

Les banques centrales vont-elles être forcées de monétiser les dettes publiques ?

Aux Etats-Unis et en Europe, les gouvernements réagissent à la crise économique et aux problèmes des banques en accroissant fortement les déficits publics. Il n'en résultera une augmentation durable des taux d'endettement publics, avec, en Europe, un "oubli" des règles budgétaires (Pacte de Stabilité).

Il est possible que ceci amène les taux d'endettement publics au dessus des niveaux acceptables par les investisseurs, ce qui forcerait les Banques Centrales à monétiser les dettes publiques pour éviter le défaut des Etats. La problématique est ici assez différente entre les Etats-Unis et la zone euro :

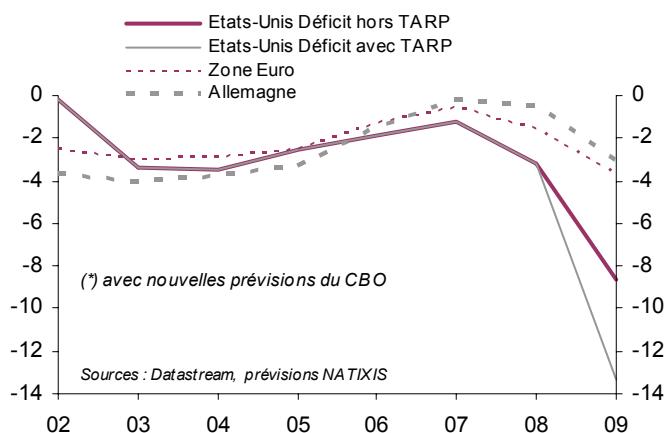
- les Etats-Unis peuvent faire monétiser leur dette publique par les Banques Centrales des autres pays (la Chine) s'ils accumulent des réserves de change pour éviter la dépréciation du dollar ;*

- les règles budgétaires de la zone euro visaient à éviter que certains pays aient un comportement de passager clandestin : ils ont un déficit public très élevé, qui forcera ultérieurement la BCE à monétiser leur dette, pour éviter l'effet désastreux pour les autres du défaut d'un émetteur souverain en euros. L'évolution actuelle correspond à l'effondrement de cette construction cohérente de règles.*

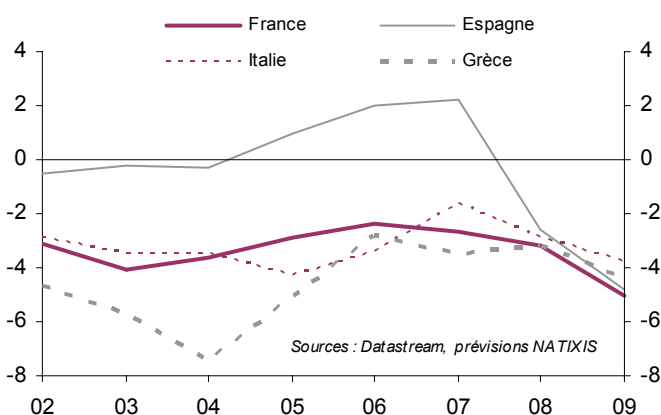
Fort accroissement durable des déficits publics et des dettes publiques

En réaction à la crise, les gouvernements (nous regardons les Etats-Unis et la zone euro) ont fortement accru les déficits publics et les dettes publiques (graphiques 1 a/b, graphiques 2 a/b), à la fois pour essayer de relancer la demande intérieure (tableau 1) et pour venir en aide aux banques (tableau 2).

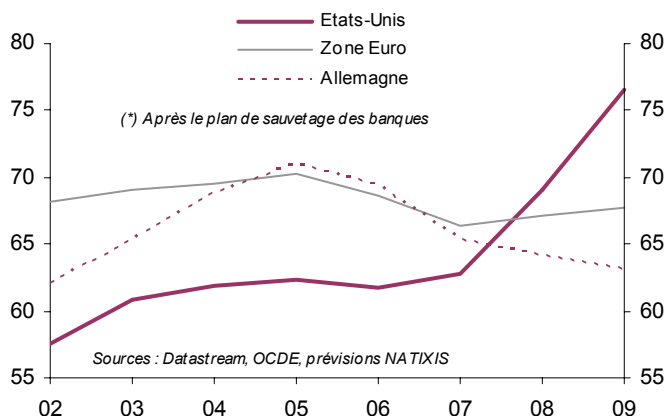
Graphique 1 a
Déficit public (en % du PIB) (*)



