

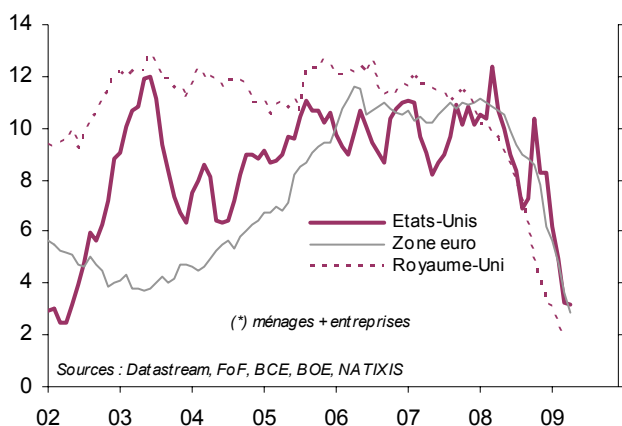
Le piège des déficits publics

Les perspectives de croissance et d'inflation montrent qu'un énorme problème de finances publiques va se poser aux Etats-Unis et en Europe. Le seul choix, si les courbes des taux d'intérêt continuent à se pentifier avec la hausse des taux d'endettement public, risque d'être entre la monétisation des dettes publiques par les Banques Centrales et la hausse de la pression fiscale.

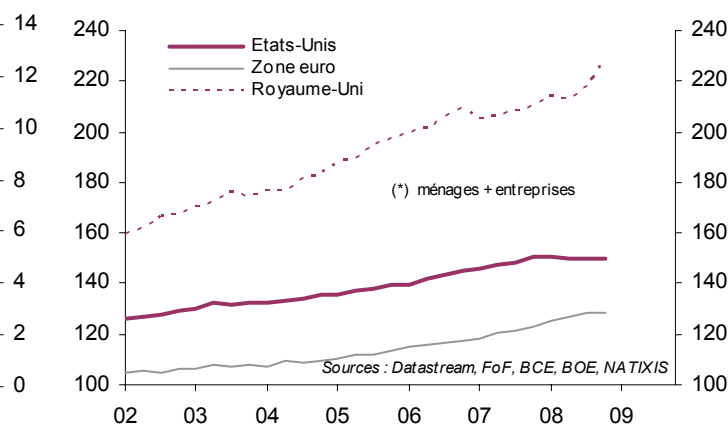
Reprise sans crédit

Il est très difficile de croire que le crédit va redémarrer rapidement, aux Etats-Unis ou en Europe (graphique 1a/1b). Les taux d'endettement atteints avant la crise sont historiquement élevés, la richesse financière et la richesse immobilière ont chuté (graphiques 2a/2b), les primes de risque qui s'ajoutent aux taux d'intérêt sur les dettes sont plus élevées (graphiques 3a/3b), l'aversion pour le risque plus forte...

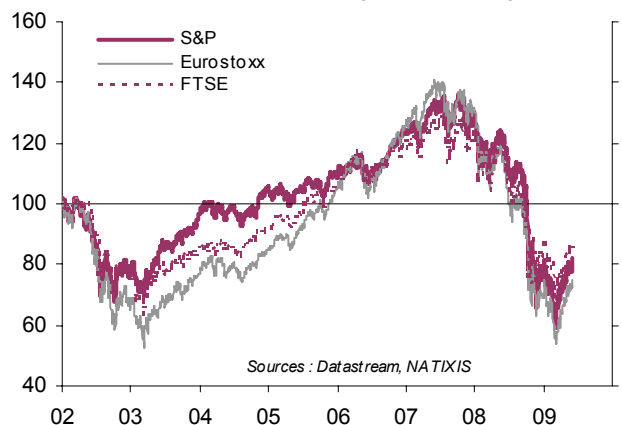
Graphique 1a
Crédit bancaire au secteur privé* (GA en %)



