

RISK&OPPORTUNITIES

Société Générale Études économiques et sectorielles

Dettes élevées et primes de terme

Michala MARCUSSEN

Chef économiste du Groupe

Parmi les nombreuses répercussions économiques possibles du Covid-19, une ne fait aucun doute : la dette, qu'elle soit publique ou privée, va augmenter. Si laisser sa dette gonfler pour pouvoir faire face à la crise se justifie, le fait que de nombreux pays sont déjà très endettés a relancé le débat sur les questions de savoir à partir de quand une dette peut être considérée comme excessive et à partir de quand les taux peuvent être considérés comme trop bas.

En partant de ces deux questions, force est de constater à quel point des politiques idoines sont devenues nécessaires aujourd'hui. Dans ce contexte, trois enjeux méritent une attention particulière : (1) la mise en place de « nouveaux pactes » (« new deals ») en vue de doper la croissance et transformer l'économie, (2) l'équilibre entre la dette et les fonds propres sur les bilans des entreprises et (3) la coopération internationale.

Le consensus à long terme peut s'avérer utile pour suivre l'efficacité attendue de ces mesures. À l'heure actuelle, le consensus estime que la crise du Covid-19 n'aura que des répercussions limitées sur la croissance potentielle et reste convaincu que les banques centrales pourront continuer à exercer une pression baissière sur les primes de terme, même à plus long terme. Nous pensons toutefois que ce point de vue pourrait évoluer au cours des prochaines années, en fonction des mesures qui seront prises.

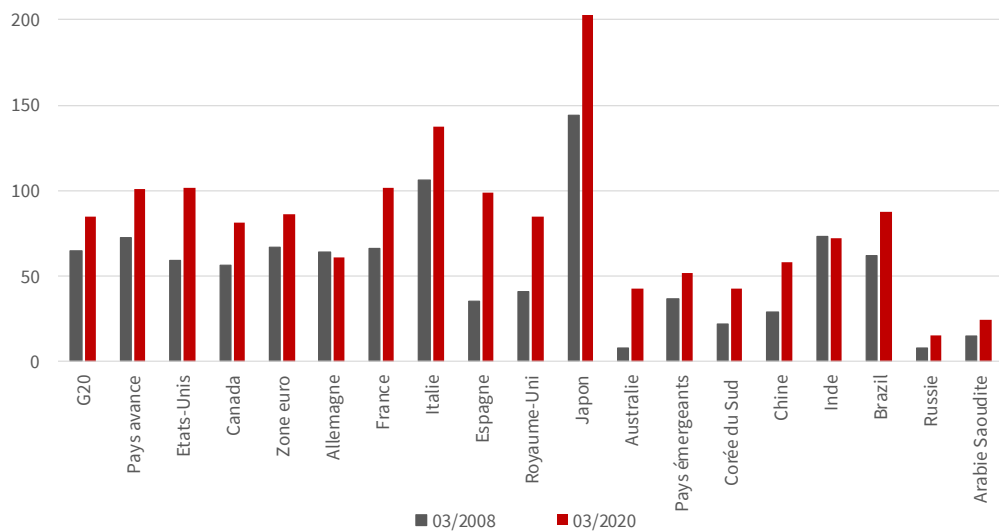
Des politiques bien conçues permettraient de renforcer la productivité, de réduire le surendettement et de normaliser les primes de terme d'une façon ordonnée. À l'inverse, des politiques mal conçues pourraient avoir un impact haussier sur les primes de terme via la stagflation ou le taux plancher effectif. Le point à retenir est que dans toutes ces scénarii la compression des primes de terme sera remise en question.

À partir de quand la dette devient-elle excessive ?

Il serait tentant de répondre que les niveaux des dettes ne poseront aucun problème majeur tant que les coûts de financement resteront raisonnables, c'est-à-dire tant que les taux d'intérêt nominaux demeureront inférieurs aux taux de croissance nominaux. Mais les marchés financiers peuvent s'avérer volatils et les conditions de financement peuvent très rapidement évoluer, comme nous l'avons déjà observé dans de nombreuses crises de la dette dans le passé. Cet argument ne tient en outre pas compte du fait que des dettes constamment élevées peuvent agir comme un frein sur la croissance économique et exacerber les inégalités.

À partir de quand la dette devient-elle excessive ? Dette publique

Dette publique, %PIB



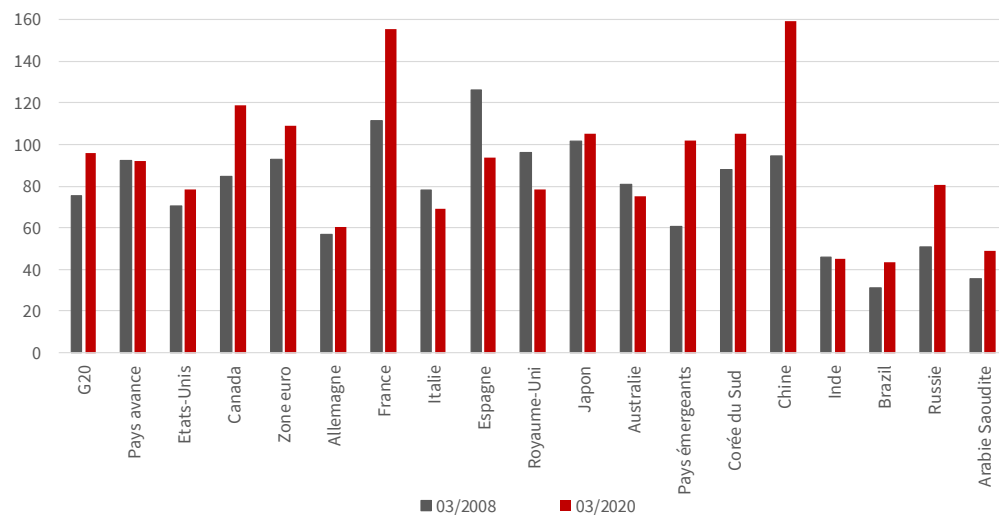
Source : BRI, Bloomberg, SG Études économiques et sectorielles

Lorsque la dette est utilisée pour financer des projets d'investissement qui génèrent un rendement positif net comme, par exemple, des infrastructures publiques, une nouvelle usine de production ou des projets immobiliers ou éducatifs, le service de la dette ne devrait en principe pas poser de problème majeur et cela peut même donner un coup d'accélérateur à la croissance potentielle.

À partir de quand la dette devient-elle excessive ?

Dette des entreprises non financières

Dette des entreprises non financières, %PIB



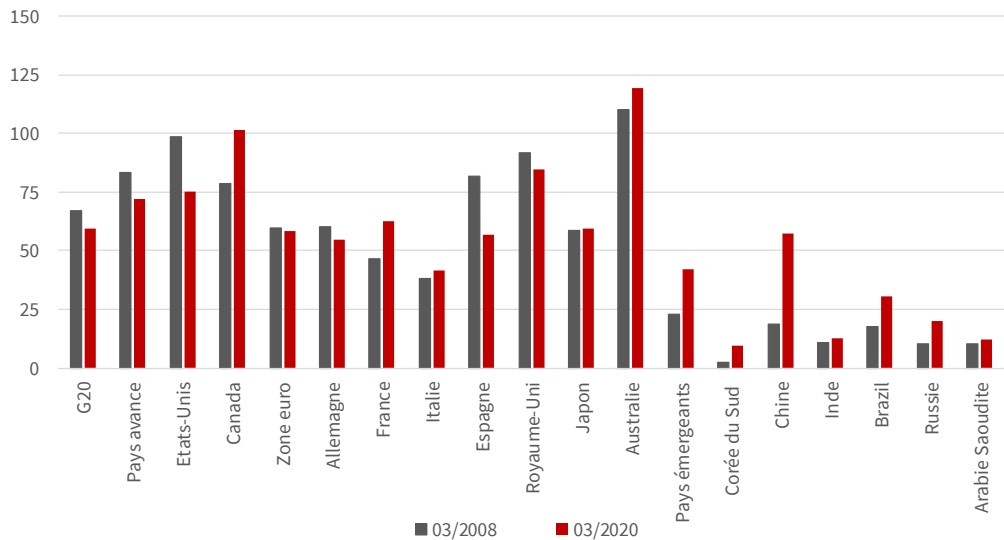
Note : la mesure inclut la dette intra-groupe.

