendre connaissance du document d'informations clés pour l'investisseur (DICI) de chaque OPCVM remis avant toute souscription et disponible gratuitement sur simple demande au siège social de Edmond de Rothschild Asset Management (France) ou sur le site www.edram.fr.

Avertissement spécifique pour la Belgique : cette communication est exclusivement destinée à des investisseurs institutionnels ou professionnels au sens de la loi belge du 20 juillet 2004 relative à certaines formes de gestion collective de portefeuilles d'investissement. Cette communication est en outre exclusivement destinée à des investisseurs autres que des consommateurs au sens de la loi belge du 14 juillet 1991 sur les pratiques du commerce et sur l'information et la protection du consommateur.

**EDMOND DE ROTHSCHILD ASSET
MANAGEMENT (FRANCE)**

47, rue du Faubourg Saint-Honoré - 75401 Paris Cedex 08
Société anonyme à Directoire
et Conseil de Surveillance au capital de 11 033 769 euros
Numéro d'agrément AMF GP 04000015
332.652.536 R.C.S. Paris

Partenariats & Distribution – Tél. +33 (0)1 40 17 23 09
Institutionnels France – Tél. +33 (0)1 40 17 23 44
Développement International – Tél. +33 (0)1 40 17 27 04
www.edram.fr
