

Déficits, dettes publiques, banques centrales : quelles issues possibles ?

9 JUILLET 2020



Web

www.lazardfreresgestion.fr



Twitter

[LazardGestion](#)



LinkedIn

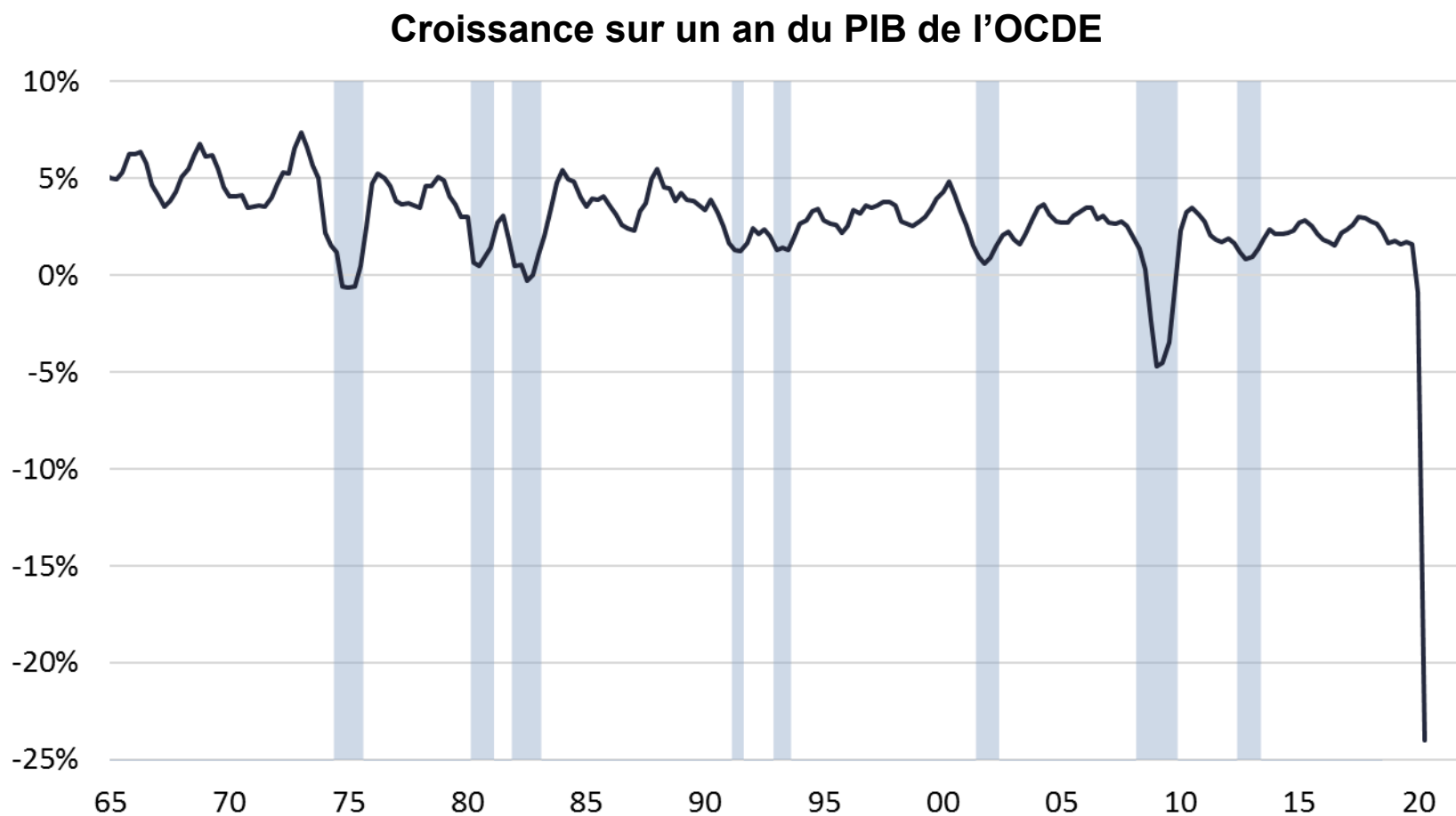
[Lazard Frères Gestion](#)



