

Jean-Luc Buchalet / Pierre Sabatier

21 mars 2010

### L'ENDETTEMENT PUBLIC, CE TERRIBLE FARDEAU...

Si la forme de la reprise économique mondiale est encore incertaine, une chose est sûre, l'endettement public des pays industrialisés sera de plus en plus source d'inquiétudes dans les années à venir. Dans une étude datant de mars 2009, nous vous dévoilions qu'au cours des récessions causées par une crise financière depuis la seconde Guerre mondiale, l'endettement public augmentait en moyenne de **86%** durant les trois années qui suivent une crise financière. Bientôt trois ans après l'explosion de *notre* crise financière, la donne n'est pas sensiblement différente pour les finances publiques, puisque la hausse de l'endettement de l'ensemble des pays industrialisés atteindra **+56%** en 2010 par rapport à 2007. Sur les quatre pays les plus concernés par la crise, deux affichent déjà des croissances de leur endettement public supérieures à la norme historique (**+195%** pour l'Irlande et **+94%** pour l'Espagne), tandis que les Etats-Unis et le Royaume-Uni en prennent le chemin (respectivement **+64%** et **+54%**). **L'épisode actuel est par contre complètement inédit par son caractère généralisé** : la dette des pays industrialisés est passée de **22 600** milliards de dollars en 1999 à **35 000** milliards en 2006, et devrait atteindre **54 500** milliards de dollars en 2010. L'accélération atteint **+141.1%** en 10 ans, et **+55.7%** en seulement 4 ans, portant le ratio dette sur PIB à plus de **98%** en moyenne dans les pays industrialisés en 2010... En quoi cette situation obère-t-elle la croissance potentielle des Etats les plus concernés ? **Historiquement, un taux d'endettement de 90% du PIB a toujours été une barrière importante au-delà de laquelle il constitue un frein à la croissance potentielle d'un pays** : la croissance chute alors de plus de **-3.5%** en moyenne sur l'ensemble des 44 pays étudiés depuis l'après Guerre.

Dans le détail, il faut savoir que tous les pays ne partaient pas sur la même ligne de départ avant la crise, que ce soit en termes de stocks de dette ou de solde budgétaire, et cela sera déterminant sur leur faculté ultérieure à stabiliser puis à baisser leur ratio dette publique sur PIB à moyen terme. En observant l'évolution des déficits primaires entre 2007 et 2010, les pays ayant le plus souffert de la crise sont l'Irlande et l'Espagne, mais aussi le Royaume-Uni et les pays d'Europe du Nord. Les finances publiques des Etats-Unis se sont également dégradées plus que la moyenne, avec une chute de son déficit primaire de plus de **7%** entre 2007 et 2010. Si l'explosion du besoin de financement des pays industrialisés n'a pas encore eu de conséquences généralisées sur la charge de la dette à l'échelle mondiale du fait de l'effondrement des taux d'intérêt, certains pays comme l'Irlande et dans une moindre mesure l'Espagne, la Grèce et le Royaume-Uni éprouvent déjà des difficultés pour faire face à leurs engagements. Historiquement, la barrière des **10%** pour le ratio intérêts payés sur recettes budgétaires est considérée comme essentielle : au-delà, la charge de la dette devient néfaste pour les perspectives de croissance, mettant le pays sous pression pour financer leur endettement public. Hormis la Grèce (de loin le plus mauvais élève avec près de **15%** des recettes fiscales consommées en 2010 par les intérêts payés sur la dette publique), les pays pour qui la charge de la dette se rapprochera de la barre des 10% cette année sont l'Italie, le Japon et l'Irlande. Il est cependant vraisemblable que **le Royaume-Uni comme les Etats-Unis dépasseront ce ratio clé de 10% à horizon 2012**, tandis que l'Allemagne et la France devraient rester à des niveaux raisonnables. L'épisode grec des dernières semaines nous donne un bon exemple de l'impact potentiel d'une perte de confiance dans un pays affichant un service de la dette considéré comme trop élevé : les spreads de taux ont explosé, rendant le coût voire même l'accès au financement extérieur au mieux très coûteux, au pire impossible. Cela entraîne alors le pays dans une spirale négative, puisque cette perte de confiance provoque elle-même la hausse continue de la charge de la dette que l'Etat doit supporter. En conséquence, la réaction doit être la plus rapide possible, et tout doit être fait pour diminuer la prime de risque extrêmement élevée du pays (plans d'austérité, accord et soutien internationaux,...) afin de regagner la confiance des investisseurs.

Si les épisodes de fort endettement public ne sont pas rares sur très longue période, il est important de se rappeler qu'ils ont la plupart du temps été la conséquence directe ou indirecte de l'effort de guerre, ce qui n'est pas le cas cette fois-ci. Ce constat n'est pas sans poser de problèmes : en règle générale, la résorption des déficits se fait naturellement une fois la guerre terminée, phénomène sur lequel nous ne pourrions pas compter. Par ailleurs, les destructions massives de capacités de production lors d'une guerre permettent également d'envisager à la fois forte croissance et inflation, de par les nécessaires efforts de reconstruction à réaliser.

Jean-Luc Buchalet / Pierre Sabatier

Or, **les déficits sont cette fois-ci d'ordre structurel**, ce qui rendra bien plus complexe leur résorption que par le passé. **Les efforts d'ajustement** calculés dans cette étude **pour stabiliser le taux d'endettement dans chaque pays industrialisés sont en effet colossaux** : le Japon tout comme le Royaume-Uni apparaissent en très mauvaise posture, avec un écart de près de **10%** de PIB à résorber. Les États-Unis ne sont pas loin derrière, suivis par la France dans une position intermédiaire, tandis que l'Allemagne se trouve dans une situation bien plus confortable. Pour les pays les plus en difficultés, les ajustements ne pourront se faire sans heurts ni grincements de dents, avec des plans d'austérité qui devront être mis en place dès l'année prochaine au risque d'étouffer dans l'œuf la reprise économique récente. Dans un contexte de vieillissement de la population, la baisse générale nécessaire des dépenses publiques ne pourra pas éviter de rogner sur des postes comme la santé ou les retraites... ce qui n'est pas neutre d'un point de vue social et politique. De la même manière, l'augmentation des impôts semble être un passage obligé pour la plupart des pays industrialisés, notamment sur les ménages les plus riches et les établissements financiers. À plus long terme, la sortie du cycle déflationniste lié au désendettement des agents privés devrait permettre la hausse de la croissance potentielle à horizon 5 / 10 ans, permettant alors de sortir par le haut de l'excès d'endettement public via la hausse des recettes fiscales. **La décennie qui s'ouvre sera donc marquée par une influence bien plus importante qu'auparavant des décisions politiques sur la vie économique**, avec ce que cela implique comme difficultés en termes de prévisions... Cette période qui s'ouvre d'incertitudes politico-économiques (chômage de masse, tensions sociales, protectionnismes et conflits potentiels,...) devrait remettre au goût du jour ces propos de JM Keynes : « Ce qui arrive en fin de compte, ce n'est pas l'inévitable mais l'imprévisible. ».

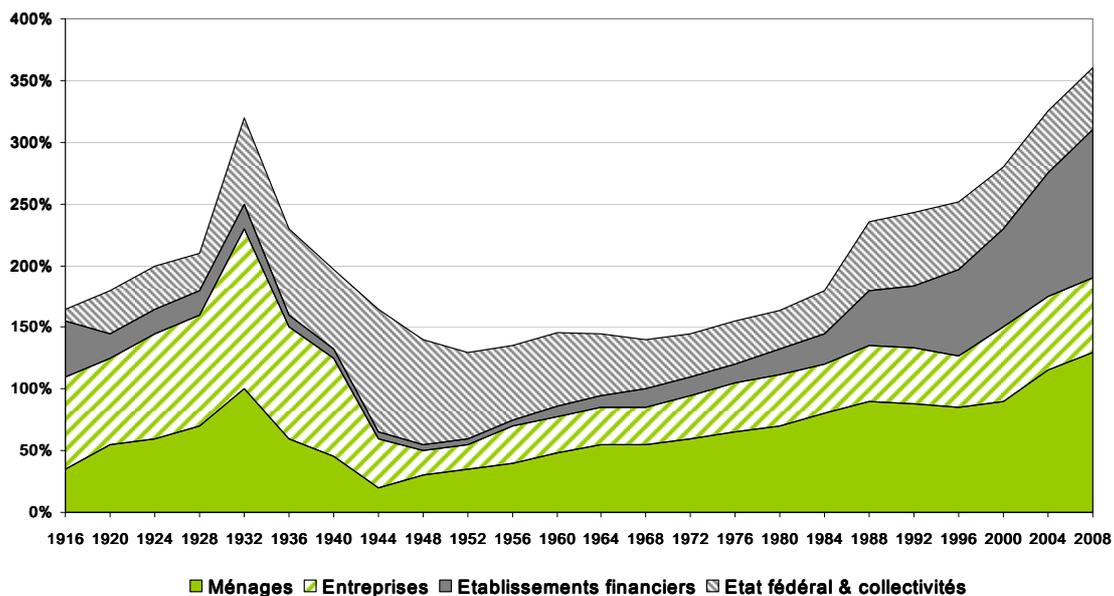
En conséquence, **faut-il anticiper un krach obligataire généralisé ? Pas vraiment** selon nous, l'épargne mondiale nous paraissant suffisamment abondante pour financer l'endettement public, d'autant que la chute du prix des actifs immobiliers et financiers poussera les agents privés à reconstituer leur bilan, et que le vieillissement global de la population entraîne un effort d'épargne supplémentaire pour faire face aux frais de santé, de retraites et d'éducation. En outre, l'anticipation de hausse future de la fiscalité devrait également inciter les ménages à épargner encore davantage, facilitant là aussi le financement des déficits. C'est d'ailleurs ce qui se passe depuis 20 ans au Japon, qui constitue un bel exemple de l'impact d'une dette publique excessive liée à un long processus de deleveraging des agents privés, et du vieillissement de la population. Bénéficiant pourtant d'un bassin de croissance incroyable avec l'émergence chinoise, la dette brute du pays du Soleil levant est passée de **60%** au début des années 90 (niveau affiché par les États-Unis avant la crise), à plus de **220%** du PIB en 2010. Pire, la dette nette est quant à elle passée de **17%** du PIB à **113%** du PIB aujourd'hui. Si l'épargne domestique est apparue suffisante pour éviter la hausse des taux longs depuis 20 ans, **l'incapacité du Japon à sortir de son cycle déflationniste malgré une conjoncture mondiale très porteuse nous laisse songeuse pour la trajectoire empruntée par de nombreux pays industrialisés pour la décennie à venir**. Une situation à la japonaise nous semble ainsi tout à fait probable dans de nombreux pays.

En contrepartie, nous estimons que les marchés actions occidentaux souffriront durant de longues années de cette concurrence des titres de dettes publiques dans un contexte de jeu à somme nulle, et plus globalement de cycle déflationniste qui devrait perdurer entre 5 et 10 ans. Dans ce contexte, il faut rappeler qu'historiquement, les niveaux de PER diffèrent grandement selon l'évolution des prix. Depuis 1870, si les PER ont été les plus élevés en période désinflationniste (**19.2** fois les bénéfices selon Shiller), les marchés actions n'aiment ni l'hyperinflation (le ratio moyen tombe en deçà de **12** fois les bénéfices), ni les périodes déflationnistes comme celle dans laquelle nous sommes entrés depuis 2 ans : les actions ne se payent plus qu'à peine **14** fois les bénéfices selon Shiller... or nous nous trouvons encore à plus de **20** fois les bénéfices pour le S&P 500. En conséquence, les arguments qui consistent à jouer les marchés actions car ils sont bon marché ne nous semblent pas recevables. Selon nous, **il faut s'attendre à des marchés actions durablement difficiles**, qui devraient évoluer selon une forme de tôle ondulée à la Japonaise durant les prochaines années.

## Eléments introductifs

La violence de la crise économique mondiale débutée il y a 2 ans a poussé de très nombreux experts à la comparer à la Grande dépression des années 30 aux Etats-Unis. En réalité, la correction connue depuis 2008 par la première économie mondiale n'a pas grand-chose à voir avec les niveaux de perte de richesse atteint à l'époque, que ce soit en termes de PIB (-3.8%), de production industrielle (-15%), de baisse du prix des actifs (-32% pour les prix immobiliers et -56% pour les actions). Pour autant, **le parallèle avec cette époque est au moins à un égard tout à fait légitime** : l'origine de la crise est similaire, à savoir l'accumulation d'une dette colossale par les agents privés, qui atteignait **260%** du PIB en 1929 (ménages, entreprises et établissements financiers confondus), portant la dette totale outre-Atlantique à **325%** du PIB au début des années 30. Par la suite, les Etats-Unis sont entrés dans un cycle déflationniste profond, qui ne prendra fin qu'à partir du moment où l'endettement des agents privés aura atteint un niveau plus soutenable. Cela s'est produit en 1946, date à laquelle la dette cumulée par les ménages, les entreprises et les établissements financiers n'atteignait plus que **45%** du PIB (soit une baisse fulgurante de quelque **215%** du PIB en 17 ans !!). Dans le même temps, l'endettement public n'a eu d'autre choix que de se substituer en partie à l'effondrement de la demande privée provenant du processus de désendettement des agents privés décrit précédemment, et a atteint un sommet à **120%** du PIB après la seconde Guerre mondiale. Mais ce qu'il faut retenir, c'est surtout que **la dette totale a régressé de 320% du PIB en 1929 à 125% du PIB en 23 ans, soit une chute de 195% du PIB...**

### Dette totale des Etats-Unis en % du PIB



Pourquoi faire un tel parallèle historique ? Car il illustre un phénomène indispensable à prendre en compte pour envisager l'avenir de nos économies : avec un lourd passif en termes d'endettement des agents privés aux Etats-Unis, atteignant **300%** du PIB en 2008, portant la dette totale à **360%** du PIB, il paraît aujourd'hui clairement utopique d'imaginer un repli voire même une stabilisation de l'endettement public aux Etats-Unis dans les prochaines années, l'effort de désendettement des agents privés ayant à peine débuté. **Car l'endettement public ne régresse jamais avant que le point bas de l'endettement privé ne soit passé.** Or, lorsqu'on sait que l'endettement des ménages américain se situait à environ **130%** du revenu disponible en 2007, le faire revenir autour de son niveau d'avant bulle (**60 à 70%**) en considérant un taux d'épargne des ménages d'environ **7%** complètement dédié au remboursement de la dette, prendrait au moins **9 ans**. Autre facteur d'inquiétude, le cycle récent a été porté par une augmentation historique de l'endettement des établissements financiers, avec pour conséquence directe un gonflement artificiel des revenus financiers depuis une quinzaine d'années, facilitant la distribution de crédits aux ménages et aux entreprises. Ce phénomène ne pourra plus se reproduire à nouveau dans les

années à venir, du fait de l'évolution de la réglementation avec les exigences de plus en plus grande en termes de fonds propres, rendant les établissements financiers dans l'incapacité de prêter d'avantage que les années passées.

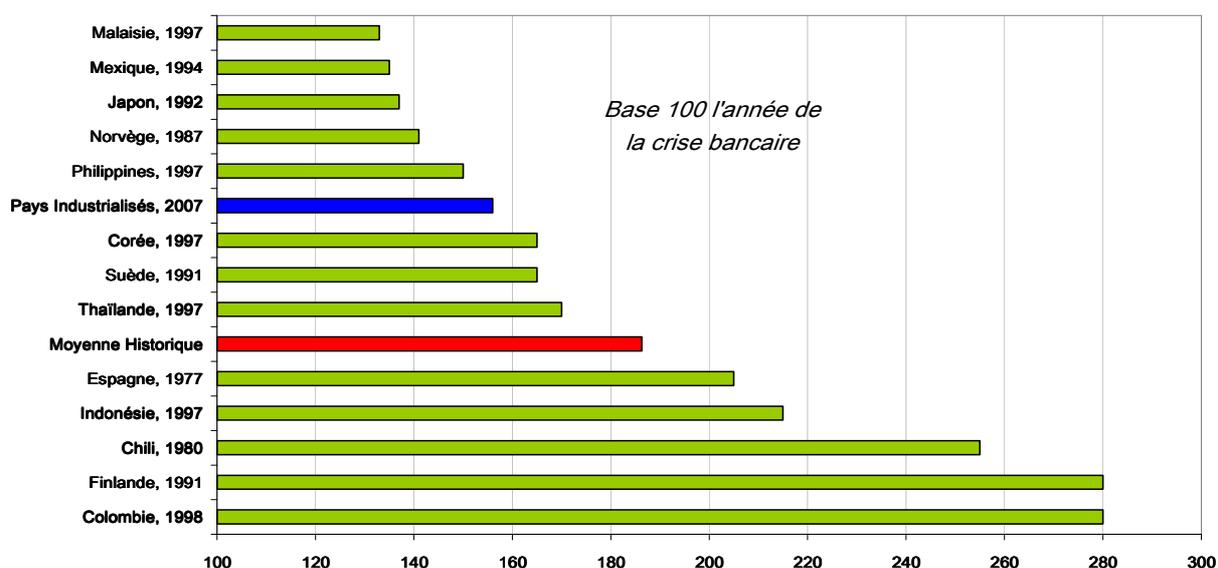
Avec des taux d'endettement publics d'avant crise déjà relativement élevés dans de nombreux pays, les marges de manœuvre paraissent désormais des plus ténues, deux ans seulement après le choc initial de l'explosion de la bulle financière. En conséquence, il ne fait aucun doute que **le risque pays va revenir sur le devant de la scène dès l'année 2011**, comme l'ont bien préfiguré les cas de Dubaï en décembre 2009 puis de la Grèce en ce début d'année (pourtant tous deux des pays dits périphériques). Même si les taux d'intérêt des grandes zones devraient rester bas durant une période de temps prolongée, des divergences de plus en plus nombreuses devraient naître en fonction des difficultés propres au pays considéré. **Cela sera également loin d'être neutre pour les actifs risqués que sont les actions**. En effet, la situation déjà complexe de nombreux états devrait les pousser à durcir sensiblement la réglementation, mais aussi à augmenter la pression fiscale à horizon de moyen terme, dans un contexte de croissance molle.

In fine, cela jouera donc sur la rentabilité des entreprises, en premier lieu sur celle des établissements financiers (au centre de la précédente bulle) mais aussi sur l'ensemble des autres secteurs. C'est la raison pour laquelle il nous est difficile de considérer le mouvement débuté en mars 2009 comme le commencement d'un nouveau Bull Market pour les marchés actions occidentaux. Selon nous, le contexte général et les nouvelles tensions à venir forceront les grands indices à évoluer dans une fourchette large pendant une période de temps prolongée, à l'image du marché actions japonais qui évolue en forme de tôle ondulée depuis le début des années 90.

