



## *Des Oiseaux dans la tourmente*

### Episode 17 Comment sortir de la spirale de la dette ?

**L'adjudication allemande ne trouve pas preneur**

**Pourquoi le Royaume uni obtient-il des taux beaucoup plus faibles que nous ?**

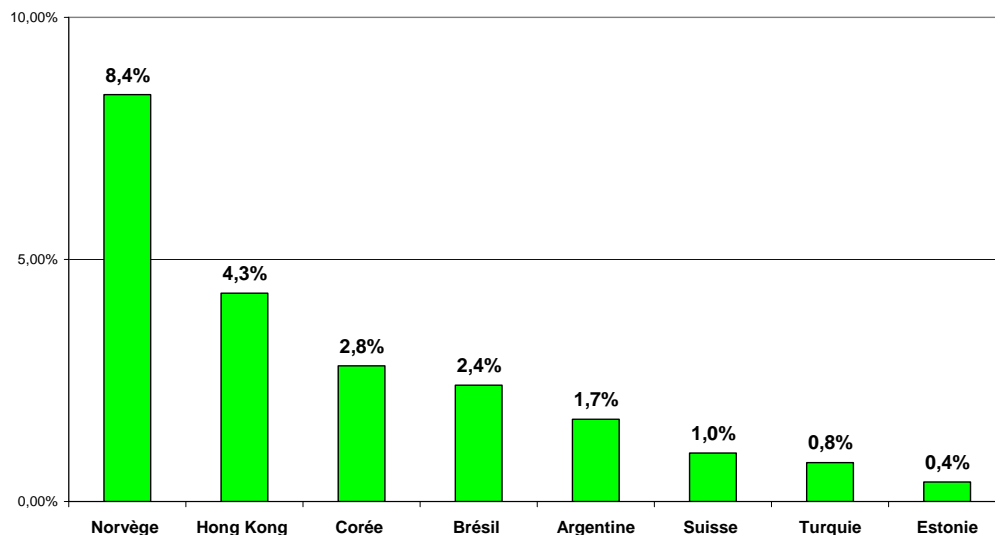
**La France et l'Italie voient leur dette croître plus que la croissance.**

**La course entre taux d'intérêt et inflation est partie.**

#### **Une note optimiste**

Certains me reprochent de noircir le trait. Je commence cet épisode par la note optimiste : Il existe des pays avec excédent budgétaire.

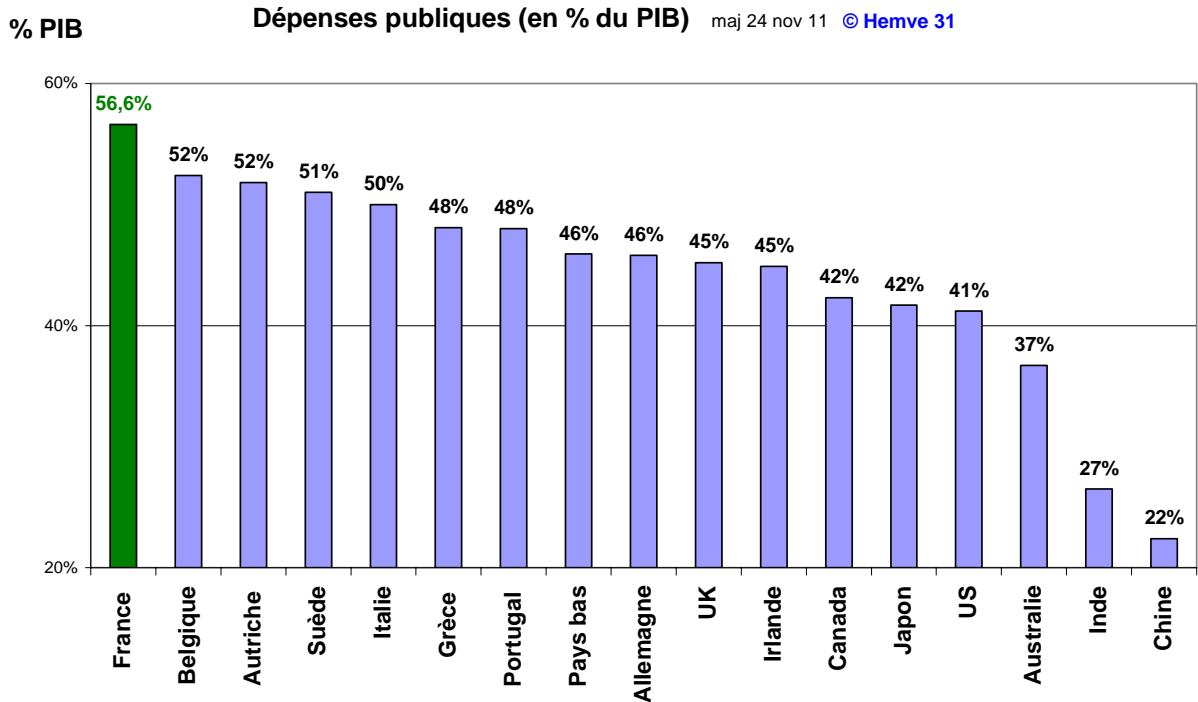
**Les pays avec excédent budgétaire (en % PIB)**