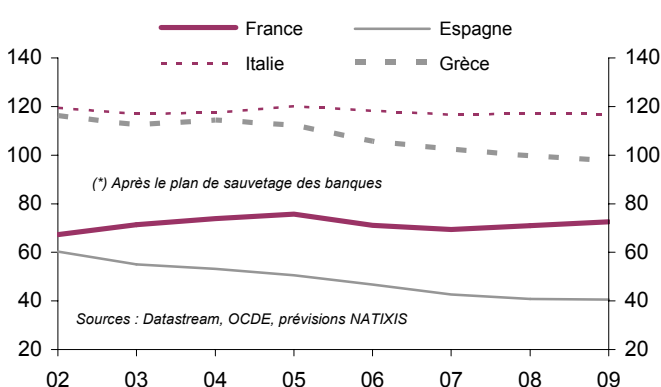
Graphique 1 b
Déficit public (en % du PIB)



Graphique 2 a
Dettes publiques (en % du PIB) (*)



Graphique 2 b
Dettes publiques (en % du PIB) (*)



Graphique 1
Plans de relance budgétaire (Mds, 2009-2010)

| | |
|-----------------|-----------------|
| Etats-Unis | 700/800 Mds USD |
| Royaume-Uni | 25 Mds GBP |
| France | 26 Mds EUR |
| Italie | 6 Mds EUR |
| Espagne | 18,8 Mds EUR |
| Allemagne | 82 Mds EUR |
| Japon | 806 Mds USD |
| Chine | 586 Mds USD |
| Inde | 14,1 Mds USD |
| Russie | 200 Mds USD |
| Amérique latine | 21 Mds USD |
| PECO | 17,2 Mds EUR |
| Asie émergente | 38,1 Mds USD |

Sources: nationales, Natixis

Tableau 2
Montants maximums envisagés pour les plans de sauvetages bancaires

| | | Aides au refinancement (garantie et ligne de crédit) | Recapitalisation | Défaisance d'actifs | Coût sur la dette publique | En pb de PIB |
|-------------|-----------|---|------------------|---------------------|-------------------------------|-----------------|
| États-Unis | Mrd USD | 1 450 | * | 0 | 700 | 4,7 |
| Royaume-Uni | Mrd GBP | 250 | 37 | 0 | 37 | 2,5 |
| Allemagne | Mrd EUR | 400 | 80 | | 100 | 4,5 |
| France | Mrd EUR | 320** | 40 | 0 | 40 | 2,1 |
| Italie | Mrd EUR | 0 | 12 | 0 | 12 | 1,0 |
| Espagne | Mrd EUR | 200*** | 0 | 30-50 | 50 | 4,0 |
| Pays-Bas | Mrd EUR | 200 | 20 | 0 | 20 | 3,5 |
| Suède | Mrd EUR | 151 | | | | |
| Irlande | Mrd EUR | 485 | 10 | | | |
| Suisse**** | Mrd USD | 0 | 0 | 60 | 6 | 1,4 |
| Grèce | Mds EUR | 23 | 5 | | | |
| Total | (Mrd EUR) | 3 143 | 128 | 134 | 780 | |

* États-Unis : recapitalisation : 350 Mds de \$ puis suite au changement d'orientation du TARP, les 350 Md\$ restants seront alloués pour augmenter le montant destiné à la recapitalisation, soutenir la titrisation et limiter les foreclosures.

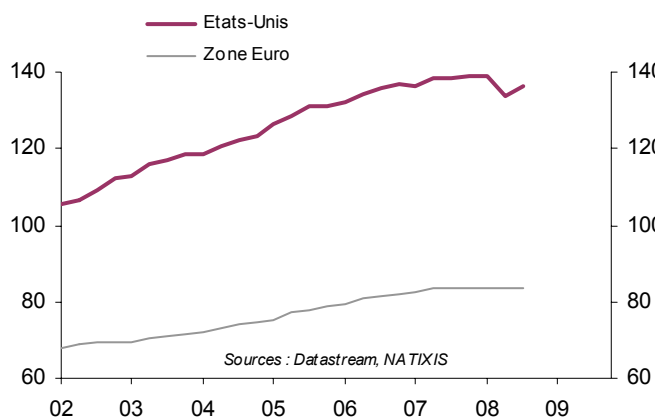
** Dont 55 milliards de garanties pour Dexia.

