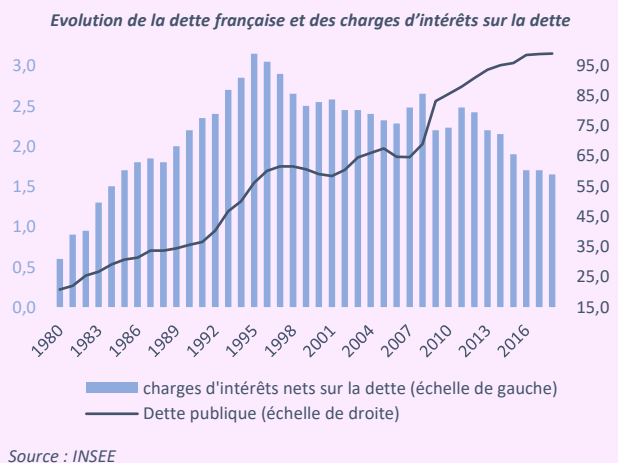
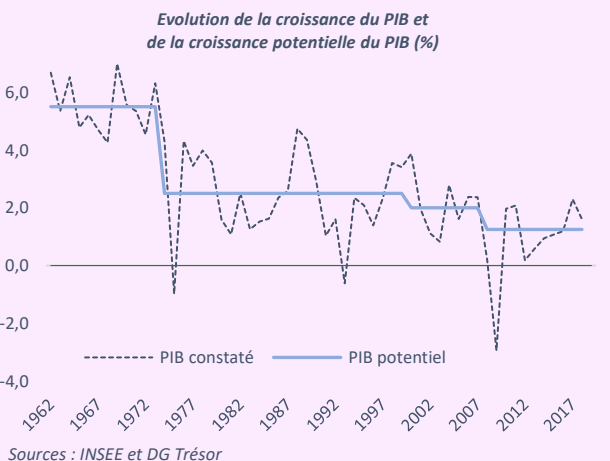
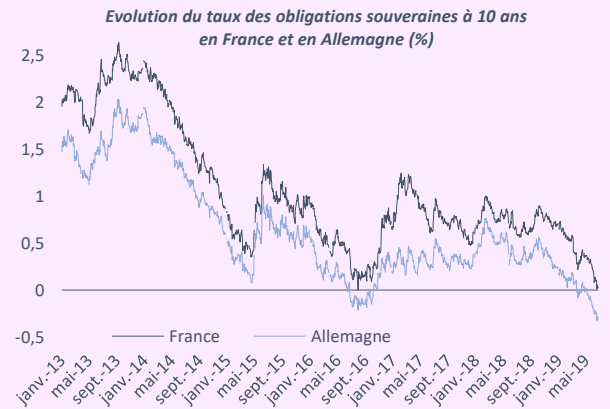
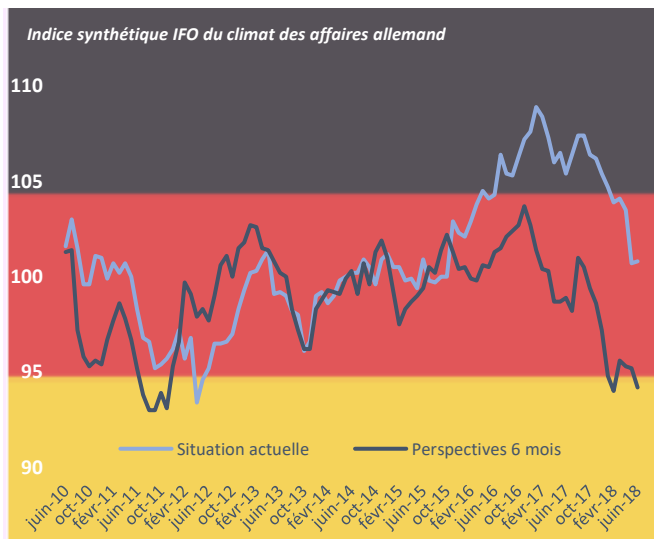


L'incontournable... Quand la position débitrice de la France lui permet de s'enrichir...