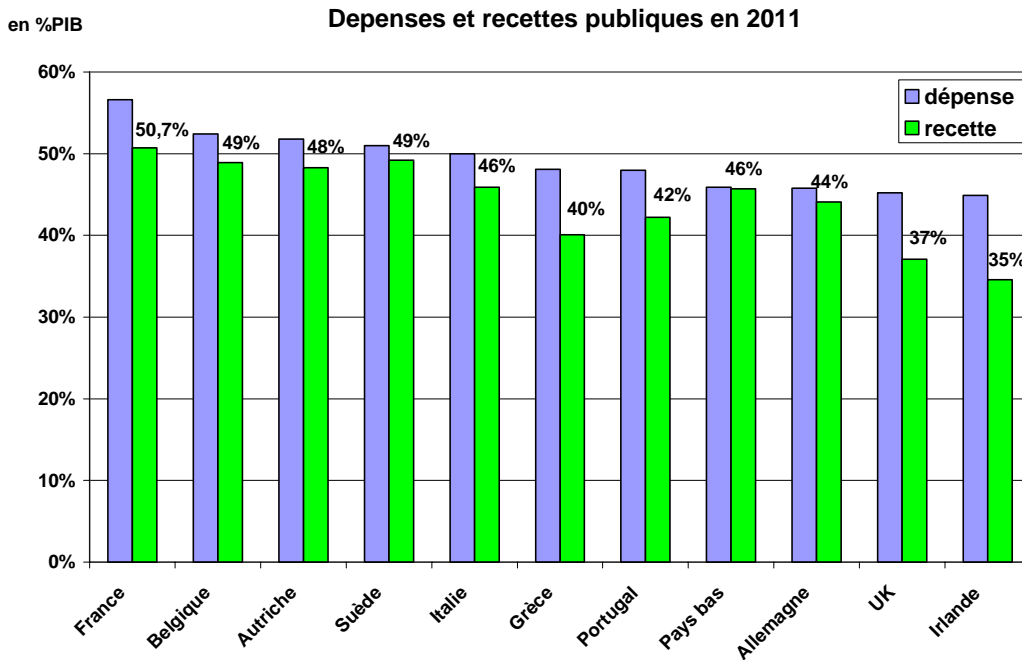
#### **La principale cause de la dette publique est la dépense supérieure aux impôts**

La dette est le résultat d'une accumulation de déficits publics sur les années antérieures. Le refus de s'adapter à la nouvelle donne mondiale des émergents (sauf l'Allemagne, et le Royaume Uni), en continuant à vivre à crédit, pour financer les dépenses courantes, alors que les investissements chez les émergents rapportent plus. Le refus de voir la réalité se paiera d'autant plus cher que l'ajustement se fera tard.

**La France médaille d'or de la dépense publique, en 2011, loin devant la Suède.**  
 On est très loin de la convergence avec les autres pays de la zone euro. La France est 8% au dessus de la moyenne des autres pays de la zone euro.



Source FMI, 2011



Source FMI 2011

Il semble difficile d'augmenter les recettes au delà du niveau actuel de 50%, sans entrainer une fuite des capitaux, des investissements.

D'autre part avec une telle pression fiscale, l'augmentation des taux d'imposition augmente faiblement les recettes fiscales.