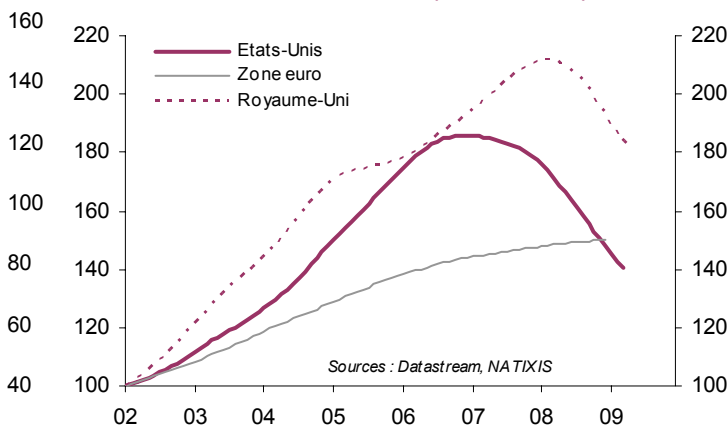
Graphique 1b
Dettes du secteur privé* (en % du PIB)



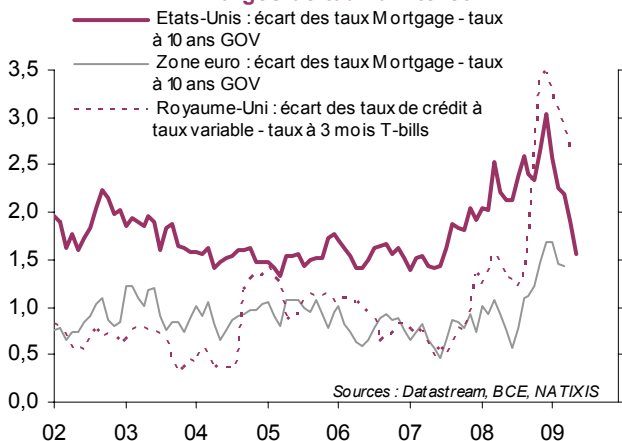
Graphique 2a
Indices boursiers (100 en 2002:1)



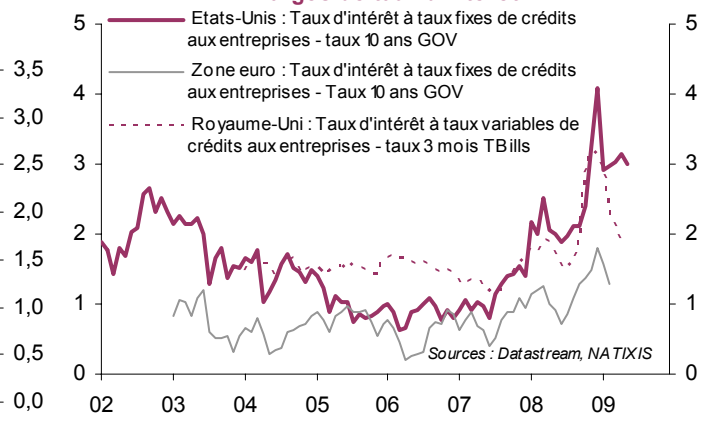
Graphique 2b
Prix de l'immobilier (100 en 2002:1)



