

La « bonne dette » et la croissance...

Les mauvaises nouvelles sanitaires sont devenues de bonnes nouvelles pour le mix de politique monétaire et budgétaire

Sur les marchés financiers, les mauvaises nouvelles sont plus que jamais de bonnes nouvelles. On y était habitué sur le plan économique, la constatation d'un ralentissement conduisant les banques centrales à soutenir la conjoncture et, en premier lieu, par le truchement des marchés financiers. Il y a eu un peu de nouveau cette semaine dans ce registre : le regain d'épidémie à Pékin a été sanctionné ... par une hausse généralisée des Bourses. Les investisseurs ont pris la (mauvaise) nouvelle comme une obligation pour la Réserve Fédérale à en faire encore plus sur le plan monétaire. La Fed a d'ailleurs obtempéré en actionnant son programme avec une mise de 250 milliards de dollars d'achats d'obligations d'entreprises (12,5 % du PIB) et favorisé, à nouveau, la décorrélation entre les cours de Bourse et les profits à venir des entreprises.

Derrière l'open bar des grands argentiers et des États, c'est la question de « l'après » qui se pose. La crise financière de la fin des années 2000 avait été soignée par des médicaments qu'on peut facilement résumer : plus de dettes pour soigner la dette. Avec la crise sanitaire, on met du beurre sur le beurre : les ratios donnent le vertige.

Derrière le constat, une vraie question, les perspectives de croissance dans un monde au levier financier maximal.

Les dettes publiques dépassant 100 % du PIB sont désormais la norme

On a évidemment en effet le vertige quand on essaie de faire un point sur les ratios généraux de dettes, qui, de plus peuvent être fortement majorés chaque semaine si ce n'est chaque jour.

Les déficits budgétaires 2020 sont estimés à nettement plus de 17 % du produit intérieur brut aux États-Unis et sur un ratio qui va aller vers 10 % sinon au-delà dans la zone euro. Le stock de dette publique s'accumule pour dépasser 100 % du PIB américain (et près de 110 % en 2021), alors qu'en zone euro on va justement s'approcher des 110 % dès cette année.

Ces déficits sont financés par les banques centrales, soit directement, soit par l'organisation de conditions financières imposant en quelque sorte la mise en portefeuille des dettes. Le bilan de la Réserve Fédérale américain a dépassé le tiers

du PIB américain et s'oriente vers les 50 %, niveau que la BCE va atteindre plus rapidement.

Les données donnent des proportions inconnues en dehors des périodes de guerre mondiale. Les Banques centrales financent (à nouveau) les États plus ou moins directement suivant les présentations. Cette dette accumulée est nécessaire – et même indispensable - pour éviter une spirale de récession menant à une grande dépression. Si on voit plus loin, devrait-elle être finalement un frein durable à la croissance ?

La dette des États ne pèsera sur le potentiel de croissance... que si elle doit être remboursée sous la pression inflationniste

Les États bouchent aujourd'hui les trous. Leurs investissements dans l'économie ont l'objectif affiché de compenser les chutes d'activité encaissées du fait du traitement hyper récessif de l'épidémie. On se situe dans une théorie qui dérive des conceptions keynésiennes : les budgets publics doivent se mobiliser pour contrer les chocs conjoncturels. En l'espèce, ils veulent les compenser et au-delà. Le financement qui incombe à nouveau aux banques centrales tourne le dos à la prétendue « indépendance » des grands argentiers sur le modèle de la Réserve Fédérale du début des années 1970 à aujourd'hui.

Le tournant reste peut-être à être confirmé sur le plan théorique. Il l'est déjà dans les faits. La nécessité des déficits pour distribuer du business « B to B » aux entreprises (avec l'investissement) et pour distribuer du pouvoir d'achat aux ménages ne se discute pas. Il n'y a pas de choix. Classiquement, en appliquant aux États les règles d'un ménage, la dette ainsi constituée doit peser durablement sur l'activité.

L'équation n'est pas si simple.