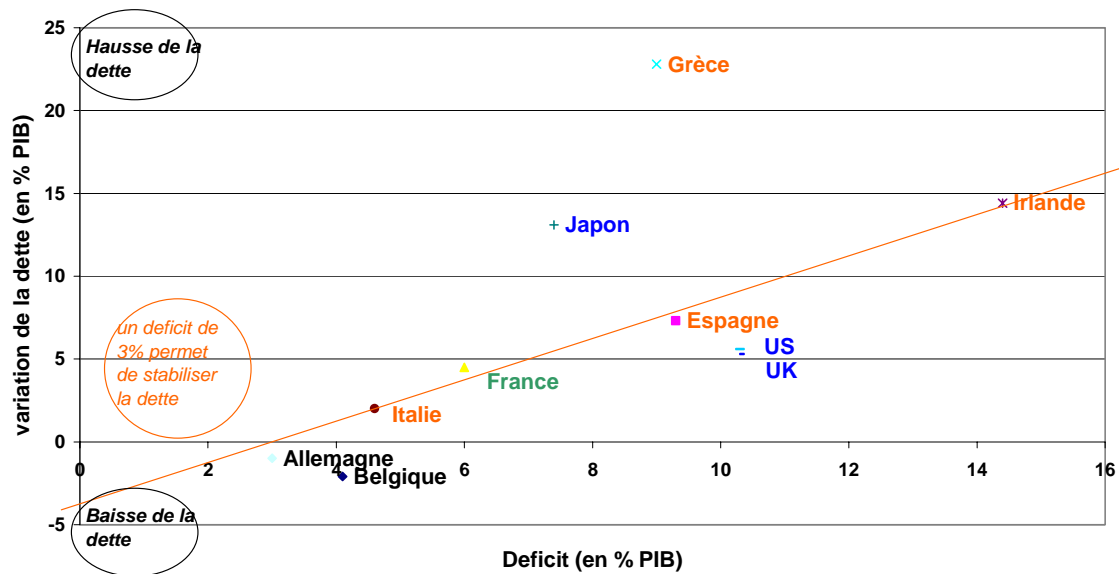
**Une convergence de la zone euro impose que** Grèce, Portugal et Irlande augmentent leurs impôts de 8 points, et que **la France baisse ses dépenses de 8 points, soit 160 Mds ou 16% des dépenses publiques !** (comme le Royaume uni) .L'Allemagne vit avec 150 Mds de dépenses publiques de moins que nous Et ils sont soignés aussi bien. Leurs enseignants sont mieux payés. Il faut dire que l'Allemagne a un excédent commercial de 115 Mds qui supporte des charges sociales, quand la France a un déficit de 75Mds et 10 fois moins de PME exportatrices. Une partie de l'explication est là. Les prêteurs se détourneront de la France si celle-ci vient une nouvelle fois au secours de la zone euro ou de Dexia, par des prêts dont le remboursement resterait incertain (même s'ils sont comptabilisés hors bilan aujourd'hui).

### Les causes de l'augmentation de la dette

La dette augmente chaque année en fonction du déficit annuel. Grèce et Japon ont une dette qui grossit plus que le déficit annuel, à cause de l'ampleur de leur dette, suite à la hausse des taux d'intérêts sur la dette qui roule, ou des variations de change (avoirs en \$ pour le Japon).ou la recapitalisation de secteurs en difficulté.

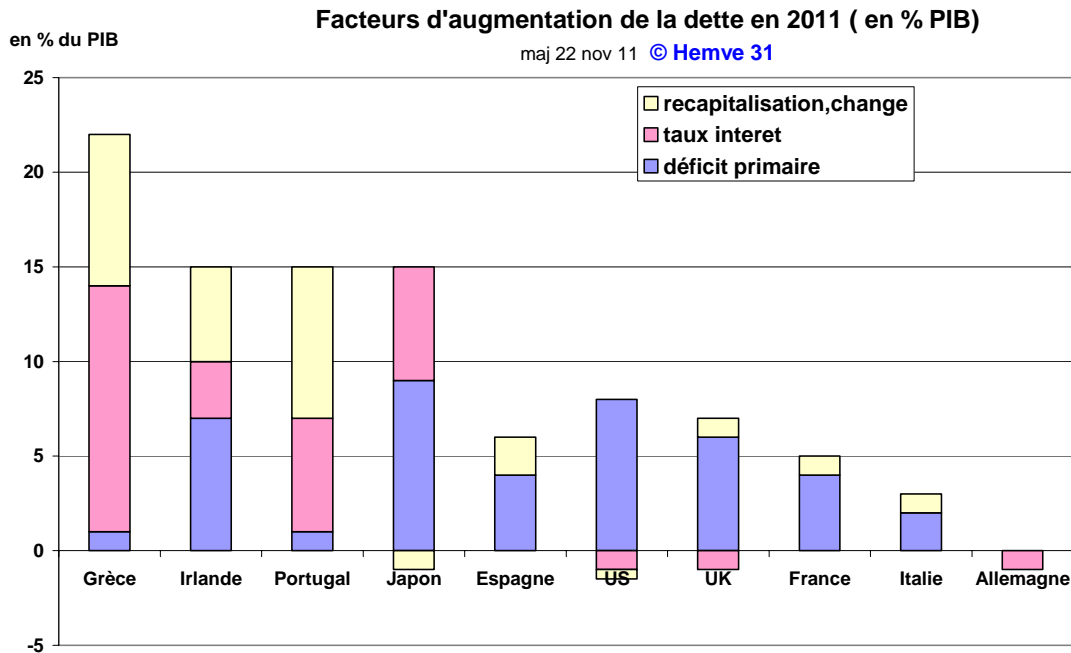
#### les déficits 2011 et les conséquences sur la dette