*** 100 Mds € en 2008 et 100 Mds € en 2009.

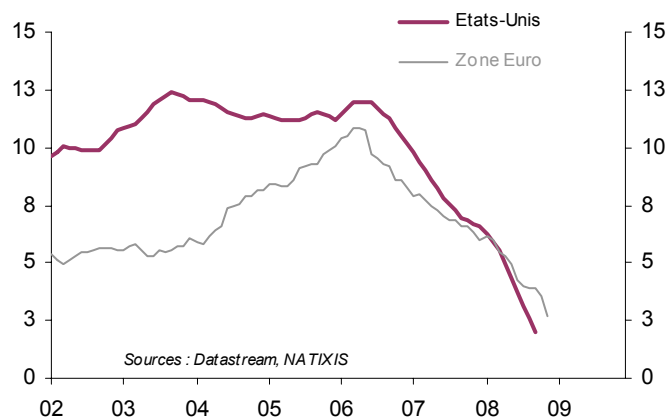
**** Pour le moment uniquement un swap avec la Fed. Ultérieurement financement par le marché obligataire.

Cette hausse des déficits publics risque d'être très durable : la crise correspond à l'arrêt de la hausse du taux d'endettement des ménages (graphiques 3 /b), et devrait donc conduire à, d'abord **une forte baisse du niveau d'activité**, puis à **une croissance plus faible**.

Graphique 3 a
Dettes des ménages (en % du RDB)

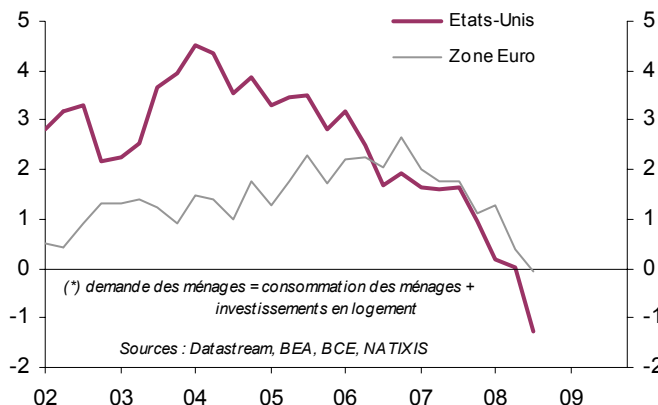


Graphique 3 b
Crédit aux ménages (GA, en %)

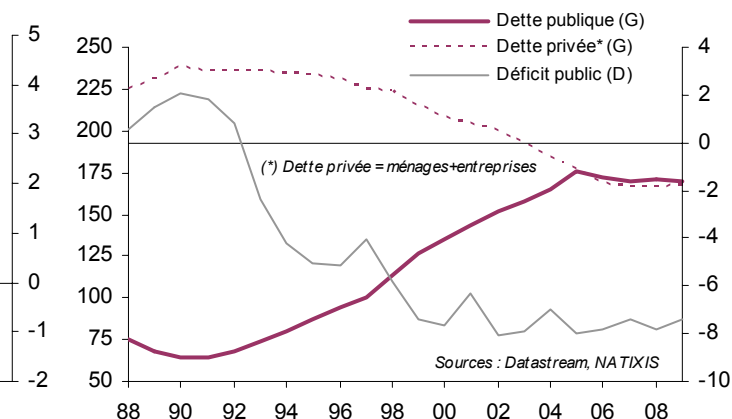


Il y aura en effet, si les taux d'endettement ne peuvent plus augmenter, **disparition définitive de la partie de la demande des ménages (graphique 4) qui était financée par la hausse du crédit**, donc réduction définitive du niveau d'activité. S'il y a utilisation de la politique budgétaire pour compenser cette perte définitive d'activité réelle, il apparaît **des déficits publics qui sont permanents et non transitoires**, donc **une hausse permanente du taux d'endettement public**, comme on l'a observé au Japon (graphique 5) depuis le début des années 1990.