Blog

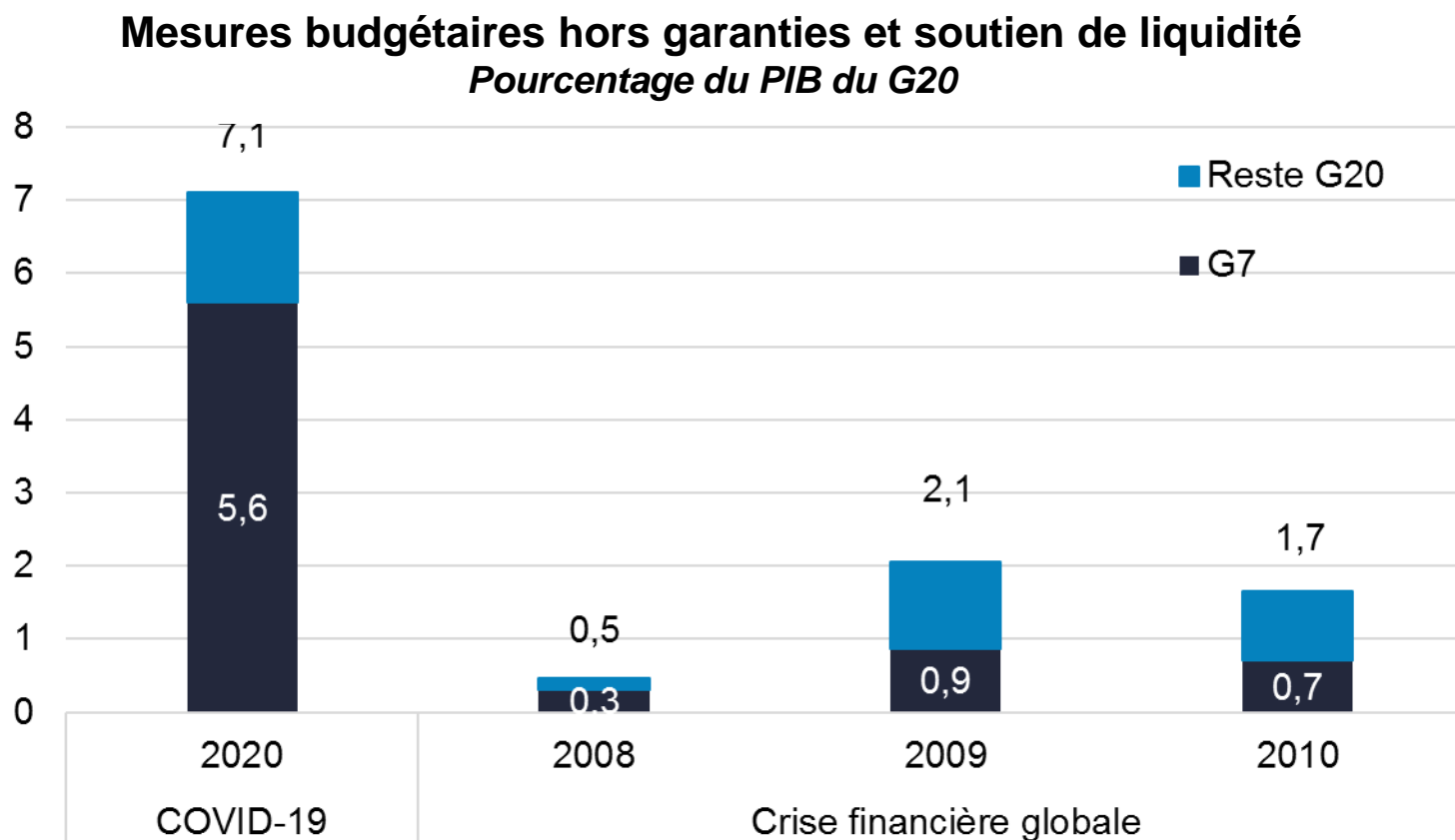
www.lazardfreresgestion-tribune.fr

La crise du covid-19 a provoqué un coup d'arrêt économique jamais vu








Source : Facset

En réponse, les Etats ont eu recours à des politiques de soutien exceptionnelles



Sources : FMI, données au 12 juin

Les QE¹ des banques centrales permettent de financer les déficits et dettes générés

		Solde budgétaire en %			Dettes / PIB en %			QE annoncé / PIB en %
		2019	2020	2021	2019	2020	2021	2020
Etats-Unis		-6,3	-23,8	-12,4	108,7	141,4	146,1	sans limite
Zone euro		-0,6	-11,7	-5,3	84,1	105,1	103,0	12,0
Japon		-3,3	-14,7	-6,1	238,0	268,0	265,4	sans limite
Royaume-Uni		-2,1	-12,7	-7,0	85,4	101,6	100,5	11,0
France		-3,0	-9,2	-6,2	98,5	115,4	116,4	12,0

¹QE (Quantitative Easing) : terme anglais qui signifie « assouplissement quantitatif » et désigne un instrument particulier de la politique monétaire pour influencer le coût du crédit et agir ainsi sur l'inflation et la croissance.