Source : BRI, Bloomberg, SG Études économiques et sectorielles

En revanche, si la dette est utilisée pour financer la consommation publique ou des achats de biens durables par les consommateurs, aucun rendement ne pourra alors être attribué au service de la dette. Celle-ci continuera donc de gonfler et devra, à un certain moment, être remboursée via une réduction de la consommation future. Dans le cas d'une crise de la dette, cette réduction des dépenses peut être synonyme d'un coup d'arrêt brutal, susceptible de plonger l'économie réelle dans une profonde récession.

À partir de quand la dette devient-elle excessive ? Dette des ménages

Dette des ménages, %PIB



Source : BRI, Bloomberg, SG Études économiques et sectorielles

Cependant, financer la consommation par de la dette peut se justifier dans certains cas, et en particulier dans le cadre de politiques budgétaires contracycliques en période de ralentissement économique. De telles mesures pouvant aider à protéger l'offre et à limiter les dégâts irréversibles ; la pandémie actuelle constitue un parfait exemple de situation dans laquelle de telles politiques se justifient. Un raisonnement similaire peut aussi s'appliquer aux ménages et aux entreprises. Soulignons toutefois que ce type de consommation financé par la dette doit uniquement avoir un caractère temporaire.

À partir de quand les taux deviennent-ils trop bas ?

Pour rester soutenable, une dette élevée a besoin de taux d'intérêt bas. Sur ce point, les grandes banques centrales ont assurément joué leur rôle, avec des politiques qui ont permis d'abaisser non seulement les taux à court terme, mais aussi la courbe des taux sur l'ensemble des maturités, et qui ont même, dans certains cas, poussé les taux d'intérêt en territoire négatif.

Le fait que ces politiques monétaires n'aient pas encore provoqué une accélération de l'inflation des prix à la consommation est souvent pris comme la preuve qu'elles ne sont pas trop accommodantes ; certains y voient même un signe que les banques

centrales devraient encore abaisser les taux, même si cela signifie les rendre encore plus négatifs. De plus en plus d'études économiques pointent cependant plusieurs conséquences inattendues qu'un environnement de taux plus bas pendant plus longtemps peut avoir sur le système financier et l'économie réelle. Nous passons en revue les plus importantes ci-dessous.

Prise de risques financiers excessifs et bulles de prix des actifs. Le premier sujet de préoccupation concerne la prise de risques financiers, la quête de rendement poussant les investisseurs à se tourner vers des actifs plus risqués et à des stratégies à levier pour améliorer leurs performances. Les prix de l'immobilier résidentiel ont également été poussés à la hausse par la faiblesse des taux, renforçant ainsi encore les craintes d'inégalités, en particulier dans les grandes métropoles. Si l'inflation des prix des actifs réels et financiers constitue un objectif de la politique monétaire, celle-ci peut aussi devenir une source d'instabilité financière lorsque des bulles de prix des actifs se forment.

Remplacement des fonds propres par de la dette sur les bilans des entreprises non financières. Les entreprises non financières ont également profité des taux bas pour accroître la dette sur leur bilan et, si l'objectif de la politique monétaire est que ces fonds soient ensuite investis dans l'économie réelle, la crainte est que ces ressources obtenues à des conditions avantageuses soient utilisées pour restituer du cash aux actionnaires, via des opérations telles que les rachats d'actions, ou maintenir des entreprises non viables à flot (un phénomène connu sous le nom de « zombification »). De tels choix débouchent sur une mauvaise allocation du capital et de la main-d'œuvre, ce qui ralentit la croissance potentielle.

Temps potentiellement perdu dans les réformes structurelles. Même avant la crise du Covid-19, les banques centrales et des organisations telles que le FMI avaient déjà exprimé leurs craintes concernant ces sources potentielles de risques dans leurs rapports respectifs sur la stabilité financière. Les banques centrales ont également à de nombreuses reprises exhorté les gouvernements à profiter de la fenêtre créée par les conditions monétaires accommodantes pour engager des réformes structurelles en vue de doper la croissance économique et aider à la pérennisation des finances publiques. Les avancées en matière de réformes restent cependant lentes de manière générale, un facteur qui pourrait lui aussi peser sur la croissance potentielle.

Le niveau à partir duquel les effets des taux négatifs s'inversent se rapproche. Pousser les taux de plus en plus en territoire négatif peut produire des effets indésirables, par exemple l'application d'un taux significativement négatif sur les dépôts par les banques de détail. Dans un tel cas de figure, les ménages pourraient être poussés à privilégier le cash, avec un risque de vol ou de destruction, ou à accumuler des biens durables. Si encourager les ménages à dépenser davantage peut paraître une bonne idée, il convient de noter que cela ne diffère pas vraiment

de ce qui se passe en période d'hyperinflation (sauf que l'alternative aux dépôts bancaires n'est pas le cash, mais des devises stables ou des métaux précieux). Le problème est que si les consommateurs dépensent effectivement davantage sur certains biens durant ces périodes, ils ont également tendance à se montrer plus prudents et à réduire fortement leurs achats de produits non essentiels.

Les organismes de crédit s'appuient sur des marges nettes d'intérêt positives. On peut craindre que celles-ci ne finissent aussi par devenir négatives dans un environnement de taux négatifs, ce qui entraînerait un resserrement des conditions d'octroi des crédits. L'existence d'un « seuil d'inversion », à partir duquel les effets accommodants de la politique monétaire s'inversent et deviennent négatifs pour l'économie réelle, est reconnue par de nombreux banquiers centraux. Comme la question portant sur le niveau excessif de la dette, la question de savoir quand les taux deviennent trop bas demeure aussi sans réponse.

Alors que plusieurs courbes de taux de référence se trouvent déjà en territoire négatif, la crainte est que nous soyons plus proches que beaucoup le souhaiteraient de ce fameux seuil d'inversion. Dans leurs commentaires, plusieurs grands banquiers centraux ont d'ailleurs laissé entendre qu'ils n'avaient aucune envie de tester l'expérience de taux encore plus négatifs. Il est également clair que certaines banques centrales ne sont pas à l'aise avec l'idée d'accroître leurs bilans en y intégrant des actifs de plus en plus risqués.

Phase I des mesures anti-Covid

À la lumière de ces réflexions, revenons à la crise actuelle et aux mesures qui s'imposent. Les premières priorités ont été de freiner la propagation de Covid-19, d'aider le système de santé à faire face, de sauver des vies et de faire avancer la recherche médicale. Les différentes mesures de distanciation sociale et de confinement adoptées ont cependant provoqué un arrêt brutal de l'économie et ce, à l'échelle mondiale.

