ODDO BHF
CORPORATES & MARKETS

Economie

Quelques remarques sur le "*Debt-xit*"

Mercredi 10 Février 2021

Bruno Cavalier - Chef Economiste
bruno.cavalier@oddo-bhf.com
+33 (0)1 44 51 81 35

Fabien Bossy - Economiste
fabien.bossy@oddo-bhf.com
+33 (0)1 44 51 85 38

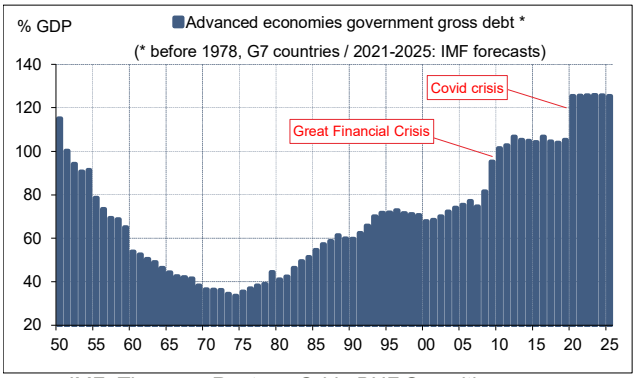
https://www.oddosecurities.com

La crise du coronavirus a bouleversé la situation budgétaire des pays développés. En moyenne, le surcroît de dette sera de 20 points de PIB, car pour amortir le choc, de larges déficits publics ont dû compenser la hausse forcée de l'épargne privée. Jusque-là, tout le monde est d'accord. Mais cette dette, qu'en faire ? Les "faucons budgétaires" réclament sans tarder de l'austérité. D'un autre bord, on milite pour que cette dette soit annulée ("Debt-xit"). Dans les deux cas, on fait comme si la soutenabilité de la dette était un problème de seuil critique. En fait, on pourrait soutenir que, vu le coût insignifiant de la dette, il serait utile de s'endetter davantage à condition que cela serve à financer des investissements productifs.

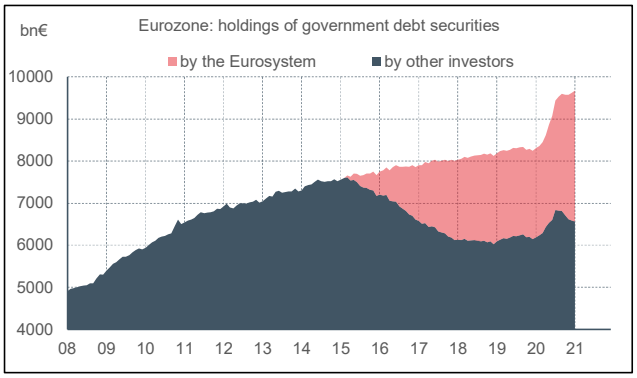
« Debt-xit », ou le mirage de l'annulation de la dette publique

Selon les estimations le plus récentes du FMI[1], les mesures fiscales associées à la crise du coronavirus s'élèveront à 11.8 trillions de dollars en 2020 dans les pays développés. Les Etats ont perdu des recettes fiscales, accru leurs dépenses de stabilisation, octroyé des aides directes et des garanties de prêt. Par suite, la dette publique s'est emballée, passant en moyenne de 105% du PIB en 2019 à 125% en 2020, un niveau inégalé dans l'histoire (graphe de gauche). Pour la zone euro, le ratio passerait de 84% à 101%. Il y a belle lurette qu'on a franchi le plafond du Traité de Maastricht (60%). Voilà qu'on dépasse le seuil "critique" de Reinhart-Rogoff (90%), et même la limite fatidique d'un endettement public à trois chiffres. Dans ces conditions, il est légitime de se demander si les marges de manœuvre pour stabiliser le cycle à l'avenir ne s'en trouvent pas réduites ou bien encore si les choix d'investissement publics sont adéquats. On est toutefois surpris de l'obsession exprimée par beaucoup sur le niveau de l'endettement

Endettement public des pays développés



Endettement public de la zone euro



Sources : IMF, Thomson Reuters, Oddo BHF Securities

Contrairement à une idée ancrée dans beaucoup d'esprits, il n'y a pas de preuve empirique que dépasser les fameux seuils "critiques" réduise la croissance future ou rende la dette insoutenable[2]. Les conséquences d'un haut ratio de dette dépendent des circonstances ayant causé cet endettement, des institutions (Japon ≠ Argentine), de l'efficacité de la stabilisation budgétaire et des conditions de financement. L'an dernier, des pays comme l'Allemagne et la France ont placé toute leur dette à taux négatif. De manière générale, les taux d'intérêt ont accentué leur mouvement de baisse. L'action des banques centrales y contribue pour une bonne part. L'augmentation de leurs programmes d'achats a en effet créé un espace pour permettre aux Etats de placer leur dette nouvelle auprès des investisseurs privés. En zone euro, la part de dette publique détenue par l'Eurosystème a atteint un nouveau point haut (graphe de droite).