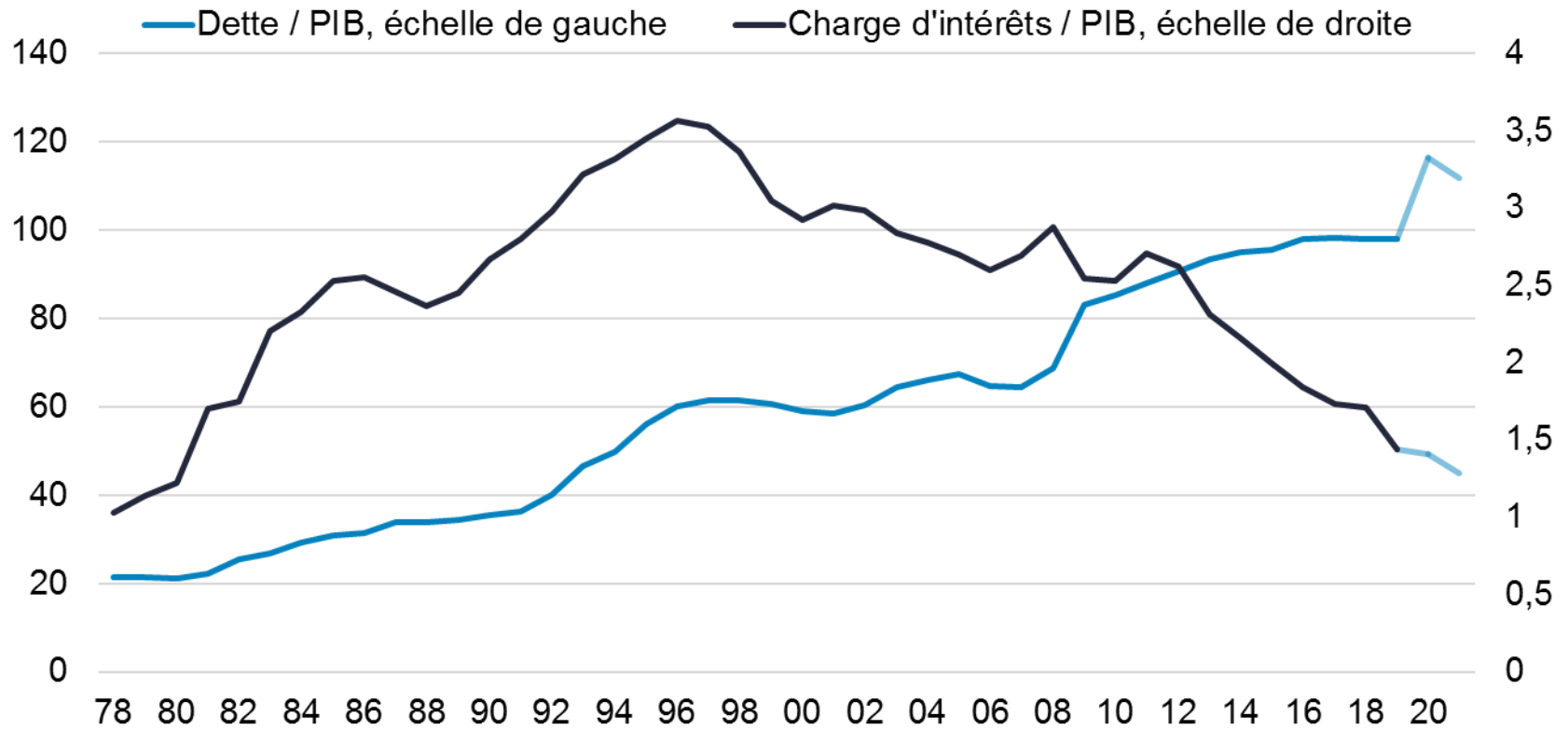
Sources : FMI, Bloomberg

La capacité d'achat d'une Banque centrale dans sa devise est illimitée

- ▶ La Banque centrale est la banque des banques commerciales.
- ▶ En situation de monopole, elle impose son passif aux banques.
- ▶ Pour la Banque centrale, acheter un actif à une banque, ou à un client d'une banque, revient simplement à créditer son compte Banque centrale.
- ▶ C'est une banque sans contraintes réglementaires de type ratio ou levier à respecter.

La baisse des taux d'Etat semble permettre un endettement quasi-illimité

France : dette et charge d'intérêts



Source : Commission Européenne



Des déficits publics financés via les banques centrales : une nouvelle potion magique ?

- ▶ Les Etats dépensent sans s'inquiéter des déficits et dettes générés.
- ▶ Les banques centrales, via des QE¹, financent les Etats et assurent un coût pour ces derniers proche de 0.
- ▶ La généralisation de ces politiques à travers le monde évite qu'un pays soit stigmatisé et sa devise attaquée.

¹QE (Quantitative Easing) : terme anglais qui signifie « assouplissement quantitatif » et désigne un instrument particulier de la politique monétaire pour influencer le coût du crédit et agir ainsi sur l'inflation et la croissance.