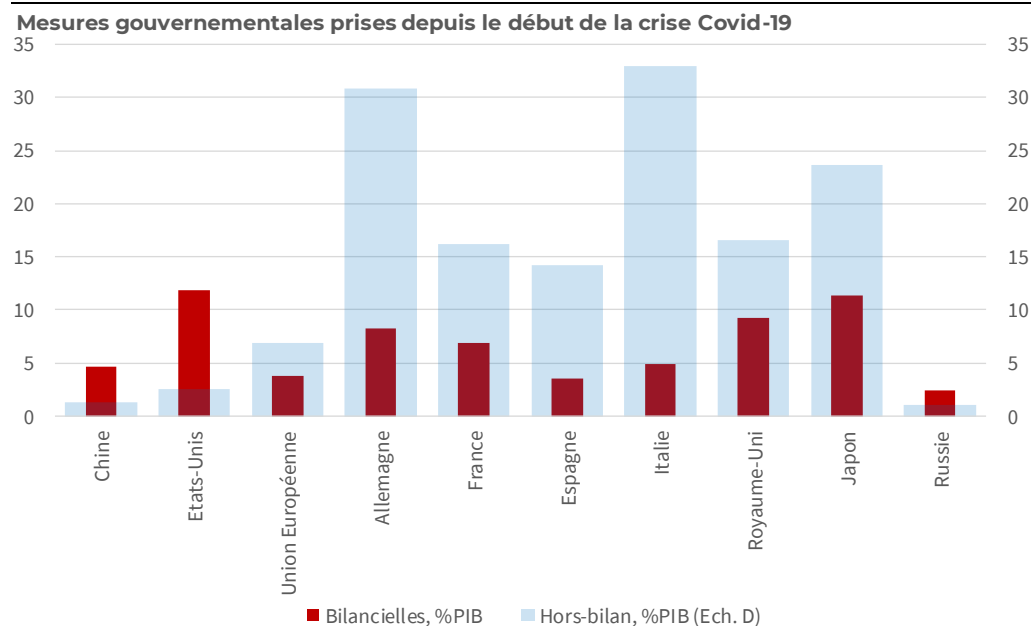
Afin de préserver l'offre, les gouvernements sont intervenus en prenant à la fois des mesures budgétaires, notamment pour soutenir les travailleurs au chômage technique et les personnes sans emploi, et des mesures sans impact budgétaire immédiat, en mettant à disposition des entreprises des crédits, des injections de capitaux et des garanties de crédit sous diverses formes. Ces mesures ont un caractère temporaire et ont été conçues dans l'idée de pouvoir les supprimer une fois la crise terminée.

De plus, les banques centrales ont abaissé leurs taux et ont considérablement gonflé la taille de leurs bilans, également dans le but de soutenir l'économie. Elles ont, en outre, déjà indiqué que ces mesures d'assouplissement seraient maintenues longtemps après la fin de la crise sanitaire, afin de pouvoir également soutenir la reprise qui suivra. Dopés par ces premières mesures et plus récemment par les

espoirs offerts par les vaccins, les cours des actifs à risque se sont fortement redressés après une lourde correction en mars.

Le graphique montre les mesures bilanciellles et les mesures hors bilan prises jusqu'à présent. Il convient de noter que le graphique reprend à la fois les mesures qui expireront à la fin de la crise sanitaire et celles qui sont destinées à soutenir la reprise qui suivra.

Mesures initiales et autres mesures nécessaires pour la reprise



Le graphique reprend les mesures qui ont déjà été prises et celles qui devraient être mises en œuvre dans les prochains mois. Les mesures prises par l'UE s'ajoutent à celles prises au niveau national.

Source : gouvernements nationaux, « Fiscal Tracker » du FMI, SG Études économiques et sectorielles

Les incertitudes quant à l'évolution de la crise sanitaire demeurent élevées et plusieurs régions autour du monde ont été forcées de prendre de nouvelles mesures de restriction. En toute logique, certaines mesures de soutien devraient donc aussi être prolongées.

L'attention se porte de plus en plus sur l'élaboration des politiques pour la phase de reprise et au-delà. Dans ce qui suit, nous nous penchons sur trois enjeux du débat actuellement en cours : (1) la mise en place de « nouveaux pactes » (« new deals ») en vue de doper la croissance et transformer l'économie ; (2) l'équilibre entre la dette et les fonds propres sur les bilans des entreprises non financières et (3) les accords commerciaux internationaux.

Il faudra des années pour savoir si ces politiques portent leurs fruits, mais le consensus des analystes de marché peut déjà aujourd'hui nous aider à y voir plus clair sur leur efficacité attendue. Sachant que les marchés financiers sont guidés par ces attentes et qu'ils ont à leur tour un impact sur l'économie réelle, on peut en déduire que les prévisions du consensus ont même la capacité d'influer sur le résultat final de ces mesures. Nous terminerons chacun des chapitres sur les enjeux mentionnés ci-dessus en mettant en exergue un élément du consensus à suivre en particulier.

1. « Nouveaux pactes » pour une reprise durable

En dopant l'investissement public, notamment pour faire avancer les transitions écologique et digitale, l'idée est non seulement de donner une impulsion durable à la croissance, mais aussi, dans le cas de la transition verte, de réduire le risque d'arrêts brutaux de l'activité dus au changement climatique. Ce type de politique constitue clairement un exemple de « bon » financement par la dette, même si plusieurs problèmes se posent dans la pratique.

Tout d'abord, la mise en œuvre de programmes d'investissement prend souvent du temps. Ainsi, par exemple, un portefeuille de projets d'une valeur de 1 % du PIB étalé sur cinq ans donnera une impulsion annuelle moyenne de seulement 0,2 % du PIB, toutes choses égales par ailleurs. Pour stimuler la croissance sur le court terme, ce type de plan d'investissement devra soit avoir une taille exceptionnelle soit être mis en œuvre en un temps record. Le moniteur des finances publiques du FMI d'octobre 2020 note que la durée moyenne des projets d'infrastructure est de 6 à 15 ans, avec 3 à 8 ans de préparation et 3 à 7 ans de mise en œuvre. Un autre point d'attention concerne le risque de voir se former des goulets d'étranglement dans les secteurs bénéficiant de ces programmes.

Une deuxième source de préoccupation concerne l'efficacité des investissements publics. L'histoire regorge d'exemples où de larges sommes d'argent public ont été dépensées pour, finalement, déboucher sur des résultats décevants. Les partenariats publics-privés sont souvent préconisés pour résoudre ce problème, mais diverses critiques craignent que ce type de mécanisme ne rapporte plus à l'investisseur privé qu'au contribuable.

En troisième lieu, il convient également de s'assurer que ces plans créent des emplois là où ils sont nécessaires, en tenant compte de la mobilité géographique et en mettant en place, le cas échéant, des programmes efficaces de requalification. Pour pouvoir régler les problèmes d'inégalité et de mobilité sociale, il est primordial d'investir dans le capital humain, que ce soit par l'enseignement de base ou par la formation continue.

Enfin, ajoutons que ces « nouveaux pactes » (« new deals ») ne constituent pas à eux seuls une alternative aux indispensables réformes structurelles. Dans le rapport de

2019 sur son initiative « Objectif croissance », l'OCDE explique que le taux de réponse à ses recommandations dépasse à peine 30 % et que les réformes s'accroissent généralement uniquement lorsqu'une crise les impose.

Ce constat s'applique souvent aussi au processus d'intégration européenne. La crise de la dette européenne de 2011/2012 a ainsi débouché sur la mise en place du Mécanisme européen de stabilisation (MES), le lancement des Opérations monétaires sur titres (OMT), l'expansion agressive du bilan de la BCE et la création de l'Union bancaire (même si celle-ci n'est pas encore terminée). La crise du Covid-19 a quant à elle vu ses propres nouvelles mesures, avec notamment le programme d'achat de la BCE (PEPP) et le programme « Nouvel Génération » de l'UE, doté de 750 milliards d'euros (bien que ce dernier soit encore en attente d'approbation).

LE CONSENSUS A LONG TERME POUR SUIVRE LES PROGRES REALISES

Il faudra du temps pour que les politiques décrites ci-dessus donnent des résultats ; plusieurs années dans certains cas. Leur efficacité ou inefficacité ne pourra donc pas être mesurée avant longtemps. Le consensus permet toutefois d'y voir plus clair sur les effets attendus. Ces prévisions orientent en effet aussi les marchés financiers, lesquels constituent une importante boucle de rétroaction pour l'économie réelle. Le simple fait que les marchés croient en l'efficacité de ces politiques fait augmenter leurs chances de succès.

Nous nous concentrons ici sur le consensus à long terme à un horizon de six à dix ans de Consensus Economics pour évaluer les attentes relatives à la croissance potentielle tendancielle. En lien avec les prévisions démographiques des Nations unies, il est possible d'évaluer la composante productivité de la croissance à long terme, qui est un objectif clé des politiques de type « new deal ». Notez que nous nous regardons ici sur les économies avancées. Nous reviendrons sur les économies émergentes ultérieurement.

