

Lettre 38

Que penser du « Quoiqu'il en coûte » ?

« Insensés que nous sommes, nous voulons tout conquérir, comme si nous pouvions tout posséder ». FREDERIC LE GRAND

Les ratios de dette publique/PIB étaient d'environ 45% du PIB dans l'OCDE en 1980 et ils atteignent près de 140% cette année. Ils ont augmenté régulièrement à partir du début des années 80, fortement entre 2007 et 2011 et encore plus rapidement depuis mars 2020. Mais, contre toute attente pour les économistes orthodoxes, les taux sur la dette publique ont baissé de 14% en 1982 à moins de 1%.

Soucieux d'absorber au mieux les conséquences d'un arrêt brutal des économies lors de la crise de la Covid, soucieux d'éviter des problèmes sociaux, soucieux de prévenir un risque de crise financière et bancaire, les Etats, dans la conduite des plans de relance, ont avalisé deux changements :

D'une part, les banques centrales, la FED d'abord, la BCE, récemment, ont abandonné le plafond d'inflation à 2% pour tolérer des dépassements temporaires, sans avoir à majorer les taux. Une inflation conjoncturellement alimentée par les ruptures d'approvisionnement dans les chaînes de production, une inflation temporairement avivée par les pénuries de main d'œuvre dans certains secteurs de services et une inflation momentanément exacerbée par le redressement des cours de l'ensemble des matières premières (agriculture, métaux, hydrocarbures).

D'autre part, séduits par la TMM, théorie monétaire moderne, les Etats laissent filer l'endettement public à taux zéro, oublient la règle européenne d'un ratio dette publique/PIB inférieur à 60% et envisagent des investissements massifs dans la transition climatique, la digitalisation de l'économie et les infrastructures. Ces investissements seront susceptibles d'accroître la productivité et le potentiel de croissance mais cela se fera au prix de ratios d'endettement toujours plus élevés.

La politique budgétaire a été d'un grand secours en 2020, particulièrement aux Etats-Unis, au Japon, en Grande Bretagne, voire en Allemagne car la hausse du déficit budgétaire a été supérieure au recul du PIB. Tel n'a pas été le cas dans les autres grands pays européens mais les dépenses et les garanties apportées par l'Etat ont également été substantielles.

Les déficits budgétaires ne vont pas disparaître car avec l'accélération de la transition énergétique, le délai nécessaire avant un retour au plein emploi, l'accompagnement de politiques de relocalisation, les besoins nouveaux à financer sont importants et s'ajoutent aux coûts du vieillissement et des dépenses de santé à un moment où les hausses d'impôts semblent malaisées ou inappropriées.

Alors que penser de cette nouvelle pratique et de cette théorie monétaire moderne. La séduction est certaine mais quels sont les risques ?

1. La justification théorique : La Théorie monétaire moderne.

Stéphanie Kelton, professeure à l'université de New York, a travaillé pour le comité du budget au Sénat américain dans le camp Démocrate, sous la présidence Obama et a été conseillère économique de Bernie Sanders pour sa campagne en 2016. Auteure d'un livre remarqué, « *Le Mythe du déficit* », elle révolutionne l'approche du budget. Sa thèse, partagée par certains, source d'inspiration pour d'autres, épouvantail pour les monétaristes, suscite des interrogations et des réserves mais, lors de la crise de la Covid survenue en 2020, elle a servi d'alibi pour laisser filer les déficits budgétaires.

Avant d'émettre des réserves sur cette Théorie, il est nécessaire de s'imprégner des principes énoncés car certains constituent un apport et suscitent la réflexion sous un jour nouveau.

Selon Mosler, père de la TMM, dès les années 90, point n'est besoin pour l'Etat de taxer davantage les riches pour dépenser plus car l'Etat a le monopole de l'émission.