Graphique 4
Demande des ménages* (Volume, GA en %)



Graphique 5
Japon : Déficit et Dettes (en % du PIB)



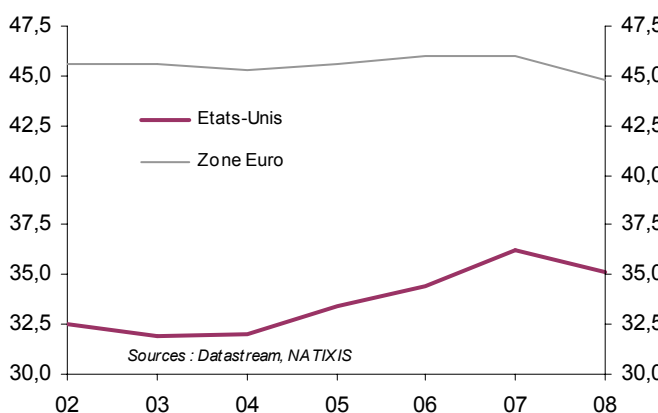
Vers une monétisation forcée des dettes publiques

Si les taux d'endettement publics augmentent continûment, **il peut arriver un moment où un supplément d'émission de dette publique n'est plus accepté (surtout) par les marchés financiers.**

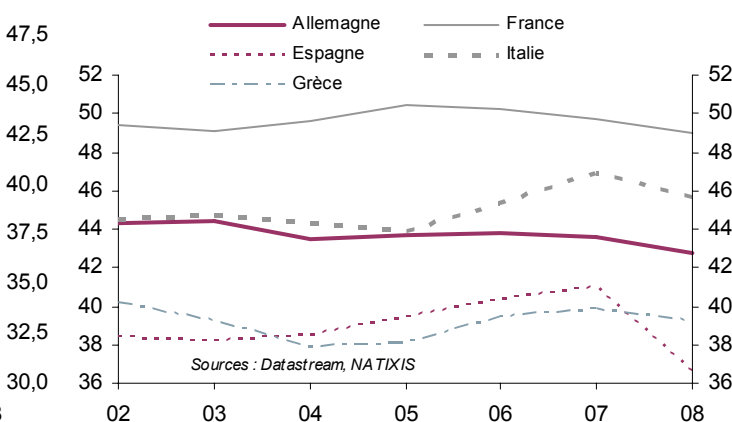
Ceci peut provenir :

- de l'excès de l'offre d'obligations par rapport à la demande d'obligations ; mais cette configuration est peu probable puisque la hausse de l'endettement public compense la baisse de l'endettement privé (graphiques 3 a/3 b plus haut), comme on l'a vu aussi au Japon (graphique 5 plus haut).
- de craintes sur la solvabilité des Etats. Les Etats ne peuvent plus compter sur l'inflation pour faire apparaître des taux d'intérêt réels négatifs et réduire leur endettement. **Leur capacité à accroître la pression fiscale (graphiques 6 a/b) est limitée** si la croissance est affaiblie.

Graphique 6 a
Pression fiscale (en % du PIB)



Graphique 6 b
Pression fiscale (en % du PIB)



L'exemple japonais, à nouveau, a montré (en 1997) l'impossibilité d'accroître la pression fiscale (en 1997 les taux de TVA) dans cette configuration sans dégrader l'économie de manière insupportable (graphique 7).

Si la dette publique atteint le maximum acceptable, s'il n'y a pas d'inflation et si la pression fiscale ne peut pas être augmentée, la seule solution est la monétisation de la dette publique, c'est-à-dire l'achat des dettes publiques par les Banques Centrales contre création monétaire.

Peu importe que ces achats soient faits à l'émission sur le marché secondaire : il s'agit simplement **qu'une partie de la dette publique n'ait plus à être détenue par les agents économiques** autres que les Banques Centrales.

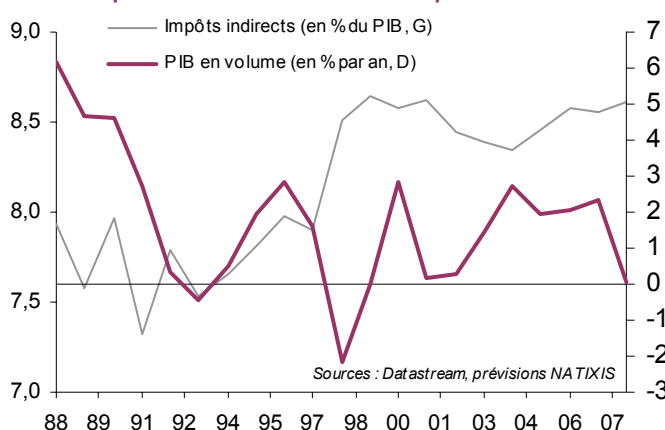
Mais la situation doit être analysée différemment aux Etats-Unis et dans la zone euro.