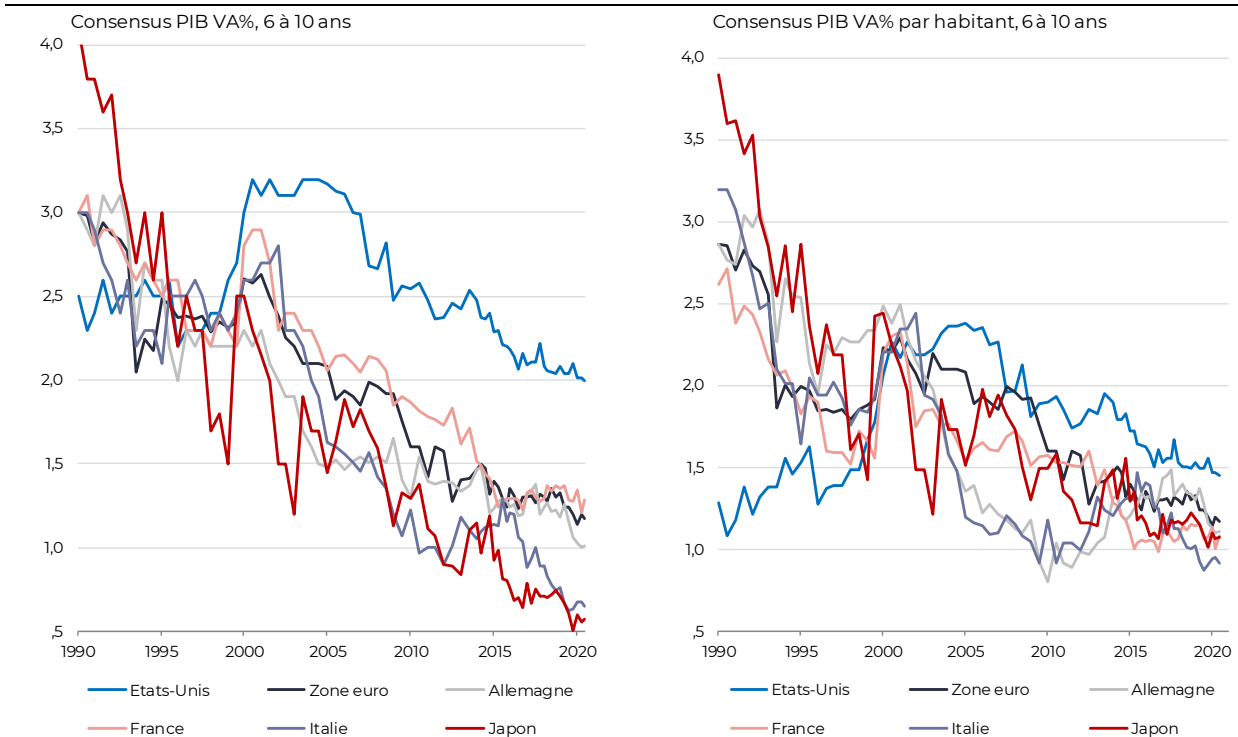
Comme observé ci-dessous, une partie de la baisse des prévisions de croissance à long terme est liée aux évolutions démographiques et cette tendance devrait se poursuivre au cours de la prochaine décennie. La question est de savoir si le recul attendu de la productivité peut être inversé. Et c'est précisément sur ce point qu'une politique économique bien conçue peut faire une grande différence.

Si l'on en juge par les variations du consensus jusqu'à présent, l'heure ne semble pas encore être à l'excès d'optimisme, même si les optimistes pourraient considérer l'absence de forte baisse due au Covid-19 comme un développement positif et le signe que les dégâts irréversibles causés par la crise devraient restés limités aux yeux du consensus (les derniers chiffres datent d'octobre).

Si l'on remonte à la Grande crise financière (GCF) de 2008/2009, il est frappant de constater que les prévisions relatives à la croissance tendancielle de la productivité se sont fortement repliées au cours de la dernière décennie, ouvrant ainsi le débat

sur l'éventuelle existence d'une stagnation séculaire. Si nous nous concentrons sur les États-Unis, nous constatons que le recul des prévisions à long terme suite à la GCF peut se partager en deux phases : une première phase de recul juste après la crise et une seconde en fin 2013 lorsque la reprise s'est avérée décevante.

Recul des prévisions de croissance ... pas uniquement dû aux évolutions tendancielle... démographiques



Source : Consensus Economics, Division Population des Nations unies, SG Études économiques et sectorielles

2. Les entreprises ont besoin de fonds propres

Nous sommes également convaincus que les bilans méritent une attention particulière. Un des éléments positifs de cette crise du Covid-19 réside dans le fait que les banques affichaient au départ des bilans nettement plus sains qu'il y a dix ans. Plutôt que de faire partie du problème, elles font jusqu'à présent partie de la solution. Pour que cela continue, il faut que la reprise se consolide, afin d'éviter une trop forte vague de créances douteuses et de défauts de paiement.

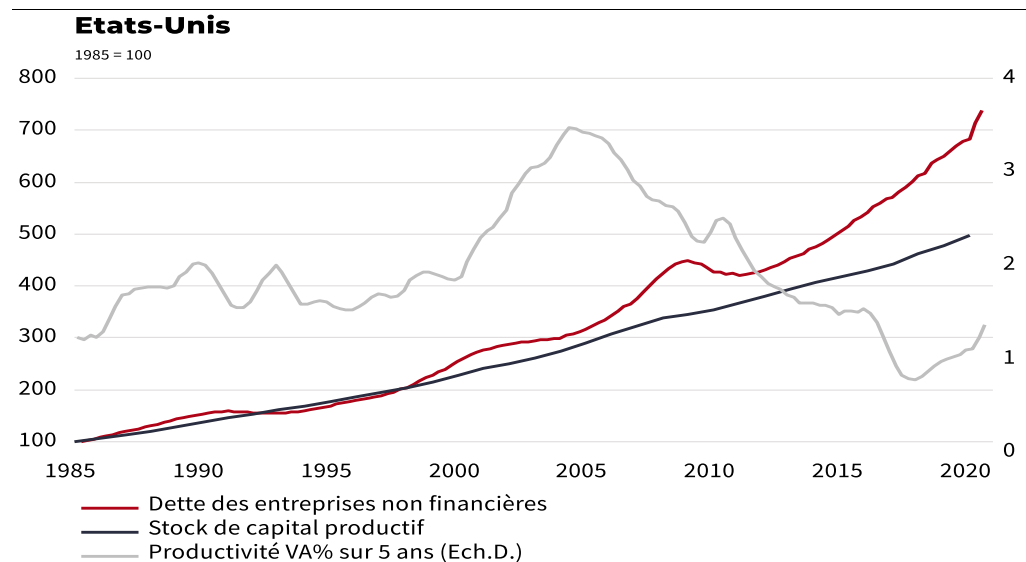
La crise du Covid-19 a cependant mis en lumière des vulnérabilités dans l'intermédiation financière non bancaire et plusieurs autorités étudient actuellement des pistes pour renforcer ces canaux de l'intermédiation financière.

Une autre source de préoccupation porte sur le niveau déjà élevé de l'endettement de nombreuses entreprises au début de la crise ; une situation qui n'a fait que s'aggraver depuis. Une des principales conclusions de la Grande crise financière (GCF) de 2008/2009 était que les banques avaient besoin de plus de fonds propres et il semble que la crise actuelle débouchera sur le même constat pour les entreprises non financières.

Une telle transformation ne se fera pas du jour au lendemain et nécessitera de nombreuses modifications dans les systèmes, en particulier dans le traitement fiscal de la dette par rapport aux capitaux propres ainsi que dans le contrôle de l'intermédiation financière non bancaire susmentionnée et les politiques macro-prudentielles, qui visent actuellement principalement les banques.

Si l'on se concentre sur les États-Unis, le graphique ci-dessous montre que l'expansion de la dette des entreprises ne s'est pas traduite par une expansion comparable du capital productif. Une tendance similaire s'observe dans d'autres économies avancées. Si elle s'inscrit dans le temps, cette tendance pourrait peser sur la croissance tendancielle de la productivité. Cela est aussi lié au fait que les entreprises s'endettent davantage afin de pouvoir redistribuer des fonds à leurs actionnaires, via des opérations telles que les rachats d'actions.