Le contribuable, écrit Mosler, ne finance pas l'Etat par l'impôt mais l'Etat finance le contribuable en le rémunérant, s'il est fonctionnaire, en lui procurant indirectement un emploi, s'il passe des commandes publiques... Si la fiscalité ne finance pas l'Etat, elle a néanmoins de multiples fonctions : elle vise à créer une dépendance envers la monnaie de l'Etat, elle permet de modifier la répartition des fortunes, elle est un moyen d'agir contre l'inflation et elle sert à décourager certains comportements préjudiciables à l'intérêt général, exemple la taxe carbone, la taxe sur le diesel ou à l'inverse les incitations à l'achat de voitures électriques.

Selon Stéphanie Kelton, loin du tabou de l'équilibre budgétaire, les déficits de l'Etat sont non seulement bons pour l'économie mais nécessaires : l'objectif d'une politique économique ne doit pas être l'équilibre budgétaire mais une prospérité partagée. Si l'Etat, dit-elle, trouve toujours l'argent pour couvrir les dépenses militaires ou renflouer les banques, a fortiori, peut-il en trouver pour financer l'éducation et les infrastructures.

Kelton rejette l'idée d'un déficit comme cause d'un effet d'éviction de l'investissement privé et, à l'inverse écrit-elle, un excédent budgétaire financé par un surcroît d'impôt, crée un effet d'éviction à l'envers en nous enlevant une partie de notre fortune financière.

Kelton balaie l'idée d'un déficit comme charge pour les générations futures et, à l'opposé, elle voit dans le déficit un potentiel pour élever la croissance future et, dans la dette publique des \$ mis dans la poche des consommateurs sans leur reprendre par l'impôt.

La seule limite au déficit, selon Kelton, est l'inflation car elle réduit le niveau de vie. Mais observe-t-elle, la FED est trop prudente dans l'appréciation du plein emploi et laisse donc systématiquement des personnes inemployées au moment du resserrement de sa politique.

A ce stade de son raisonnement, on peut suivre Kelton. Là où l'on a du mal à emprunter son chemin, c'est dans sa proposition d'éliminer par un déficit additionnel les \$1500 milliards de dettes étudiantes portées par 44 millions d'américains. C'est également dans sa proposition de créer une garantie fédérale de l'emploi à \$15/heure pour effacer le chômage. C'est aussi, dans son souhait de confier à l'Etat fédéral le financement par le déficit des investissements contre le réchauffement et les infrastructures. Une ambition portée par Jo Biden avec son plan initial de \$1800 milliards mais il a dû réviser l'objectif à \$1200 milliards et le plan n'est toujours pas voté. C'est enfin, l'idée de laisser la Banque du Japon racheter toute la dette publique (elle en détient la moitié). Loin de redouter comme Milton Friedman hier, un germe inflationniste dans un tel achat, elle entrevoit, avec une telle mesure, une baisse des prix car les épargnants seraient privés d'un modeste revenu d'intérêt ! Si la BOJ a déjà acquis la dette publique à hauteur d'une fois le PIB depuis 2013, l'inflation est en juin de 0.2% hors énergie.

Il y a là une filiation avec les travaux de *Thayer*, un économiste connu pour avoir démontré la survenance d'une récession aux Etats-Unis, dans chacune des six phases d'une volonté de réduction de la dette publique américaine, la première fois, sous la présidence Jackson en 1837, la dernière fois en 1929, après six ans d'une politique de réduction d'un tiers de la dette publique.

2. L'opportunité offerte par la faiblesse des taux longs :

Les politiques monétaires d'injections de liquidités ou les déficits budgétaires très élevés, lors des crises, sont, certainement, la solution de l'instant et, possiblement, le problème du lendemain. Lors d'une crise, la gestion du risque social prime sur celle du risque financier, le rétablissement du plein emploi éclipse temporairement le risque d'inflation, l'objectif de sortie de crise l'emporte sur le risque d'endettement. Tel a été le sens de la politique du « Quoiqu'il en coûte » mise en œuvre par les dirigeants des pays de l'OCDE.