[1] *Voir FMI (2021), Fiscal Monitor Update, janvier.*
[2] *Voir Pescatori, Sandri & Simon (2014), "Debt and Growth: Is There a Magic Threshold?", IMF working paper*

Risque de conflits d'intérêts:

ODDO BHF et/ou une de ses filiales peuvent être en situation de conflits d'intérêts avec certains des émetteurs mentionnés dans cette publication. Vous pouvez consulter l'ensemble des mentions des conflits d'intérêts en dernière page de ce document.
Le présent document n'est pas un document contractuel ; il est strictement destiné à l'usage privé du destinataire. Les informations qu'il contient se fondent sur des sources que nous estimons fiables, mais dont nous ne pouvons garantir l'exactitude ni l'exhaustivité. Les opinions exprimées dans le document sont le résultat de notre évaluation à la date de la publication. Elles peuvent donc être révisées à une date ultérieure.

Ces derniers temps, dans plusieurs pays européens, et spécialement en France, un débat est né au sujet de l'annulation de la dette détenue par la banque centrale. En zone euro, cela ramènerait le taux d'endettement public à 77% du PIB. La logique est à peu près la suivante. Un Etat endetté auprès de la banque centrale est en quelque sorte endetté auprès de lui-même. Annuler cette dette demanderait seulement un jeu d'écriture qui ne lèserait personne, et permettrait d'obtenir divers avantages, au choix : réduire la prime de risque sur les titres publics, rassurer les électeurs inquiets de futures hausses d'impôt, permettre de nouvelles dépenses. Les militants de l'annulation jugent en outre que les citoyens n'étant pas responsables de la crise sanitaire, la dette associée est immorale[3]. On n'est pas loin de présenter la dette comme l'outil d'asservissement du "peuple" par la "finance". **On peut prédire sans grand risque d'erreur que plus d'un démagogue aspirant à gagner de futures élections présentera cette option comme une solution miracle. Appelons cela le "*Debt-xit*". C'est à peu près aussi difficile à écrire et à prononcer qu'à mettre en œuvre efficacement.**

Les raisons s'opposant à l'annulation de la dette sont en effet nombreuses. Il y a d'abord un argument de droit, ce qui n'est pas rien. Le Traité sur le fonctionnement de l'UE (article 123) interdit à la banque centrale de financer directement les déficits publics. C'est même l'un des piliers de la zone euro. Même si le terme d'annulation de dette ne figure pas dans le Traité, un abandon de créance par la BCE serait nécessairement jugé comme un transfert direct aux Etats et tomberait sous le coup de cette interdiction. Quand des partisans de l'annulation de la dette suggèrent qu'il suffirait de changer le Traité, il y a de quoi rester pantois. Aucun pays de l'UE, faut-il le dire, ne souhaite une telle révision.

De plus, on peine à voir en quoi une annulation améliorerait réellement la situation des finances publiques. D'un côté, les Etats économiseraient ce qu'ils auraient dû payer à la banque centrale (qui aura tout de même à enregistrer une perte à son bilan). De l'autre, ils perdraient ce qu'ils auraient obtenus sous forme de seigneuriage avec les profits de la BCE. L'opération est au mieux neutre du point des flux de dépenses et recettes de l'Etat. Au bout du compte, les promoteurs de l'annulation de la dette en viennent à rejoindre les thuriféraires de l'austérité (vis-à-vis desquels ils sont pourtant en général diamétralement opposés sur le spectre politique) : un niveau élevé de dette est présumé mauvais en soi au-delà d'un certain seuil, les uns jugeant qu'il faut le réduire par l'annulation de la dette, les autres par la consolidation budgétaire.

Il y a aussi de quoi questionner les conséquences d'une annulation de dette pour la conduite future de la politique monétaire. Pourquoi la banque centrale continuerait-elle à acheter des titres publics si, au bout d'un certain temps ou d'un certain niveau, il est jugé que ces titres sont nuls et non avenus ? Le QE n'a pas vocation à être étendu à l'infini mais il va sans dire que, sans les programmes réguliers (APP) ou spécifiques (PEPP) d'achats de la BCE, les conditions financières de la zone euro n'auraient pas été stabilisées aussi vite. L'annulation de la dette peut aussi contraindre les actions de la banque centrale en phase de normalisation de la politique monétaire[4].