## I. Comparaison historique : comment réagisse les finances publiques après une crise financière ?

Dans une étude datant de mars 2009, nous vous dévoilons qu'au cours des récessions causées par une crise financière depuis la seconde Guerre mondiale, l'endettement public augmentait en moyenne de **86%** durant les trois années qui suivent une crise financière. Deux ans après l'explosion de *notre* crise financière, la donnée n'est pas sensiblement différente pour les finances publiques, puisque la hausse de l'endettement de l'ensemble des pays industrialisés devrait atteindre **+56%** en 2010 par rapport à 2007 (cf. graphique ci-dessous). Sur les quatre pays les plus concernés par la crise (Etats-Unis, Royaume-Uni, Irlande, Espagne), deux affichent déjà des croissances de leur endettement public supérieures à la norme historique (**+195%** pour l'Irlande et **+94%** pour l'Espagne), tandis que les Etats-Unis et le Royaume-Uni en prennent le chemin (respectivement **+64%** et **+54%**).

Augmentation de la dette publique réelle  
durant les 3 années suivant la crise bancaire



Source: Ken Rogoff & Carmen Reinhart, PrimeView

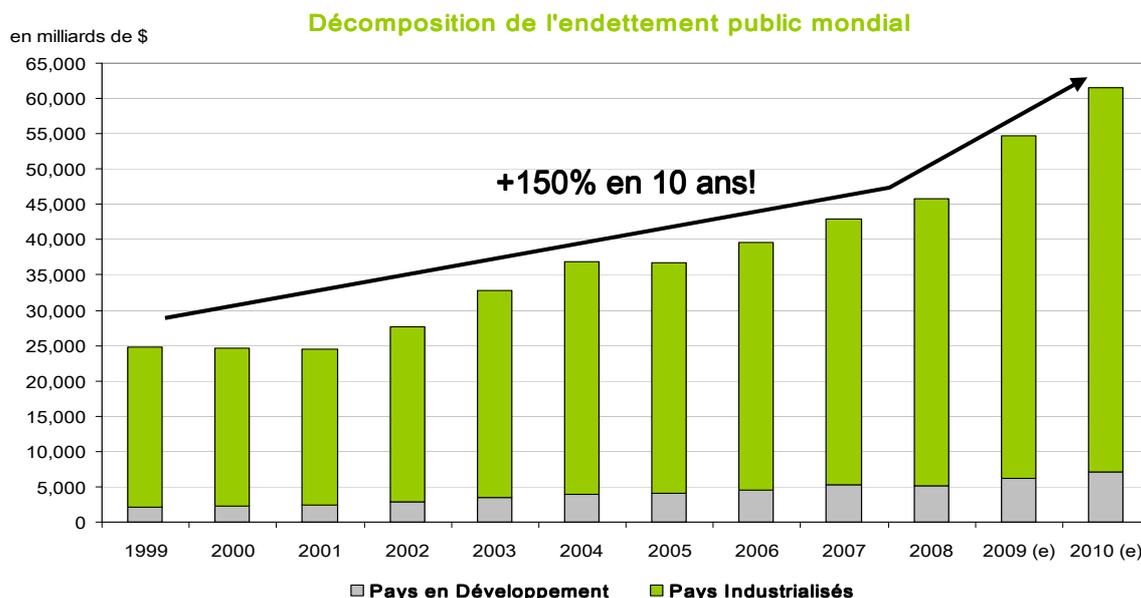
En termes de déficits publics, les pays industrialisés dans leur ensemble subissent un coup semblable à ce qui a été constaté lors des récessions causées par une crise financière depuis la seconde Guerre mondiale (cf. tableau ci-dessous) : alors que les déficits se dégradent d'en moyenne **-6.9%** entre l'année qui précède le début de la crise et l'année du pic de déficit, la dégradation des déficits publics devrait s'élever à **-7.4%** en fin d'année par rapport à 2007. Là aussi, les ordres de grandeur sont les mêmes que les dégradations des finances publiques constatées par le passé. Pourtant, l'épisode actuel est bien inédit pour un aspect : **son caractère généralisé à l'ensemble des pays industrialisés.**

Pays	Déficit Fiscal en % du PIB			
	Année précédant la crise	Pic de déficit	Année du pic	Augmentation (Diminution) du déficit fiscal
Espagne, 1977	-3.9%	-3.1%	1977	0.8%
Mexique, 1994	0.3%	-2.3%	1998	-2.6%
Colombie, 1998	-3.6%	-7.4%	1999	-3.8%
Corée, 1997	0.0%	-4.8%	1998	-4.8%
Indonésie, 1997	2.1%	-3.7%	2001	-5.8%
Thaïlande, 1997	2.3%	-3.5%	1999	-5.8%
Malaisie, 1997	0.7%	-5.8%	2000	-6.5%
<b>Pays Industrialisés, 2007</b>	<b>1.0%</b>	<b>-6.4%</b>	<b>2010</b>	<b>-7.4%</b>
Japon, 1992	-0.7%	-8.7%	1999	-8.0%
Chili, 1980	4.8%	-3.2%	1985	-8.0%
Norvège, 1987	5.7%	-2.5%	1992	-8.2%
Argentine, 2001	-2.4%	-11.9%	2002	-9.5%
Finlande, 1991	1.0%	-10.8%	1994	-11.8%
Suède, 1991	3.8%	-11.6%	1993	-15.4%

## II. En quoi la hausse de l'endettement public est-elle inédite dans l'Histoire ? Par son caractère généralisé au monde entier.

- ✓ L'endettement public mondial explose depuis deux ans.

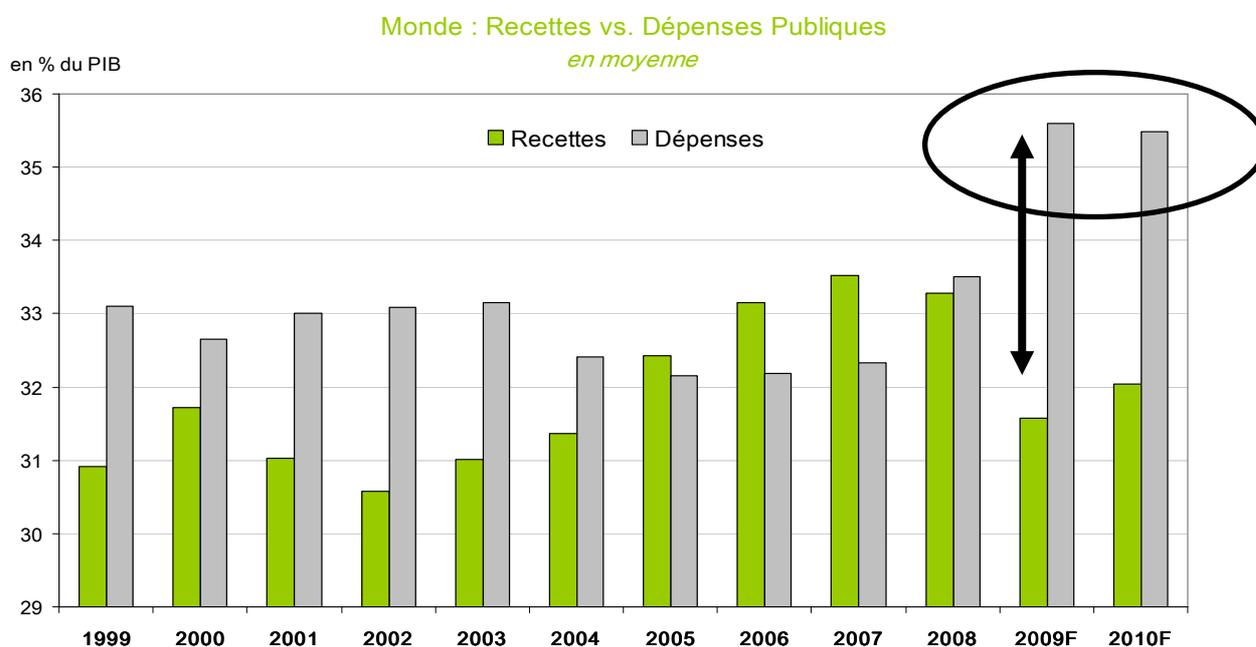
Nous avons passé au crible les 112 pays notés par les agences de notation et qui présentent une dette publique. Au total, l'endettement public mondial est passé de **24 700** milliards de dollars en 1999 à **39 600** milliards de dollars en 2006, et devrait atteindre **61 500** milliards de dollars en 2010, soit une hausse de plus de **56%** en seulement 4 ans, et de plus de **150%** en 10 ans. Ce chiffre est à mettre en parallèle avec un PIB nominal prévu autour de **76 000** milliards de dollars en 2010, ce qui porte le taux d'endettement du monde à environ **80%** du PIB mondial, contre seulement **63%** en 2008. Cela donne une bonne idée du besoin de financement des Etats, qui s'accaparent de plus en plus l'épargne mondiale au détriment des acteurs privés.



✓ **On observe une baisse des recettes, mais surtout une hausse des dépenses...**

Avec la crise et l'absolue nécessité de sauver le système financier et les économies d'un risque de destruction de richesse systémique, la plupart des gouvernements dans le monde ont vu leurs recettes s'éroder et leurs dépenses fortement augmenter. Comme on le constate sur le graphe ci-dessous, si les dépenses publiques ont évolué globalement de paire avec les recettes entre 2006 et 2008, cela n'est désormais clairement plus le cas : les recettes budgétaires, qui s'étaient élevées en moyenne à **33.3%** du PIB en 2008, ont reculé à **31.6%** en 2009 suite aux moindres rentrées fiscales, avant de se redresser légèrement en 2010 à **32.0%**.

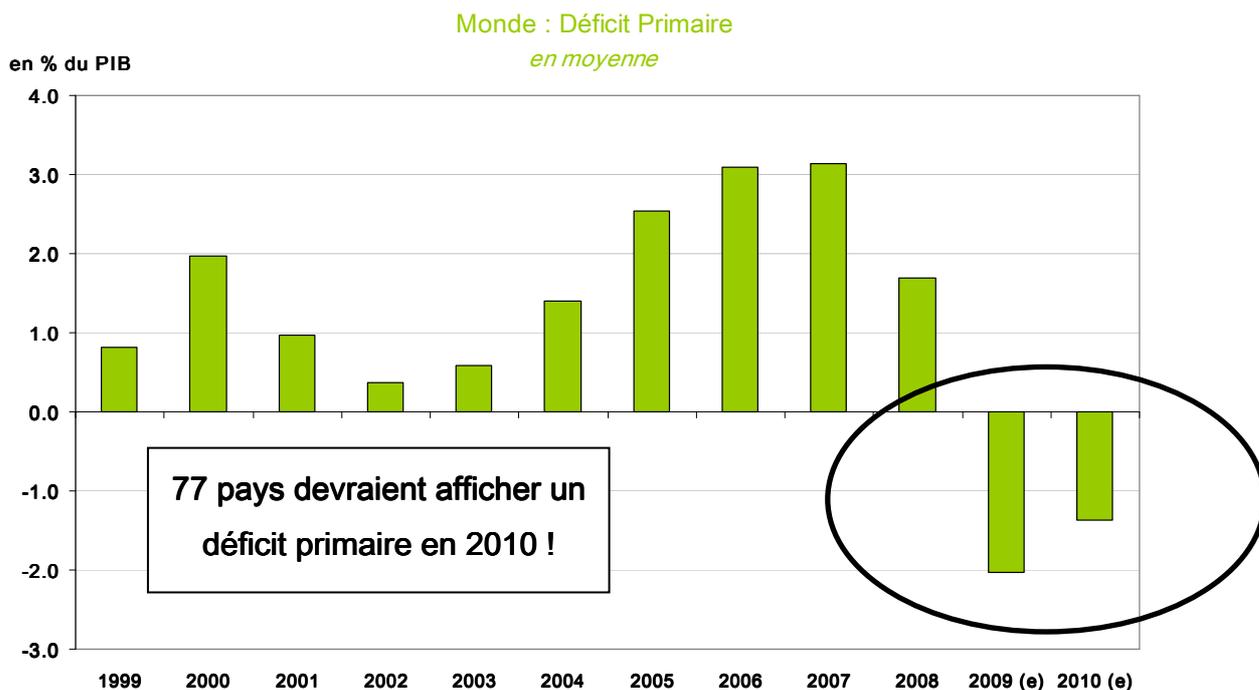
Le coup le plus rude vient bien entendu de la hausse substantielle des dépenses, qui se sont élevées en moyenne dans le monde à **32.8%** du PIB entre 1999 et 2008, mais qui ont explosé à **35.6%** du PIB en moyenne en 2009, et qui devraient se situer encore autour de **35.5%** en 2010. La hausse brutale des dépenses budgétaires provient en tout premier lieu de la **hausse des dépenses sociales** en lien avec la dégradation très prononcée du marché du travail partout dans le monde depuis le début de la crise (stabilisateurs automatiques), plus que par les dépenses engendrées par la mise en place des plans de relance (baisses d'impôts, subventions diverses, investissements en infrastructure).



✓ **... qui provoque pour la première fois depuis l'après-guerre un solde budgétaire primaire négatif.**

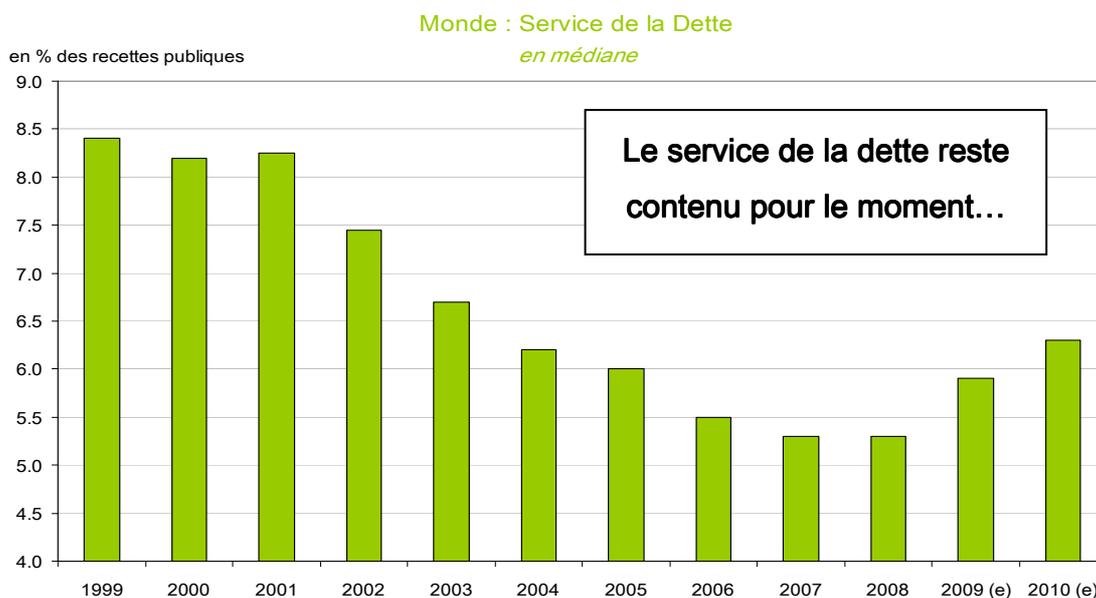
Cette dégradation de l'équilibre budgétaire a bien entendu provoqué l'envolée des déficits publics un peu partout dans le monde. Nous nous intéresserons dans cette étude prioritairement au **déficit primaire** (déficit budgétaire auquel on retranche la charge de la dette), afin d'avoir une bonne idée de l'effort à réaliser par les pays pour rééquilibrer recettes et dépenses publiques afin de stabiliser le ratio dette sur PIB. **Pour la première fois depuis 10 ans, le monde affiche en 2009 un déficit primaire moyen négatif, à -2.0%** du PIB, après avoir atteint un sommet à **+3.1%** en 2006 et 2007. En 2010, celui-ci devrait être à nouveau déficitaire, autour de **-1.4%** en moyenne.

Les niveaux médians sont encore plus parlants : **66 pays devraient afficher un déficit budgétaire primaire supérieur à -2.2% en 2009 et à -1.9% en 2010**. Jamais au cours d'une récession nous n'avions observé des chiffres négatifs aussi généralisés. En 2009, ils ont été **82** à afficher un déficit primaire contre seulement **25** à afficher un excédent primaire, et ils seront encore **77** à présenter un déséquilibre primaire en 2010 contre **30** à afficher un solde budgétaire positif. En définitive, seuls les pays exportateurs de pétrole, portés par des prix s'étant fortement appréciés depuis début 2009, devraient réussir à afficher des excédents conséquents.

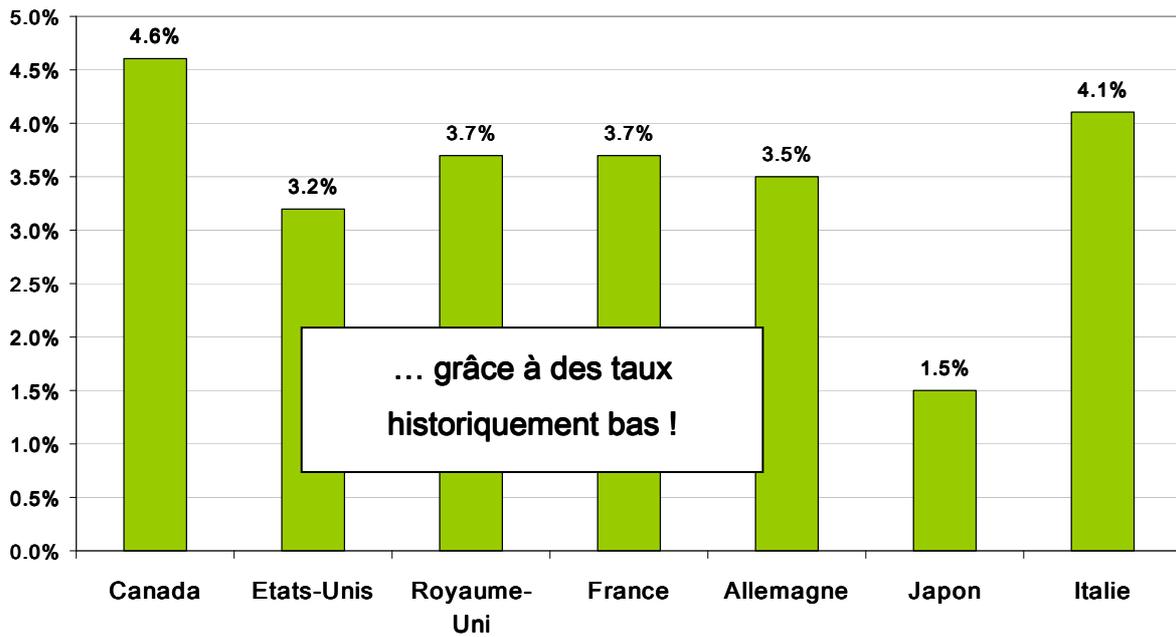


- ✓ Pour l'instant, la dérive des finances publiques a été compensée par la chute vertigineuse des taux d'intérêt... pour combien de temps encore ?

