

Coronavirus, la dette en héritage ?

- **Le blocus économique mondial va entraîner une forte hausse de la dette publique comme privée partout dans le monde.**
- **Paradoxalement, l'aspect mondial de cet impact va entraîner des réactions institutionnelles fortes. Le risque de crise de la dette pour les trimestres à venir n'est pas majeur.**
- **L'impact sur les sociétés restera important. La capacité des sociétés à exister sur un mode digital et l'endettement sont les nouveaux critères clefs.**
- **Un éventuel retour d'inflation ne pourra se faire que lorsque le marché de l'emploi sera de nouveau saturé et que le pétrole se sera repris.**

Si la progression de l'endettement depuis 2009 (Dette Publique, Dette Privée, prêt inter-groupe) était un sujet préoccupant pour les investisseurs jusqu'à ce jour, alors qu'en sera-t-il quand l'heure de faire les comptes des dégâts de la crise sanitaire sera venue ? Si les états réussissent à limiter les impacts économiques de cette crise en mettant l'économie « sous cloche », il en restera un stock de dettes en forte hausse pour les états comme pour les entreprises.

Comment analyser les risques de cette nouvelle donne ? Notre point de vue en questions-réponses.

a. Les états peuvent-ils s'endetter indéfiniment ?

Il n'y a pas de maximum théorique à la dette d'un état. Le sujet clef est le coût de cette dette, représenté par la charge d'intérêt, actuellement très basse dans la plupart des pays qui s'attèlent à protéger leurs économies domestiques.

Le surplus de dette entraîne généralement :

- Dans les pays en déficit d'épargne (Grèce, Argentine) une forte hausse des taux d'intérêt et un équilibre financier insoutenable ;
- Chez les pays en excédent d'épargne (France, Japon) ou en capacité d'attirer l'épargne externe (Etats-Unis) : une mobilisation de l'épargne et donc des baisses de taux d'intérêt ;

Finalement, il faut s'attacher à appréhender la charge d'intérêt, bien plus importante selon nous que le stock de dettes. A l'image d'un particulier qui connaît toujours le montant mensuel de son crédit immobilier sans savoir exactement quel est le montant de son capital restant dû.

Le sujet du déficit primaire (avant coût de la dette) est également important et permet à des pays endettés comme l'Italie de garder un accès aux financements. En revanche, certains pays, comme l'Italie là encore peuvent être montrés du doigt pour leurs faibles capacités à collecter les impôts.

La vigilance reste toutefois de mise sur les endettements souverains.

b. Quel impact sur les budgets européens des achats de dettes d'états par les banques centrales ?

L'achat de dette publique par la Banque Centrale Européenne se fait via la Banque Centrale de chaque pays ; dans notre cas la banque de France.

Le mécanisme est simple. La dette verse un coupon payé par l'émetteur (l'état Français) à l'acheteur (La Banque de France). Celle-ci le reverse ensuite à l'état Français. Ce qui revient à dire que la Banque de France finance l'Etat français gratuitement via les marchés financiers. En théorie, le montant de la dette détenue par les banques centrales pourrait être considéré comme annulé tant que le programme d'achat se poursuit.

Cette politique d'achat augmente la masse monétaire sans contrepartie (la Banque Centrale achète sans avoir le cash) et pourrait donc s'apparenter à une dévaluation de fait.

Mais comme toutes les zones monétaires ont des politiques similaires, l'impact sur les devises est très faible, voire nul.

Certains pays s'épargnent même cette gymnastique comme la Bank Of England qui a annoncé pouvoir financer directement la relance de l'état britannique.

Pour finir, nous n'avons pas vraiment d'inquiétudes à court terme sur les dettes d'états dans ce contexte en Europe et aux Etats-Unis.

c. Quel impact potentiel de cette hausse de l'endettement mondial ? Le retour de l'inflation ?

La hausse de l'endettement n'est pas techniquement un facteur d'inflation, bien au contraire. Elle entraîne généralement une hausse nécessaire de l'épargne des ménages pour financer cette dette, au détriment de la consommation et de l'investissement, avec un effet déflationniste certain (baisse de la demande provoquant un déséquilibre entre l'offre et la demande, et poussant ainsi les prix à la baisse).

En revanche, l'augmentation de cette dette va également provenir de plans de relance d'une ampleur inédite mis en place dans le cadre de la gestion de la crise sanitaire. Il est difficile d'en tirer des conséquences en amont, mais le retour de l'inflation est une hypothèse réaliste, particulièrement dans une logique de relocalisation de la production dans des zones à coûts salariaux plus élevés, même si, comme au Japon, l'automatisation et la robotisation peuvent permettre de mitiger ces coûts.

Enfin les mesures de distanciation sociale au sein des appareils de production vont nécessairement entraîner une hausse des coûts de production, et donc une hausse des prix (dans une période où la délocalisation n'est plus vraiment une option envisageable).

d. La dette d'entreprise, quels risques ?

