

## CONTEXTE MACRO-ECONOMIQUE : Jusqu'à quand l'Etat paiera ?

« *Quousque tandem abutere, Catilina, patientia nostra ?* », l'interjection de Cicéron revient à l'esprit dès que nous nous interrogeons sur nos limites. Dans notre chronique de ce mois, il ne s'agira pas de tester celles de notre patience, même si d'aucuns estimeront que l'attitude de mr Poutine y invite, mais celles du soutien des pouvoirs publics à l'activité économique et au pouvoir d'achat.

Les finances publiques affichent des taux d'endettement élevés dans nombre de pays. Il n'y a donc pas que la Belgique à être concernée : des Etats-Unis au Japon en passant par l'Italie, rarement, hormis en temps de guerre, pour ne pas dire jamais, aurons-nous observé des comptes souverains aussi dégradés. Et pourtant, cette dégradation n'empêche pas l'annonce de dépenses additionnelles massives, y compris dans un pays comme l'Allemagne, connu pour son discours de rigueur budgétaire.

### Le bon déficit

Que les Etats connaissent un déficit quand les choses vont mal est normal, et même souhaitable. Il leur revient de stabiliser la conjoncture économique ou de financer un effort de guerre. De même, un déficit qui correspond au financement d'investissements et d'activités bénéfiques pour les générations futures est également pleinement justifié, mais avec ce bémol instantané qu'il n'est pas aisé de déterminer dans quelle mesure une dépense publique profite aux générations futures. Le cas classique de ce qui rentre dans cette catégorie est celui des dépenses dites d'infrastructure, dont l'illustration commune est le réseau routier et autoroutier, qui servira pendant des décennies. Désormais, l'exemple est contestable : léguer un tel patrimoine, avec les automobiles qui roulent dessus et la pollution qui y est associée, est-ce nécessairement faire un cadeau aux générations futures ?

### Inquiétudes

Le niveau élevé des déficits publics et leur récurrence ces dernières années suscitent des inquiétudes. Laissons de côté l'incidence qu'ils ont en termes de possible surchauffe et donc d'inflation par la demande, telle qu'elle est observée dans une certaine mesure outre-Atlantique, et considérons ici la seule dimension de la soutenabilité des finances publiques. Les inquiétudes sont d'autant plus vives que le vieillissement démographique est depuis longtemps identifié comme une menace budgétaire majeure, justifiant de réduire maintenant le taux d'endettement. Et ce n'est pas tout. Nous le savons, nous allons devoir nous accommoder d'une énergie fossile rare et chère, avec de lourdes conséquences sur les ménages et nombre d'entreprises. Il y a tout lieu de penser, et c'est flagrant aujourd'hui, que les Etats seront appelés à prendre en charge une large part de la facture, sous formes de transferts, de subsides et d'investissements.

En termes crus, ceci n'annonce-t-il pas une faillite des Etats ou, à tout le moins, une incapacité à honorer les dettes émises ? Ou alors, puisqu'il faudra payer davantage pour servir la dette,

une compression à venir des dépenses, notamment de santé, de retraite et d'éducation, ou une augmentation de la pression fiscale ? Sur le plan de la gestion patrimoniale, aussi, cette question est de première importance.

Ces derniers temps, nous avons assisté à un retour en force du financement des Etats par les banques centrales, ce qui est appelé le « financement monétaire ». Il n'y a pas de limite théorique à ce dernier, ni dans le temps, ni en termes de montant. Le Japon semble indiquer que l'on peut parfaitement s'en accommoder. Toutefois, ce n'est pas parce que la fête dure qu'elle ne se terminera pas brutalement, et le Japon a des traits particuliers qui font qu'une Région ou un pays de l'Union monétaire européenne ne peut pas y être comparé. Ainsi, le Japon dispose d'une épargne privée abondante et captive, sa banque centrale lui est propre, sans avoir à composer avec l'hétérogénéité à laquelle la BCE est confrontée, et sa mémoire collective n'est pas marquée par le traumatisme de l'hyperinflation. Donc, hors financement monétaire, est-ce que l'endettement public et ses perspectives sont une préoccupation majeure ?

### Les conditions de l'insouciance

Ce que l'analyse économique dit sur le sujet, Olivier Blanchard en tête en 2019, est simple : aussi longtemps que le taux d'intérêt moyen sur la dette publique est faible en relation avec le taux de croissance de l'économie, taux qui est étroitement corrélé à celui de la croissance de la base taxable et donc à la capacité à rembourser la dette, il n'y a pas lieu de se soucier de la trajectoire de l'endettement public. Or, aujourd'hui, et aidé par l'allongement de la durée moyenne des emprunts ces dernières années, de nombreux Etats ayant ainsi mis à profit la baisse des taux, c'est bel et bien la situation dans laquelle nous nous trouvons. En termes de ratio entre dette publique et PIB, le déficit fait gonfler le numérateur, mais l'inflation compense cela par une élévation du dénominateur.

### Implications patrimoniales

Les conditions actuelles amènent donc à ne pas s'inquiéter, même à moyen terme, quant à la capacité des Etats industrialisés à servir la dette publique à heure et à temps, et c'est une bonne chose, car, par les temps qui courent, il est déjà d'autres soucis. Néanmoins, la dette publique importe. En particulier, elle exige, pour sa soutenabilité, dans un environnement de croissance tendancielle faible en termes réels, de maintenir des taux d'intérêt sur les emprunts d'Etat faibles par rapport au taux d'inflation. Cela exige que les banques centrales gardent leur crédibilité, et donc se montrent promptes à réagir face à l'inflation, mais, en même temps, l'inflation bénéficiera d'une attitude complaisante des autorités puisqu'elle est la condition de la stabilité macro-financière. Dans ce contexte, les placements en livrets d'épargne et l'investissement en obligations nominales sont condamnés à rester peu attractifs en termes relatifs.

Contactez-nous :

**ORCADIA Asset Management** – Ecoparc Windhof

13, Rue de L'Industrie – L-8399 Windhof – Luxembourg

Tel.: +352 27 40 17 20 – [info@orcadia.eu](mailto:info@orcadia.eu)

Editeur responsable : Eric Lobet – [Eric.Lobet@orcadia.eu](mailto:Eric.Lobet@orcadia.eu)

L'information reprise dans ce document a été produite à partir de sources pouvant être considérées comme fiables, mais il est toutefois impossible d'en garantir l'exactitude ou l'exhaustivité. Les opinions exprimées peuvent être modifiées à tout moment sans notification. Ce document ne peut être considéré comme un conseil en investissement, légal ou fiscal. Nous conseillons dès lors fortement aux lecteurs de contacter leurs conseillers avant de prendre une décision d'investissement basée sur les informations contenues dans ce document. Une performance passée n'est en rien un indicateur fiable pour les résultats futurs. La valeur des titres est susceptible d'être modifiée et ne peut dès lors être garantie. Ce document n'est pas une offre ou une sollicitation de vente ou d'achat, et ne peut dès lors pas être considéré comme tel. Aucune reproduction n'est autorisée, en tout ou en partie, sans autorisation préalable expresse d'Orcadia Asset Management.