- *La hausse de l'endettement public dans les pays développés n'est pas à ce jour, un problème :*

Dans les grands pays, les banques centrales parviennent à influencer sur les taux longs quel que soit le niveau d'endettement ou de déficit : topique est le taux de la dette grecque à 10 ans à 0.85%, loin des 34% de 2012, malgré un ratio d'endettement actuellement de 220% du PIB. Significatif, également, le taux à 10 ans de la dette du Japon fixé à 0-0.10% par la Banque du Japon en dépit d'un endettement public à 250% du PIB.

Aujourd'hui, déficits budgétaires et politiques monétaires expansionnistes vont de pair. Il n'en a pas toujours été ainsi mais à tout prendre, la politique budgétaire est plus démocratique car décidée par les élus.

Bilan provisoire de l'effort budgétaire des Etats pour sortir de cette crise : depuis mars 2020, les dépenses ont, selon l'OCDE, atteint 25% du PIB aux Etats-Unis, 16% au Royaume-Uni et au Japon, 15% au Canada, 11% en Allemagne, 8% en France et en Espagne.

De la démesure, par rapport au plan de relance mis en œuvre après la crise de 2008. En 2009, le plan Obama, à l'époque le plus audacieux par l'ampleur des dépenses, a atteint \$787 milliards, une goutte d'eau au regard des dépenses engagées par Trump puis Biden et cela explique pourquoi il a fallu six ans pour recréer les 8.7 millions d'emplois gommés par la crise. Cette année, la réduction du taux de chômage est bien amorcée puisqu'aux Etats-Unis il ne s'élève plus qu'à 5.9%, loin des 14.7% atteints au printemps 2020.

Les dépenses ont été en partie financées par les achats des banques centrales. A la fin 2020, on comptait \$15000 milliards d'augmentation de dettes publiques et, pour les financer, \$10 000 milliards acquis par les grandes banques centrales.

Cette politique a, selon les estimations, permis d'abaisser de deux points les taux longs. La BCE a acheté 70% de la dette émise dans la zone Euro, la Banque du Japon 75% de la nouvelle dette japonaise, la FED, près de 60% et la Banque d'Angleterre, 50% de la dette émise.

Le bilan de la FED est ainsi passé de \$4200 milliards en mars 2020 à \$7100 milliards en juin 2021, loin des \$1300 milliards de total de bilan en 2009. Elle a initialement, au printemps 2020, acheté \$1500 milliards en deux mois et depuis lors, \$120 milliards/mois dont \$80 milliards d'obligations d'Etat.

Selon les calculs de *Gagnon au Peterson Institute*, un achat de dettes à hauteur de 10% du PIB fait baisser les taux longs de 0.5 point.

La BCE poursuit son programme d'achat, annoncé au printemps 2020, €1700 milliards d'obligations, l'équivalent de 12% du PIB, et son total de bilan est ainsi de €9000 milliards.

Quant à la limite à imposer à ces dépenses publiques, c'est l'utilisation de l'argent et, on peut adhérer à la thèse d'*Olivier Blanchard*, de ne pas s'inquiéter d'une dette publique dont le taux est inférieur au

taux de croissance économique. Financer des projets d'infrastructures, des dépenses d'éducation, une conversion énergétique, à même de permettre une élévation de la croissance potentielle, à même d'offrir des économies externes aux entreprises, à même d'améliorer l'attractivité relative d'un territoire, ne devraient pas poser de problèmes. Financer des dépenses courantes devrait être une option écartée mais la frontière entre dépenses et investissements est parfois ténue.

Toutes ces mesures de stimulation aux Etats-Unis, toute cette distribution de pouvoir d'achat aggravent le déficit commercial américain. Il va atteindre un niveau record mais fausse est l'idée d'une faiblesse américaine.

A travers le déficit, les Américains vivent du crédit du reste du monde. Les autres pays ne se plaignent pas car les injections de \$ permettent une détente des taux, un affaiblissement du \$, des importations américaines accrues, donc une stimulation de la croissance mondiale puisque les Etats-Unis représentent 27% de la consommation mondiale.