Effets collatéraux de cette politique

- L'envoi d'un chèque aux ménages, financé par l'émission par l'Etat d'une obligation rachetée sur le marché par la Banque centrale peut se résumer ainsi :

Etat			Banque centrale	
Actif	Passif		Actif	Passif
	Obligations d'Etat +100		Obligations d'Etat +100	Réserves BC +100
Banque			Ménages	
Actif	Passif		Actif	Passif
Réserves BC +100	Dépôts +100		Dépôts +100	

Flux de *richesse* : Etat >>> agents privés

Flux de *liquidité* : Banque centrale >>> banques >>> agents privés

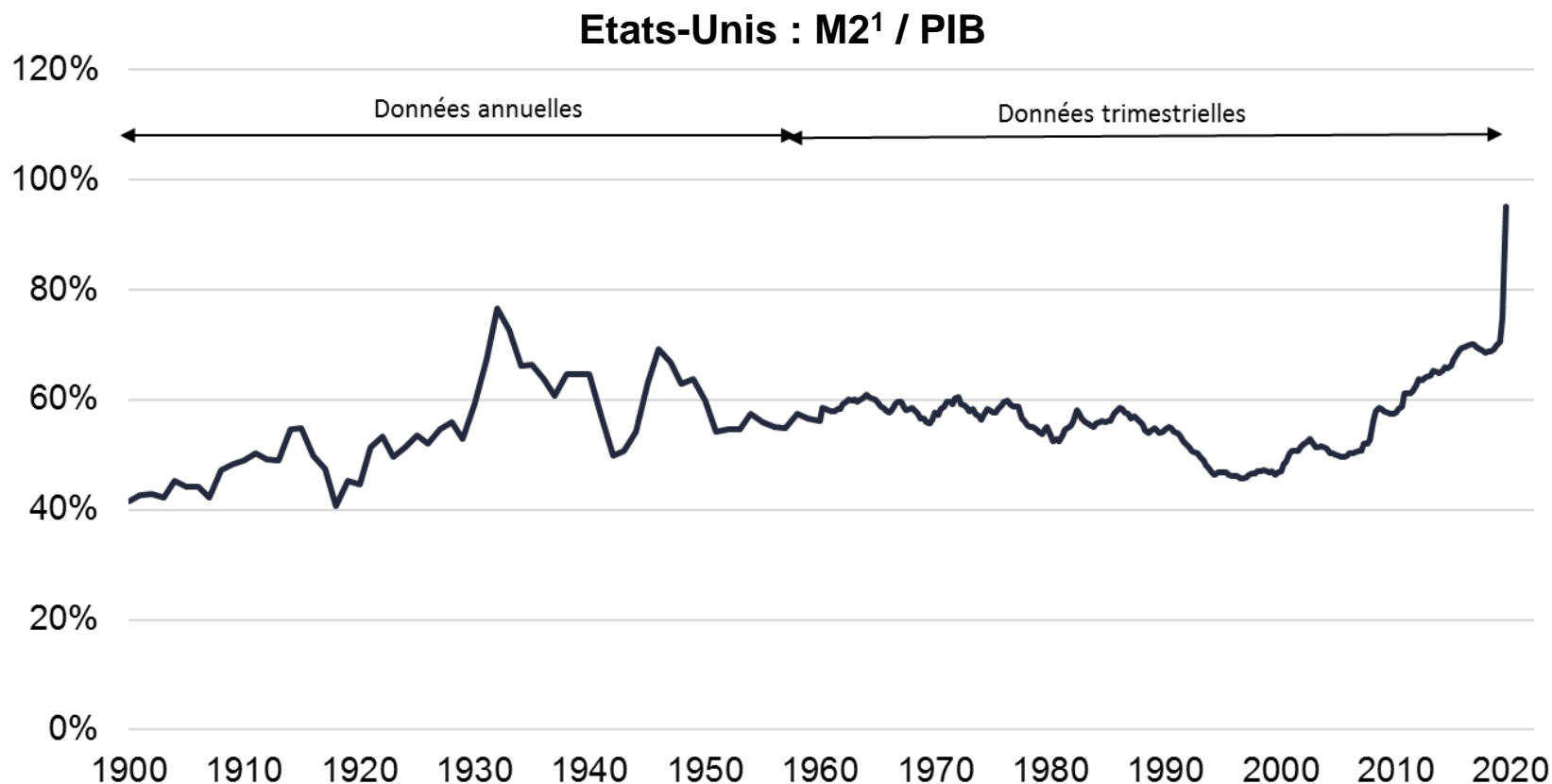
Un mécanisme similaire mais une ampleur sans rapport avec 2008-2009 (1/2)

Etats-Unis : déficit budgétaire en pourcentage du PIB



Sources : Bloomberg, CBO, Jorda Schularik, Taylor 2017

Un mécanisme similaire mais une ampleur sans rapport avec 2008-2009 (2/2)