maj 20 nov 11 © Hemve 31



Source FMI, 2011

Plus la dette augmente, plus les investisseurs demandent des taux d'intérêt élevés, par crainte d'un non remboursement



**Pourquoi le Royaume uni obtient-il des taux d'emprunt beaucoup plus faible que nous ? Et depuis cette semaine plus faible que les taux allemands**

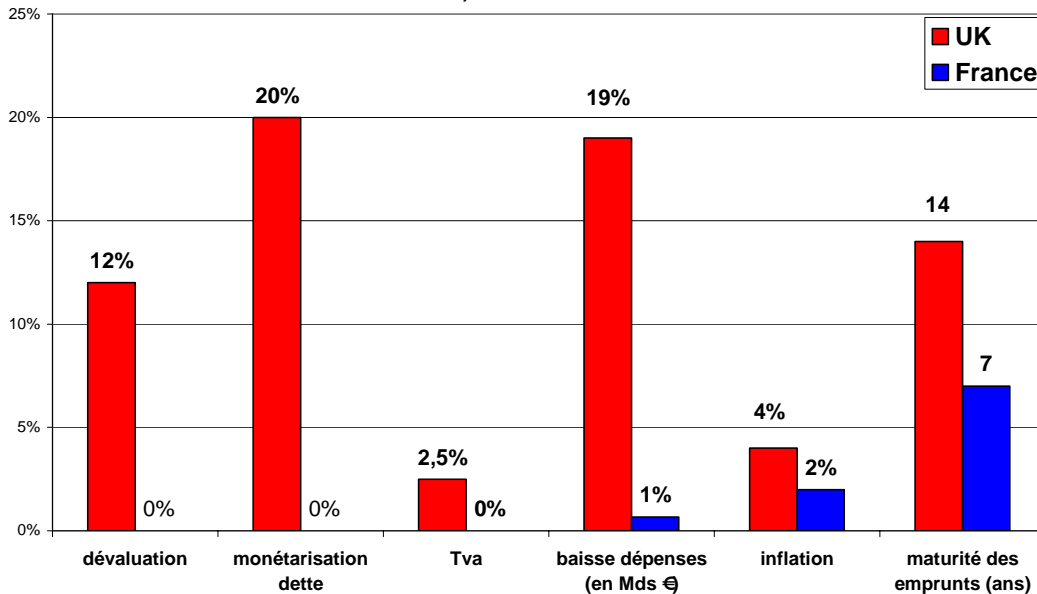
Y a-t-il une manière rapide efficace de sortir de l'hyper- endettement ? Oui, la méthode anglaise. La pire méthode étant la méthode opposée appliquée à la Grèce. Aujourd'hui les taux sont à 2,2%.

Le Royaume uni est le pays qui utilise le mieux simultanément toutes les mesures, pour diminuer sa dette :

- Réduction de la dépense publique de 19%,
- dévaluation de 12%
- monétarisation de la dette, (20% racheté par la banque centrale)
- augmentation de la TVA de 2,5%
- inflation de 4%
- étalement des emprunts sur 14 ans