Graphique 3a
Marges de taux d'intérêt

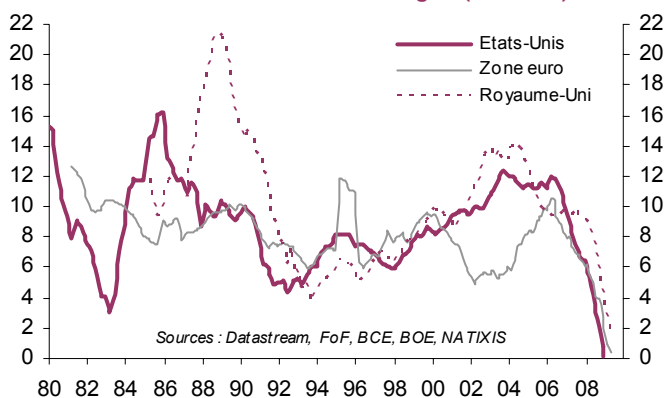


Graphique 3b
Marges de taux d'intérêt

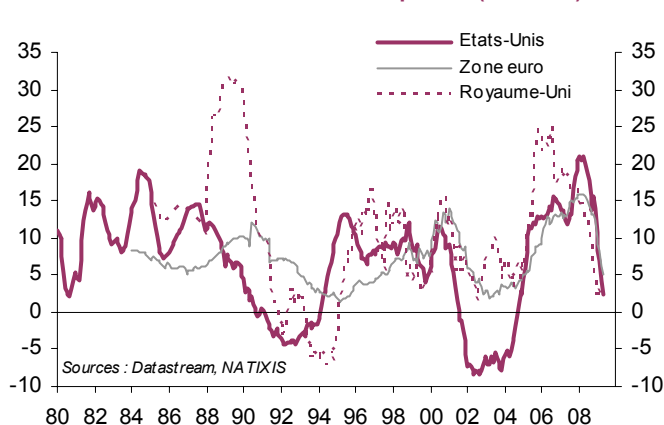


Dans le passé, les reprises cycliques étaient liées à la reprise du crédit : le crédit aux entreprises et aux ménages redémarre avec la baisse des taux d'intérêt en 1983-1984 (graphiques 4a/4b), le crédit aux entreprises en 1994 après la crise immobilière, le crédit aux ménages en 2002 après la crise des entreprises des nouvelles technologies.

Graphique 4a
Crédits bancaires aux ménages (GA en %)

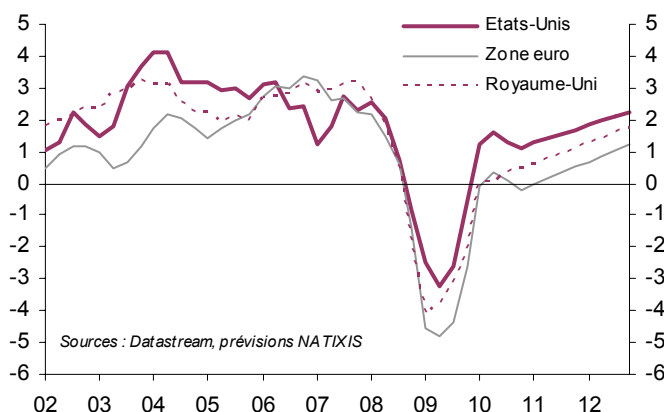


Graphique 4b
Crédits bancaires aux entreprises (GA en %)



Il est difficile de croire que le crédit, que ce soit aux ménages ou aux entreprises (graphique 5), va redémarrer aujourd'hui. Ceci devrait conférer à ce cycle un profil très particulier : au lieu que la croissance accélère après la récession et devienne nettement supérieure à la croissance de long terme, elle devrait converger vers la croissance de long terme en restant inférieure à cette dernière. En effet, en sortie de récession, une croissance supérieure à la croissance de long terme implique que la demande croisse plus vite que les revenus, donc que le crédit augmente rapidement.

Graphique 5
Croissance du PIB (volume, GA en %)



Ceci nous conduit directement à la problématique des politiques budgétaires : si la croissance reste inférieure à la croissance de long terme après la récession, la reprise de la croissance n'entraînera pas spontanément une réduction des déficits publics.

Divergence spontanée des taux d'endettement publics

Or les gouvernements racontent aujourd'hui une histoire différente (**tableau 1**) : que, comme dans les cycles du passé, la croissance va redevenir très forte en 2011, nettement supérieure à la croissance potentielle (de long terme) et que, de ce fait, les déficits publics se réduiront d'eux-mêmes.

Tableau 1
Prévisions des gouvernements PIB (volume, en % par an)

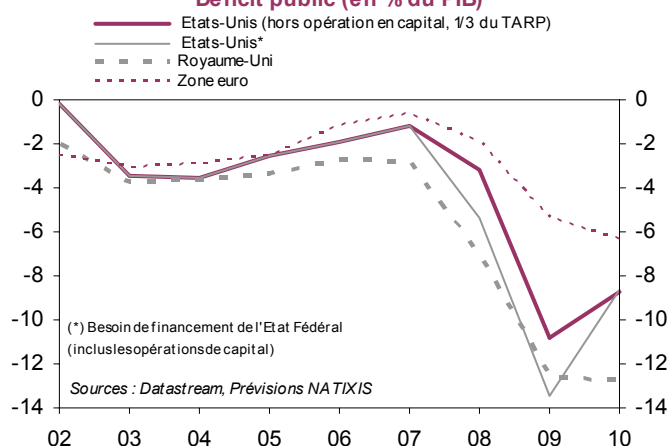
en %	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Etats-Unis	-1,2	3,2	4	4,6	4,2	2,9	2,6
Japon	-3,1	1,2	nd	nd	nd	nd	nd
Royaume-Uni	-3,5	1,25	3,5	2,75	2,75	2,75	2,75
Espagne	-1,6	1,2	2,6	nd	nd	nd	nd
France	-3	1	nd	nd	nd	nd	nd
Italie	-4,2	0,3	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Allemagne	-6	0,5	nd	nd	nd	nd	nd

Sources : OMB, HM Treasury, PSC-Espagne Janvier 2009

Ceci leur permet de justifier les déficits publics très importants mis en place aujourd'hui : en 2010, probablement 7 % du Produit Intérieur Brut en France, en Espagne ; 6 % en Allemagne ; 7 % en Italie ; 9 à 10 % aux Etats-Unis, 12 à 13 % au Royaume-Uni, 15 % en Irlande (**graphique 6**).