En premier lieu, pour des raisons techniques. Quand un État s'endette auprès de la banque centrale dont il est actionnaire, il lui verse un intérêt (quand il y en a) qui lui est reversé en dividendes, au frottement de fonctionnement près. De plus, dans la situation actuelle : pour prendre l'exemple de la France qui supporte un rendement moyen voisin de 2 % sur son encours d'une maturité de l'ordre de 8 ans, en s'endettant à taux négatif, elle baisse sa charge d'intérêt. Dans les conditions actuelles, France Trésor ne doit un intérêt positif (mais très inférieur aux fameux 2 %) pour les nouvelles tranches qu'au-delà de 12 ans.

En second lieu en raison du rôle économique des États. Ils ne sont pas tenus à des échéanciers de remboursement tant que l'économie tourne. Avec leur banque centrale, leur fonction est au contraire d'alimenter la machine en essayant au-delà du court terme de la rendre plus durable.

L'empilement de dettes publiques n'est un vrai danger que quand il engage une spirale de surchauffe de l'économie et d'inflation. On n'en est pas là et pour un moment. Il n'est peut-être un frein à l'expansion qu'en apparence : le besoin de rembourser n'est pas du tout pressant et il peut principalement venir d'une fuite de la monnaie. Aujourd'hui, les grands pays s'orientent vers des ratios de dettes plutôt comparables et il y a peu de grandes devises en danger à l'exception peut-être de la livre sterling. La fuite générale serait l'inflation, et on a le temps.

Les sociétés endettées ne sont pas systématiquement les moins ambitieuses en matière d'investissement

Il en est bien différemment des agents économiques. Les ménages doivent, comme on l'a dit, prévoir le remboursement de leurs dettes et, par essence, leurs composants ont une durée de vie limitée. Les entreprises sont aussi mortelles,

même si l'issue et son échéance ne sont pas aussi certaines. Et elles sont gérées comme si elles étaient aussi éternelles que les États.

Cependant, les systèmes bancaires qui sont (re)devenus des distributeurs du crédit délivré par les banques centrales jouent leur rôle auprès des sociétés comme elles le font auprès des États. C'est le crédit qui doit compenser les pertes de fonds propres liées à la récession et financer l'investissement privé.

On comprend qu'une société endettée cherche à alléger son bilan et, de ce fait doit réduire ses investissements, sacrifiant des gains de compétitivité à venir. Pris globalement sur les économies mondiales (et pas dans un fonctionnement de gestion égoïste des pays) cela signifierait que l'amortissement de la dette pèse sur le potentiel de croissance. L'inverse peut aussi être envisagé : dans un univers de taux d'intérêt très bas et en tout cas inférieurs à la croissance, les sociétés endettées peuvent, au contraire, profiter de leur marge pour aller plus vite que des concurrents aux leviers moins forts qui ont besoin de moins de croissance.

Les analyses des précédentes récessions – qui étaient des crises de dette – montrent que les plus endettés sont les moins dynamiques pour investir. Mais les dettes pré-épidémie qui avaient été produites par les politiques monétaires n'ont pas empêché la croissance mondiale après le choc de 2009. Si les faillites en cascades sont évitées et que la capacité d'investir se trouve largement soutenue, on pourrait constater un effet multiplicateur de la dette privée sur l'ensemble des économies.

S'habituer à une croissance dans un monde très endetté

L'open bar monétaire qui amplifie une pratique des 10 dernières années et se double aujourd'hui d'une tournée générale budgétaire pourrait freiner la croissance dans l'avenir. Mais c'est loin d'être aussi automatique que la leçon de la ménagère étendue à l'économie mondiale pourrait le laisser penser. L'afflux de monnaie peut provoquer de l'inflation et, alors une remontée des taux d'intérêt. C'est là le risque de la dette bien davantage que celui du frein que constituerait, pour les États comme pour les entreprises, l'impératif de limiter les investissements pour rembourser.

Le monde nouveau est-il arrivé ? Un monde qui tourne le dos à la révolution monétariste des années 1980 à 2000, avec ses ratios de dette « tenables » ou justifiables pour les États dont les pays puissants – à commencer par les États-Unis ou le Japon se sont affranchis – et qui ont été imposés à l'Union Européenne par la compétition entre les pays membres et aux pays en développement par le diktat du FMI et de l'OMS. Rien n'est certain, mais si nous devons nous habituer à vivre avec le virus Covid-19, nous allons aussi devoir nous habituer à une croissance d'un monde très endetté.

Il y a du bon et du mauvais cholestérol. Sans doute il y a aussi de la bonne et de la mauvaise dette.