La dette publique augmente aux Etats-Unis mais fausse est l'idée d'une dépendance envers l'étranger. Certes japonais et chinois ont chacun près de \$1300 milliards de bons du trésor américain mais, dans chacun des cas, ce n'est que 7% de l'encours de la dette. Si demain, à titre de rétorsion, la Chine vendait ses bons du trésor, la banque centrale américaine pourrait acheter et les taux longs américains seraient inchangés. Souvenons-nous de l'année 2016, la Chine avait cédé 15% de ses avoirs sans incidence sur les taux. Telle est l'expression du privilège du \$ comme monnaie de réserve du système monétaire international.

- ***Le recours à l'endettement signe un avantage insigne pour les pays développés par rapport aux pays émergents :***

Stéphanie Kelton a raison de ne pas s'inquiéter d'une éventuelle hausse de la détention de bons du trésor américain par les Chinois. Financer un déficit dans sa devise est un avantage à la disposition des grands pays, Etats-Unis, Zone Euro, Chine, Japon, Grande Bretagne, Canada...

En revanche, les pays émergents, même grands, comme l'Inde, le Brésil, l'Afrique du Sud, la Turquie, privés d'un attrait de leurs marchés financiers ou de leurs marchés immobiliers, tous handicapés par un déficit de la balance des paiements courants, tous dépendants de capitaux extérieurs pour financer leurs infrastructures, tous tributaires du \$ pour payer leurs importations incompressibles de denrées alimentaires et de matières premières, tous endettés partiellement en devises étrangères, tous exposés à la remontée des taux aux Etats-Unis, cause d'une sortie de capitaux, d'un affaiblissement de leur devise, de poussées inflationnistes, d'une majoration des taux, ne peuvent se permettre de laisser leurs déficits budgétaires dériver impunément sans s'exposer à une crise monétaire, voire un défaut. Cas extrême pour les pays émergents, on se souvient de la remontée des taux américains à 20%, décidée par Paul Volcker à la tête de la FED à l'orée des années 80, une hausse des taux fatale à l'époque pour les pays d'Amérique Latine endettés en \$. Particulièrement exposés aujourd'hui sont les pays dont la devise est indexée sur le \$. On pense notamment à l'Argentine ou au Liban.

- ***Vers un arrêt progressif des injections tout au long de 2022 et des hausses de taux à partir de 2023 :***

Les banques centrales à partir de l'année prochaine devront réfléchir au moyen d'alléger leurs bilans pour avoir des marges de manœuvre lors de la prochaine crise. La FED l'a fait en 2018 et 2019, ce n'est donc pas impossible mais doit être géré pour éviter un effondrement des marchés.

La Banque d'Angleterre dit être proche de l'achèvement de son plan d'achat fixé à £895 milliards, soit \$1200 milliards. La Nouvelle Zélande a également achevé son programme d'achats de \$750 milliards

et le Canada, comme l'Australie, devraient annoncer prochainement un « tapering », un début de réduction du bilan de la banque centrale.

La confiance reste la notion clé à l'heure où la création monétaire, monopole traditionnel des Etats, est concurrencée par l'action des individus avec les cryptos et demain, sans doute, par les GAFAs, riches de leurs banques de données.

En conclusion, on l'aura compris les banques centrales peuvent s'enorgueillir de leur indépendance mais sont otages de l'addiction aux taux bas suscitée depuis quelques années et certains s'inquiètent que les générations futures puissent à juste titre reprendre le mot de *Corneille dans Le Cid* « **Que de maux et de pleurs nous coûteront nos pères** ». En interrompant trop tôt les injections, elles provoqueraient une crise plus grave que celle en phase d'être effacée grâce à leurs interventions. En prorogeant ces injections, elles pourraient susciter une fuite devant la monnaie et une nouvelle crise. Mais, il est vrai, comme tous les grands pays pratiquent la même politique, les alternatives sont maigres.