Graphique 6

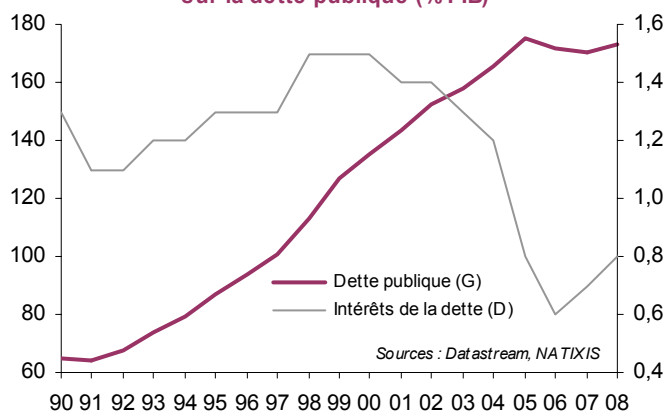
Déficit public (en % du PIB)



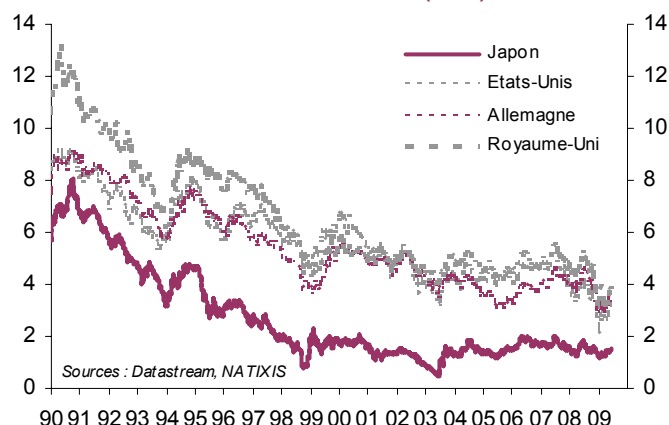
Mais que va-t-il se passer si la croissance, en réalité, ne vient pas réduire ces déficits publics très élevés ?

Si les taux d'intérêt à long terme restaient très bas, comme au Japon (graphiques 7a/7b), les gouvernements pourraient laisser les taux d'endettement publics augmenter ; les paiements d'intérêts sur les dettes publiques resteraient très faibles et ne déséquilibreraient pas les finances publiques. Mais la situation du Japon où les taux d'intérêt ne réagissent pas au niveau de la dette publique ou aux niveaux des rendements sur les actifs financiers dans le reste du Monde est très particulière. Elle vient de ce que le Japon est une économie financièrement fermée où les investisseurs domestiques se diversifient très peu en titres étrangers (**graphique 8**).

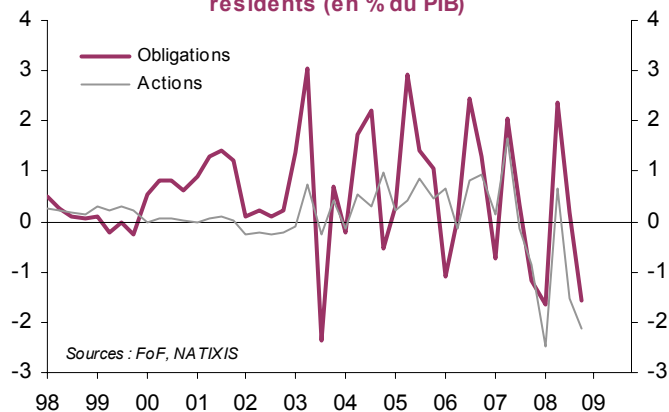
Graphique 7a
Japon : dette publique et intérêts sur la dette publique (% PIB)



Graphique 7b
Taux d'intérêt 10 ans (GOV)