### Les facteurs réduisant le cout de la dette en France et au Royaume uni

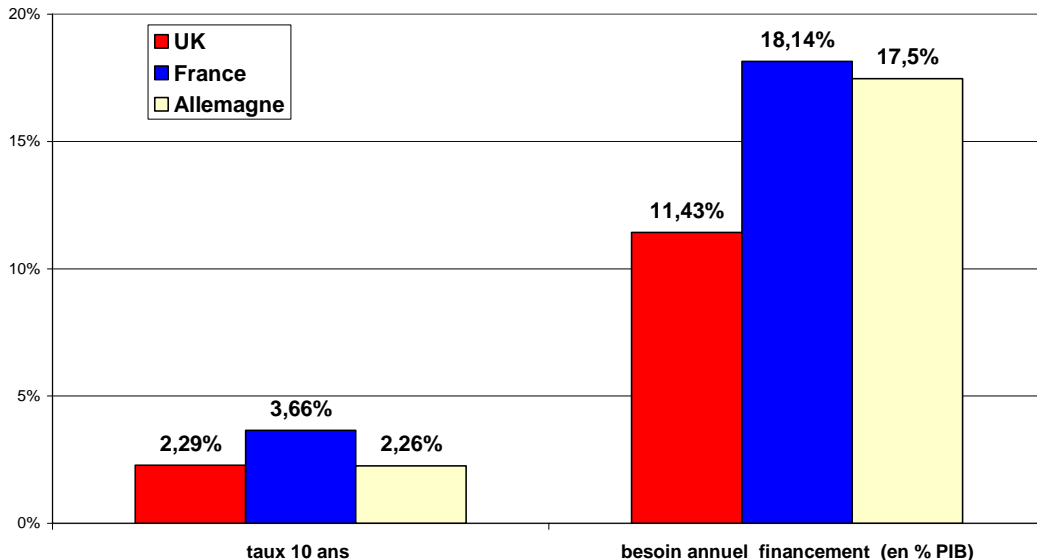
maj 20 nov 11 © Hemve 31



Evidemment l'ensemble de la population souffre d'une telle réduction des dépenses. Mais elle le fera beaucoup moins longtemps que tous les autres pays, et de manière moins indolore. Les résultats sont rapides, et très favorable au redémarrage de la croissance.

### Le refinancement de la dette (80% du PIB pour UK , 83% pour la France, 81% pour RFA)

maj 25 nov 11 © Hemve 31



Les emprunts d'UK ont une maturité de 14 ans ; ceux de la France de 7 ans et ceux de la RFA de 5,6 ans. Le besoin annuel de financement du Royaume uni est donc beaucoup plus faible, pour faire rouler la dette, avec une signature meilleure, puisqu' il peut

imprimer autant de monnaie qu'il veut. Et sa monnaie remonte légèrement après une forte dévaluation en 2008.

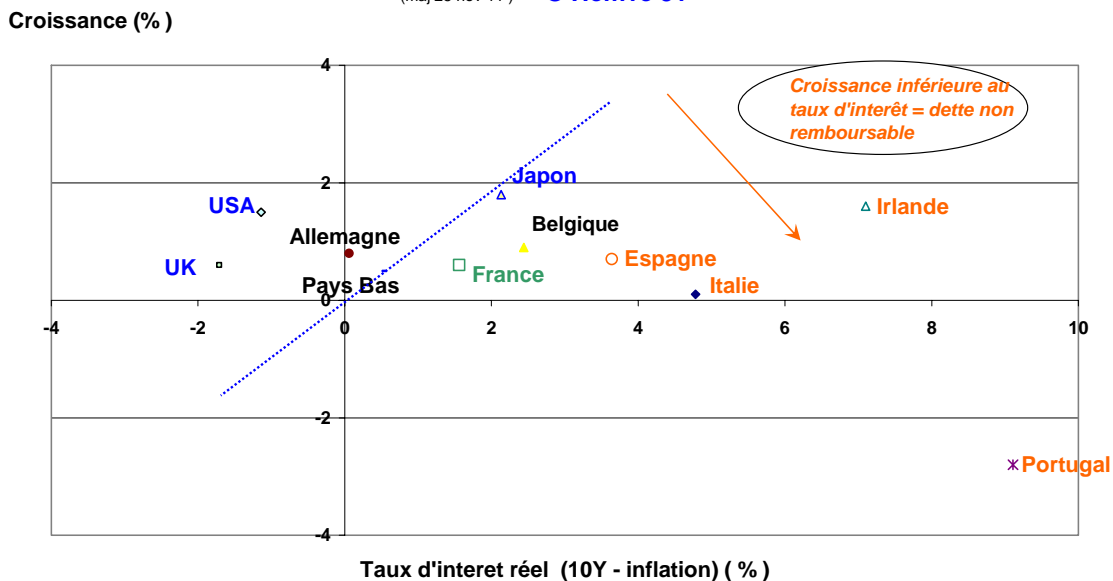
Lors de l'adjudication du 23 novembre, les investisseurs ont refusé d'acheter des emprunts allemands. 40% des 6 Mds n'ont pas trouvé preneur. Les taux ne sont pas assez élevés. C'est la banque centrale allemande qui les a achetés. Premier coup de canif au dogme. Etes vous prêt à acheter des Bunds allemands sur 10 ans au taux de 1,98%, avec toutes les charges que l'Allemagne va devoir supporter ? Reste à L'Allemagne à remonter ses taux ou diminuer ses emprunts. En l'absence totale de prêteurs, L'Allemagne devrait réduire ses dépenses de 17,5% du PIB !! Scenario inimaginable, il y a une semaine.