La situation américaine

L'ouverture du déficit public aux Etats-Unis fait réapparaître des **déficits jumeaux**, c'est-à-dire une situation où le déficit extérieur vient du besoin de financement du secteur public et plus de celui du secteur privé (**graphique 8**).

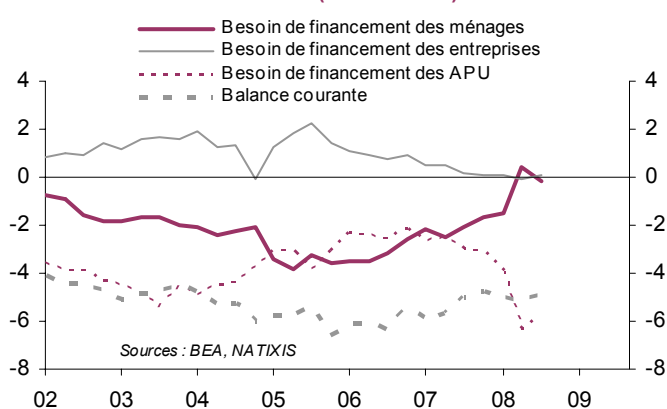
Graphique 7

Japon : Croissance du PIB et impôts indirects



Graphique 8

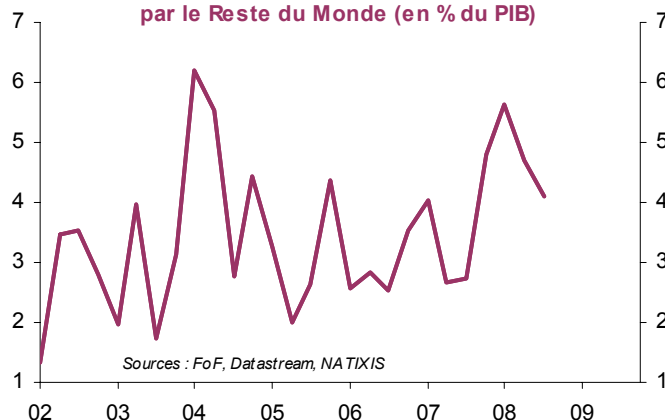
Etats-Unis : Besoin de financement et balance courante (en % du PIB)



Les Etats-Unis vendent donc de la dette publique au Reste du Monde (**graphique 9**). Ceci permet à la monétisation de prendre une forme particulière : la vente de dette publique des Etats-Unis aux Banques Centrales du Reste du Monde, en particulier à la Banque Centrale de Chine puisque, de plus en plus, le déficit extérieur des Etats-Unis a comme contrepartie l'excédent extérieur de la Chine (**graphique 10**).

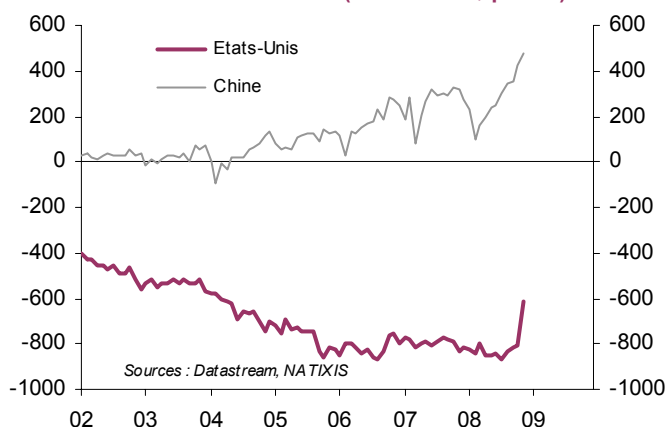
Graphique 9

Etats-Unis : Achats nets d'obligations publiques par le Reste du Monde (en % du PIB)



Graphique 10

Balance commerciale (en Mds de \$ par an)



Si la Banque Centrale de Chine crée de la monnaie (de banque centrale) pour acheter des Treasuries, il y a bien monétisation de la dette publique des Etats-Unis.

La situation de la zone euro

Le Pacte de Stabilité (limitation des déficits publics) avait une justification **tout à fait cohérente** : la zone euro est une zone monétaire particulière où il y a plusieurs autorités budgétaires et une Banque Centrale. Ceci fait apparaître **un risque de comportement de passager clandestin : un pays de la zone euro peut être tenté d'avoir un énorme déficit public** ; si sa dette publique atteint le maximum finançable, **il peut menacer de faire défaut si la BCE ne monétise pas sa dette**.