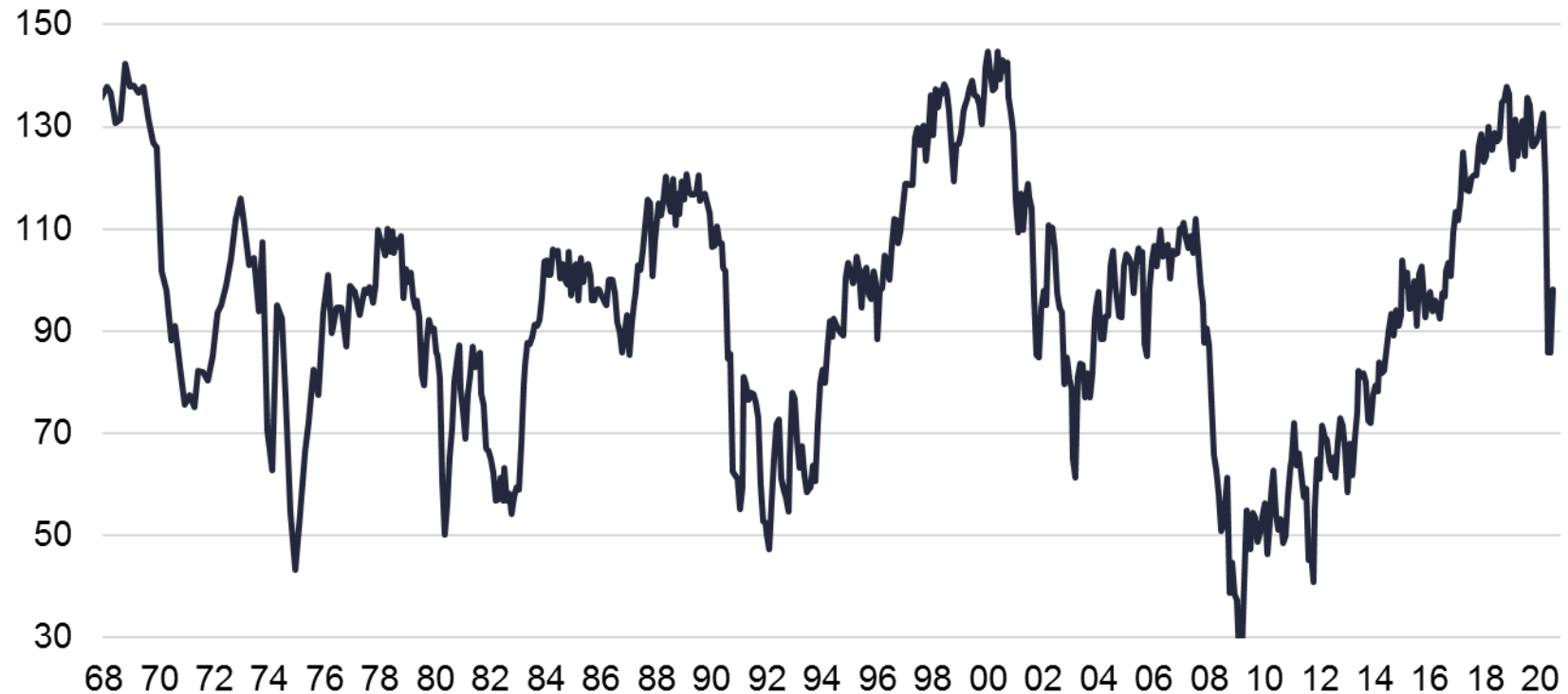
¹La masse monétaire représente la quantité de monnaie qui circule dans l'économie à un moment donné. Celle-ci est mesurée grâce à des indicateurs statistiques (agrégats) qui sont fixés par la BCE. Cela correspond à tous les moyens de paiement qui peuvent être transformés en liquidité.

Ces agrégats indiquent le niveau de liquidité de certains agents économiques et sont représentés par les symboles suivants : M1 qui correspond aux pièces et billets et M2 qui correspond à M1 plus les dépôts sur comptes et sur livrets.

Sources : Oscar Jordà, Moritz Schularick, and Alan M. Taylor 2017, *Macrofinancial history and the new business cycles facts*, Bloomberg.

La confiance actuelle justifie mal le maintien d'un tel niveau de liquidité

Etats-Unis : confiance des consommateurs, Conference Board¹



¹Le Conference Board est une organisation à but non lucratif, créée au début du 19^{ème} siècle, dans le but d'aider les employés à résoudre les différends dus à l'accroissement des réglementations dans le cadre du travail. Le Conference Board compile aujourd'hui des données provenant de très nombreuses sources, et mène des études sur les grands domaines économiques.

Source : Bloomberg

Ramener les liquidités du secteur privé à un niveau plus normal n'est pas si facile (1/2)