- **Sous l'angle des pays**, la Théorie monétaire moderne, la capacité de supporter durablement un déficit budgétaire ou une politique monétaire expansionniste, est réservée aux pays développés et à la Chine, dotés d'une souveraineté monétaire. **Kelton** va plus loin et juge impossible la faillite d'un de ces Etats car chacun d'entre eux dispose du monopole d'émission. Les pays émergents n'ont pas cette latitude et aucun n'a pu se permettre des relances aussi massives. En fait, la meilleure aide américaine aux pays émergents, c'est le maintien des taux bas car ils en bénéficient sur leurs dettes en \$. Pour soulager, l'inévitable resserrement monétaire, le FMI va allouer \$650 milliards de DTS (Droits de tirage spéciaux) à ses membres, dont une partie bénéficiera aux pays émergents.
- **Sous l'angle de la dette**, l'endettement public, depuis 2007, a été un moyen d'acheter la paix sociale, un moyen de pallier le ralentissement de la croissance du PIB et un moyen de compenser le ralentissement de l'investissement privé. Aujourd'hui, l'endettement public est tel que les banques centrales et les Etats ne peuvent se permettre de laisser les taux d'intérêts fluctuer librement. 1 point de hausse des taux à court terme, c'est, compte tenu des échéanciers de dette publique, une incidence de 0.5 point sur le PIB des grands Etats. 1 point de hausse des taux, ce sont des pertes sur les portefeuilles des banques centrales et un impact sur les finances publiques. Problèmes d'autant plus aigus qu'à l'endettement public s'ajoute l'endettement des entreprises et l'endettement des ménages. Mais observons, aux Etats-Unis comme ailleurs dans certains pays d'Europe, une volonté de certaines sociétés d'utiliser une partie de leur cash flow au désendettement, une volonté des ménages américains et européens d'utiliser une partie de l'épargne accumulée au désendettement.
- **Sous l'angle de la monnaie**, chacun a compris l'avantage constitué par la souveraineté monétaire pour permettre l'endettement. En d'autres termes, les Etats ne laisseront pas leur monnaie, évincée par une quelconque cryptomonnaie. On pourra relire notre Lettre sur ce thème.
- **Sous l'angle des taux**, avec la généralisation, depuis quelques années, des injections de liquidités, le taux d'intérêt n'est plus une variable de marché mais une décision politique. Le Japon en est l'exemple le plus manifeste car la Banque centrale fixe le taux à 10 ans depuis 2013.
- **Sous l'angle des inégalités**, les politiques monétaires d'injections accroissent les inégalités car les plus riches, détenteurs d'un patrimoine immobilier et de valeurs mobilières, profitent de l'appréciation des marchés. En revanche, en écrasant les courbes de taux, ces injections aident

les entreprises les plus endettées à survivre, maintiennent des surcapacités, suscitent des pressions déflationnistes, pénalisantes pour les entreprises les plus performantes.

- *Sous l'angle de l'épargne*, stopper dans quelques mois les injections de liquidités, majorer les taux, ce serait fragiliser nombre d'Etats, provoquer un éclatement de la bulle obligataire, fragiliser le marché immobilier ou d'autres actifs, causer le recul de certains secteurs en Bourse et donc appauvrir beaucoup d'épargnants, ce serait mettre en faillite nombre d'entreprises non viables, les fameuses entreprises « zombies ». En d'autres termes, les banques centrales ajusteront leur politique plutôt tardivement que prématurément et les investisseurs peuvent encore conserver leurs positions.

Genève, le 22 juillet 2021

Bruno Desgardins



Bruno Desgardins
CIO
Switzerland

SingAlliance (Switzerland) SA
16bis rue de Lausanne
1201 Geneve
Switzerland
T: +41 22 518 85 85
E: info.switzerland@sing-alliance.com



SingAlliance Pte Ltd
20 McCallum Street
#18-01 Tokio Marine Centre
Singapore 069046
T: +65 6303 5050
E: info@sing-alliance.com

SingAlliance (Hong Kong) Ltd
1205, 12/F Bank of America Tower
12 Harcourt Road, Central
Hong Kong
T: +852 3611 7790
E: info.hongkong@sing-alliance.com

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.