En dépit de ces chiffres très dégradés, les conséquences sont pour l'instant relativement indolores sur les finances publiques, la charge de la dette n'ayant que très peu augmenté au regard de la hausse de son stock : la médiane du service de la dette dans le monde ne devrait représenter que **6.3%** des recettes publiques, soit un niveau inférieur à la moyenne de **6.7%** constatée entre 1999 et 2008 ! La raison d'un tel constat est simple : **des conditions de financement historiquement favorables grâce à la baisse inédite des taux d'intérêt**, permise grâce aux banques centrales du monde entier qui ont toutes adopté des politiques monétaires conventionnelles et non conventionnelles très expansionnistes. Les taux d'intérêt se sont ainsi effondrés, en particulier dans les pays industrialisés (cf. graphe ci-dessous). On ne peut donc toujours pas parler de crise de la dette publique... mais cela ne sera peut-être pas toujours le cas, les taux d'intérêt ne pouvant dorénavant plus vraiment baisser au regard de la faiblesse des niveaux actuels.



### Taux d'intérêt effectif en 2009

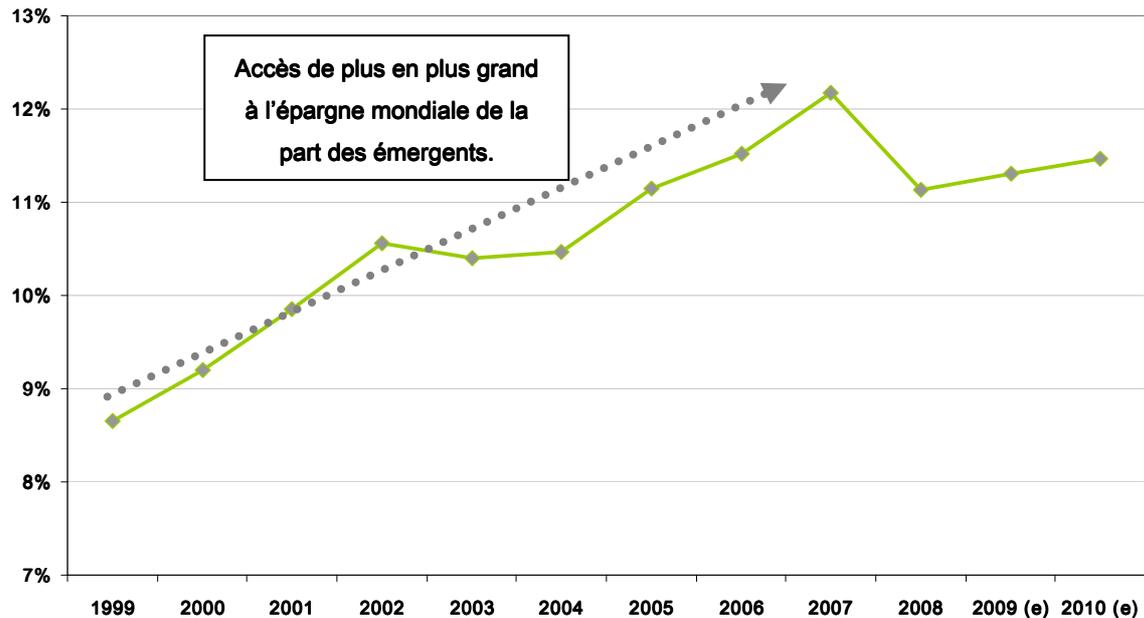


### III. Même si la problématique est globale, les pays émergents restent pour l'instant des acteurs mineurs sur le marché de la dette publique, ce qui les protègent à moyen terme.

De 1999 à 2007, le poids des pays émergents a continuellement progressé, passant de **8.8%** à **12.2%** de l'endettement total. L'augmentation de ce poids traduit l'accès de plus en plus facile pour ces pays à l'épargne mondiale, les investisseurs internationaux étant rassurés par une croissance très forte pendant une période de temps prolongée (se traduisant par l'effondrement des spreads de taux souverains des émergents).

en % de la dette publique mondiale

### Monde : Poids de la Dette Publique des Pays Emergents



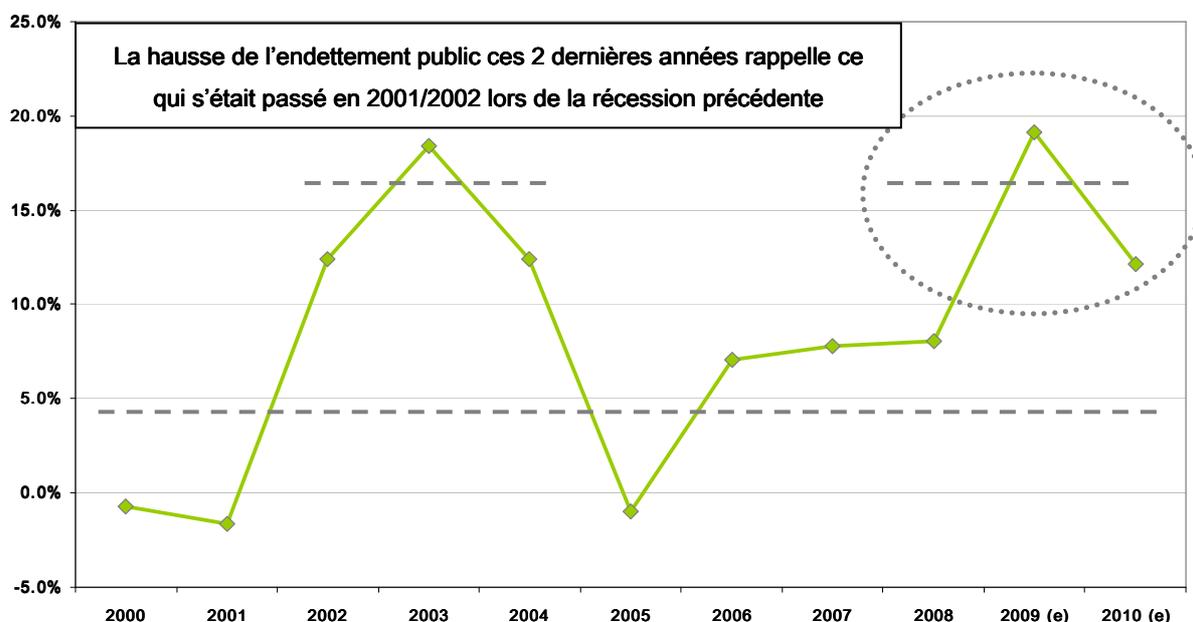
Ce processus s'est toutefois ponctuellement interrompu en 2008 avec l'émergence de la crise financière (cf. graphe ci-dessus), à la fois car les besoins de financement se sont avérés plus importants dans les pays industrialisés, mais surtout car la hausse brusque et soudaine de l'aversion pour le risque de la part des investisseurs internationaux a poussé ces derniers à limiter leurs investissements dans la dette émergente, comme le démontre la forte hausse des spreads souverains pour les émergents jusqu'au début de l'année 2009. En tout état de cause, il est indéniable que la problématique de la soutenabilité de l'endettement public se posera bien plus dans les pays industrialisés que dans les pays émergents, même s'il n'est pas exclu que quelques uns souffrent individuellement, à l'image de Dubaï fin 2009.

#### IV. Jamais dans l'Histoire les pays industrialisés n'ont été autant sous pression.

- ✓ **Partis d'une situation initiale médiocre, les taux d'endettement ont littéralement explosé depuis deux ans.**

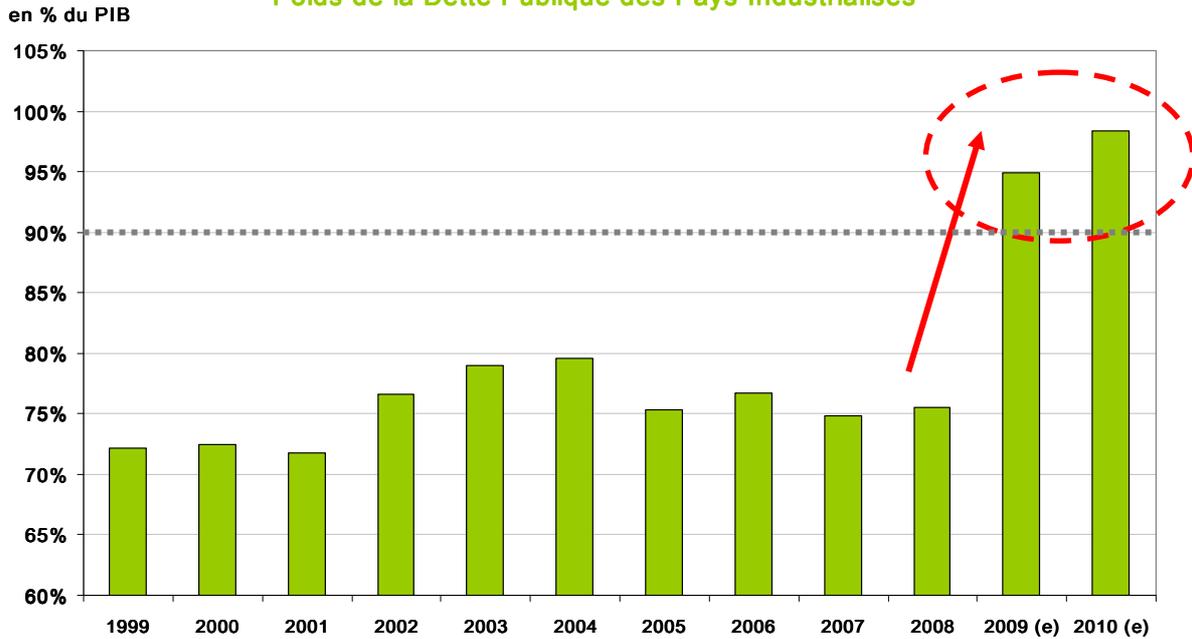
En dépit d'un meilleur accès à l'épargne pour les gouvernements des pays émergents, la part des pays industrialisés dans la dette mondiale reste donc prépondérante. La dette de ce groupe de pays est passée de **22 600** milliards de dollars en 1999 à **35 000** milliards en 2006, et devrait atteindre **54 500** milliards de dollars en 2010. L'accélération est donc impressionnante, puisqu'elle atteint **+141.1%** en 10 ans, et **+55.7%** en seulement 4 ans.

#### **Croissance Annuelle de la Dette des Pays Industrialisés**



Dans le graphe ci-dessus, on constate la récurrence de la hausse de l'endettement public en période de récession : l'épisode actuel (**+19.1%** en 2009 et **+12.2%** en 2010) n'est en effet pas sans nous rappeler la dernière récession des années 2000 (**+12.4%** en 2002 puis **+18.4%** en 2003 et enfin **+12.4%** en 2004). Pour autant, le plus frappant reste l'incapacité dont ont fait preuve les pays riches à faire reculer leur stock de dette publique une fois la récession des années 2000 terminée et en dépit d'une phase d'expansion économique sans précédent connue pendant les **4** années qui ont précédées la crise financière de 2008 (moyenne de **+5.5%** de hausse annuelle de la dette publique entre 2005 et 2008). **Cette absence de politique de rigueur budgétaire a bien entendu réduit les marges de manœuvre des Etats pour faire face à la crise actuelle, et accentué substantiellement leur vulnérabilité future.**

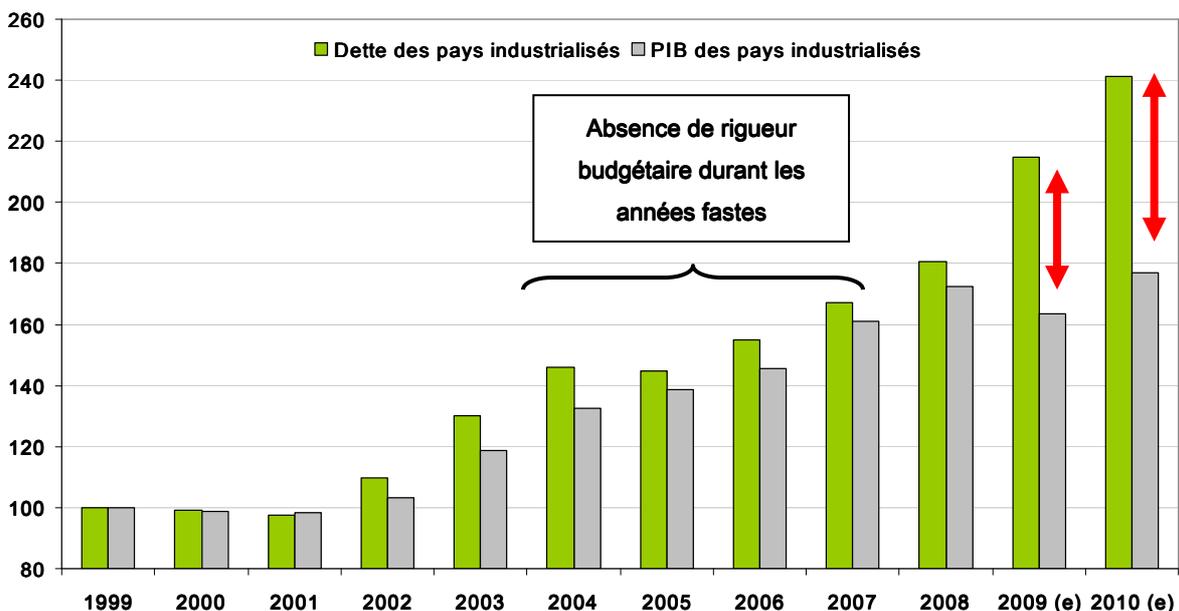
### Poids de la Dette Publique des Pays Industrialisés



Le poids de l'endettement public des pays industrialisés s'était stabilisé autour de **75%** du PIB en moyenne entre 1999 et 2008. Mais depuis deux ans, les finances publiques ont radicalement changé : le ratio dette sur PIB des pays industrialisés a atteint en moyenne près de **95%** du PIB en 2009, et atteindra plus de **98%** du PIB en 2010... Ces chiffres parlent d'eux-mêmes, et ne laissent pas d'autres choix que de parler d'une véritable bulle de l'endettement public concernant l'ensemble des pays riches. Cette explosion du poids de la dette correspond essentiellement au processus de désendettement privé qui s'est engagé avec la crise financière, et qui devrait se poursuivre durant de longues années (entre 5 et 20 ans selon les pays). Qui plus est, lorsqu'on sait que les estimations du coût du vieillissement de la population pour les finances publiques atteignent selon le FMI un niveau **10** fois plus élevé que le coût de la crise financière des deux dernières années, **on peut être inquiet quant au potentiel de hausse de ce ratio.**

### Dette Publique vs. PIB Nominal des Pays Industrialisés

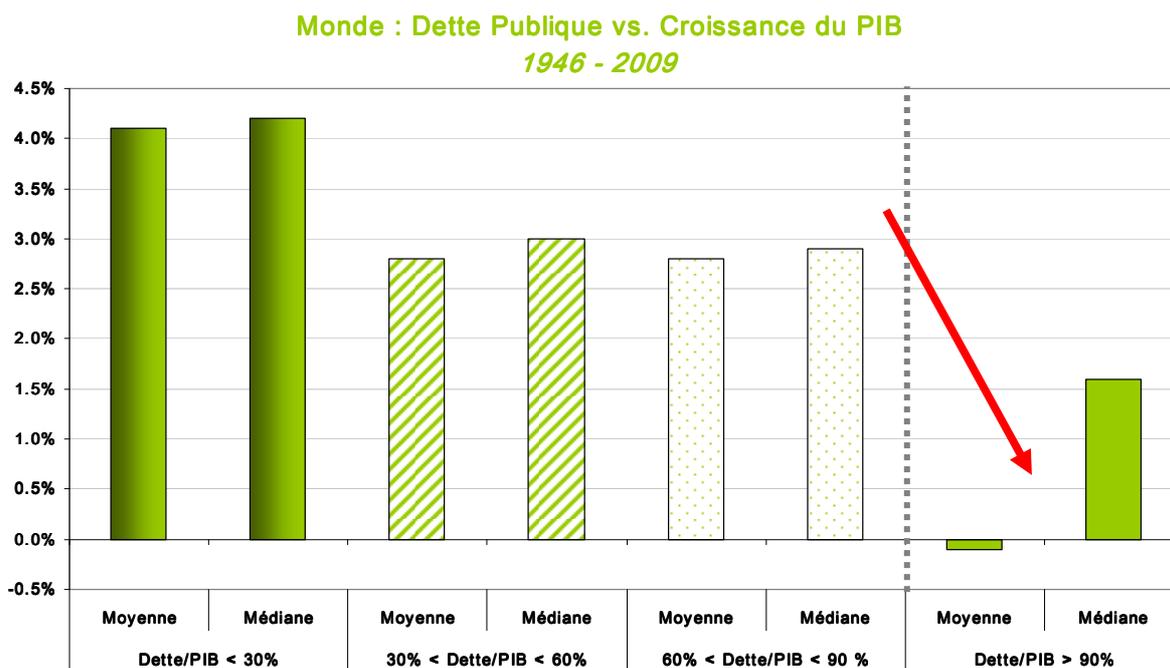
Base 100 en 1999



Une telle dérive traduit habituellement les conséquences d'une guerre... pas ici, ce qui rend l'épisode actuel réellement inédit. Faut-il considérer cette situation comme problématique, et en quoi obère-t-elle la croissance potentielle des Etats les plus concernés ?

## V. Pourquoi une telle dérive nous inquiète-t-elle ? Historiquement, le poids de l'endettement public devient insoutenable pour la croissance à partir de 90% du PIB, or...

Suite à une étude récente réalisée par d'éminents chercheurs américains (Reinhardt & Rogoff), nous disposons désormais de références historiques nombreuses en ce qui concerne l'endettement public des Etats et leur impact sur la croissance économique des pays (44 pays ont été étudiés pour une période allant de 1790 à 2009).



