

Vers une nouvelle économie fondée sur l'endettement



Par **Bernard Marois**

Président d'Honneur du Club Finance HEC Paris¹

Si l'entrée des taux d'intérêt en zone négative est le symptôme d'un saut vers l'inconnu, elle est surtout l'expression d'une anticipation négative sur l'évolution de l'économie « réelle » : les inquiétudes quant à l'avenir suscitant peu de projets d'investissement (donc peu d'embauche) et une faible consommation (donc une épargne élevée).

La principale caractéristique de cette nouvelle économie est qu'elle s'appuie sur un endettement croissant des différents agents économiques (Etats, entreprises, ménages), en raison d'un contexte de taux d'intérêt faibles. Nous allons nous pencher sur ce point maintenant, en essayant de comprendre la raison de cette situation.

Pourquoi les taux d'intérêt sont-ils bas ?

Non seulement les taux d'intérêt nominaux sont devenus négatifs sur la plupart des échéances des emprunts d'Etat des principaux pays européens appartenant à la zone euro et restent peu élevés sur les autres pays industriels (1) (Etats-Unis, Royaume-Uni, Japon). Cela est encore plus net, si on examine les taux réels, tous fortement négatifs. Nous sommes véritablement entrés, depuis quelques années, dans un cycle très favorable aux emprunteurs, ainsi qu'il s'est présenté régulièrement dans l'Histoire.

L'explication économique est relativement simple : l'offre de capitaux sur les marchés de la dette est supérieure durablement à la demande.

Deux facteurs de l'offre viennent s'additionner pour augmenter les volumes disponibles pour les emprunteurs. Il s'agit, d'une part, de l'offre de capitaux en provenance des pays industrialisés. Le taux d'épargne a tendance en effet à augmenter, compte tenu du vieillissement de la population (épargne de précaution (2), pour assurer les retraites) et de l'anxiété provoquée par la pandémie de Covid-19.

Il existe, d'autre part, une offre en provenance des pays en voie de développement, qui grâce à une croissance, en général, supérieure à la moyenne, vont pouvoir commencer à épargner, une fois assurées les dépenses nécessaires à la survie (nourriture, logement). En outre, ils souhaitent placer leurs capitaux dans des devises stables, qui tendent à s'apprécier par rapport à la monnaie locale (emprunts d'Etat en dollars, en euros ou en yens). L'Asie du Sud-Est est une bonne illustration de cette tendance.

Pourquoi les taux vont-ils rester durablement bas ?

Nous assistons clairement à une hausse généralisée du taux d'endettement des Etats (à part de rares pays comme l'Allemagne). Ainsi, la France va voir son ratio passer de 100 % à environ 120 % en un an.

Dans la mesure où les taux d'intérêt restent négatifs, en termes réels, cette hausse ne pose pas de problèmes immédiats. Quant aux remboursements du capital, ils sont neutralisés par la réalisation de nouveaux emprunts souscrits à des taux négatifs. En cas d'augmentation future des taux, on peut anticiper qu'ils s'accompagneront d'une hausse du taux d'inflation, qui adoucirait considérablement la facture. L'Histoire nous enseigne qu'inflation et taux d'intérêt évoluent généralement en parallèle. Donc la question essentielle, alors est de savoir : pourquoi l'inflation n'augmente pas ? A cela, on peut répondre par trois observations. La première, c'est la faiblesse de la hausse des prix, due à une chute de la consommation au niveau mondial : la Covid-19 a diminué les revenus globaux des ménages, qui, par ailleurs, essaient d'épargner plus, au détriment des achats de biens et services. Deuxièmement, l'inflation par les coûts est fortement limitée par la faiblesse de la demande qui entraîne un accroissement du chômage, peu propice aux augmentations de salaires. Enfin, l'anxiété actuelle tend à pousser les individus à investir dans l'or (3) ou l'immobilier, plutôt que dans les actions. A titre d'exemple, le taux d'inflation de la zone euro reste largement inférieur aux 2 %, cible de la Banque Centrale Européenne.

Quels sont les facteurs déterminants pour l'avenir ?

Qu'est-ce qui peut faire « dérailler » ce scénario de taux d'intérêt et taux d'inflation bas ? Notons que cette configuration repose avant tout sur la confiance. Celle-ci s'appuie sur deux présupposés. Le premier, c'est la conviction que le « rattrapage économique » reste possible pour les pays en développement, ce qui implique de garder une certaine forme de « mondialisation » et donc de solidarité entre les pays, c'est-à-dire d'une croissance solide (environ 3 % au niveau du globe) et

d'un commerce international minimal. Le second, c'est que l'ordre monétaire actuel fondé sur deux devises « de réserve » (dollar et euro), voire trois (le yuan chinois, en plus) se perpétue, assurant une stabilité dans le temps des marchés financiers.

Qu'est-ce qui peut rompre le sentiment de confiance ? Citons d'abord le risque d'un conflit ouvert entre la Chine et les Etats-Unis ou une guerre sur un théâtre secondaire (Moyen-Orient, Corée du Nord, Caucase) qui dégènerait en conflit mondial. Ensuite, une aggravation de la pandémie actuelle qui nous ferait entrer dans un monde inconnu depuis un siècle (grippe espagnole). Enfin, la prise de pouvoir des populistes dans un nombre important de pays entraînant le retour du protectionnisme et le spectre des années Trente. Ces hypothèses me paraissent pour l'instant peu probables, mais leur probabilité n'est pas nulle. De toute façon, 2020 restera une année charnière : le monde que nous vivons à l'avenir sera fort différent de celui que nous avons connu.

¹ Retrouvez les éditoriaux de Bernard Marois sur le site du Club Finance HEC Paris
https://campus.hec.fr/club_finance/editorial/