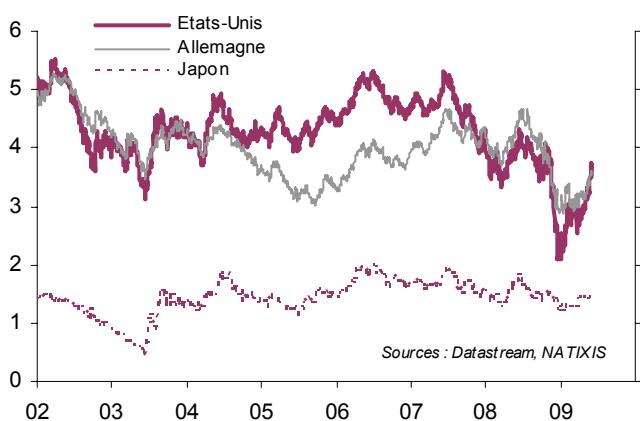


Graphique 8
Japon : achats nets d'actifs étrangers par les résidents (en % du PIB)

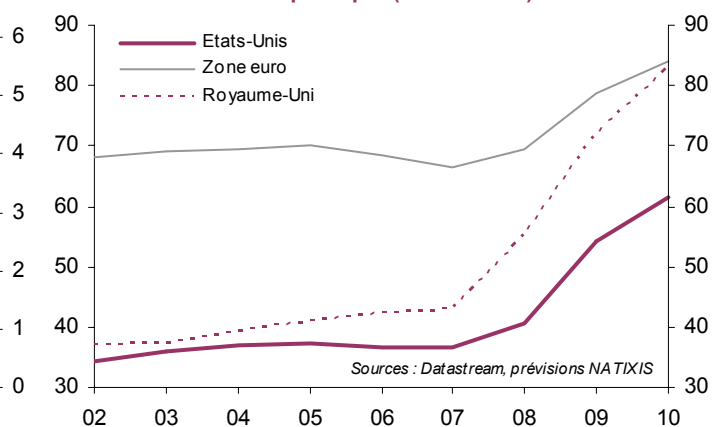


Aux Etats-Unis et en Europe, on observe dès le printemps 2009 (**graphique 9**) une remontée des taux d'intérêt à long terme liée en partie aux inquiétudes concernant les niveaux des dettes publiques (**graphique 10**), en partie au retour des investisseurs vers des actifs à rendements nettement plus élevés que les dettes publiques, comme les actions des pays émergents (**graphique 11**).

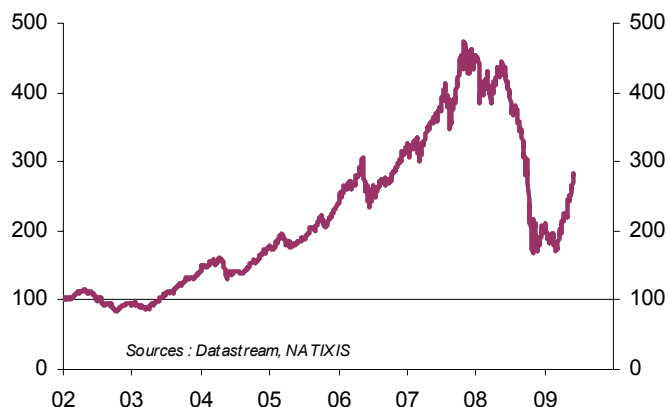
Graphique 9
Taux 10 ans GOV



Graphique 10
Dette publique (en % du PIB)



Graphique 11
Indice boursier des émergents (100 en 2002:1)

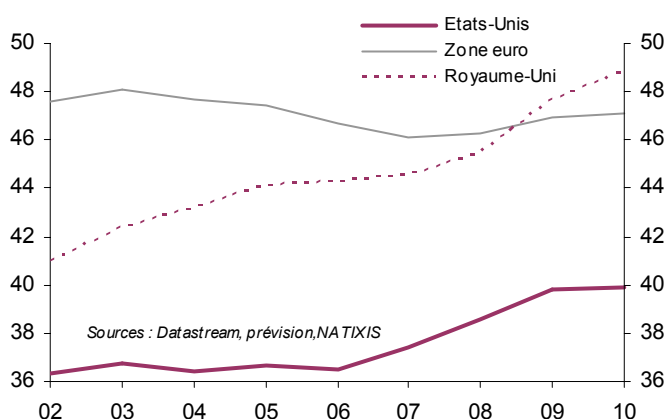


Il n'y a pas de corrélation entre les rendements obligataires aux Etats-Unis et en Europe et les rendements disponibles sur les autres actifs, et ceci empêche le maintien de taux d'intérêt très bas sur les dettes publiques. Il ne sera pas alors possible, pour les gouvernements, de laisser diverger à la hausse les taux d'endettement publics. Quelles sont alors les pistes disponibles ?