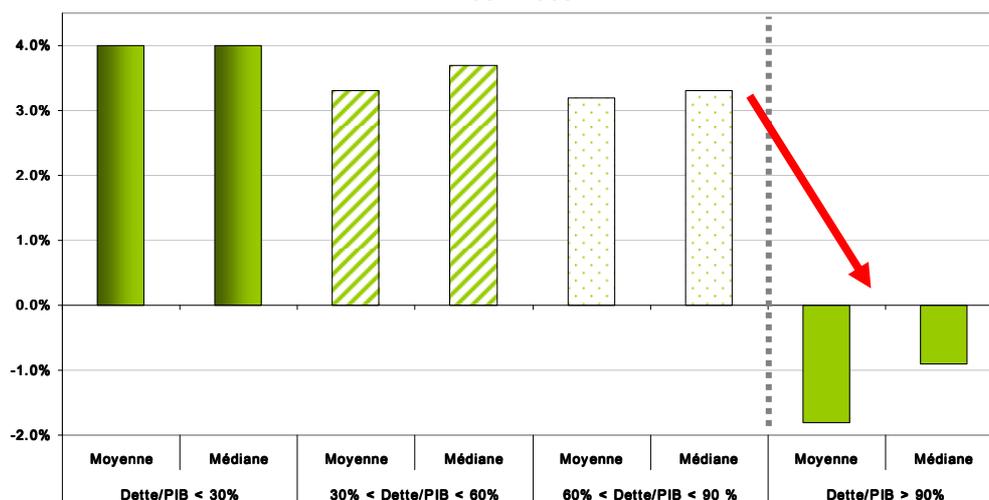
*Source: Ken Rogoff & Carmen Reinhart, PrimeView*

Les deux économistes ont mis en lumière une barrière importante pour la dette publique, celle des **90%** du PIB. Au-delà de cette frontière valable aussi bien pour les pays industrialisés que pour les pays émergents, la croissance chute sensiblement de **-1%** en médiane et de plus de **-3.5%** en moyenne sur l'ensemble de notre échantillon. En effet, au sein des pays dont le ratio dette publique sur PIB a dépassé les **90%**, la croissance n'a été en moyenne que de **-0.2%**, contre **+3.4%** les années où ce ratio était inférieur à **90%** du PIB.

C'est encore plus vrai si l'on s'intéresse aux USA sur très longue période : depuis 1790, alors que la croissance moyenne atteint **+3.5%** les années où le ratio dette publique sur PIB est inférieure à **90%** (médiane à **3.4%**), elle s'effondre littéralement durant les années où le ratio dépasse les **90%**, avec des taux de croissance moyens de **-1.8%** et médians de **-0.9%**. Il faut également noter que ces statistiques sont certainement encore trop optimistes, du fait du statut de pays émergents des Etats-Unis tout au long du XIXème siècle.

En conséquence, il paraît indéniable qu'un taux d'endettement dépassant les **90%** du PIB est un frein à la croissance potentielle d'un pays. A la vue des niveaux d'endettement actuels dans les pays industrialisés, il est donc à ce titre difficile d'envisager pour ce groupe de pays de forts taux de croissance dans les années à venir, une fois que les soutiens budgétaires auront disparu (à horizon fin 2010).

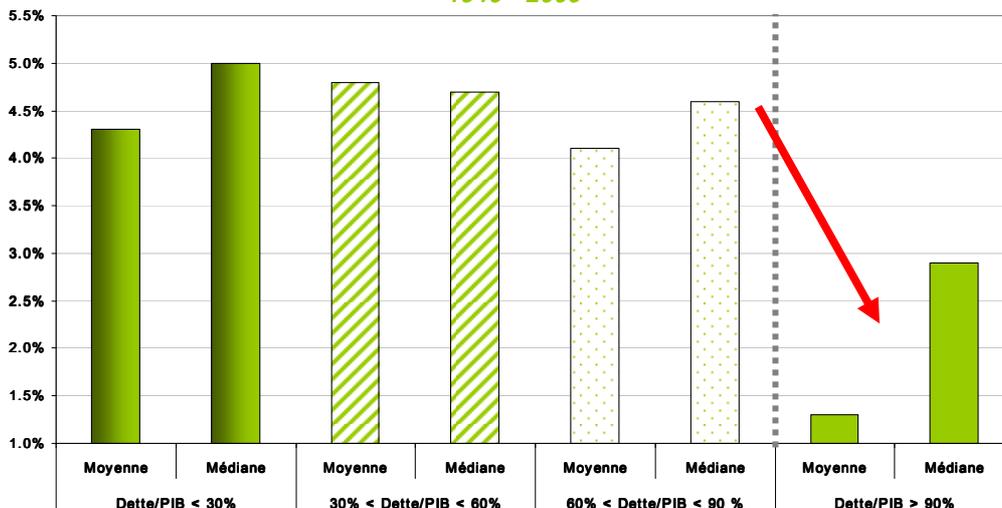
**USA : Dette Publique vs. Croissance du PIB**  
1790 - 2009



*Source: Ken Rogoff & Carmen Reinhart, PrimeView*

De manière relativement contre-intuitive, on retombe également sur le même seuil psychologique des **90%** pour les pays émergents, au-delà duquel les croissances constatées sont bien inférieures (-1.7% en médiane et -4% en moyenne) qu'en période de moindre endettement public.

**Pays Emergents : Dette Publique vs. Croissance du PIB**  
1946 - 2009



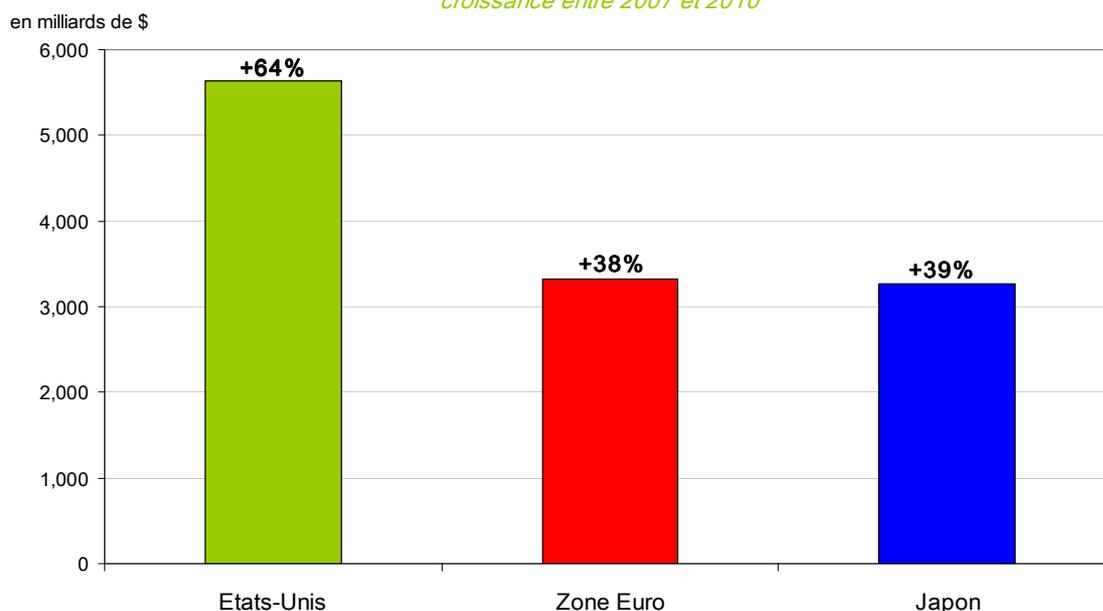
*Source: Ken Rogoff & Carmen Reinhart, PrimeView*

**VI. Quels pays apparaissent les plus fragiles aujourd'hui ?**

- ✓ **Quels pays ont fait le plus appel à l'épargne mondiale au cours des trois dernières années ?**

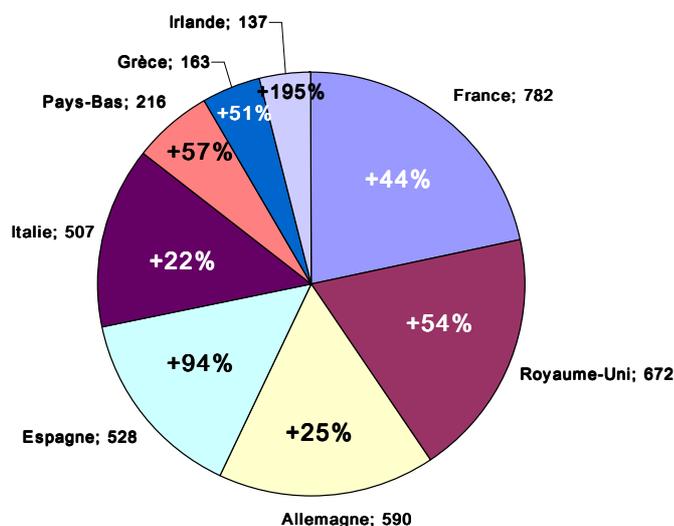
Afin d'évaluer l'impact de la crise financière sur les finances publiques pays par pays, nous avons évalué la hausse de leur endettement public en valeur entre 2007 et 2010 (estimations). En premier lieu, on trouve bien évidemment les Etats-Unis, qui devraient accumuler d'ici la fin de l'année un total de **+5 700** milliards de dollars de dettes supplémentaires par rapport à son niveau de 2007, tandis que la zone euro et le Japon sont au coude à coude, avec tous deux **+3 200** milliards de dollars de dette publique supplémentaire accumulée durant les trois dernières années. En croissance, **les Etats-Unis ont augmenté leur stock de dette à un rythme deux fois plus élevés (+64%)**, contre **+38%** et **+39%** respectivement pour la zone euro et le Japon.

### Impact de la crise sur les dettes publiques des 3 grandes zones économiques croissance entre 2007 et 2010

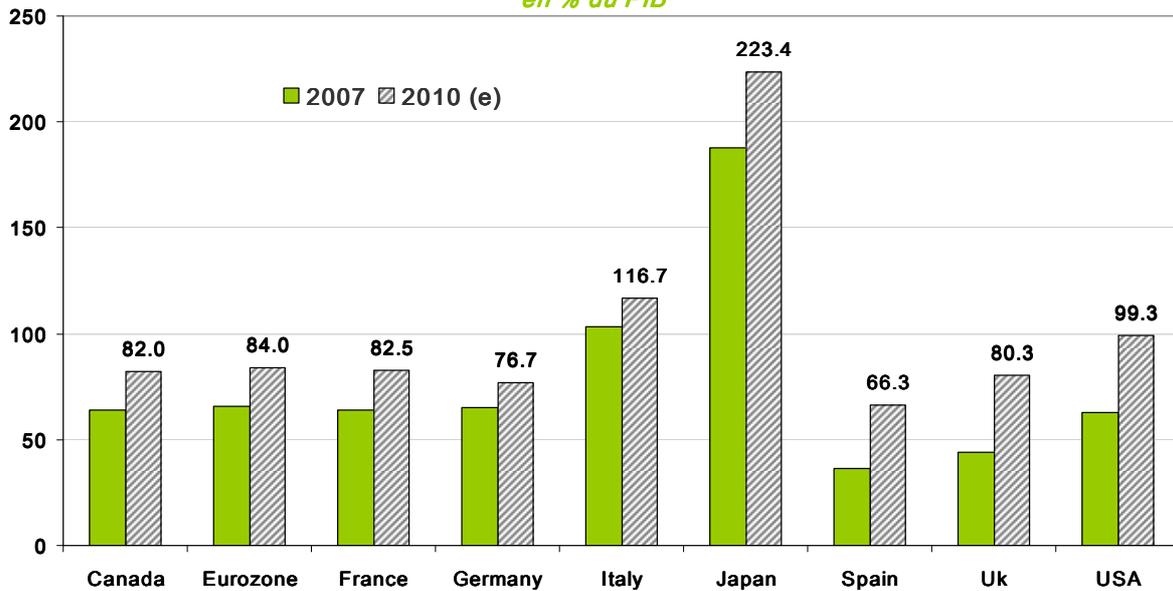


Au sein de la zone euro, la France affiche la plus forte augmentation de sa dette publique en valeur (+800 milliards de dollars), devant le Royaume-Uni (+750 milliards de dollars), l'Allemagne (+700 milliards de dollars), l'Espagne (+650 milliards de dollars) ou encore l'Italie (+600 milliards de dollars). Bien entendu, ces chiffres doivent être interprétés au regard de la richesse créée dans chacun des Etats (effet taille du pays). Mais ils nous donnent une bonne idée du besoin de financement supplémentaire en provenance de l'épargne mondiale de la part de chacun de ces pays. En croissance, la donne est bien entendue sensiblement différente : l'Irlande verra sa dette littéralement exploser à horizon de la fin de l'année (+195%) par rapport à son niveau de 2007, tout comme l'Espagne (+95%) et dans une moindre mesure les Pays-Bas (+57%), le Royaume-Uni (+54%) et la Grèce (+51%). Il est à noter que l'Italie (+22%) et l'Allemagne (+25%) sont les pays qui pour l'instant ont le mieux géré la dérive de leur finance publique, tandis que la France se situe dans une situation intermédiaire (+44%).

### Impact de la crise sur l'endettement public en Europe Croissance entre 2007 & 2010 en milliards de \$



## Endettement des pays du G7 en % du PIB



Au final, les pays dont la situation semble la plus précaire sont bien entendu le Japon (**223%** du PIB), la Grèce (**125%** du PIB), ou encore l'Italie (**117%** du PIB) du fait de leur stock initial de dette publique très important, mais aussi désormais les Etats-Unis (**99%** du PIB). Il faut également noter que le Royaume-Uni et l'Espagne ont malheureusement bien vite regagné leur retard en termes d'endettement public... et la trajectoire de hausse fulgurante des déséquilibres de leur finance publique ne semble pas prête de s'inverser dans les années proches, la faute à un modèle économique lui aussi profondément déséquilibré.

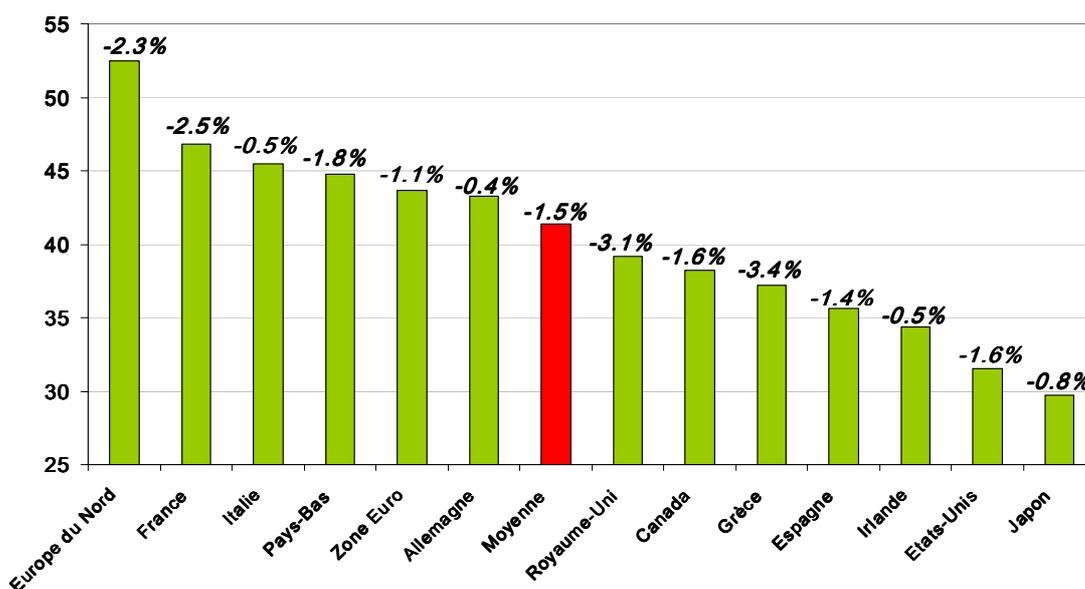
### ✓ Moins de recettes... plus de dépenses...

Les recettes des pays industrialisés ont bien entendu flanché, concomitamment à la chute des bénéfices des entreprises un peu partout dans le monde et des cadeaux fiscaux effectués ici et là. Pour mémoire, les bénéfices des entreprises européennes (DJ Stoxx 600) ont chuté entre 2007 et 2009 de **38.8%** (-**41%** pour le S&P 500). En moyenne, les recettes publiques devraient atteindre en 2010 environ **42.5%** du PIB dans les pays industrialisés (hors Hong-Kong et Singapour). Les pays qui affichent structurellement des recettes publiques les plus élevées relativement à la richesse créée sont les pays d'Europe du Nord (Danemark, Finlande, Suède) puisqu'elles atteignent entre **50%** et **54%** du PIB, ces derniers ayant profité de la récession du début des années 90 pour mettre en place un nouveau modèle social. La France figure parmi les grands pays d'Europe où les recettes publiques atteignent également un haut niveau, avec **48%** du PIB, contre **46%** pour l'Allemagne et l'ensemble de la zone euro. En queue de peloton, on retrouve les pays qui reposent sur un modèle plus anglo-saxon, où les recettes publiques captent moins de richesse créée : un peu moins de **30%** pour le Japon, **31%** pour les Etats-Unis, l'Espagne ou encore l'Irlande (environ **34%** du PIB).