Les entreprises sont assujetties à deux problématiques :

- La liquidité (capacité à faire face à une échéance de remboursement proche)
- La solvabilité (capacité à faire face à son passif à long terme)

Certains estiment que la prépondérance des banques centrales a contribué à la création de sociétés « fantômes » qui ne seraient pas viables dans un environnement normalisé mais qui survivent uniquement grâce à une liquidité abondante et à bas prix.

La crise Covid-19 devrait renforcer ce biais, en fournissant des liquidités à taux 0 ou presque (Banques Centrales, prêts bancaires garantis à 80% minimum par l'état), tout en dégradant la solvabilité globale (moins d'activité, mais plus de dettes).

On devrait donc éviter une vague de défauts massifs à court terme, mais les perspectives globales se sont dégradées et tous les secteurs ne s'en sortiront pas aussi bien les uns que les autres.

e. Projection à 5 ans, quel impact si les taux venaient à remonter ?

Il existe deux scénarii :

- Une remontée de taux sans croissance et inflation, simplement en raison de l'accroissement du risque de défaut. Ce scénario serait très négatif mais nous semble peu probable tant que les Banques Centrales resteront massivement interventionnistes comme à l'heure actuelle.
- Une remontée des taux liée à la hausse de croissance nominale qui conjugue croissance et inflation (plans de relance, saturation du marché de l'emploi en raison du vieillissement de la population, etc...). Dans ce cas, l'endettement devrait rester stable, car le coût de la dette n'augmentera que lors du renouvellement du stock de dette à taux fixe (généralement d'une durée de vie moyenne de 7 à 12 ans dans les pays développés). Dans le même temps, le PIB progressera fortement via cette croissance nominale.

Dans ce cadre, le ratio Dette/PIB baissera donc fortement.

Contrairement à ce que l'on pourrait penser, une hausse des taux serait donc bénéfique aux endettements, à condition qu'elle soit issue d'un rebond de la croissance et/ou de l'inflation.

f. La mutualisation des dettes, bonne idée ou serpent de mer ?

Face à une construction inaboutie, les investisseurs attendent une Europe forte sur un modèle proche de l'état fédéral américain. Une évolution qui doit se faire tant sur les sujets fiscaux (uniformisation au maximum avec des spécificités locales) que sur l'endettement (dette par pays et au niveau de la zone).

Ce sujet, totalement tabou il y a cinq ans, avance graduellement. L'Allemagne semble se faire à l'idée et c'est désormais les Pays-Bas qui freinent le plus.

A notre sens, cette réforme (émission de Corona-bonds) semble trop complexe d'un point de vue institutionnel pour être mise en place rapidement au cœur d'une crise qui réclame de la réactivité.

En revanche, le nouveau budget européen (qui fait suite au budget 2014-2020) qui devrait inclure une relance forte, sans doute portée sur les infrastructures vertes, est une bonne occasion de mutualiser les dépenses et la dette. L'Europe est donc sur le bon chemin, toujours à son rythme (trop) lent.

Le point de vigilance reste l'Italie, comme toujours (crise des migrants) trop seule face à la crise.

g. Remboursement de la dette, vers une hausse massive des impôts ?

La crise va entraîner un déficit vraisemblablement supérieur à 10% dans la plupart des pays développés, sans même tenir compte de la baisse du PIB qui dégradera encore davantage les ratios d'endettement public.

En France, nous ne croyons pas à une augmentation significative des impôts en 2021, au risque d'asphyxier la reprise économique attendue. En revanche, l'échéance présidentielle de 2022 risquera de voir ce sujet abordé par les partis d'opposition dans le programme, sous des formes diverses et variées, tant leur capacité à réduire la dépense publique est faible. Le pouvoir du moment devrait à terme s'aligner sur ces propositions, qui seront supportées en majorité par l'opinion publique, rendant les hausses d'impôts très probables dans le projet de loi de finance présenté au parlement en septembre 2022. Une contribution sur la fortune sera sûrement évoquée, avec le sentiment que les plus modestes ont été sur le front pendant cette période de pandémie.

Pourtant, entre une dette finalement soutenable et prise en charge par les banques centrales, et un besoin clair de soutenir la consommation en prenant garde à ne pas peser sur le pouvoir d'achat, nous ne pensons pas qu'une hausse significative de l'imposition devrait ressortir de cette crise sanitaire.

Conclusion

Si la dette reste un sujet central dans nos économies vieillissantes, nous considérons qu'il s'agit d'un risque gérable. Une surveillance des dégâts collatéraux du Covid-19 et de l'impact majeur des changements sociétaux en cours (Digitalisation, Habitudes de consommation, Relocalisation) nous semble l'exercice le plus important actuellement.

Achévé de rédigé à Paris, le 20 avril par l'équipe de gestion

Ce document n'a pas de valeur précontractuelle ou contractuelle. Il est remis à son destinataire à titre d'information. Les analyses et/ou descriptions contenues dans ce document ne sauraient être interprétées comme des conseils ou recommandations de la part de Financière Arbevel. Ce document ne constitue ni une recommandation d'achat ou de vente, ni une incitation à l'investissement