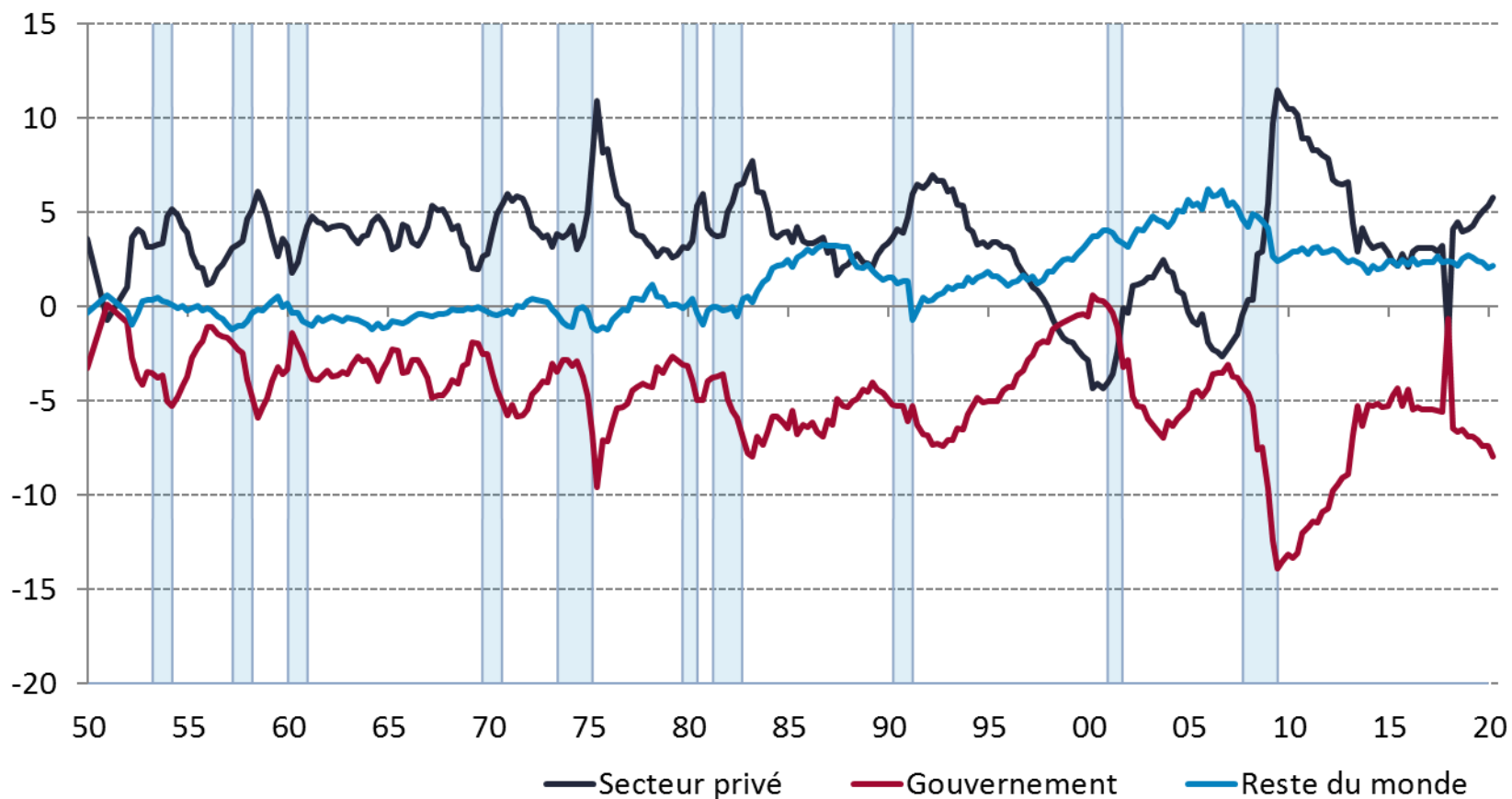
- ▶ Dépenser les liquidités ne les fait pas disparaître, elles sont simplement transmises à un autre agent économique.
- ▶ Acheter un actif (actions, obligations...) ne les fait pas disparaître davantage, elles sont là aussi transmises au vendeur.
- ▶ La dilution via une forte croissance nominale semble théorique au regard de la faible inflation observée depuis 20 ans.

Ramener les liquidités du secteur privé à un niveau plus normal n'est pas si facile (2/2)

- ▶ Dans la pratique, il existe trois possibilités pour diminuer les liquidités du secteur privé :
 - > **Transfert vers l'Etat**, via une baisse du déficit, du fait soit d'une bonne conjoncture, soit d'un durcissement fiscal.
 - > **Transfert vers l'extérieur**, via le déficit commercial. Peu probable aujourd'hui car les plans de relance sont mondiaux.
 - > **Transfert vers les banques/destruction de liquidité**. Remboursement de prêts ou réduction des emprunts. Cela entérinerait la hausse de l'épargne financière nette des ménages.