### Recettes budgétaires 2010 des principaux pays industrialisés

Différence entre les recettes 2010 (estimées) et les recettes 2008

en % du PIB

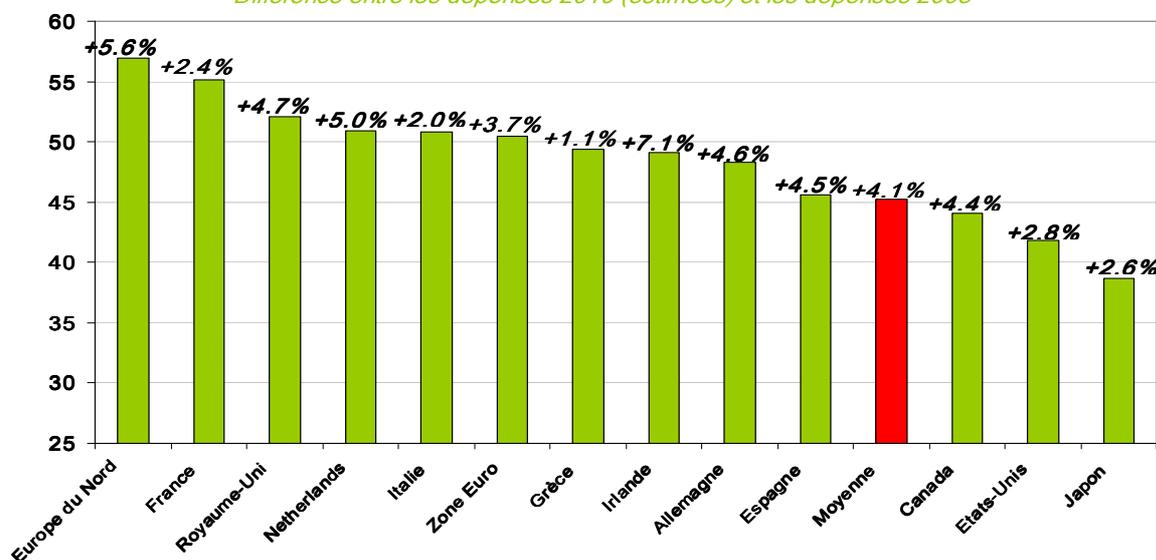


Les pays pour lesquels les recettes publiques se sont le plus effondrées entre 2008 et 2010 sont la Grèce (-3.4% du PIB), le Royaume-Uni (-3.1% du PIB), la France (-2.5% du PIB) ou encore les pays d'Europe du Nord (-2.3% du PIB). De l'autre côté, les pays dans lesquels les recettes gouvernementales ont le moins baissé sont l'Allemagne (-0.4% du PIB), l'Italie (-0.5% du PIB) ou encore le Japon (-0.8% du PIB). Les Etats-Unis sont dans une position intermédiaire (-1.6% du PIB), proche de la moyenne des pays industrialisés (-1.5% du PIB). Il faut par ailleurs prendre garde aux conclusions hâtives liées à la seule interprétation du niveau des recettes publiques. En effet, **il faut nécessairement les mettre en balance avec les prises en charge de l'Etat** (frais de santé, retraites, éducation...). Un pays comme les Etats-Unis, qui affiche de faibles recettes en proportion de la richesse créée, ne peut les augmenter substantiellement qu'à la condition de faire évoluer son modèle économique, car une simple augmentation de la pression fiscale pousserait simplement les ménages à épargner dans des proportions plus importantes qu'aujourd'hui. En effet, dans le système anglo-saxon, une large partie de la retraite est privatisée, tout comme les frais de santé et d'éducation... ce qui rend les comparaisons des dépenses budgétaires relativement peu significatives.

### Dépenses budgétaires 2010 des principaux pays industrialisés

Différence entre les dépenses 2010 (estimées) et les dépenses 2008

en % du PIB

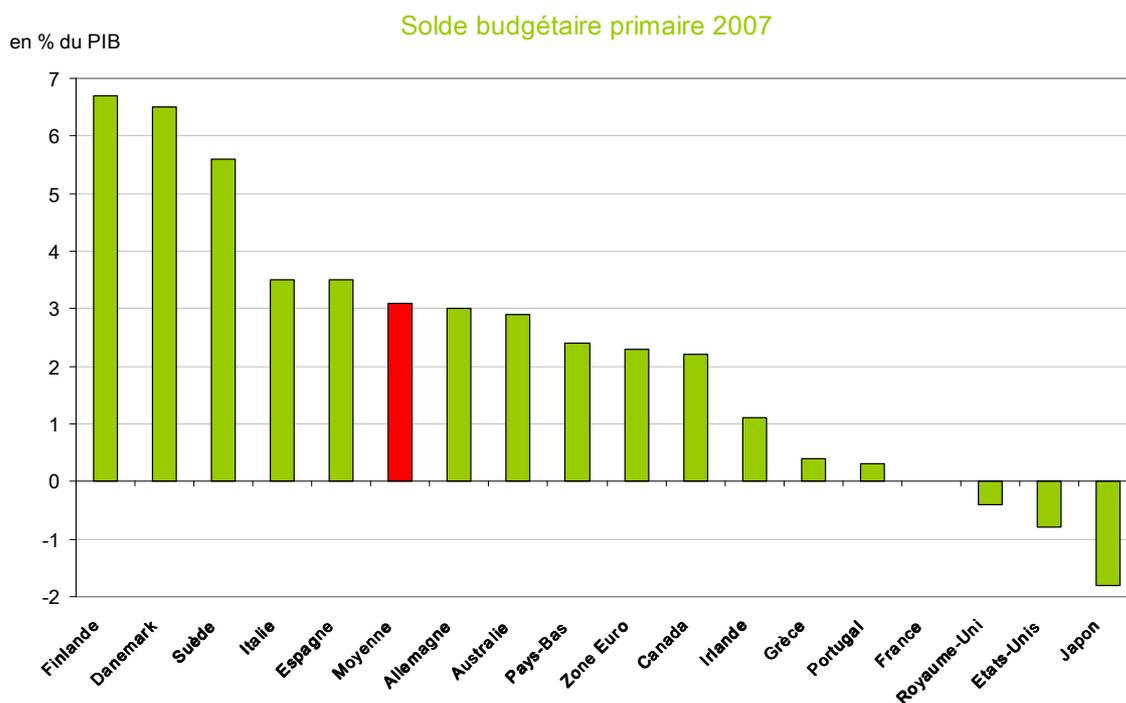


En ce qui concerne les dépenses publiques, la moyenne des pays industrialisés atteindra **45%** du PIB en 2010. Les pays les plus dépensiers seront là aussi les pays qui affichent les modèles sociaux les plus robustes, à savoir les pays d'Europe du Nord ou la France (entre **52%** et **55%** du PIB). Elles atteindront en zone euro **50.5%** du PIB et **48.5%** en Allemagne. De l'autre côté, on retrouvera le Japon (**39.5%**), les Etats-Unis (**42.5%**) ou encore l'Espagne (**45%** du PIB).

En variation entre 2007 et 2010, le classement est sensiblement différent : la dérive des dépenses publiques a été forte en Irlande (**+7.1%** du PIB), en Europe du Nord (**+5.6%** du PIB), au Royaume-Uni (**+4.7%** du PIB), en Allemagne (**+4.6%** du PIB) et en Espagne (**+4.5%** du PIB). En zone euro, l'augmentation des dépenses publiques a atteint **3.7%** du PIB, contre **2.8%** aux Etats-Unis ou encore **2.6%** du PIB au Japon. En France, la hausse des dépenses publiques a été limitée, avec **+2.4%** du PIB.

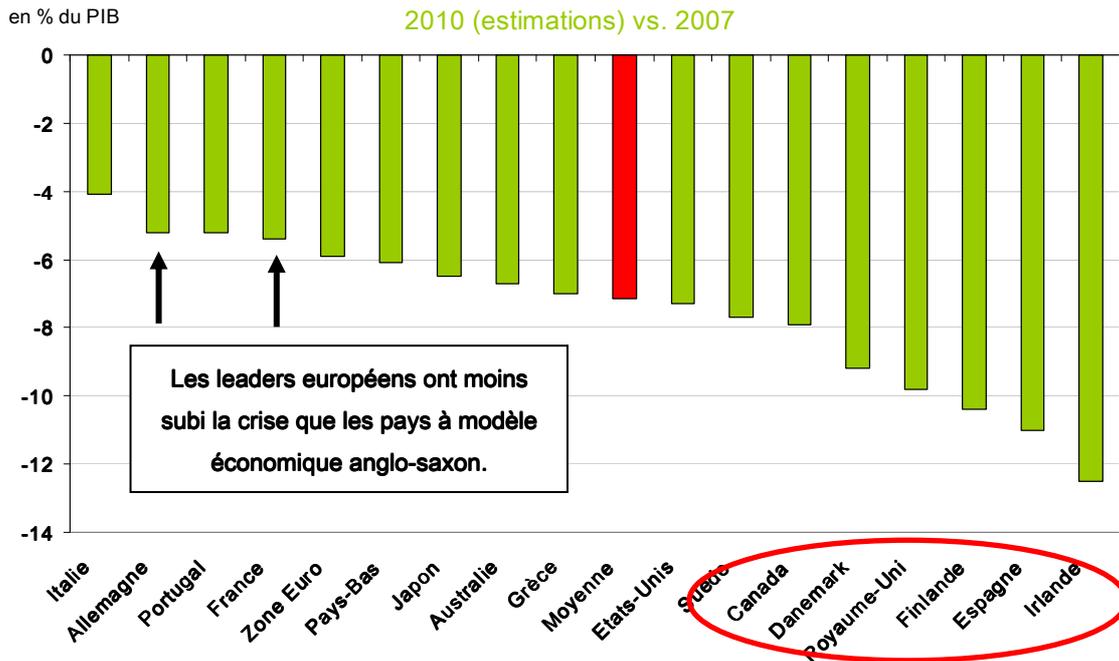
✓ ... **poussent les déficits primaires à des niveaux inconnus hors période de guerre.**

Il est important de bien avoir à l'esprit la situation des finances publiques des grands pays avant la crise, afin d'identifier ceux qui disposaient initialement des plus grandes marges de manœuvre. On constate que les pays les moins bien armés étaient le Japon, les Etats-Unis, le Royaume-Uni, la France, puis les pays périphériques les plus fragiles (Irlande, Grèce, Portugal). Au contraire, les pays d'Europe du Nord affichaient des excédents impressionnants, supérieurs à **5%** du PIB. On trouve également l'Italie, et surtout l'Espagne (**+3.5%**), cette dernière ayant profité d'importantes rentrées fiscales, fruit d'une énorme bulle de son économie réelle. **Tous les pays ne partaient donc pas sur la même ligne de départ avant la crise**, et cela aura son importance sur leur faculté ultérieure à stabiliser puis à baisser leur ratio dette publique sur PIB.



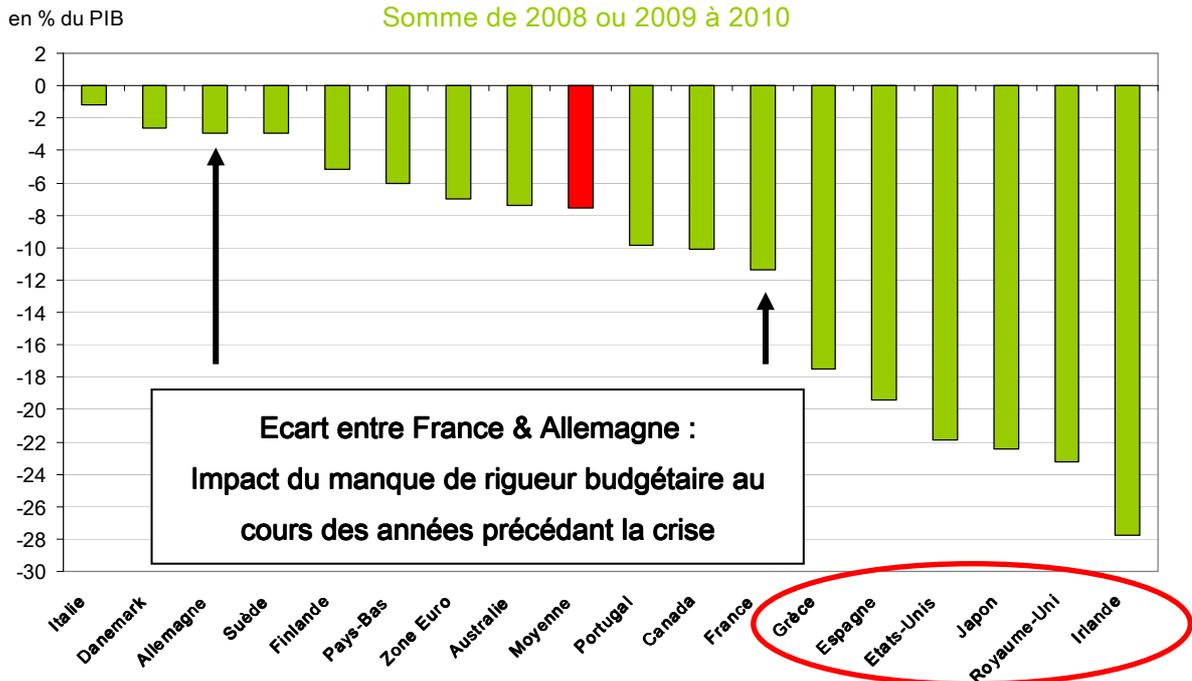
Le classement des pays à risque selon l'évolution des déficits primaires entre 2007 et 2010 (estimations) est intéressant : l'Irlande et l'Espagne ressortent comme les mauvais élèves, tout comme le Royaume-Uni et les pays d'Europe du Nord. Les Etats-Unis ont également souffert plus que la moyenne, puisque la dégradation de son déficit primaire atteint plus de **7%** entre 2007 et 2010, contre une moyenne de **-6.9%**. Le Japon se situe quant à lui légèrement mieux (**-6.5%** du PIB), tout comme la zone euro, avec **-6%**. La France figure cette fois-ci parmi les meilleurs élèves, avec une dégradation de seulement **-5.4%** (grâce à la puissance de ces stabilisateurs automatiques) à peine plus que l'Allemagne (**-5.3%** du PIB dû à une légère baisse des recettes mais à une forte augmentation des dépenses). Il faut aussi noter que l'Italie est le pays ayant le moins souffert de la crise, puisque la dégradation de son déficit primaire n'atteindra que **-4%** en 2010 par rapport à son niveau de 2007.

Solde Budgétaire des Pays Industrialisés :  
2010 (estimations) vs. 2007



Enfin, on peut estimer le coût de la crise pour chaque pays par le cumul des déficits publics entre 2008 (ou 2009 pour certains d'entre eux qui auraient subi son impact avec retard) et 2010. En cumulé, on retrouve l'Irlande, le Royaume-Uni, le Japon, les Etats-Unis l'Espagne, la Grèce (entre 17% et 28% du PIB depuis l'explosion de la crise). Derrière, la France figure en tête avec -11% sur 3 ans... du fait de sa situation d'avant crise, déjà fortement déséquilibrée (cf. graphe p16). Parmi ceux pour qui la crise a eu le moins d'impact sur le déficit (ou excédent) primaire, on trouve de manière relativement surprenante l'Italie, mais aussi l'Allemagne, ces deux pays profitant d'une bonne situation initiale et d'une rigueur budgétaire mise en place dès le départ de la crise.

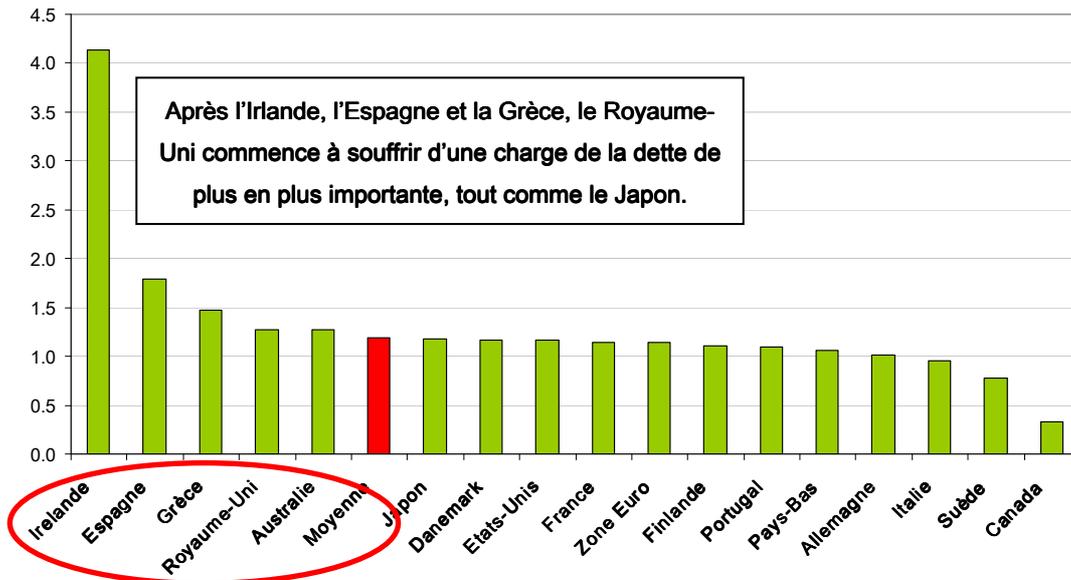
Solde Budgétaire des Pays Industrialisés :  
Somme de 2008 ou 2009 à 2010



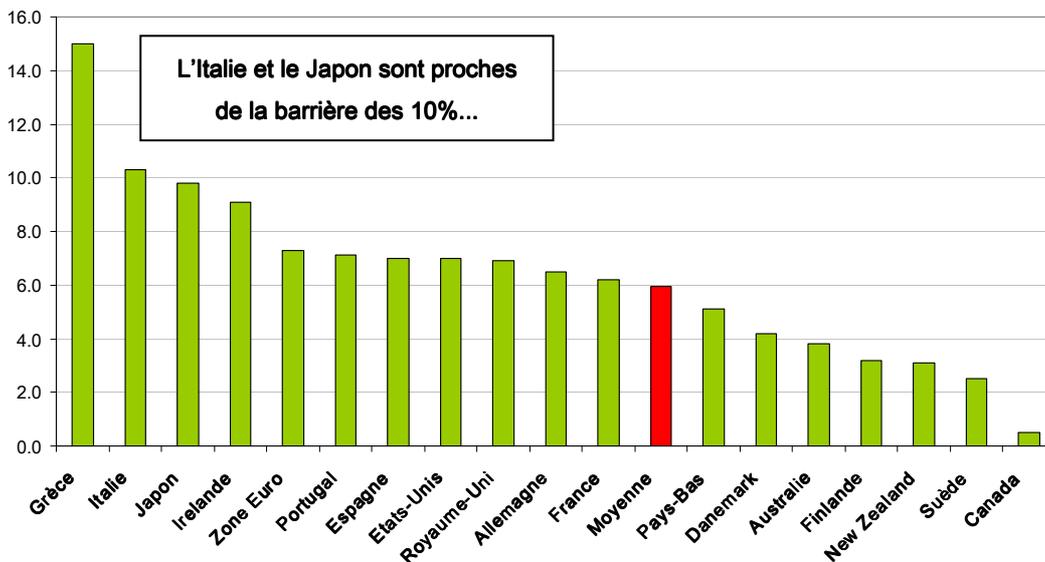
✓ ... et font progressivement monter le service de la dette à des niveaux inquiétants

Comme on l'a vu plus haut, l'explosion du besoin de financement des Etats dans le monde entier n'a pas encore eu de conséquences sur la charge de la dette à l'échelle mondiale. Toutefois, certains pays éprouvent déjà de grandes difficultés pour faire face à leurs engagements. Comme on le constate sur le graphe ci-dessous, la crise a eu un impact particulièrement violent sur le service de la dette de l'Irlande (+4.1% des recettes fiscales), et dans une moindre mesure de l'Espagne, de la Grèce et du Royaume-Uni.