- **Jeudi 18 juin 2019 à 12h21 (GMT), pour la première fois de son histoire, le rendement obligataire à échéance 10 ans de la France est passé en territoire négatif à -0,0012%.** Cette situation va à l'encontre des fondamentaux économiques que nous connaissons jusqu'à présent : désormais, l'Etat se fait payer quand il emprunte de l'argent.
- Ce cas de rendement négatif est loin d'être isolé : **environ 1/3 de la dette souveraine des économies avancées se négocie actuellement à des taux négatifs sur le marché secondaire.** Comment en est-on arrivé là ?
- **Le problème de la France, et plus généralement de la zone euro, réside dans sa croissance structurellement faible.** Ses moteurs traditionnels - consommation et investissement - ont en effet pâti au cours des dernières années d'un faible niveau de confiance qui s'est principalement traduit par un excédent d'épargne et par conséquent une inflation trop faible. **La Banque centrale européenne (BCE) mène depuis février 2016 une politique de taux zéro destinée à inciter les ménages à consommer et les investisseurs à investir dans l'économie réelle pour relancer la croissance et en définitive l'inflation.**
- **La baisse des taux souverains découlant de cette politique monétaire accommodante a eu pour effet de réduire les dépenses gouvernementales associées au paiement des intérêts sur la dette des Etats.** A titre d'illustration, en 2018 les charges d'intérêts nets sur la dette publique française s'établissaient à 1,7% du PIB, soit une proportion identique à celle de 1984... quand le ratio dette/PIB était de 30%.
- Si cette situation est à court terme une bonne nouvelle pour l'Etat, puisqu'elle lui permet de « rouler sa dette » (emprunter pour rembourser les échéances précédentes) sans aucune difficulté et à moindre coût, **elle ne l'encourage toutefois pas à assainir ses finances publiques sur le moyen/long terme.** Dans son rapport du 26 juin dernier, la Cour des Comptes évoque « des évolutions préoccupantes de la dette publique », qui après s'être stabilisée en 2018, devrait croître de nouveau en 2019 « à rebours de nos partenaires de la zone euro ».
- Surtout, la Cour indique que « **si la faiblesse des taux d'intérêts (...) et ses conséquences sur la charge d'intérêts qui en a résulté ont jusqu'à présent semblé rendre indolore la hausse de la dette publique, il serait imprudent de compter sur un maintien durable des taux d'intérêt à un niveau bas** ». L'histoire nous enseigne que « **les hausses de taux d'intérêt peuvent être brutales, surtout pour un pays comme la France** » dont le niveau de dette est élevé (98,7% du PIB).



Le graphique de la quinzaine... L'économie allemande se dirige vers le « marasme »



- **En Allemagne, la conjoncture économique continue de se dégrader** comme en témoigne la publication récente de l'indice Ifo du climat des affaires allemand. **En juin en effet, le moral des entreprises s'est dégradé pour le troisième mois consécutif, pour s'établir à son plus bas niveau depuis novembre 2014.**
- **Cette dégradation s'explique principalement par le passage à vide du secteur industriel,** dans un contexte de ralentissement économique mondial et de tensions commerciales et géopolitiques. En juin, le moral des industriels allemands s'établissait à son plus bas niveau depuis décembre 2012.
- Selon l'Ifo, « **l'économie allemande se dirige vers le marasme** » tandis que dans son rapport mensuel, **la Bundesbank estime que le PIB devrait subir une légère contraction au deuxième trimestre** (après une croissance de +0,4% au premier trimestre). Selon le gouvernement, en 2019 le PIB allemand ralentirait nettement par rapport à 2018 (+0,5% contre 1,5%).

Focus sur... Théorie monétaire moderne : une fausse bonne idée qui n'a rien de moderne