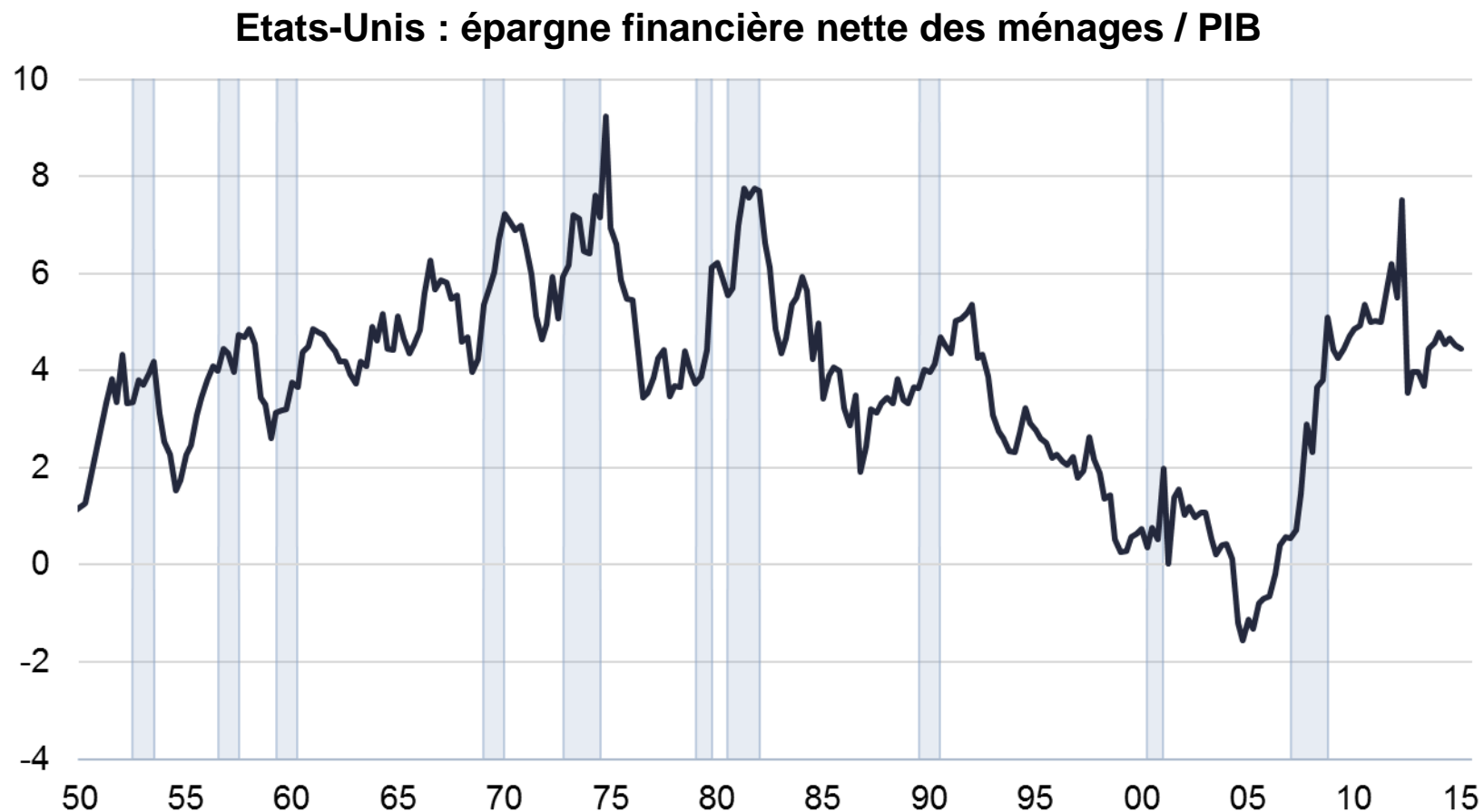
L'envolée du déficit public soulève la question de l'équilibre des positions de financement

Etats-Unis : épargne financière des agents économiques / PIB



Source : Facset

La relance de 2009 a permis de compenser le retour à la normale de l'épargne financière des ménages



Sources : Federal Reserve, Facset

Vers une accélération de l'inflation ?

- ▶ L'absence d'excès passés d'endettement rend peu probable un retrait volontaire des agents privés, surtout en l'absence de chute du prix des actifs.
- ▶ Si la politique expansionniste de l'Etat ne vient pas compenser un retrait du secteur privé, son effet entraînant sur l'économie va être d'autant plus grand.
- ▶ Le risque est alors de trop pousser l'économie et de provoquer une surchauffe, conduisant in fine à une accélération de l'inflation.
- ▶ Ce scénario problématique pour les banques centrales serait idéal pour résoudre le problème de la dette.

Annuler la dette d'Etat détenue par les banques centrales ne change rien au fond de l'histoire

Annulation de la dette détenue par la Banque centrale



Perte par la Banque centrale



Recapitalisation par l'Etat



Fonds propres négatifs



Réapparition de la dette d'Etat



Problème de crédibilité de la Banque centrale

Les déficits publics, financés par les banques centrales, sont-ils la panacée ?

- ▶ Le déficit public ne crée ni richesse réelle ni capacité de production.
- ▶ Si tous les Etats dans le monde viraient 10 millions d'euros sur les comptes bancaires de tous les citoyens, ceux-ci ne seraient plus riches qu'en apparence : le nombre de biens immobilier, de biens de consommation serait toujours le même.
- ▶ Les prix s'ajusteraient aussitôt à la hausse pour équilibrer l'offre et la demande.
- ▶ Si un seul pays le faisait, sa devise baisserait fortement.