Variation du Service de la dette entre 2010 & 2007  
en % des Recettes Publiques

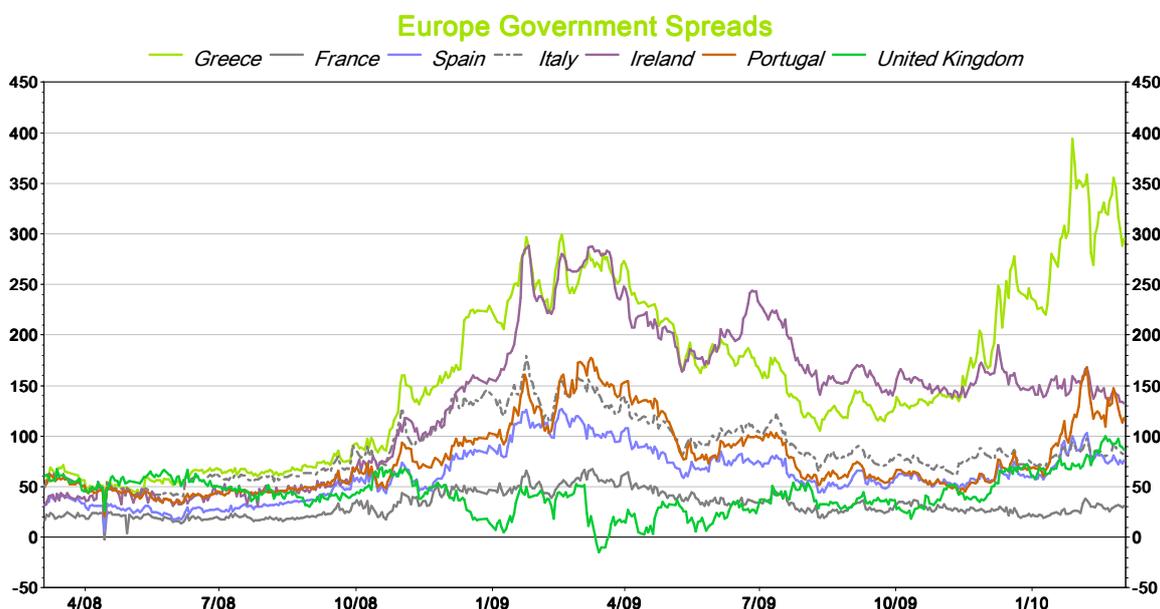


Service de la dette en 2010  
en % des Recettes Publiques

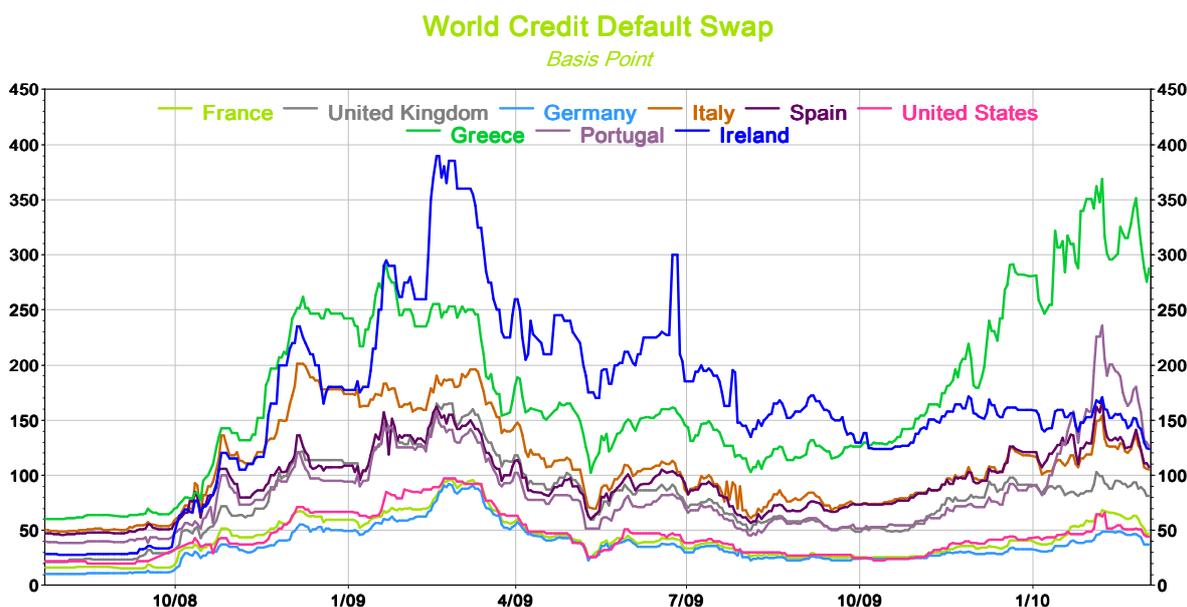


Dans l'ensemble, les intérêts payés par les autres pays industrialisés augmenteront cette année entre 1% et 1.5% des recettes fiscales, portant leur poids à 6% de celles-ci en 2010 contre seulement 4.3% en 2007. Historiquement, la barrière des 10% pour ce ratio est considérée comme essentielle : au-delà, la charge de la dette est considérée comme néfaste pour les perspectives de croissance, ce qui met le pays sous pression pour financer son endettement public. Hormis la Grèce (de

loin le plus mauvais élève avec près de **15%** des recettes fiscales consommées en 2010 par les intérêts payés sur la dette publique), les pays pour lesquels la charge de la dette se rapprochera de la barre des **10%** cette année sont l'Italie, le Japon et l'Irlande. Derrière, on trouve un groupe de pays qui devrait présenter un ratio autour de **7%**, à savoir le Portugal, l'Espagne, les Etats-Unis ou encore le Royaume-Uni, tandis que l'Allemagne et la France ne devraient payer qu'à peine plus de **6%** en 2010.



L'épisode grec des dernières semaines nous donne un bon exemple de l'impact potentiel d'une perte de confiance dans un pays affichant un service de la dette considéré comme trop élevé : les spreads de taux et les CDS ont alors explosé (cf. graphe ci-dessous), rendant le coût voire même l'accès au financement extérieur au mieux très coûteux, au pire impossible. **Cela entraîne alors le pays dans une spirale négative**, puisque cette perte de confiance provoque elle-même la hausse continue de la charge de la dette que l'Etat doit supporter. En conséquence, la réaction doit être la plus rapide possible, et tout doit être fait pour diminuer la prime de risque extrêmement élevée du pays (grands plans d'austérité, accord et soutien internationaux,...) afin de regagner la confiance des investisseurs. **Mais à partir d'un tel épisode, l'équilibre reste extrêmement précaire et susceptible d'être rompu à la moindre suspicion de défaut potentiel.**



Hormis en Grèce, la dérive du coût de la dette est déjà sensible en Irlande, en Espagne, voire au Royaume-Uni. Ces pays souffrent déjà d'une certaine défiance au regard de la capacité de leur économie à sortir indemne de la crise qui a été particulièrement violente et quant à la capacité des gouvernants à effectuer les mesures nécessaires au retour à l'équilibre budgétaire (l'Espagne est à cet égard en meilleure voie que la Grèce). Derrière ce groupe de pays, il est probable que les primes de risque du Japon et de l'Italie soient sur une pente progressivement ascendante dès les prochains trimestres.

## VII. Le Japon, l'Espagne ou le Royaume-Uni seront les prochaines victimes des agences de notation.

Comme beaucoup, nous estimons le risque souverain selon **4 critères**. D'abord la **flexibilité de l'Etat**, c'est-à-dire sa capacité et sa crédibilité à réformer les finances publiques, qui peut être évaluée à partir de l'historique des réformes budgétaires réalisées par le passé. Le **pooids de la charge de la dette dans les recettes fiscales** est également un facteur primordial, tout en sachant qu'un pays affichant un ratio supérieur à **10%** peut être jugé à risque. La sensibilité des taux d'intérêts à une hausse importante du volume de la dette a aussi son importance, car elle traduit sa plus ou moins grande **capacité à capter l'épargne mondiale et nationale**. Enfin, la **croissance potentielle** du pays permet d'évaluer la capacité d'une zone à résorber d'elle-même sa dette.

Première victime, la Grèce était le pays rassemblant le plus de point négatifs : ratio dette publique sur PIB initialement élevé, service de la dette déjà supérieur à **10%** des recettes fiscales (cf. p18), fébrilité de la gouvernance économique et enfin croissance potentielle écrasée. Il n'est donc pas surprenant que ce soit le premier pays (hormis Dubaï) à provoquer des doutes chez les investisseurs, engendrant une explosion de sa prime de risque (écartement jusqu'à **300** points de base des spreads de taux à 10 ans). Pour améliorer ses conditions de financement, la Grèce a du acter un plan d'austérité massif, et s'en remettre au soutien des grands pays de la zone euro, dont l'Allemagne et la France. A n'en pas douter, le pays s'oriente vers de longues années de croissance faible. Quel pays sera le prochain sur la liste ? On peut d'ores et déjà s'interroger sur l'Espagne, le Portugal, le Royaume-Uni, l'Italie, le Japon mais aussi à plus long terme sur les Etats-Unis.

Selon le critère de la capacité du gouvernement à réformer, on peut dégager trois groupes de pays : les plus crédibles semblent être l'Allemagne, la Suisse, l'Irlande ou encore l'Espagne. La France (les **3%** de déficit annoncé pour 2013 seront difficiles à atteindre) ou encore les Etats-Unis figurent dans une position intermédiaire, tandis que la Grèce et le Portugal sont les plus mauvais élèves, du fait de leur faible gouvernance économique, devant le Royaume-Uni (incertitude liée aux élections) et le Japon.

### Charge de la dette en % des recettes fiscales

	Moyenne 2004-2007	Prévisions 2010	Prévisions 2012
<b>France</b>	<b>5.4%</b>	<b>6.2%</b>	<b>8.3%</b>
<b>Allemagne</b>	<b>6.4%</b>	<b>6.5%</b>	<b>8.2%</b>
<b>Royaume-Uni</b>	<b>5.1%</b>	<b>6.9%</b>	<b>10.1%</b>
<b>Etats-Unis</b>	<b>5.8%</b>	<b>7.0%</b>	<b>11.1%</b>
<b>Italie</b>	<b>10.6%</b>	<b>10.3%</b>	
<b>Grèce</b>	<b>11.1%</b>	<b>14.9%</b>	

Selon le critère de la charge de la dette dans les recettes fiscales (ratio considéré comme primordial par les agences de notation, cf. p18), la France et l'Allemagne font figure de bons élèves, l'Espagne, le Royaume-Uni et les Etats-Unis de moyens, alors que l'Italie et la Grèce sont les mauvais élèves de notre échantillon. Il faut noter qu'il est vraisemblable que le Royaume-Uni comme les Etats-Unis dépasseront ce ratio clé de **10% à horizon 2012**. Le problème d'un niveau trop élevé du service de la dette par rapport aux capacités fiscales des administrations publiques, c'est qu'il forcera alors les gouvernants soit à réaliser des coupes franches dans les dépenses sociales prises en charge par l'Etat, soit à une hausse de la pression fiscale sur les agents privés (ménages et entreprises). Ces deux options pourraient alors provoquer une instabilité sociale

et/ou politique néfaste quant à la bonne mise en place des réformes nécessaires pour sortir du cycle déflationniste dans lequel nous sommes entrés il y a deux ans.

Selon le critère de la qualité du financement (déterminant pour anticiper l'évolution des primes de risque que les Etats devront payer à l'avenir), on peut noter que la France et l'Allemagne seront sans doute mieux positionnées que le Royaume-Uni et les Etats-Unis, en considérant le seuil théorique de **90%** du PIB comme barrière au-delà de laquelle le pays peut connaître des difficultés de financement. Par contre, la capacité à attirer l'épargne mondiale reste très forte pour les Etats-Unis de par le statut de monnaie de réserve du dollar, forte pour l'Allemagne et la France qui bénéficient de l'euro et de leur position relative favorable par rapport aux autres pays de la zone. Enfin, la capacité des ménages à financer l'endettement public est plus restreint aux Etats-Unis et au Royaume-Uni (fort endettement privé) qu'en zone euro.

En ce qui concerne le facteur croissance potentielle, il ne faut pas sous-estimer l'impact du vieillissement de la population. A cet égard, les Etats-Unis, la France et le Royaume-Uni sont les pays les mieux placés puisqu'ils affichent les plus forts taux de fécondité. Par contre, le Japon, l'Allemagne, l'Italie et l'Espagne ont un profil beaucoup moins favorable. A noter également que les dépenses publiques favorables à l'innovation et à la formation du capital humain peuvent être un élément de soutien à la croissance potentielle sur le long terme. En conséquence, les pays qui n'auront plus la capacité à soutenir leur économie par ce biais du fait d'un trop fort besoin de restriction budgétaire seront également les plus pénalisés sur le long terme.

Au final, les spreads souverains devraient évoluer comme suit : élevés pour la Grèce mais défaut peu probable à court terme, élevés mais de moins grande ampleur pour l'Irlande, l'Espagne et le Portugal, mais pas de véritables problèmes à court terme (taux d'endettement initial bien moins élevé et plus forts taux d'épargne des ménages bien plus élevés pour les deux derniers). Pour mémoire, les autres pays de la zone euro affichent des taux d'épargne des ménages relativement conséquents par rapport aux Etats-Unis ou au Japon : **16.9%** pour l'Italie, **17.6%** pour la France, ou encore **22.7%** pour l'Allemagne, ce qui constitue indéniablement un facteur positif pour la soutenabilité de l'endettement public du Vieux continent. La prime de risque sera également à la hausse pour l'Italie et le Japon à moyen terme.

Selon les 4 critères énoncés précédemment, le Royaume-Uni semble être l'un des pays les plus fragiles pour préserver sa notation AAA et donc sa faible prime de risque vis-à-vis des obligations allemandes ou françaises. En effet, le pays doit faire face à un important effort de désendettement des ménages (qui atteint **170%** de leur revenu disponible) mais aussi à une plus grande difficulté pour placer ses obligations auprès d'investisseurs étrangers, ces derniers se montrant bien plus friands d'obligations allemandes ou françaises. Enfin, la chute récente de la livre aura du mal à bénéficier aux entreprises britanniques, le tissu industriel ayant en grande partie déjà disparu outre-manche bien avant la crise.

A plus long terme, les Etats-Unis pourraient également souffrir, tandis que la France et l'Allemagne devraient rester relativement bien positionnées par rapport à la soutenabilité de leur endettement public. Toutefois, si le Royaume-Uni devait voir sa note dégradée (pas avant mi 2011), cela aurait probablement des répercussions bien plus grandes que le récent épisode grec, et entraînerait une hausse généralisée des taux d'intérêt pour l'ensemble des pays industrialisés et le risque d'une rechute en récession augmenterait en conséquence sensiblement.

### Synthèse de la soutenabilité de la dette

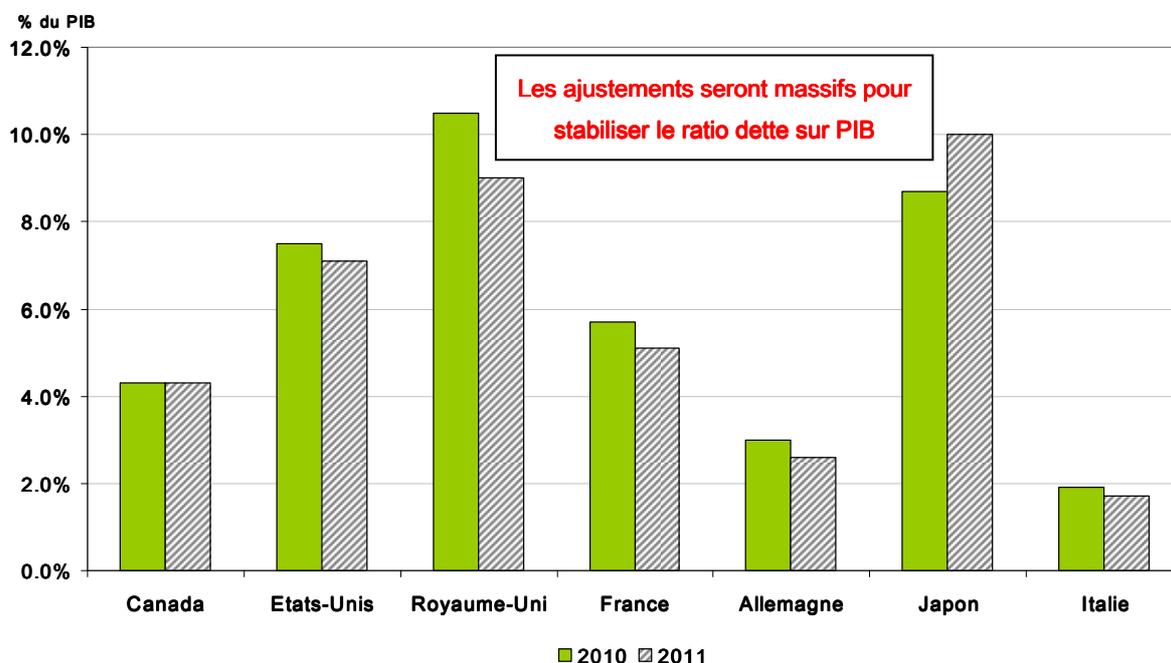
	Soutenabilité budgétaire	Capacité de financement	Flexibilité	Démographie, Capital et R&D	Bilan
France	+	+	=	+	+
Allemagne	+	+	+	=	+
Royaume-Uni	-	-	=	+	-
Etats-Unis	=	=	-	+	=
Japon	-	=	-	=	-
Espagne	-	-	+	-	-
Grèce	-	-	-	-	--

## VIII. Au regard de la trajectoire empruntée et des niveaux déjà atteints par les taux d'endettement, les gouvernements des pays riches devront vite trouver les moyens de rétablir l'équilibre des finances publiques.