En somme, il faut appeler une annulation de dette publique par son véritable nom, à savoir un défaut souverain. On peut prétendre que ce n'est pas grave car cela se fait en circuit fermé entre différentes agences de l'Etat, mais cela reste un défaut. Qui peut croire que cela laisserait indifférents les marchés de capitaux ? **Qui peut garantir aussi que l'opération ne serait jamais répétée ou étendue à d'autres porteurs de dette publique, au risque de déstabiliser le secteur financier ? Au lieu d'une réduction de la prime de risque, c'est le contraire qui pourrait se produire**.

Le seul intérêt de ce débat sur l'annulation des dettes publiques est de mettre en lumière combien le paradigme budgétaire ayant présidé à la création de l'euro est devenu obsolète tant les structures de l'économie ont changé, en particulier le régime des taux. La soutenabilité de la dette n'est pas réductible à une limite immuable, surtout quand cette limite rapporte un stock ayant une grande inertie à un flux sujet aux aléas du cycle. **Un endettement élevé peut engendrer des équilibres multiples, les uns pointant vers la stabilité, les autres vers le défaut, sans qu'on puisse en déduire un niveau approprié**[5]. La zone euro en a donné de nombreux exemples sur la décennie écoulée. Pour analyser la soutenabilité budgétaire, c'est moins la dette qui doit focaliser l'attention que l'évolution des dépenses publiques[6] et du service de la dette. **Les taux d'emprunt ont durablement baissé, facilitant le refinancement des Etats. L'urgence n'est pas tant d'annuler la dette ou de réduire à marche forcée les déficits que de s'assurer que les Etats en profitent pour muscler les investissements propres à accroître le potentiel de croissance futur, par exemple dans l'éducation et les infrastructures**.

---

[3] https://www.euractiv.com/section/economy-jobs/opinion/cancel-the-public-debt-held-by-the-ecb-and-take-back-control-of-our-destiny/
[4] *Voir Bénassy-Quéré (2020), "Annuler la dette détenue par la BCE. Est-ce légal ? Utile ? souhaitable ?", DG Trésor, 1er décembre*
[5] *Voir Blanchard (2019), "Public debt and low interest rates", American Economic Review*
[6] *Voir EC (2019), "Vade mecum on the Stability and Growth Pact" -* https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/economy-finance/ip101_en.pdf

Document non contractuel, strictement limité à l'usage privé du destinataire, les informations fournies dans ce document proviennent de sources dignes de foi mais ne peuvent être garanties. Les appréciations formulées reflètent notre opinion à la date de publication et sont donc susceptibles d'être révisées ultérieurement.

Disclaimer:

Avertissement relatif à la distribution par ODDO BHF SCA à des investisseurs autres que des ressortissants des Etats-Unis :

La présente étude a été réalisée par ODDO BHF Corporates & Markets, division d'ODDO BHF SCA (« ODDO »), agréée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) et réglementée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF).
Lorsqu'elle est distribuée hors des Etats-Unis, l'étude est exclusivement destinée à des clients non américains d'ODDO ; elle ne saurait être divulguée à un tiers sans le consentement préalable et écrit d'ODDO.

Le présent document n'est pas et ne doit pas être interprété comme une offre de vente ni comme la sollicitation d'une offre d'achat ou de souscription à un quelconque investissement. Ce document a été préparé par nos économistes. Il ne constitue pas une analyse financière et n'a pas été élaboré conformément aux dispositions légales arrêtées pour promouvoir l'indépendance de la recherche en investissement. En conséquence, sa diffusion n'est soumise à aucune interdiction prohibant l'exécution de transactions personnelles avant sa publication. La présente étude a été préparée dans le respect des dispositions réglementaires destinées à promouvoir l'indépendance de l'analyse financière. Des « murailles de Chine » (barrières à l'information) ont été mises en place pour éviter la diffusion non autorisée d'informations confidentielles ainsi que pour prévenir et gérer des situations de conflit d'intérêts.

A la date de publication du présent document, ODDO et/ou l'une de ses filiales peuvent être en conflit d'intérêts avec le ou les émetteur(s) mentionnés. Tous les efforts raisonnables ont été déployés pour veiller à ce que les informations contenues dans les présentes ne soient pas erronées ou mensongères à la date de la publication, mais aucune garantie n'est donnée de même qu'aucune conviction ne doit être fondée sur l'exactitude ou l'exhaustivité de ces informations. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Toutes les opinions exprimées dans le présent document sont le reflet du contexte actuel ; elles sont susceptibles de modification sans préavis. Les opinions, avis ou prévisions figurant dans ce document reflètent, sauf indication contraire, celles de son ou ses auteur(s) et ne reflètent pas les opinions de toute autre personne ou de ODDO. Cette étude ne constitue pas une recommandation personnalisée d'investissement de même qu'elle ne tient pas compte des objectifs d'investissement, de la situation financière ni des besoins propres aux clients. Ceux-ci sont invités à s'interroger sur l'adéquation entre un avis ou une recommandation quelconque, exprimés dans l'étude, et leur situation personnelle et, si besoin est, à consulter un professionnel, y compris un conseiller fiscal.