Déconnexion entre la dette des entreprises et le capital productif



Source : Refinitiv, Études économiques et sectorielles SG.

Une extrapolation dans le temps des tendances observées ci-dessus permet de constater que des niveaux de dette toujours plus élevés peuvent déboucher sur des pertes de productivité de plus en plus fortes, ce que l'on appelle une « zombification » de l'économie. Des études menées par plusieurs institutions, parmi lesquelles la BRI¹, ont mis en lumière une augmentation du nombre d'entreprises « zombies », un phénomène qui empêche une allocation efficace du capital et de la main-d'œuvre et qui pèse sur la croissance potentielle tendancielle.

Pour terminer, il convient aussi de noter que si le coût de l'emprunt a considérablement diminué au cours des dernières décennies, cela n'a pas été le cas pour celui du capital. Or, on peut craindre que le financement par les fonds propres soit mieux adapté aux investissements dans des actifs incorporels, comme les

¹ Banerjee R.N., [The Rise of Zombie Firms: Causes and Consequences, BIS Quarterly Review, septembre 2018](#)

brevets et le développement de logiciels, et que le financement par la dette soit plus approprié pour les actifs corporels qui produisent des flux de trésorerie stables et offrent une garantie.

En simplifiant la réalité, nous pourrions en conclure que si l'offre abondante d'emprunts bon marché encourage effectivement les entreprises à financer des investissements moins productifs et à accroître les versements à leurs actionnaires via des stratégies de levier financier, cela pourrait de facto se faire au détriment d'investissements plus productifs qui nécessitent un financement par les fonds propres. Généralisée sur de plus longues périodes de temps, une situation de ce type pourrait entraîner un recul structurel de la croissance de la productivité.

PREVISION DU CONSENSUS SUR LES PRIMES DE TERME ET EFFETS BOULE DE NEIGE SUR LA DETTE

Rééquilibrer la dette et les fonds propres sur les bilans des entreprises ne se fera pas du jour au lendemain. Mais, à plus long terme, ce rééquilibrage, combiné à des réformes structurelles et des politiques budgétaires bien menées, devrait permettre aux banques centrales d'avoir moins besoin de détenir d'importants stocks d'actifs sur leurs bilans et de comprimer les primes de terme de façon structurelle.

Inversement, le risque existe que les banques centrales perdent le contrôle sur les primes de terme si des erreurs de politique provoquent des chocs inflationnistes ou qui fait que le taux plancher effectif est atteint. Nous reviendrons l'inflation plus tard, mais il convient déjà de noter que c'est cette combinaison de prévisions de croissance/productivité, taux d'intérêt et inflation qui permet de comprendre comment le consensus mesure l'efficacité d'une politique.

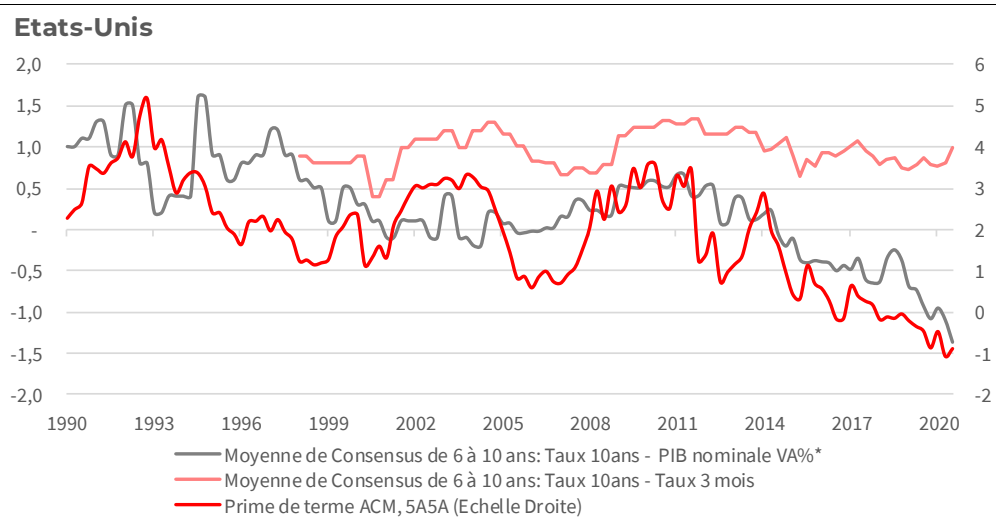
Pour les obligations souveraines dites sans risque, les taux peuvent être analytiquement décomposés en une anticipation sur les taux courts réels, l'inflation et une prime de terme. Pour évaluer les attentes en matière de primes de terme, nous revenons au consensus, et toujours sur l'horizon de six à dix ans afin de saisir les tendances de long terme. Une mesure simple pour évaluer la prime de terme consiste à examiner la différence entre le consensus pour le taux à 10 ans et le taux à 3 mois ; cette mesure suggère une attente de normalisation des primes de terme à plus long terme. En même temps, nous constatons une forte divergence entre cette mesure et celle qui découle des prix du marché dérivés des primes de terme de l'ACM² de la Fed.

² Les primes de terme ACM ont été développées par Tobias Adrian, Richard Crump et Emanuel Moench. Vous trouverez plus de détails à ce sujet [ici](#).

Comme alternative, nous pourrions également envisager une prime de terme "Wicksellian"³, que nous pouvons représenter en prenant la différence entre les perspectives sur les taux d'intérêt (r) et la croissance du PIB nominal (g), en nous basant là encore sur les perspectives à six ou dix ans, dans l'idée de regarder à travers le cycle pour saisir les attentes structurelles à long terme.

Le graphique ci-dessous montre la prévision du consensus sur l'écart « $r-g$ » pour les États-Unis et compare celle-ci aux primes de terme ACM de la Fed. Comme vous pouvez le constater, les deux séries sont très corrélées. La composante « $r-g$ » est un facteur clé pour mesurer la soutenabilité de la dette. Si l'écart est négatif, le service de la dette permettra de continuer à réduire la dette. Mais s'il est positif, cela créera un effet boule de neige sur celle-ci.

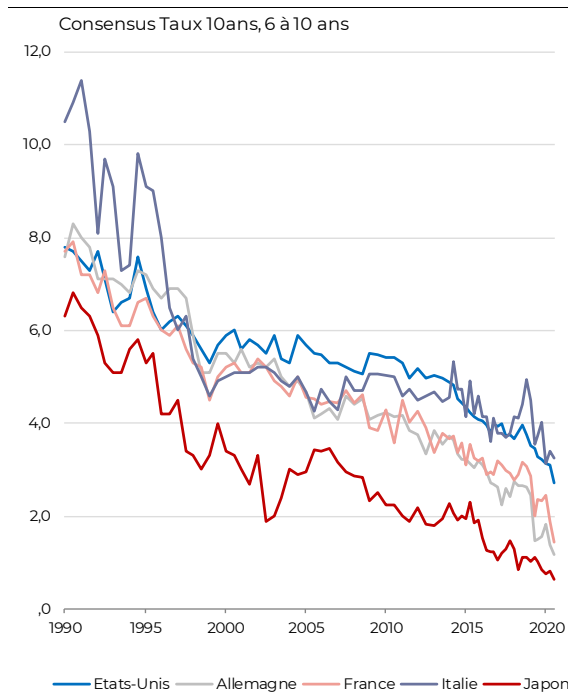
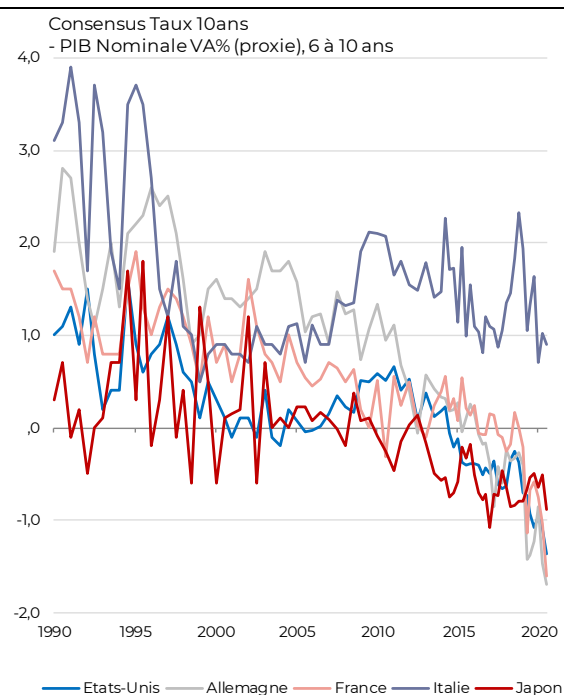
Lien entre les primes de terme et l'écart « $r-g$ »