### ✓ Les efforts à réaliser seront colossaux.

Beaucoup d'investisseurs n'ont pas encore pris pleinement conscience de la hausse potentielle de la dette publique dans les pays développés, qui dépassera les **100%** du PIB dès 2011 (avec une prévision de progression supplémentaire de la dette de **35%** du PIB d'ici 2014). En effet, compte tenu de l'augmentation de la charge de la dette (entre **1** et **2** points de PIB en moyenne), de l'impact du vieillissement de la population (dépenses de santé et de retraite qui devraient coûter **10** fois plus chères que la crise financière selon le FMI), du deleveraging des agents privés et de la faiblesse de la croissance, l'arrêt des plans de relance fin 2010 et une consolidation progressive n'évitera pas aux pays développés de connaître des taux d'endettement encore plus élevés à moyen terme.

### Ecart entre le déficit primaire qui stabilise la dette et le déficit primaire prévu



Avec des budgets qui resteront longtemps déficitaires, l'objectif des Etats sera d'abord de stabiliser le taux d'endettement. En conséquence, nous avons calculé le déficit primaire nécessaire pour stabiliser la dette en pourcentage du PIB, propre à chaque pays (car lié aux perspectives de croissance, de taux d'intérêt ainsi qu'au stock de dette initial), puis l'avons comparé aux déficits primaires prévus pour les deux années à venir. La différence nous donne une idée de l'effort d'ajustement nécessaire pour stabiliser le taux d'endettement (cf. graphe ci-dessus). Le résultat illustre bien à quel point le rééquilibrage des finances publiques sera périlleux et douloureux pour de nombreux pays industrialisés. Le Japon tout comme le Royaume-Uni apparaissent en très mauvaise posture, avec un écart de près de **10%** de PIB à résorber. Les Etats-Unis ne sont pas loin derrière, suivis par la France dans une position intermédiaire, tandis que l'Allemagne et l'Italie se trouvent dans une situation bien plus confortable. Au final, rappelons que la seule manière de purger ce déséquilibre sera de trouver le moyen soit d'augmenter ses recettes, soit de baisser ses dépenses (difficile au regard de la pyramide des âges dans la plupart des pays industrialisés)... Pour les pays les plus en difficultés, cela ne devrait pas se faire sans heurts ni grincements de dents avec des plans d'austérité qui devront être mis en place dès l'année prochaine, au risque d'étouffer dans l'œuf la reprise économique récente. La Grèce nous donne actuellement un avant goût de ce qui pourrait se passer dans des pays de plus grande envergure à partir de 2011.

✓ **Quelles solutions historiques sont crédibles aujourd'hui ?**

Sur très longues périodes, les épisodes de fort endettement public ne sont pas rares, même si la séquence actuelle semble inédite de par son caractère mondial. Toutefois, il convient d'insister sur le fait que de tels niveaux correspondent la plupart du temps au coût d'une guerre, ce qui n'est pas le cas cette fois-ci. Ce constat n'est pas sans poser de problèmes : en règle générale, la résorption des déficits se fait naturellement une fois la guerre terminée, phénomène sur lequel nous ne pourrions pas compter. Par ailleurs, les destructions massives de capacités de production lors d'une guerre permettent également d'envisager à la fois forte croissance et inflation, de par les nécessaires efforts de reconstruction à réaliser.

Pays	Date	Mesures			
		Inflation	Forte Croissance	Baisse des dépenses publiques	Impôts
Royaume-Uni	1795-1816			X	
Japon	1903-1910		X		X
France	1913-1919	X	X		X
Japon	1919-1929	X			
Royaume-Uni	1913-1938		X		
Etats-Unis	1929-1946	X	X	X	
Belgique	1976-1993		X		X
Irlande	1979-1987		X		X
Hollande	1979-1993			X	
Danemark	1980-1993		X	X	
Canada	1981-1996		X	X	
Portugal	1981-1984			X	X
Grèce	1990-1994	X		X	X
Australie	1994-1995				X
Suède	1994-2000		X	X	X

Historiquement, on observe cinq leviers plus ou moins efficaces pour résoudre un excès d'endettement public : la croissance, l'inflation, la rigueur budgétaire, la hausse de la pression fiscale ou... le défaut souverain. Quelles solutions sont sérieusement envisageables dans le cas présent ?

D'abord, il faut bien avoir conscience que tous les pays ne disposent pas des mêmes marges de manœuvre, que ce soit du fait de leur stock de dette initiale (Italie, Japon, Grèce,...) ou de la plus ou moins grande remise en question du modèle économique sur lequel reposait leur croissance avant la crise (Royaume-Uni, Espagne, Etats-Unis dans une moindre mesure). Les pays qui disposent du plus grand potentiel d'endettement supplémentaire aujourd'hui seront bien entendu les plus avantagés dans un monde souffrant globalement de surendettement public (Allemagne, France dans une moindre mesure). Bien entendu, une sortie de l'excès d'endettement public via un nouveau cycle d'innovation serait la moins douloureuse pour les pays industrialisés, mais il ne se décrète pas. En conséquence, rares seront les pays qui pourront échapper à une baisse forte des dépenses publiques et à la hausse de la pression fiscale sur l'ensemble des agents privés, puisqu'il ne faudra pas compter sur l'apparition d'inflation avant 5 à 10 ans (possible qu'à partir du moment où le cycle de désendettement des agents privés aura pris fin, or nous avons vu que ce phénomène prendra inévitablement du temps).

Si la disparition des mesures discrétionnaires de relance permettra de diminuer le déficit primaire d'en moyenne **2%** du PIB pour les pays industrialisés, cela sera toutefois loin d'être suffisant pour atteindre les niveaux nécessaires pour simplement stabiliser le ratio dette sur PIB. On devrait en conséquence voir émerger deux stratégies distinctes : les pays conservant des marges de manœuvre pour maintenir leurs déficits à des niveaux importants ne les résorberont que progressivement, afin de prendre de l'avance par rapport aux pays qui possèdent moins de marge de manœuvre et de mieux préparer le prochain cycle d'innovation qui débutera une fois le cycle de désendettement des agents privés terminé. On pense à l'Allemagne, à la France, aux pays d'Europe du Nord ou au Canada. De l'autre côté, les pays les plus fragiles n'auront d'autres choix que de faire des coupes franches dans leurs dépenses publiques afin de convaincre les investisseurs étrangers de continuer à leur prêter à des niveaux soutenables (exemple de la Grèce). Ces pays ne pourront alors que constater leur déclin économique,

avec une situation déflationniste persistante. On pense bien entendu à la Grèce et à l'Irlande, mais aussi au Portugal, à l'Espagne, au Royaume-Uni, et dans une moindre mesure au Japon. L'Italie et les Etats-Unis se situent dans une situation intermédiaire. Quoiqu'il en soit, les ajustements pour tendre à nouveau vers un équilibre des finances publiques seront douloureux, qu'ils soient réalisés à court terme ou à plus long terme. Dans un contexte de vieillissement de la population, la baisse générale nécessaire des dépenses publiques ne pourra pas éviter de rogner sur des postes comme la santé ou les retraites... ce qui n'est pas neutre d'un point de vue social et politique. De la même manière, l'augmentation des impôts sera un passage obligé pour la plupart des pays industrialisés, notamment sur les ménages les plus riches et les établissements financiers. Dans un monde ouvert comme le notre, les mesures fiscales sur des facteurs non délocalisables seront à privilégier (immobilier, biens de consommation,...). A plus long terme, la sortie du cycle déflationniste lié au désendettement des agents privés devrait permettre la hausse de la croissance potentielle, permettant alors de sortir par le haut de l'excès d'endettement public via la hausse des recettes fiscales. Pour ce faire, les gouvernants devront prendre garde à bien réaliser les réformes structurelles nécessaires et ne pas sabrer les dépenses correspondant au soutien à l'innovation, seule solution pour que l'horizon se dégage à plus long terme.

En tout état de cause, après un recul continu du politique au profit du financier et de l'économique depuis la chute de l'URSS, il semble que **les problématiques d'endettement publics à venir change définitivement la donne, et que la décennie qui s'ouvre sera marqué par une influence bien plus importante qu'auparavant des décisions politiques sur la vie économique, avec ce que cela implique comme difficultés en termes de prévisions...** Cette période qui s'ouvre d'incertitudes politico-économiques (chômage de masse, tensions sociales, protectionnismes et conflits potentiels,...) devrait remettre au gout du jour ces propos de JM Keynes : « Ce qui arrive en fin de compte, ce n'est pas l'inévitable mais l'imprévisible. ».

✓ **La comparaison entre le New Deal des années 30 et la gestion actuelle de la crise est abusive**

Pour répondre à de nombreux experts, il nous a paru intéressant de revenir sur les moyens qui ont permis aux Etats-Unis de sortir du marasme des années 30, et d'insister sur les différences importantes qui existent avec l'épisode actuel.

Le cycle déflationniste des années 30 aux Etats-Unis a marqué le retour en force de l'interventionnisme public dans la sphère économique et financière. **Pourtant, cela n'aura pas suffi à faire sortir la première économie mondiale du marasme, seule la mise en place d'une économie de guerre à partir des années 40 ayant permis de rompre avec le cercle vicieux de la déflation et de la récession.**

La première phase du New Deal décidé par Roosevelt à son arrivée à la Maison Blanche en 1933 a été de voter de nombreuses mesures de soutien dans trois domaines : l'emploi (**25%** de chômage), la protection sociale et le soutien à certains secteurs jugés stratégiques (agriculture et industrie ont ainsi bénéficié de subventions, de destruction volontaire de capacités productives, de rééchelonnement de leurs dettes). Dans cette veine, on peut dire que la plupart des pays industrialisés ont identifié les mêmes points clés à protéger pour éviter le risque systémique au cours des deux dernières années, même si les soutiens ont été de moindre ampleur (en lien avec les moindres pertes de richesse que la crise actuelle a provoqué par rapport à celle du début des années 30).

Par contre, il existe une différence de taille avec la gestion de la crise des années 30 et celle d'aujourd'hui : **à l'époque, toute cette batterie de mesures de soutien à l'économie a été mise en place tout en maintenant une grande rigueur fiscale.** C'est à ce prix que Roosevelt a pu s'inscrire dans la durée, l'opinion publique et le monde des affaires lui conservant leur soutien. La manière dont il a procédé a été relativement simple : le gouvernement américain augmenta drastiquement le taux marginal maximal d'imposition sur le revenu (**79%** à la fin des années 30 contre **25%** en 1929).

La dérive des finances publiques outre-Atlantique n'est apparue qu'avec la seconde Guerre mondiale, avec d'abord le soutien des exportations vers les pays européens (matériels militaires), puis l'entrée en guerre en 1941 et la reconversion totale de l'économie US vers une économie de guerre, à l'aide de l'argent public (**90%** des dépenses publiques sont consacrées à la défense en 1943). La dette publique s'envole alors de **50%** du PIB en 1940 à **120%** en 1946. Il faut noter qu'une telle dérive des finances publiques est tout à fait normale en période de guerre, et est beaucoup moins problématique à résorber car les déficits se réduisent d'eux-mêmes une fois la guerre terminée.

Aujourd'hui, le soutien budgétaire est plus violent que dans les années 30 (**19%** de déficits cumulés entre 1933 et 1936... contre déjà plus de **20%** du PIB depuis l'arrivée d'Obama au pouvoir, soit un rythme annuel proche de l'effort de guerre). Le soutien budgétaire n'a pas été financé par une hausse de la fiscalité, dans le but affiché de rendre les mesures de soutien plus efficace (meilleur soutien aux dépenses des ménages). Mais les bienfaits de l'absence de hausse de la fiscalité ne sont pas si évidents : il faut savoir que la hausse des impôts à partir des années 30 avait été essentiellement dirigée vers les classes sociales les plus aisées (les taux marginaux des tranches supérieures de l'impôt sur le revenu étaient passés de **25%** en 1929 à **63%** en 1933 puis à **92%** en 1945), sachant que la propension à consommer de ces derniers est la plus faible (par rapport aux classes moyennes et défavorisées).

Si les soutiens massifs à l'économie organisés par les gouvernements des pays industrialisés permettront d'afficher des taux de croissance satisfaisants en 2010, la donne devrait être sensiblement différente dès l'année prochaine. Lorsqu'on sait que la bulle du crédit qui a précédé la crise actuelle est supérieure à celle des années 20 ayant débouché sur la grande Dépression, il est selon nous peu probable que les efforts budgétaires de ces deux dernières années permettent de sortir réellement du régime déflationniste marqué par le besoin de désendettement des agents privés, qui devrait se prolonger durant 5 à 10 ans. D'autant que nous avons montré qu'il est de moins en moins probable que les Etats aient la capacité à poursuivre leur effort budgétaire au-delà de 2011, les marges de manœuvre politiques et financières s'érodant à pas de géant (au contraire des années 30, grâce à la crédibilité acquise par le gouvernement du fait de la rigueur budgétaire mise en place dès le lancement du New Deal). Il faut enfin avoir conscience que la période récente n'a toujours pas permis d'engager les réformes de fonds, que ce soient budgétaires, fiscales ou monétaires, sans lesquelles il est difficile d'envisager une reprise qui ne soit que momentanée.

### **IX. Conséquences sur les marchés financiers ? Pas de krach obligataire, mais des marchés actions durablement pénalisés.**

Si nous ne sommes pas vraiment inquiets pour le financement global de l'endettement public des pays industrialisés, son impact sur la croissance et l'évolution des actifs risqués ne nous rend pas optimiste. En effet, au regard de l'analyse qui a précédé, il sera difficile aux Etats de stabiliser leur taux d'endettement à des niveaux qui ne soient pas handicapant pour la création de richesse du pays.

#### **✓ L'épargne mondiale est suffisante pour financer l'endettement public mondial...**

D'une part, les banques centrales ont des marges de manœuvre pour monétiser davantage la dette publique, la limite au credit easing ne consistant qu'en la perte de confiance dans la valeur de la monnaie. De ce point de vue, le Royaume-Uni a sans doute un peu moins de marge de manœuvre que la zone euro ou les Etats-Unis, compte tenu du poids de la livre dans les réserves de change et de la taille de l'économie britannique.

D'autre part, l'épargne mondiale nous paraît suffisamment abondante pour financer l'endettement public, d'autant que la chute du prix des actifs immobiliers et financiers poussera les agents privés à reconstituer leur bilan, et que le vieillissement global de la population entraîne un effort d'épargne supplémentaire pour faire face aux frais de santé et retraites. En outre, l'anticipation de hausse future de la fiscalité devrait également les inciter à épargner encore davantage. Cette hausse de l'épargne privée devrait là aussi faciliter le financement des déficits.

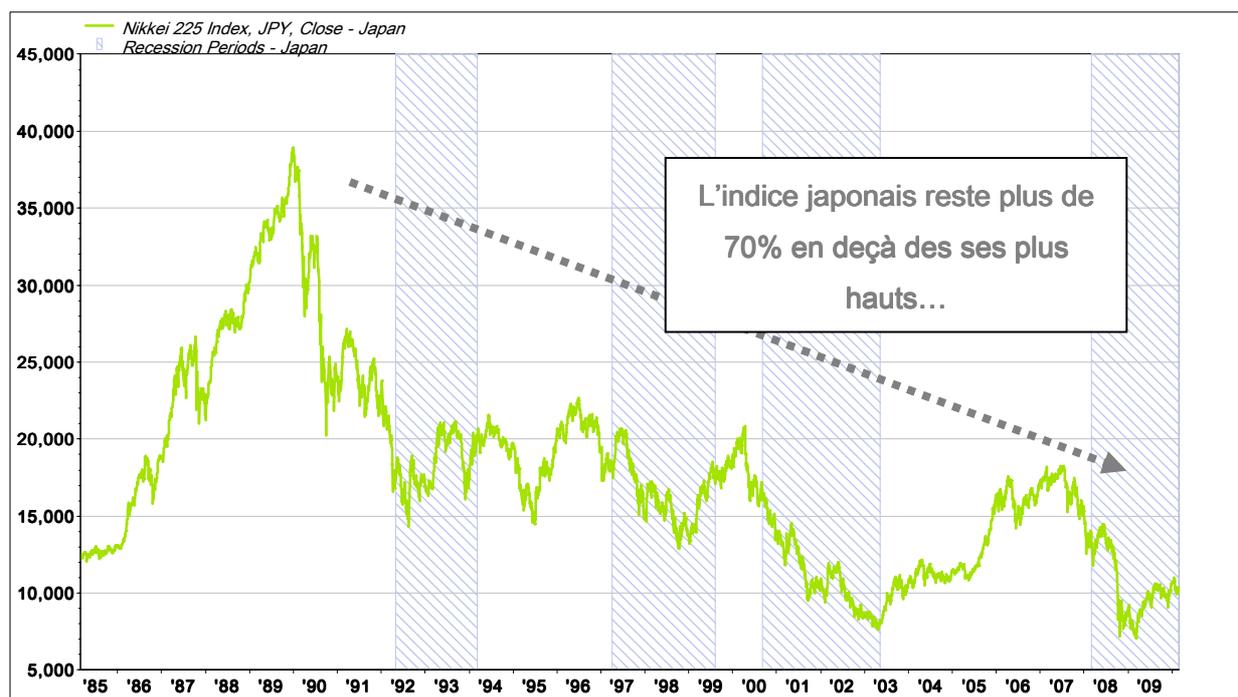
En conséquence, cela devrait permettre aux taux souverains de rester bas aux Etats-Unis et en zone euro durant une période prolongée, même si certains pays périphériques subiront une hausse sensible de leur prime de risque, à l'image de la Grèce ces dernières semaines.

C'est d'ailleurs ce qui s'est passé depuis 20 ans au Japon, qui constitue un bel exemple de l'impact d'une dette publique excessive liée à un long processus de deleveraging des agents privés, et du vieillissement de la population. Bénéficiant pourtant d'un bassin de croissance incroyable avec l'émergence chinoise, la dette brute du pays du Soleil levant est passée de **60%** au début des années 90 (niveau affiché par les Etats-Unis avant la crise), à plus de **220%** du PIB en 2010. Pire, la dette nette est quant à elle passée de **17%** du PIB à **113%** du PIB aujourd'hui. Si l'épargne domestique est apparue

suffisante pour éviter la hausse des taux longs depuis 20 ans, l'incapacité du Japon à sortir de son cycle déflationniste malgré une conjoncture mondiale très porteuse nous laisse songeuse pour la trajectoire empruntée par de nombreux pays industrialisés pour la décennie à venir. Une situation à la japonaise nous semble ainsi tout à fait probable.