Cette étude s'adresse uniquement aux investisseurs institutionnels. Elle peut ne pas contenir l'information nécessaire pour que d'autres personnes prennent des décisions d'investissement. Consultez votre conseiller financier ou un professionnel de placement si vous n'êtes pas un investisseur institutionnel.

Avertissement relatif à la distribution par ODDO BHF SCA à des investisseurs ressortissants des Etats-Unis :

Merci de vous référez aux rapports de recherche sur les sociétés concernées pour une information complète et les mentions d'informations.

La présente étude a été réalisée par ODDO BHF Corporates & Markets, division d'ODDO BHF SCA (« ODDO »). Cette étude est distribuée aux investisseurs ressortissants des Etats-Unis exclusivement par ODDO BHF New York Corporation (« ONY »), MEMBER: FINRA/SIPC. Elle s'adresse exclusivement aux clients d'ONY ressortissants institutionnels des Etats-Unis et ne saurait être communiquée à un tiers sans le consentement préalable et écrit d'ONY. Ce document n'est pas et ne doit pas être interprété comme une offre de vente ni comme la sollicitation d'une offre d'achat ou de souscription à un quelconque investissement. Ce document vous est fourni à titre d'information uniquement et ne constitue pas une base suffisante pour prendre une décision d'investissement.

A la date de publication du présent document, ODDO, et/ou l'une de ses filiales peuvent avoir noué des relations d'affaires avec le ou les émetteur(s) mentionnés dans ce document. Tous les efforts raisonnables ont été déployés pour veiller à ce que les informations contenues dans les présentes ne soient pas erronées ou mensongères à la date de la publication, mais aucune garantie n'est donnée de même qu'aucune conviction ne doit être fondée sur l'exactitude ou l'exhaustivité de ces informations. Cependant, ODDO n'a pas d'obligation de mettre à jour ou modifier l'information contenue dans ce document. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Toutes les opinions exprimées dans le présent document sont le reflet du contexte actuel ; elles sont susceptibles de modification sans préavis.

Cette étude ne constitue pas une recommandation personnalisée d'investissement de même qu'elle ne tient pas compte des objectifs d'investissement, de la situation financière ni des besoins propres aux clients. Ceux-ci sont invités à s'interroger sur l'adéquation entre un avis ou une recommandation quelconque, exprimés dans l'étude, et leur situation personnelle et, si besoin est, à consulter un professionnel, y compris un conseiller fiscal.

Ce rapport n'est pas un rapport de recherche au sens de FINRA Rule 2241(a)(11) car ce rapport répond à l'une des exclusions de la définition de rapport de recherche au sens de la Règle 2241(a)(11)(A). Ce document s'adresse uniquement aux investisseurs institutionnels. Consultez votre conseiller financier ou un professionnel de placement si vous n'êtes pas sûr d'être un investisseur institutionnel.

Informations à communiquer conformément à la Loi et aux Règlementations des Etats-Unis

Information Règle 15a-6 : Conformément à la Règle 15a-6 (a), toutes transactions réalisées par ODDO, et/ou par une de ses filiales avec un client institutionnel américain sur les titres décrits dans ce document réalisé hors des Etats-Unis, doivent être effectuées par l'intermédiaire d'ONY.

Coordonnées de la société chargée de la distribution de la recherche aux investisseurs ressortissants des Etats-Unis : ODDO BHF New York Corporation, MEMBER: FINRA/SIPC est une filiale à 100 % d'ODDO BHF SCA ; Philippe Bouclainville, Président (pbouclainville@oddony.com) 150 East 52nd Street New York, NY 10022 212-481-4002.

Vous pouvez consulter les mentions des conflits d'intérêts de toutes les sociétés mentionnées dans ce document sur le site de la recherche de Oddo & cie.

Document non contractuel, strictement limité à l'usage privé du destinataire, les informations fournies dans ce document proviennent de sources dignes de foi mais ne peuvent être garanties. Les appréciations formulées reflètent notre opinion à la date de publication et sont donc susceptibles d'être révisées ultérieurement.