Source : Consensus Economics, NYFRB, Refinitiv, SG Études économiques et sectorielles

Concernant le « $r-g$ », les données sont uniquement disponibles pour les principales économies avancées. Nous nous concentrons ici sur les États-Unis, l'Allemagne, la France, l'Italie et le Japon. Les observations montrent que les primes de terme diminuent depuis longtemps, sauf en Italie. Nous attribuons le recul initial dans les années 1990 à la réduction de la volatilité de l'inflation, fruit des mesures prises par les banques centrales pour assurer la stabilité des prix et de cycles économiques perçus comme moins volatils. Toujours selon nous, le passage en territoire négatif suite à la Grande crise financière s'explique en grande partie par l'expansion des bilans des banques centrales. Cette diminution est, en outre, un effet voulu de ces politiques monétaires.

³ Jones, Brad (2014), Identifying Speculative Bubbles: A two-pillar surveillance Framework, IMF WP/14/208

Taux bas attendus pendant plus longtemps...**... et largement en dessous de la croissance nominale**

Note : l'estimation du PIB nominal correspond à la somme des prévisions du consensus pour la croissance du PIB réel et l'inflation des prix à la consommation.

Source : Consensus Economics, SG Études économiques et sectorielles

En Italie, le « r-g » demeure positif, ce qui explique aussi pourquoi, malgré de nombreuses années d'excédents budgétaires primaires, le pays a toujours du mal à alléger le poids de sa dette. Cela reflète le fait que les investisseurs continuent de demander une prime de risque élevée sur les obligations italiennes.

3. L'importance des accords commerciaux

Outre la nécessité de rééquilibrer le rapport entre les fonds propres et la dette au bilan des entreprises et de prendre des mesures efficaces au niveau national, l'évolution du multilatéralisme est, selon nous, le dernier facteur important à prendre en compte dans les politiques en vue de la reprise mondiale. Un des points positifs observés durant la crise du Covid-19 réside dans la volonté de la Réserve fédérale américaine d'assurer la liquidité en dollars à l'échelle internationale, ce qui profite à la fois au système financier mondial et à l'économie des États-Unis. Les avantages du multilatéralisme ne sont malheureusement pas toujours aussi facilement compris.

Le protectionnisme, qui était en germe avant la crise, risque encore de s'amplifier à l'avenir, notamment dans les secteurs considérés comme critiques tels que l'alimentation, la santé, l'énergie et le numérique. S'il est compréhensible que les pays veuillent s'assurer des conditions de concurrence équitables et protéger leurs citoyens, il est aussi important de ne pas sombrer dans un protectionnisme coûteux.

Les économies émergentes ont énormément profité de l'expansion des chaînes d'approvisionnement internationales, qui a sorti des millions de personnes de la pauvreté. Mais les économies avancées en ont évidemment aussi tiré profit. Même en l'absence de droits de douane protectionnistes, les chaînes d'approvisionnement internationales sont mises sous pression par les nouvelles technologies et la perspective de nouvelles taxes écologiques, qui rendent la délocalisation des unités de production et des centres de services moins intéressante.

Les changements de comportement des consommateurs pourraient également avoir des effets négatifs. Le tourisme et les voyages internationaux devraient rester limités tant que les risques sanitaires n'auront pas été considérablement réduits. D'un point de vue plus structurel, la montée en puissance de l'économie circulaire et les enjeux environnementaux pourraient inciter les consommateurs à ne plus toujours vouloir plus, une frénésie d'achat dont de nombreuses économies émergentes ont jusqu'ici tiré profit.

Si la digitalisation et le verdissement des économies devraient, en définitive, avoir un impact positif sur la croissance économique, la gestion de la transition s'avérera importante. Une approche multilatérale pourrait être bénéfique à tous, tant en termes de croissance qu'en termes de réduction des pressions migratoires.

Tendance importante déjà visible avant la crise, l'accroissement des volumes d'échanges commerciaux entre les économies émergentes et le renforcement de l'intégration régionale pourraient donner un sérieux coup d'accélérateur à la croissance. Dans certains cas, c'est également vrai à l'échelle nationale. En Inde, par exemple, d'importantes mesures ont été prises pour unifier davantage le marché intérieur en supprimant la fragmentation entre les États. En Afrique, l'Accord établissant la Zone de libre-échange continentale africaine (ZLECAf) vise à donner une forte impulsion à la région par le biais du commerce. La Banque africaine de développement (BAD) estime que le commerce inter-régional représente seulement 16 % des échanges à l'heure actuelle (contre un peu moins de 60 % en Europe, 51 % en Asie et un peu moins de 40 % en Amérique du Nord) et considère la ZLECAf comme l'une des initiatives qui permettra de renforcer le potentiel de croissance dans ces régions.

Concernant les économies émergentes, il convient de noter qu'une dette trop faible peut se révéler aussi problématique qu'une dette excessivement élevée. Les cas de la Russie et de la Chine en sont de bons exemples. Pour résumer, les sanctions économiques ont encouragé le gouvernement russe à réduire sa dette et à gonfler ses réserves de change, mais aussi à imposer des restrictions aux entreprises. L'isolement économique qui en a résulté a cependant eu un impact néfaste sur la croissance économique, qui était déjà visible avant la crise. La Chine, d'un autre côté, a vu sa dette gonfler considérablement au cours de cette dernière décennie, ce qui a même permis au pays de devenir une source de demande mondiale de dernier

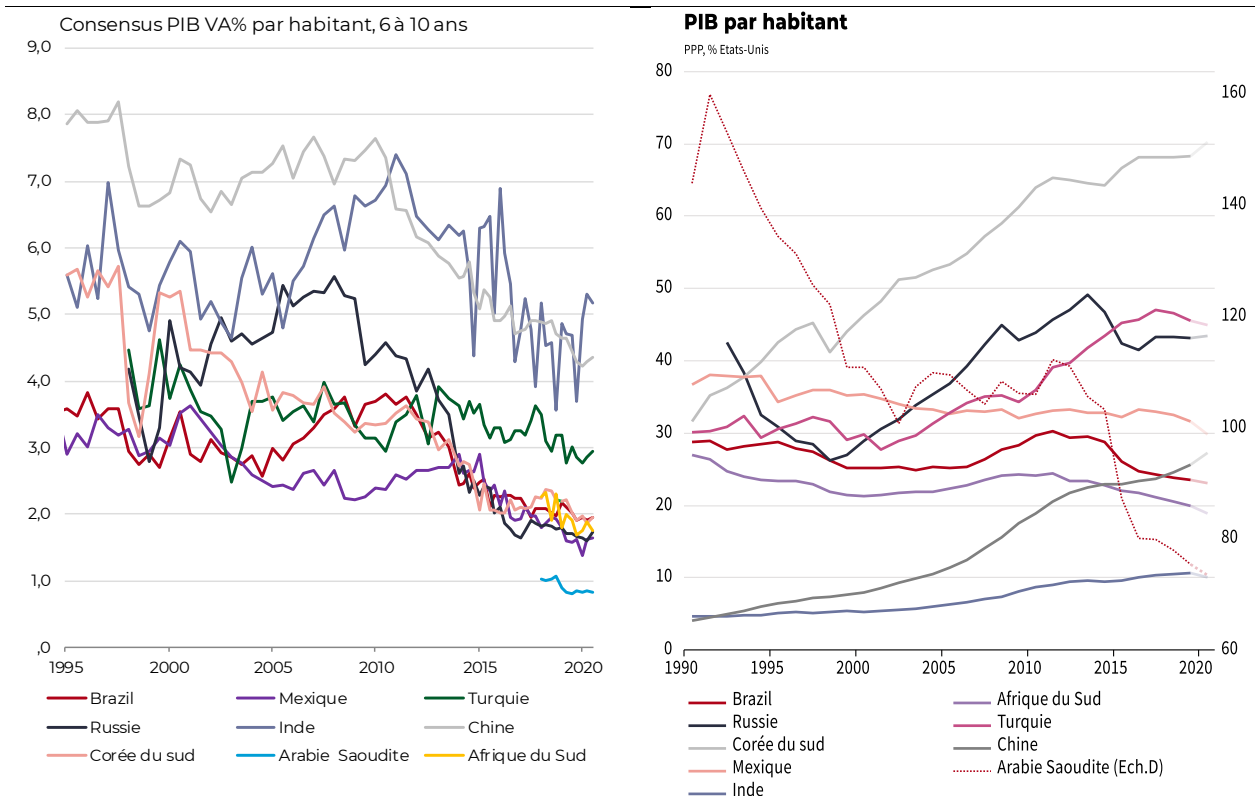
ressort au lendemain de la Grande crise financière. Tous les investissements qui ont été financés ne se sont cependant pas avérés rentables et la crainte est que le pays va devoir composer avec une productivité trop faible pour son stade de développement et un fardeau de la dette très élevé.