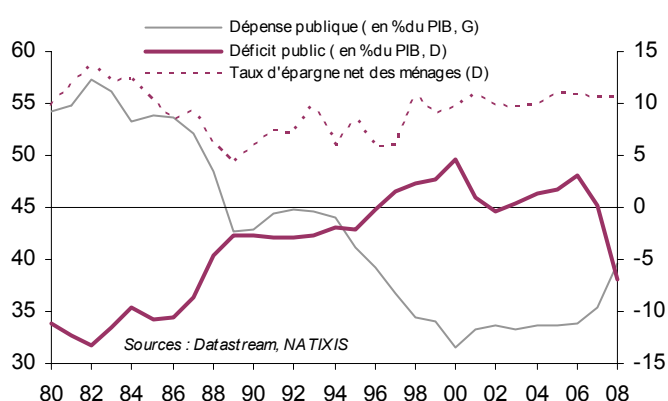
Quelles pistes pour stabiliser les dettes publiques ?

La première consiste à réduire les dépenses publiques (graphique 12). Elle aurait le grand avantage de permettre d'espérer qu'il y ait neutralité ricardienne, c'est-à-dire baisse du taux d'épargne des ménages au moment où les dépenses publiques sont réduites, puisque cette réduction des dépenses publiques conduit les ménages à anticiper une moindre pression fiscale, donc des revenus disponibles accrus dans le futur. Ceci s'est observé au début des années 1980 en Irlande (graphique 13a) ou au Danemark (graphique 13b).

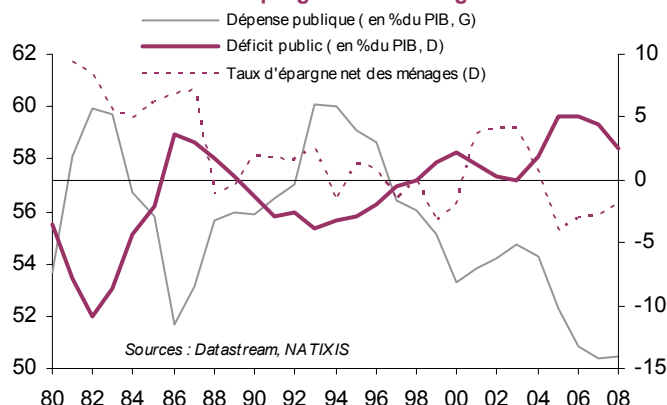
Graphique 12
Dépenses publiques (en % du PIB)



Graphique 13a
Irlande : déficit public, dépense publique et taux d'épargne des ménages

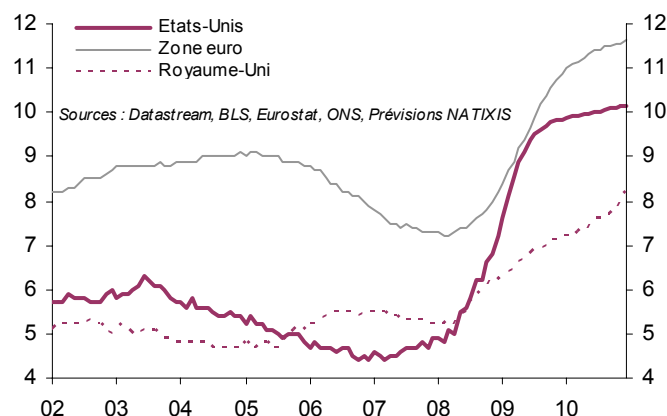


Graphique 13b
Danemark : déficit public, dépense publique et
taux d'épargne des ménages



Mais la réduction des dépenses publiques est très difficile à gérer : beaucoup de dépenses (masse salariale, retraites, santé...) sont très rigides, de plus elle devrait s'opérer dans une situation de taux de chômage très élevé (**graphique 14**). Si la croissance reste inférieure à la croissance de long terme, en effet, non seulement les déficits publics ne se réduisent pas spontanément, mais le taux de chômage ne diminue pas.