Une hausse limitée des déficits publics permet-elle de bénéficier des avantages sans les inconvénients ?

- ▶ La faiblesse actuelle de l'inflation ne permet-elle pas de profiter de déficits élevés tant qu'aucune pression inflationniste n'apparaît ?
- ▶ Cette stratégie présente trois risques :
 - 1 L'accoutumance aux déficits
Sera-t-il si simple de les résorber si l'inflation accélère ?
 - 2 L'inertie de l'inflation
Une fois celle-ci « sortie de sa boîte », est-on sûr de savoir la faire rentrer dedans ?
 - 3 La remontée des taux
- ▶ Si la Banque centrale y est contrainte, le coût de la dette va exploser, y compris sur la part détenue par la Banque centrale (pour acheter les dettes d'Etat, la Banque centrale crédite les comptes courants des banques commerciales, comptes qu'elle devra rémunérer).

Comment résorber les dettes publiques ?

► Il y a en théorie trois solutions :

- 1 Un durcissement de la fiscalité.
- 2 Une amélioration spontanée du déficit suite à une conjoncture très favorable.
- 3 Une dilution via une augmentation rapide du PIB nominal, elle-même liée à la politique fiscale et monétaire très accommodante.





Un fort durcissement de la fiscalité est-il à craindre ?

- ▶ A court terme, la pression pour diminuer à marche forcée les dettes devrait rester limitée :
 - 1 Un choc exogène et qui touche tout le monde : pas de « coupables » ou « mauvais gestionnaires des deniers publics » à punir.
 - 2 Si l'inflation reste contenue, les banques centrales vont continuer de financer les Etats via les QE avec des taux bas.
 - 3 Si l'inflation accélère fortement sur la durée (2 ans à plus de 3%), les premiers impacts seront une amélioration des recettes et une dilution du ratio dette/PIB. La hausse des taux ne se répercutera que progressivement.



Le vrai risque pour les agents privés n'est pas tant un durcissement fiscal brutal que de voir leurs placements érodés par l'inflation.

Une nouvelle crise des pays périphériques est-elle à craindre ? (1/2)

		Solde budgétaire en %			Dette / PIB en %		
		2019	2020	2021	2019	2020	2021
Espagne		-2,6	-9,5	-6,7	95,5	113,4	114,6
Grèce		0,4	-9,0	-7,9	179,2	200,8	194,8
Italie		-1,6	-8,3	-3,5	134,8	155,5	150,4
Portugal		0,2	-7,1	-1,9	117,6	135,0	128,5

Source : FMI

Une nouvelle crise des pays périphériques est-elle à craindre ? (2/2)

- ▶ La situation risque de rester durablement tendue pour l'Italie et la Grèce.
- ▶ Trois facteurs de soutien à court terme :
 - 1 Création probable d'un fond européen de 750 Mds €.
 - 2 Outils de soutien par la BCE et volonté de les utiliser.
 - 3 Contrairement à 2011, pas de volonté de « punir », dégradation récente exogène des finances publiques.

Conclusion

- ▶ Les limites à l'utilisation de la combinaison déficits publics/soutien monétaire sont très éloignées tant que l'inflation reste basse.
- ▶ Une accélération de l'inflation représenterait un réel test de l'indépendance et de la résolution des banques centrales.
- ▶ Leurs discours récents laissent envisager une grande tolérance pour une inflation « temporairement » au dessus de l'inflation.
- ▶ Que se passera-t-il si tout le monde sous-estime la vigueur de la reprise ?
- ▶ Attention au changement des anticipations ?
- ▶ Pas de « free lunch¹ » pour tout le monde : sans déflation, les investisseurs en obligations d'Etat seront perdants. Le taux réel à dix ans sur les obligations du Trésor américain est de -1,0% et de -1,3% pour les obligations allemandes.

¹ « Repas gratuit » en anglais

Avertissement au lecteur

Ce document n'a pas de valeur pré-contractuelle ou contractuelle. Il est remis à son destinataire à titre d'information.

Il fait état d'analyses ou descriptions préparées par Lazard Frères Gestion SAS sur la base d'informations générales et de données statistiques historiques de source publique.

Ces éléments sont fournis à titre indicatif et ne sauraient constituer en aucun cas une garantie de performance future. Ces analyses ou descriptions peuvent être soumises à interprétations selon les méthodes utilisées. Les instruments ou valeurs figurant dans ce document sont soumis aux fluctuations du marché et aucune garantie ne saurait être donnée en capital, sur la performance ou leur évolution future.

Les analyses et/ou descriptions contenues dans ce document ne sauraient être interprétées comme des conseils ou recommandations de la part de Lazard Frères Gestion SAS. Ce document ne constitue ni une recommandation d'achat ou de vente, ni une incitation à l'investissement.

Ces présentations sont la propriété intellectuelle de Lazard Frères Gestion SAS.