Le Royaume uni va même se permettre de faire un budget 2012, moins dur que celui de 2011. Evidemment la croissance ne sera pas la même très rapidement. Si vous pouvez emprunter deux fois moins cher, vous pouvez investir et contribuer à la croissance. Se donner les conditions de la croissance, ce sont des taux d'intérêt bas et un besoin annuel de financement faible.

**Des taux d'intérêts réels supérieurs à la croissance augmentent la dette** très fortement à chaque échéance de remboursement/nouvelle émission. La zone euro, en panne de croissance, ne peut plus rembourser ses dettes ; ce qui fait augmenter les taux. La réaction s'emballe. L'Europe n'a pas eu de croissance supérieure à 1% ces dix dernières années.

### Effet boule de neige : croissance inférieure aux taux réels

(maj 25 nov 11) © Hemve 31

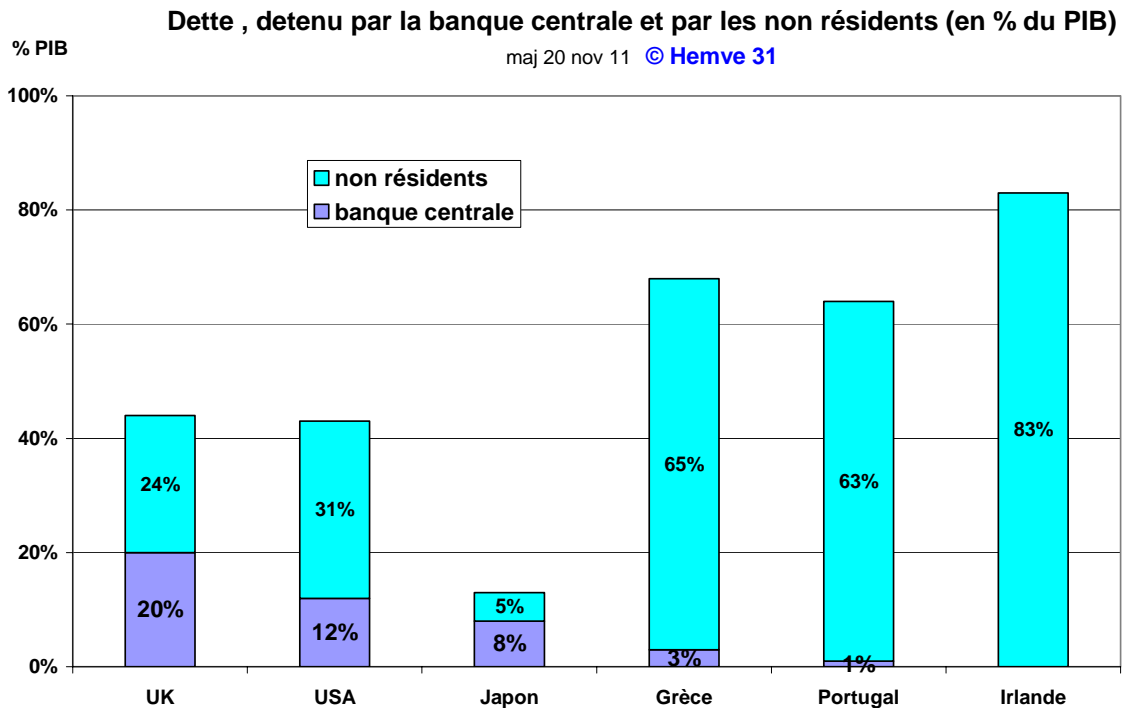


*La machine s'emballe : France, Belgique, et même Japon passent nettement sous le trait, marquant l'équilibre. Pays bas s'en approche*