Graphique 14
Taux de chômage (en %)



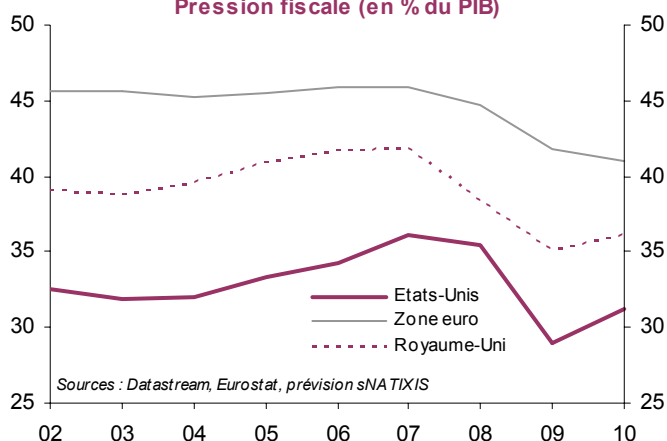
Si les dépenses publiques ne sont pas réduites, il ne subsiste alors que deux pistes : la hausse de la pression fiscale ou la monétisation massive des dettes publiques. Ces deux pistes ont des conséquences potentielles horribles.

Synthèse : Des pistes très risquées

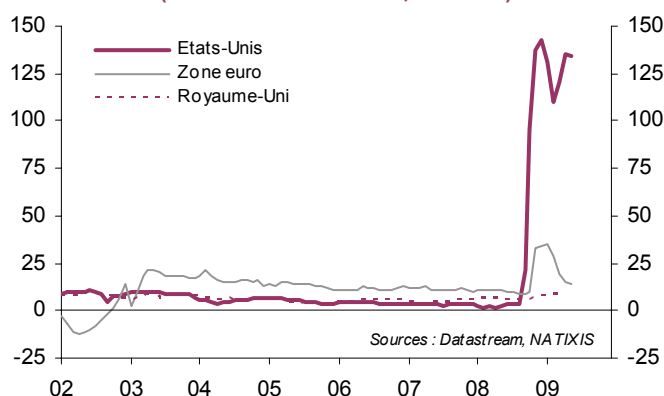
La hausse de la pression fiscale (après sa baisse récente, graphique 15) réduirait la croissance de long terme (potentielle). Qu'il s'agisse d'une taxation des profits, d'une hausse des charges sociales, des impôts directs ou indirects, il y a hausse du chômage structurel (avec moindre investissement, baisse de la demande ou de l'offre de travail, hausse de prix...). On aurait alors après la récession non seulement un retour laborieux vers la croissance potentielle, mais une diminution de la croissance potentielle.

La monétisation des dettes publiques permettrait de maintenir des taux d'intérêt à long terme bas, malgré la hausse continue des taux d'endettement publics. Les Banques Centrales achèteraient tous les titres publics qui ne trouveraient pas d'acheteurs au taux d'intérêt à long terme qu'elles souhaitent maintenir. Techniquement, cette politique est réalisable : la monétisation des dettes publiques permet **aux Banques Centrales d'avoir un objectif de taux d'intérêt à long terme**. Mais elle peut impliquer une énorme création monétaire, liée à la démultiplication des programmes d'achats d'actifs à long terme déjà mis en place par les Banques Centrales (**graphique 16**).

Graphique 15
Pression fiscale (en % du PIB)



Graphique 16
Base monétaire (en monnaie nationale, GA en %)



Puisque les taux de chômage, dans le scénario décrit plus haut, restent durablement élevés, l'excès de création monétaire ne conduit pas à l'inflation, mais il peut conduire à beaucoup d'autres désordres : bulles sur les prix des actifs ou même pire : fuite devant la monnaie (perte de mobilité de la monnaie tellement la quantité de monnaie créée est abondante). La perspective pour les politiques budgétaires est donc inquiétante. Si, comme il est malheureusement probable, la croissance ne devient plus supérieure à la croissance de long terme en l'absence d'une nouvelle hausse des taux d'endettement, si la baisse des dépenses publiques est improbable en situation de chômage très élevé, il n'existe que la perspective de hausse des impôts ou de monétisation massive des dettes publiques.