PREVISIONS DU CONSENSUS POUR LES PAYS EMERGENTS

Comme déjà évoqué ci-dessus, de nombreux facteurs influenceront les perspectives à long terme de chaque économie émergente individuelle, mais le consensus à long terme portant sur l'ensemble de ces pays en tant que groupe permet de mieux évaluer comment le consensus voit les accords commerciaux internationaux et régionaux évoluer.

S'il est normal que les pays connaissent un ralentissement de leur croissance potentielle tendancielle lorsque le PIB par habitant augmente, il est inquiétant de constater que nombre d'entre eux ont connu une chute beaucoup trop rapide de la croissance de leur PIB par habitant ces dernières années, ce qui les a plongés dans un environnement de croissance structurellement faible à un stade beaucoup trop précoce de leur développement.

La croissance par habitant ralentit sur les ME... ... et trop rapidement dans certains cas



Source : Consensus Economics, FMI, Refinitiv, SG Études économiques et sectorielles

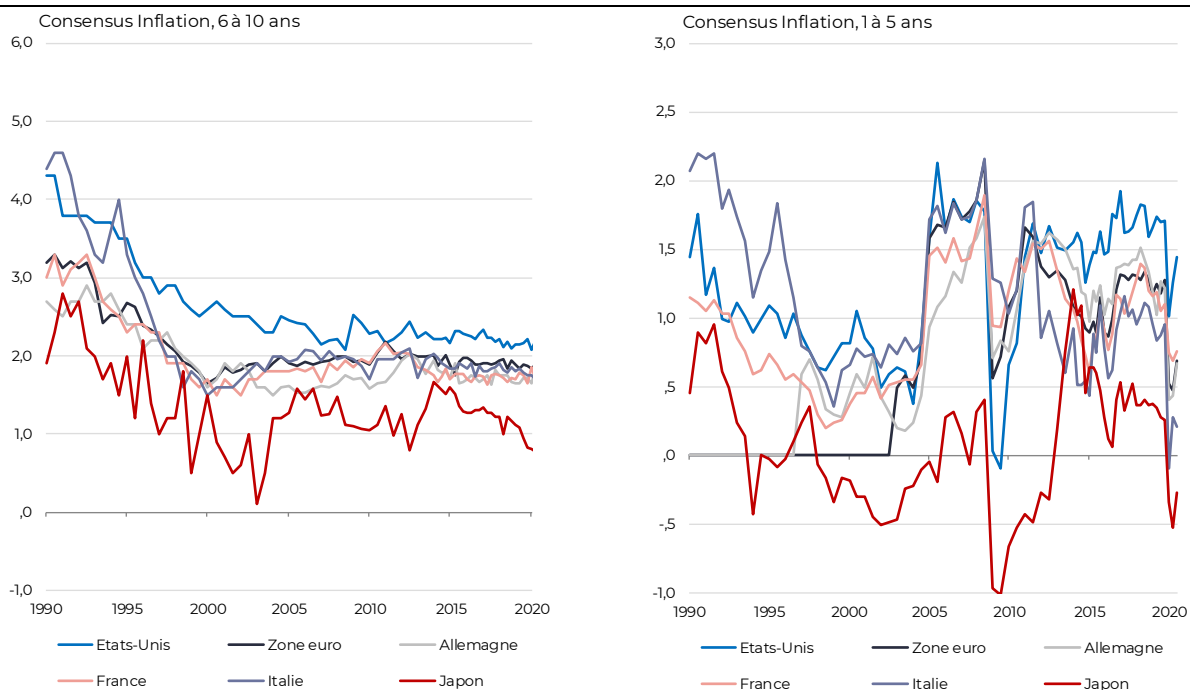
Selon nous, cela s'explique en partie par les évolutions observées au niveau du commerce international et régional. Dans ce contexte, nous pensons que le consensus sur les marchés émergents dans leur ensemble pourrait être un indicateur, certes très approximatif, mais néanmoins utile à suivre dans les prochaines années.

L'importance des prévisions d'inflation

Nous terminons notre étude sur l'élaboration des politiques par quelques réflexions à propos de l'importance de l'inflation. La crainte qu'une expansion agressive des bilans des banques centrales ne pousse l'inflation à la hausse avait déjà été évoquée dans le débat qui avait fait suite à la Grande crise financière, mais elle n'était pas reflétée dans le consensus. Cette crainte ne s'est d'ailleurs pas non plus matérialisée par la suite.

Au contraire, les banques centrales ont été frustrées par l'apparente incapacité des politiques monétaires pourtant très accommodantes à rehausser les anticipations en matière d'inflation. Les prévisions d'inflation du consensus se sont en effet avérées étonnamment stables par rapport à celles relatives à la croissance du PIB et aux rendements obligataires. Si l'on prend la moyenne du consensus sur l'inflation sur un à cinq ans, nous constatons même une baisse.

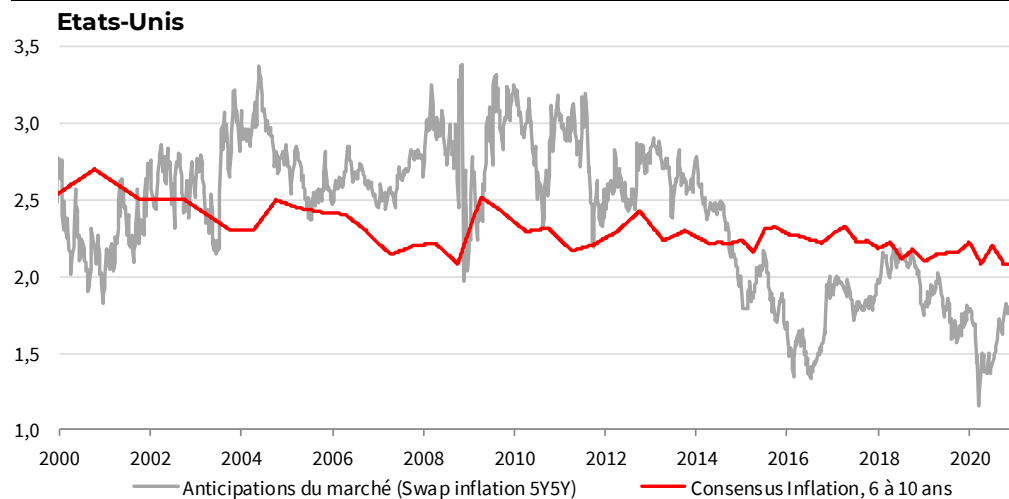
Prévisions d'inflation stables sur le long ... mais loin de l'objectif sur le court à moyen terme...



Source : Consensus Economics, Études économiques et sectorielles SG.