## La monétarisation de la dette est elle la solution ?

La monétarisation de la dette, permet de baisser temporairement les taux des nouveaux emprunts, et transforme cette charge en inflation future, plus indolore. **Mais les investisseurs réclament maintenant des taux plus élevés, au dessus de l'inflation qui redémarre, et des garanties de remboursement, avec des budgets en équilibre.** Le rachat par la BCE pourrait vite s'avérer inefficace. La monétarisation ne résout pas le problème, mais permet de gagner du temps. Impossible d'utiliser un tel outil, dans la zone euro, de par les traités, mais aussi du fait que les Etats en profiteraient pour dépenser plus, sans engager aucune économie, comme ils le font actuellement. Il est indispensable avant tout achat massif de la BCE, que les budgets soient équilibrés ou en dessous de 3% de déficit. Ce que la plupart des gouvernements ne veulent pas faire. Rappelons que Papandréou n'a rien trouver de mieux que d'augmenter les retraites en arrivant au pouvoir, il y a 2 ans .Ni la France ni l'Italie n'ont entrepris la moindre réduction des dépenses en 2011. De plus la BCE n'a un capital que de 2 000 Mds, totalement insuffisant pour financer simultanément la Grèce, le Portugal, l'Italie, l'Espagne, la Belgique, la France, l'Autriche... La BCE ne sera pas plus efficace que le FESF. Rappelons aussi que le rôle de la BCE est de fournir de la monnaie au circuit économique (banques, entreprises...) et non aux Etats. **Le rachat de dettes publiques assèche d'autant les liquidités disponibles.**

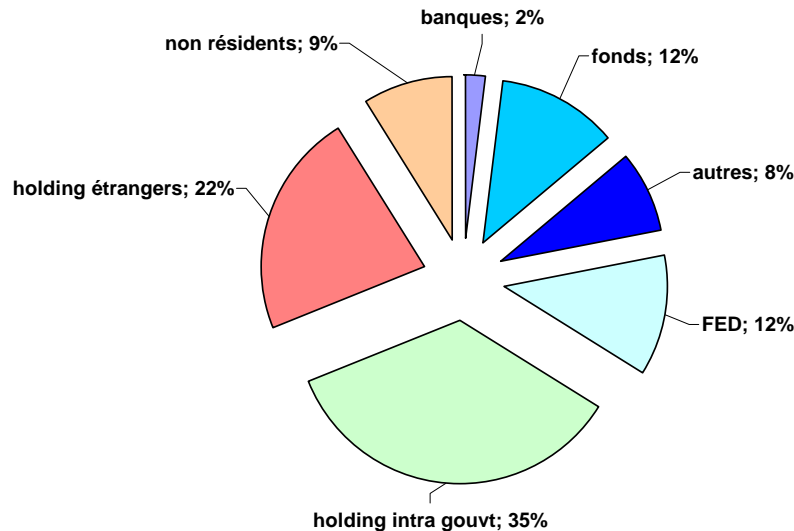
On a des outils sans capital. Globalement la zone euro n'a jamais compris le cout du capital. Elle va le comprendre, dans la douleur. **La course entre taux d'intérêt et inflation a commencé.**



Source FMI, 2011

Deux facteurs sont essentiels dans la structure des emprunts : La monétarisation diminue la charge de la dette, par la baisse des taux d'intérêts réels. Le remboursement aux non résidents des emprunts en fin de vie, diminue la croissance

### Qui detient la dette US ?

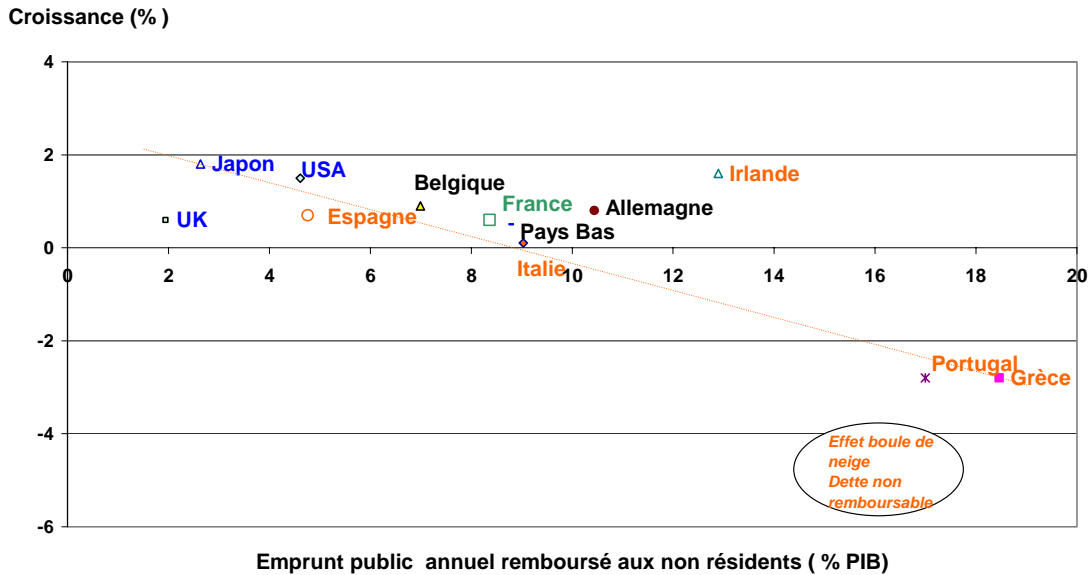


### **Fait aggravant, les remboursements aux non résidents des dettes arrivant à échéance, diminuent encore plus la croissance.**