Cette menace est crédible : il est impensable que les gouvernements de la zone euro ou la BCE acceptent un défaut d'un émetteur souverain en euros : la crédibilité de l'euro serait ruinée, les taux d'intérêt payés par tous les autres pays sur leurs dettes publiques augmenteraient massivement.

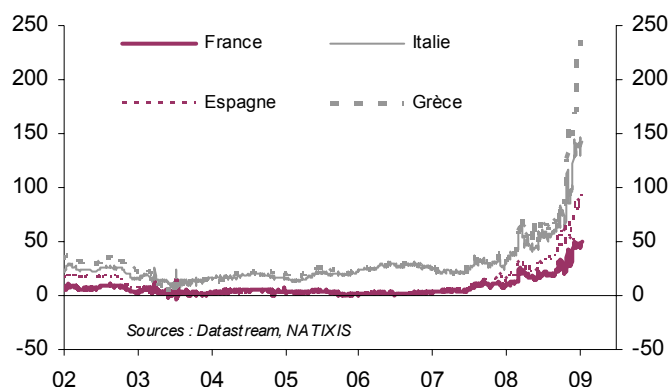
Mais on voit qu'aujourd'hui (**graphiques 1 a/b** plus haut) **la discipline budgétaire a disparu dans la zone euro** et, nous l'avons vu plus haut, probablement pour une longue période de temps.

La hausse des spreads de taux d'intérêt des pays de la zone euro vis-à-vis de l'Allemagne (**graphique 11**) doit être analysée avec précaution : elle reflète largement une prime d'illiquidité.

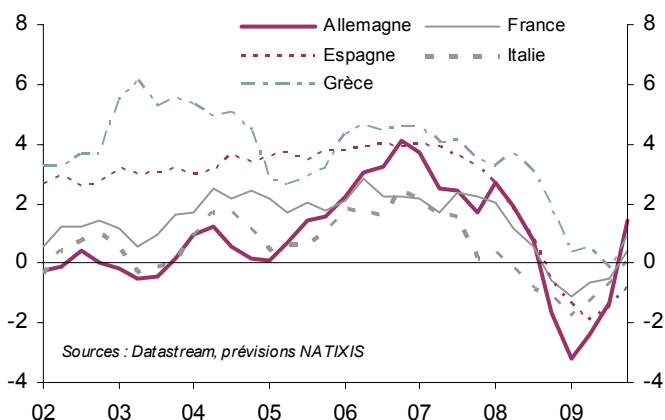
Cependant, si les déficits publics actuels se poursuivent, on arrivera à une situation d'insolvabilité potentielle de certains pays qui ne pourra se résoudre que par la monétisation d'une partie de leur dette publique par la BCE.

La hausse du crédit a dans un premier temps soutenu la croissance de certains pays de la zone euro (graphique 3 a/b plus haut) ; puis, lorsque le crédit s'est arrêté, le relais a été pris par les déficits publics, pour éviter la chute de la croissance (graphique 12). Mais ceci conduit nécessairement à la monétisation des dettes publiques par la BCE dans le futur.

Graphique 11
Spreads taux 10 ans GOV vis-à-vis Allemagne (en pb)



Graphique 12
PIB en volume (GA en %)



Synthèse : la perte excessive de la discipline budgétaire, si elle est durable, conduira à des désordres monétaires

Si les économies étaient confrontées à un cycle, les déficits publics pourraient être transitoirement très élevés. Mais si les économies sont bien confrontées, avec l'arrêt de l'économie d'endettement, à un recul durable du niveau d'activité et de croissance, l'utilisation des politiques budgétaires visant à restaurer le niveau antérieur d'activité conduit à une hausse permanente des déficits publics.

La perte, finalement, de solvabilité des Etats que cette hausse permanente des déficits publics et des dettes publiques entraînera conduira à des désordres monétaires :

- **dans le cas des Etats-Unis**, à une création monétaire mondiale excessive due à l'accumulation de titres publics américains dans les réserves de change ;
- **dans le cas de la zone euro**, à la situation que précisément le Pacte de Stabilité essayait d'éviter : une monétisation forcée des dettes publiques des pays qui les laissent devenir excessive. Cette monétisation est normalement interdite (clause de "no bail out"), mais peut-on croire que les pays de la zone euro laisseraient survenir un défaut sur la dette publique de l'un d'entre eux ?