Les prévisions d'inflation 5A5A des marchés financiers sont également utiles, mais elles incluent à la fois l'évolution attendue de l'inflation à moyen terme et une prime de terme. Le graphique ci-dessous se concentre sur les États-Unis et compare les prévisions du marché à celles du consensus des économistes. Le différentiel entre les deux peut être considéré comme un indicateur simple pour la composante liée à l'inflation de la prime de terme.

Les prévisions d'inflation du marché incluent une prime de terme



Source : Consensus Economics, Bloomberg, SG Études économiques et sectorielles

À court terme, on peut raisonnablement s'attendre à ce que l'inflation reste basse, compte tenu des effets déflationnistes de la crise du Covid-19. À plus long terme, la question est de savoir si cette situation pourrait évoluer. Selon nous, un cycle de politiques vertueuses visant à renforcer la croissance potentielle tendancielle tout en soutenant les transitions écologique et digitale, à mettre en place les réformes structurelles nécessaires (notamment pour réduire les inégalités), à rééquilibrer le système financier en vue d'assurer une meilleure répartition entre la dette et les fonds propres sur les bilans des entreprises non financières et à renforcer l'intégration régionale et promouvoir le multilatéralisme à l'échelle mondiale pourrait non seulement entraîner une accélération de la croissance et une normalisation des primes de terme, mais aussi se traduire par une convergence des prévisions d'inflation à court terme vers celles à moyen terme, toujours stables.

A l'inverse, des politiques mal conçues, reposant notamment de façon excessive sur la consommation publique plutôt que sur les investissements, et une montée du protectionnisme risqueraient de provoquer une hausse désordonnée des prévisions d'inflation à court et à long terme. Cela pourrait conduire à un choc stagflationniste qui plongerait les banques centrales dans une situation particulièrement délicate.

Les banques centrales seraient également confrontées à un défi si une mauvaise conception des politiques devait entraîner une déflation, comme observé dans le passé au Japon. Combiné avec de taux nominaux déjà au niveau du taux plancher effectif, un tel scénario pourrait voir les banques centrales se battre contre une hausse des taux d'intérêt réels, ce qui, dans un monde où la croissance reste faible, ferait également augmenter les primes de terme.

À l'heure actuelle, ni le consensus ni les marchés financiers n'accordent beaucoup de poids à ce scénario dans leurs prévisions. Toutefois, la grande différence entre aujourd'hui et il y a dix ans est que les gouvernements et les marchés financiers sont désormais beaucoup plus convaincus que les banques centrales seront capables de maintenir les taux bas indéfiniment. S'ajoute à cela le fait que le protectionnisme est aujourd'hui considéré par de nombreux décideurs politiques comme un moyen facile de rallier des électeurs.

CONTACTS

Michala MARCUSSEN

Chef économiste Groupe
+33 1 42 13 00 34
michala.marcussen@socgen.com

Olivier de BOYSSON

Chef économiste Pays émergents
+33 1 42 14 41 46
olivier.de-boysson@socgen.com

Marie-Hélène DUPRAT

Conseiller auprès du Chef économiste
+33 1 42 14 16 04
marie-helene.duprat@socgen.com

Ariel EMIRIAN

Analyse macroéconomique
+33 1 42 13 08 49
ariel.emirian@socgen.com

François LETONDU

Analyse macrosectorielle et
macrofinancière
+33 1 57 29 18 43
francois.letondu@socgen.com

Constance BOUBLIL-GROH

Europe centrale et orientale, Russie
+33 1 58 98 98 69
constance.boublil-groh@socgen.com

Olivier DENAGISCARDE

Analyse macrosectorielle
+33 1 58 98 74 22
olivier.denagiscarde@socgen.com

Juan Carlos DIAZ MENDOZA

Amériques
+33 1 57 29 61 77
juan-carlos.diaz-mendoza@socgen.com

Clément GILLET

Afrique
+33 1 42 14 31 43
clement.gillet@socgen.com

Erwan JAIN

Analyse macrosectorielle
+33 1 58 98 05 35
erwan.jain@socgen.com

Alan LEMANGNEN

Zone euro, France, Allemagne
+33 1 42 14 72 88
alan.lemangnen@socgen.com

Simon RAY

Analyse macrofinancière ; Royaume-Uni
+33 1 42 13 70 80
simon.ray@socgen.com

Valérie RIZK

Analyse macrosectorielle
+33 1 58 98 82 85
valerie.rizk@socgen.com

Danielle SCHWEISGUTH

Europe de l'ouest
+33 1 57 29 63 99
danielle.schweisguth@socgen.com

Edgardo TORIJA ZANE

Moyen-Orient, Turquie et Asie centrale
+33 1 42 14 92 87
edgardo.torija-zane@socgen.com

Bei XU

Asie
+33 1 58 98 23 14
bei.xu@socgen.com

Yolande NARJOU

Assistante
+33 1 42 14 83 29
yolande.narjou@socgen.com

Société Générale | SG Études Économiques et Sectorielles | 75886 PARIS CEDEX 18

Abonnez-vous aux publications des économistes

<https://www.societegenerale.com/fr/s-informer-et-nous-suivre/etudes-economiques>

DISCLAIMER

La présente publication reflète l'opinion du département des études économiques et sectorielles de Société Générale S.A. à la date de sa publication. Cette opinion est susceptible d'être modifiée à tout moment sans préavis. Elle est fournie à titre purement informatif et ne constitue ni une recommandation d'investissement, ni un conseil en investissement au sens de la réglementation en vigueur. Cette publication n'a aucune valeur contractuelle.

Ni les informations qui y figurent, ni les analyses qui y sont exprimées ne constituent en aucune façon une offre de vente ou une sollicitation visant à souscrire, acheter, vendre un produit ou exécuter une transaction et ne sauraient engager la responsabilité de Société Générale SA ou de l'une quelconque de ses filiales, dans le respect de la réglementation en vigueur. Les particuliers, clients professionnels ou contreparties éligibles qui viendraient à en obtenir un exemplaire ne doivent nullement fonder leurs décisions d'investissement sur la seule base du présent document, mais doivent s'efforcer d'obtenir un conseil financier indépendant.

L'exactitude, le caractère exhaustif ou la pertinence des informations tirées de sources extérieures ne sont pas garantis, même si elles proviennent de sources jugées dignes de foi. Sous réserve de la réglementation en vigueur, Société Générale SA décline toute responsabilité à cet égard. Les informations économiques citées dans ce document sont basées sur des données valables à un moment donné, et peuvent donc changer à tout moment.

Société Générale S.A. est un établissement de crédit français agréé et supervisé par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (« ACPR »), régulé par l'Autorité des Marchés Financiers (« AMF ») et sous la supervision prudentielle de la Banque Centrale Européenne (« BCE »).

Société Générale S.A. est également agréée par la Prudential Regulation Authority (PRA, Autorité de réglementation prudentielle britannique) et soumise à la réglementation de la Financial Conduct Authority (FCA, autorité de régulation anglaise) et de la Prudential Regulation Authority. Des informations détaillées concernant l'étendue de l'agrément et de la supervision par la Prudential Regulation Authority, ainsi que la réglementation applicable par la Financial Conduct Authority sont disponibles sur simple demande.

Avis aux investisseurs américains : ce document est publié par des analystes économiques de SG non américains ou des sociétés affiliées sur des études économiques uniquement à destination des grands investisseurs institutionnels américains, conformément à la Règle 15a-6 de la SEC. Tout ressortissant américain (U.S. Person) souhaitant discuter de ce rapport ou effectuer des transactions doit se rapprocher de SG Americas Securities, LLC. Le siège social de SG Americas Securities LLC est situé au 1221 Avenue of the Americas, New York, NY, 10020. (212) 278-6000.

Avis aux investisseurs asiatiques : ce document est destiné à être distribué en Asie uniquement à des clients sophistiqués et professionnels et a été préparé à cette fin. Vous devez donc être qualifié en tant qu'investisseur professionnel, « accrédité », « wholesale », expert ou institutionnel (quelle que soit la définition de ces termes dans votre territoire).

La présente publication ne peut en aucun cas être reproduite (en tout ou en partie) ou transmise à toute autre personne ou entité sans l'autorisation écrite préalable de Société Générale SA.

© 2020