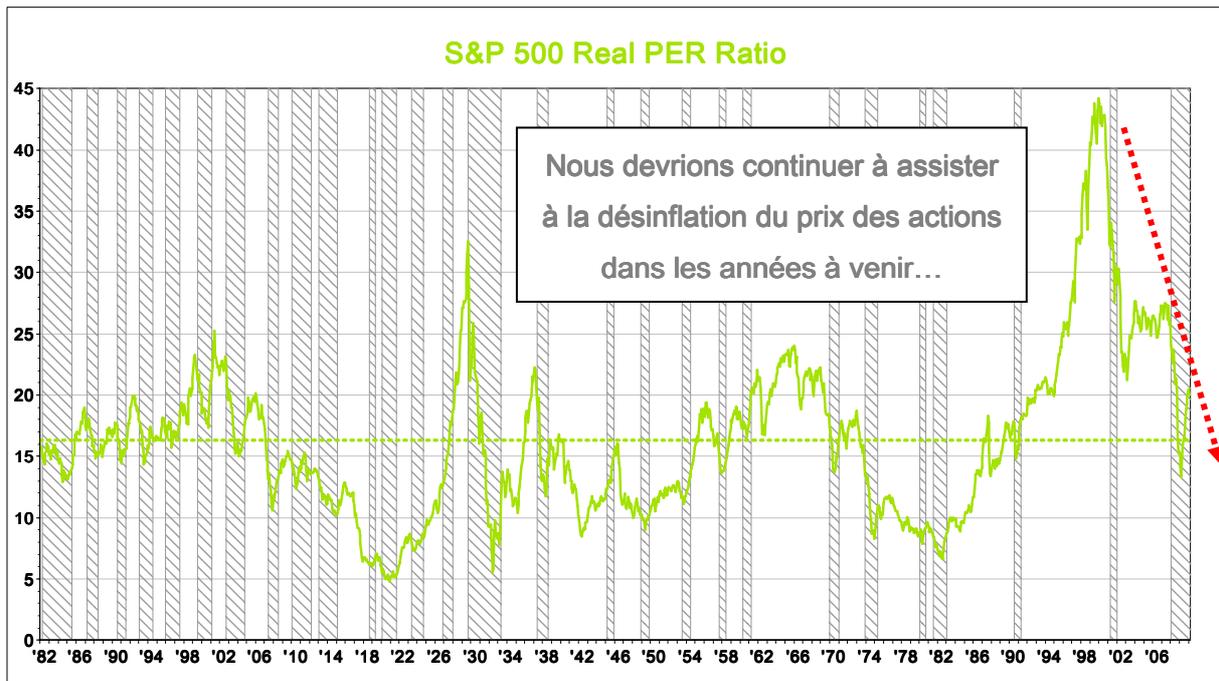
✓ ... mais le financement de l'endettement public se fera au détriment des marchés actions.

Une telle captation de l'épargne des agents privés japonais a provoqué un marasme constant sur les marchés actions nippon, qui dure désormais depuis plus de 20 ans. Rappelons que le Nikkei reste toujours aujourd'hui **73%** en deçà de son sommet de début 1990, et évolue selon une forme de tôle ondulée qui tend vers le bas depuis 1992. En conséquence, hormis quelques craintes ponctuelles sur un défaut potentiel d'un pays (type Grèce en ce début d'année) qui conduirait à une augmentation forte de la prime de risque des obligations souveraines du pays, la conjoncture devrait permettre de maintenir les taux longs des pays industrialisés durant longtemps.

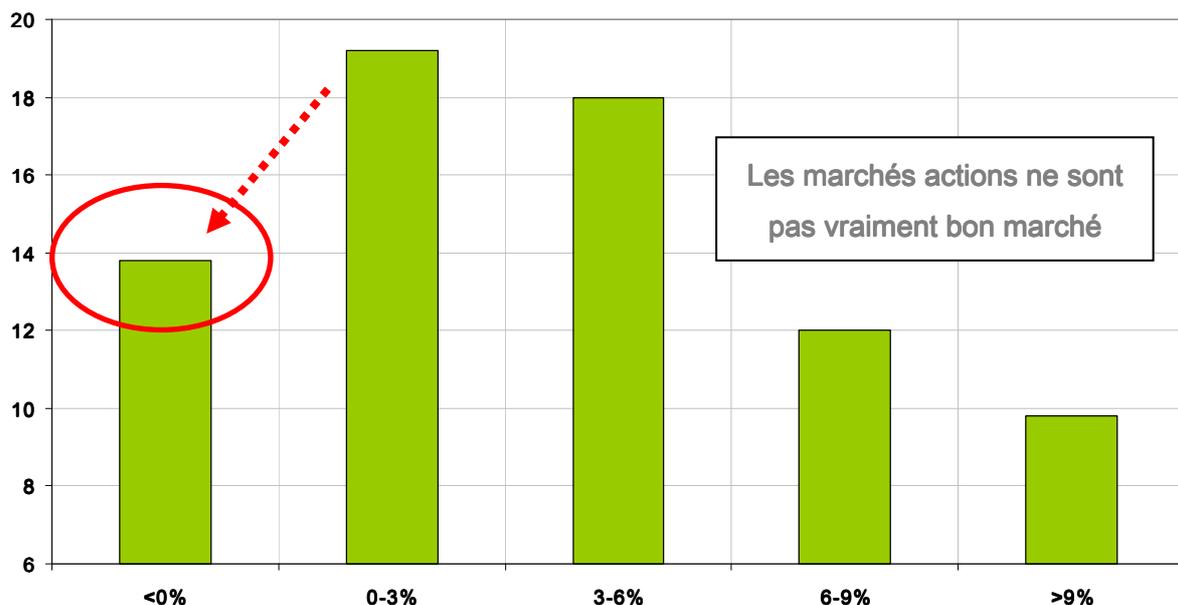


En contrepartie, nous estimons que les marchés actions occidentaux souffriront durant de longues années de cette concurrence des titres de dettes publiques dans un contexte de jeu à somme nulle, et plus globalement du cycle déflationniste qui devrait perdurer entre 5 et 10 ans. Dans ce contexte, il faut rappeler qu'historiquement, les niveaux de PER diffèrent grandement selon l'évolution des prix. Depuis 1870, si les PER ont été les plus élevés en période désinflationniste (**19.2** fois les bénéfices selon Shiller), les marchés actions n'aiment ni l'hyperinflation (le ratio moyen tombe en deçà de **12** fois les bénéfices), ni les périodes déflationnistes comme celle dans laquelle nous sommes entrés depuis 2 ans : les actions ne se payent plus qu'à peine **14** fois les bénéfices selon Shiller... or nous nous trouvons encore à plus de **20** fois les bénéfices pour le S&P 500.

En conséquence, les arguments qui consistent à jouer les marchés actions car ils sont bon marché ne nous semblent pas recevables. Selon nous, il faut s'attendre à des marchés actions durablement difficiles, qui devraient évoluer selon une forme de tôle ondulée à la Japonaise durant les prochaines années.



### PER structurel selon Shiller fonction du taux d'inflation



#### Conclusion

Si la forme de la reprise économique mondiale est encore incertaine, une chose est sûre, l'endettement public des pays industrialisés sera de plus en plus source d'inquiétudes dans les années à venir. Dans une étude datant de mars 2009, nous vous dévoilons qu'au cours des récessions causées par une crise financière depuis la seconde Guerre mondiale, l'endettement public augmentait en moyenne de 86% durant les trois années qui suivent une crise financière. Bientôt trois ans après l'explosion de notre crise financière, la donne n'est pas sensiblement différente pour les finances publiques, puisque la hausse de l'endettement de l'ensemble des pays industrialisés atteindra +56% en 2010 par rapport à 2007. Sur les quatre pays les plus concernés par la crise, deux affichent déjà des croissances de leur endettement public supérieures à la norme historique (+195% pour l'Irlande et +94% pour l'Espagne), tandis que les Etats-Unis et le Royaume-Uni en prennent

le chemin (respectivement +64% et +54%). L'épisode actuel est par contre complètement inédit par son caractère généralisé : la dette des pays industrialisés est passée de 22 600 milliards de dollars en 1999 à 35 000 milliards en 2006, et devrait atteindre 54 500 milliards de dollars en 2010. L'accélération atteint +141.1% en 10 ans, et +55.7% en seulement 4 ans, portant le ratio dette sur PIB à plus de 98% en moyenne dans les pays industrialisés en 2010... En quoi cette situation obère-t-elle la croissance potentielle des Etats les plus concernés ? Historiquement, un taux d'endettement de 90% du PIB a toujours été une barrière importante au-delà de laquelle il constitue un frein à la croissance potentielle d'un pays : la croissance chute alors de plus de -3.5% en moyenne sur l'ensemble des 44 pays étudiés depuis l'après Guerre.

Dans le détail, il faut savoir que tous les pays ne partaient pas sur la même ligne de départ avant la crise, que ce soit en termes de stocks de dette ou de solde budgétaire, et cela sera déterminant sur leur faculté ultérieure à stabiliser puis à baisser leur ratio dette publique sur PIB à moyen terme. En observant l'évolution des déficits primaires entre 2007 et 2010, les pays ayant le plus souffert de la crise sont l'Irlande et l'Espagne, mais aussi le Royaume-Uni et les pays d'Europe du Nord. Les finances publiques des Etats-Unis se sont également dégradées plus que la moyenne, avec une chute de son déficit primaire de plus de 7% entre 2007 et 2010. Si l'explosion du besoin de financement des pays industrialisés n'a pas encore eu de conséquences généralisées sur la charge de la dette à l'échelle mondiale du fait de l'effondrement des taux d'intérêt, certains pays comme l'Irlande et dans une moindre mesure l'Espagne, la Grèce et le Royaume-Uni éprouvent déjà des difficultés pour faire face à leurs engagements. Historiquement, la barrière des 10% pour le ratio intérêts payés sur recettes budgétaires est considérée comme essentielle : au-delà, la charge de la dette devient néfaste pour les perspectives de croissance, mettant le pays sous pression pour financer leur endettement public. Hormis la Grèce (de loin le plus mauvais élève avec près de 15% des recettes fiscales consommées en 2010 par les intérêts payés sur la dette publique), les pays pour qui la charge de la dette se rapprochera de la barre des 10% cette année sont l'Italie, le Japon et l'Irlande. Il est cependant vraisemblable que le Royaume-Uni comme les Etats-Unis dépasseront ce ratio clé de 10% à horizon 2012, tandis que l'Allemagne et la France devraient rester à des niveaux raisonnables. L'épisode grec des dernières semaines nous donne un bon exemple de l'impact potentiel d'une perte de confiance dans un pays affichant un service de la dette considéré comme trop élevé : les spreads de taux ont explosé, rendant le coût voire même l'accès au financement extérieur au mieux très coûteux, au pire impossible. Cela entraîne alors le pays dans une spirale négative, puisque cette perte de confiance provoque elle-même la hausse continue de la charge de la dette que l'Etat doit supporter. En conséquence, la réaction doit être la plus rapide possible, et tout doit être fait pour diminuer la prime de risque extrêmement élevée du pays (plans d'austérité, accord et soutien internationaux,...) afin de regagner la confiance des investisseurs.

Si les épisodes de fort endettement public ne sont pas rares sur très longue période, il est important de se rappeler qu'ils ont la plupart du temps été la conséquence directe ou indirecte de l'effort de guerre, ce qui n'est pas le cas cette fois-ci. Ce constat n'est pas sans poser de problèmes : en règle générale, la résorption des déficits se fait naturellement une fois la guerre terminée, phénomène sur lequel nous ne pourrions pas compter. Par ailleurs, les destructions massives de capacités de production lors d'une guerre permettent également d'envisager à la fois forte croissance et inflation, de par les nécessaires efforts de reconstruction à réaliser.

Or, les déficits sont cette fois-ci d'ordre structurel, ce qui rendra bien plus complexe leur résorption que par le passé. Les efforts d'ajustement calculés dans cette étude pour stabiliser le taux d'endettement dans chaque pays industrialisés sont en effet colossaux : le Japon tout comme le Royaume-Uni apparaissent en très mauvaise posture, avec un écart de près de 10% de PIB à résorber. Les Etats-Unis ne sont pas loin derrière, suivis par la France dans une position intermédiaire, tandis que l'Allemagne se trouve dans une situation bien plus confortable. Pour les pays les plus en difficultés, les ajustements ne pourront se faire sans heurts ni grincements de dents, avec des plans d'austérité qui devront être mis en place dès l'année prochaine au risque d'étouffer dans l'œuf la reprise économique récente. Dans un contexte de vieillissement de la population, la baisse générale nécessaire des dépenses publiques ne pourra pas éviter de rogner sur des postes comme la santé ou les retraites... ce qui n'est pas neutre d'un point de vue social et politique. De la même manière, l'augmentation des impôts semble être un passage obligé pour la plupart des pays industrialisés, notamment sur les ménages les plus riches et les établissements financiers. A plus long terme, la sortie du cycle déflationniste lié au désendettement des agents privés devrait permettre la hausse de la croissance potentielle à horizon 5 / 10 ans, permettant alors de sortir par le haut de l'excès d'endettement public via la hausse des recettes fiscales. La décennie qui s'ouvre sera donc marquée par une influence bien

plus importante qu'auparavant des décisions politiques sur la vie économique, avec ce que cela implique comme difficultés en termes de prévisions... Cette période qui s'ouvre d'incertitudes politico-économiques (chômage de masse, tensions sociales, protectionnismes et conflits potentiels,...) devrait remettre au gout du jour ces propos de JM Keynes : « Ce qui arrive en fin de compte, ce n'est pas l'inévitable mais l'imprévisible. ».

En conséquence, faut-il anticiper un krach obligataire généralisé ? Pas vraiment selon nous, l'épargne mondiale nous paraissant suffisamment abondante pour financer l'endettement public, d'autant que la chute du prix des actifs immobiliers et financiers poussera les agents privés à reconstituer leur bilan, et que le vieillissement global de la population entraîne un effort d'épargne supplémentaire pour faire face aux frais de santé, de retraites et d'éducation. En outre, l'anticipation de hausse future de la fiscalité devrait également inciter les ménages à épargner encore davantage, facilitant là aussi le financement des déficits. C'est d'ailleurs ce qui se passe depuis 20 ans au Japon, qui constitue un bel exemple de l'impact d'une dette publique excessive liée à un long processus de deleveraging des agents privés, et du vieillissement de la population. Bénéficiant pourtant d'un bassin de croissance incroyable avec l'émergence chinoise, la dette brute du pays du Soleil levant est passée de 60% au début des années 90 (niveau affiché par les Etats-Unis avant la crise), à plus de 220% du PIB en 2010. Pire, la dette nette est quant à elle passée de 17% du PIB à 113% du PIB aujourd'hui. Si l'épargne domestique est apparue suffisante pour éviter la hausse des taux longs depuis 20 ans, l'incapacité du Japon à sortir de son cycle déflationniste malgré une conjoncture mondiale très porteuse nous laisse songeuse pour la trajectoire empruntée par de nombreux pays industrialisés pour la décennie à venir. Une situation à la japonaise nous semble ainsi tout à fait probable dans de nombreux pays.

En contrepartie, nous estimons que les marchés actions occidentaux souffriront durant de longues années de cette concurrence des titres de dettes publiques dans un contexte de jeu à somme nulle, et plus globalement de cycle déflationniste qui devrait perdurer entre 5 et 10 ans. Dans ce contexte, il faut rappeler qu'historiquement, les niveaux de PER diffèrent grandement selon l'évolution des prix. Depuis 1870, si les PER ont été les plus élevés en période désinflationniste (19.2 fois les bénéfices selon Shiller), les marchés actions n'aiment ni l'hyperinflation (le ratio moyen tombe en deçà de 12 fois les bénéfices), ni les périodes déflationnistes comme celle dans laquelle nous sommes entrés depuis 2 ans : les actions ne se payent plus qu'à peine 14 fois les bénéfices selon Shiller... or nous nous trouvons encore à plus de 20 fois les bénéfices pour le S&P 500. En conséquence, les arguments qui consistent à jouer les marchés actions car ils sont bon marché ne nous semblent pas recevables. Selon nous, il faut s'attendre à des marchés actions durablement difficiles, qui devraient évoluer selon une forme de tôle ondulée à la Japonaise durant les prochaines années.

**Disclaimer**

We do not warrant, endorse or guarantee the completeness, accuracy, integrity, or timeliness of the information provided in this publication. You must evaluate, and bear all risks associated with, the use of any information provided here, including any reliance on the accuracy, completeness, safety or usefulness of such information. This information is published solely for information purposes, and is not to be construed as financial or other advice or as an offer to sell or the solicitation of an offer to buy any security in any jurisdiction where such an offer or solicitation would be illegal. Any information expressed herein on this date is subject to change without notice. Any opinions or assertions contained in this information do not represent the opinions or beliefs of the publisher. The publisher or one or more of its employees or writers may have a position in any of the securities discussed herein.

THE INFORMATION PROVIDED TO YOU HEREUNDER IS PROVIDED "AS IS," AND TO THE MAXIMUM EXTENT PERMITTED BY APPLICABLE LAW, PRIMEVIEW AND ITS AFFILIATES, BUSINESS ASSOCIATES AND SUPPLIERS DISCLAIM ALL WARRANTIES WITH RESPECT TO THE SAME, EXPRESS, IMPLIED AND STATUTORY, INCLUDING WITHOUT LIMITATION ANY IMPLIED WARRANTIES OF MERCHANTABILITY, FITNESS FOR A PARTICULAR PURPOSE, ACCURACY, COMPLETENESS, AND NONINFRINGEMENT. TO THE MAXIMUM EXTENT PERMITTED BY APPLICABLE LAW, NEITHER PRIMEVIEW NOR ITS AFFILIATES, NOR THEIR RESPECTIVE OFFICERS, MEMBERS DIRECTORS, PARTNERS, BUSINESS ASSOCIATES OR SUPPLIERS WILL BE LIABLE FOR ANY INDIRECT, INCIDENTAL, SPECIAL, CONSEQUENTIAL OR PUNITIVE DAMAGES, INCLUDING WITHOUT LIMITATION DAMAGES FOR LOST PROFITS OR REVENUES, GOODWILL, WORK STOPPAGE, SECURITY BREACHES, VIRUSES, COMPUTER FAILURE OR MALFUNCTION, USE, DATA OR OTHER INTANGIBLE LOSSES OR COMMERCIAL DAMAGES, EVEN IF ANY OF SUCH PERSON IS ADVISED OF THE POSSIBILITY OF SUCH LOSSES, ARISING UNDER OR IN CONNECTION WITH THE INFORMATION PROVIDED HEREIN OR ANY OTHER SUBJECT MATTER HEREOF.

The Contents of these pages, including text and graphics, are protected by the copyright laws of France and other foreign jurisdictions. No portion may be reproduced in any form, or by any means, without the prior written consent of PrimeView. To obtain reproduction consent, e-mail [contact@primeview.fr](mailto:contact@primeview.fr).