Le remboursement aux non résidents des anciennes obligations s'investit prioritairement dans les pays peu endettés ou à croissance. L'argent public des pays endettés contribue à la croissance des pays qui se portent le mieux. L'accumulation de dettes réduit d'autant la croissance future des emprunteurs, indispensable, pour rembourser les dettes. Au delà de 10% du PIB de remboursement annuel à des non résidents, (soit une dette de 70 du PIB, pour la plupart des pays,) la dette devient non remboursable, Les emprunteurs ont bénéficié dans le passé d'une croissance à crédit, qu'il faut bien payer un jour, par une croissance plus faible.



## L'effet déflationniste sur les résidents des emprunts publics remboursés aux non résidents (maj 25 nov 11) © Hemve 31



Maastricht avait bien prévu les choses sur le déficit maximum acceptable. La zone euro ne peut monétariser et transférer la charge aux autres pays, tant que les pays n'ont pas réduit leur déficit en dessous de 3%.

### L'exemple de l'Argentine est-il une bonne solution ?

En 1998, l'Argentine a fait défaut de paiement. Elle décide de réduire tout : les prestations sociales, les salaires, la production, les investissements. Tout, sauf la dette (140 Mds \$)! (comme on le demande actuellement à la Grèce et au Portugal). Les pertes sont transférées à l'ensemble de la société, sauf aux banquiers. Lavagna le ministre des finances décide de rompre avec le FMI, de ne rembourser que 25% des dettes, sortir du lien rigide avec le \$, dévaluer de plus de 50% et relancer l'économie. Les quatre années de récession ont conduit à un recul de 21 % du PIB. Au plus fort de la crise le taux de chômage a atteint 23 %. Cinq présidents se sont succédé à la tête du pays en un peu plus d'un an. Mais la croissance est revenue en 2 ans.

Le plus paradoxal est que le FMI est opposé aux changes fixes, principale cause de la défaillance de l'Argentine, face à des dévaluations massives de ses voisins (Brésil...)

### Le quatuor gagnant pour sortir de l'hyper endettement:

- **réduire la dépense publique** (déficit en dessous de 3%)
- **privatiser** (transfert de la dette au privé)
- **baisser les taux d'intérêt** (la monétarisation diminue les taux)

- **le change** (baisse de la monnaie, augmente l'activité)

L'appartenance à la zone euro interdit de fait l'utilisation des deux derniers leviers, et impose une rigueur plus forte que celle du Royaume uni.

Annuler les dettes, implique d'équilibrer ses comptes, il n'y a aucune solution miracle qui permettra de continuer à se doper à la dette. Arrêtons de nier la réalité. Les Etats se retrouvent avec des amortissements annuels de 200% de leurs bilans. Rien ne justifie de tels excès, sinon l'ego des politiques. Aucun banquier ne laisse un particulier dépasser 30%. Les pays de l'OCDE sont tous en faillite. Seule la rue, ou un renouvellement total de la classe politique arriveront à redresser la situation. Il faut favoriser de manière urgente tout ce qui favorise les exportations et l'augmentation du nombre de salariés en France (la compétitivité).

**La remontée des taux signifie la fin de la baisse des marchés**. Augmentation des taux, des matières premières et des marchés est bien le signal que vous attendez tous ? Il ne manque plus que la confirmation de la hausse des taux US, pour voir un rally des marchés action.

Hemve 31

Rappel des épisodes précédents

22 Oct., 1/ L'impasse, la crise mondiale de l'endettement

30 oct. 2/ la globalisation la concurrence mondiale des salaires, des systèmes sociaux, des dettes

6 nov. 3/ l'ajustement

12 nov. 4/ Gain contre risque, la volatilité, le VIX, le trading

25 Nov. 5/ le marché de la dette,

3 déc. 6/ les gagnants et les perdants

10 déc. 7 / les gagnants, le DAX

31dec 8/ les gagnants, jouer les taux

7 janv. 9/ les gagnants, les matières premières

14janv 10/ retour sur les matières premières

4 fév. 11/ faut il acheter de l'or ?

4 mars 12/ la crise du pétrole

29 jul. 13/ la tragédie grecque

6 aout 14 /la dette US

13 aout 15/ le trou d'air

12 nov. 16/ sauver l'Italie