- La « **théorie monétaire moderne** » (TMM) est le sujet en vogue dans les milieux financiers et politiques. Cette nouvelle théorie monétaire a notamment été popularisée par l'économiste américaine Stephanie Kelton, une proche du sénateur démocrate Bernie Sanders qui a annoncé en février dernier sa candidature aux primaires démocrates en vue de l'élection présidentielle de 2020. Selon la TMM, **le déficit public (et la dette qui en découle) doit permettre d'atteindre le plein emploi, et ce déficit doit être financé par de la création monétaire de la part des banques centrales sans se soucier des effets que cela peut avoir sur l'évolution des prix.**
- Le terme « moderne » s'oppose au terme « classique ». **Dans la théorie classique (ou monétariste pour les puristes), la création monétaire induit toujours une hausse des prix (de l'inflation), parce que la valeur conférée à la monnaie est d'autant plus faible que la quantité de monnaie en circulation est forte.** Pour bien comprendre ce phénomène, comparez donc la valeur que vous accordez à un billet de 500 euros avec celle que vous accorderiez à ce même billet dans un contexte de distribution gratuite et illimitée d'argent (notion de *helicopter money*).
- Le fondement de la « théorie monétaire moderne » repose sur le constat que **les politiques monétaires ultra accommodantes menées au cours des dernières années dans les pays industrialisés n'ont pas engendré une hausse significative de l'inflation.** La TMM extrapole cette situation et considère que la monétisation par les banques centrales de la dette publique ne devrait pas engendrer d'inflation, celle-ci ayant à priori disparu.
- Ainsi la TMM oublie que **la faiblesse de l'inflation dans les économies industrialisées est mal comprise.** Elle est certes pour partie liée à des facteurs structurels : la quatrième révolution industrielle que vivent ces économies se caractérise en effet par des innovations majeures et une concurrence accrue qui contribuent à faire diminuer les prix mais aussi la globalisation qui augmente la concurrence ou encore le vieillissement des populations. Mais la temporalité de ces facteurs structurels est assez imprévisible d'une part, et le comportement de l'inflation obéit à d'autres facteurs qui peuvent aller dans l'autre sens (confiance, prix du pétrole, barrières protectionnistes) ; enfin, les anticipations jouent un grand rôle dans sa dynamique. **Il en ressort ainsi une limite évidente à la TMM : elle reste valable tant que l'inflation ne remonte pas, une hypothèse très incertaine...**
- **La tentation de creuser indéfiniment les déficits et de les financer par de la création monétaire sous prétexte que l'inflation aurait totalement disparue, fait donc peser le risque d'un effet boomerang, à savoir le retour d'une inflation incontrôlée.** Karl Otto Pöhl, gouverneur de la Bundesbank entre 1980 et 1991, avait indiqué que « l'inflation, c'est comme le dentifrice, une fois sorti du tube, on peut difficilement l'y remettre ». **Le retour de l'inflation viendrait grever le pouvoir d'achat des ménages, contraignant ainsi leur consommation de même que les perspectives de débouchés des entreprises.**
- **Des économistes comme Paul Krugman (Prix Nobel 2008) ou Larry Summers, pourtant loin d'être des tenants de l'orthodoxie monétaire, ont fortement critiqué la TMM** expliquant que la monétisation de la dette pouvait conduire à de l'hyperinflation (« *contrary to the claims of modern monetary theorists, it is not true that governments can simply create new money to pay all liabilities coming due and avoid default. As the experience of any number of emerging markets demonstrates, past a certain point, this approach leads to hyperinflation* », [extrait d'un article publié par Summers dans le Washington Post du 4 mars 2019](#)).
- En avril dernier, **la Directrice générale du FMI Christine Lagarde (et future Présidente de la BCE) exprimait également ses réserves** en indiquant que « la TMM n'est pas la panacée » et que les dépenses budgétaires ne peuvent croître sans cesse puisqu'il n'existe pas de « *déjeuners gratuits* » (il y a forcément quelqu'un qui paie, en l'occurrence le consommateur du fait de la baisse de son pouvoir d'achat). Enfin plus récemment, **l'ancienne Présidente de la Banque centrale américaine Janet Yellen se déclarait dubitative sur le sujet**, expliquant que « la TMM est une théorie fallacieuse car elle mène à l'hyperinflation ».
- En définitive, **la TMM sont les habits neufs de la bonne vieille planche à billet : elle autorise l'Etat à s'endetter aujourd'hui, sachant que les déficits seront financés par cet impôt invisible qu'est l'inflation...**

Les brèves...

- Eurostat – Taux d'inflation en juin 2019 (rythme annuel) : +1,1% en zone euro, loin de la cible de la BCE de 2%
- Eurostat – Taux de chômage en mai 2019 : 7,5% de la population active, un plus bas depuis juillet 2008

Prévisions économiques

		France			Allemagne			Italie			Espagne			Royaume-Uni		
		2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
Taux de croissance (%)	Commission (mai 19)	1,7%	1,3%	1,5%	1,4%	0,5%	1,5%	0,9%	0,1%	0,7%	2,6%	2,1%	1,9%	1,4%	1,3%	1,3%
	Consensus (juin 19)		1,3%	1,3%		0,8%	1,4%		0,1%	0,5%		2,3%	1,8%		1,4%	1,4%
Taux de chômage (% pop active)	Commission (mai 19)	9,1%	8,8%	8,5%	3,4%	3,1%	2,7%	10,6%	10,9%	11,0%	15,3%	13,5%	12,2%	4,0%	4,1%	4,2%
Solde public (% du PIB)	Commission (Mai 19)	-2,5%	-3,1%	-2,2%	1,7%	1,0%	0,8%	-2,1%	-2,5%	-3,5%	-2,5%	-2,3%	-2,0%	-1,5%	-1,5%	-1,2%
Dette publique (% du PIB)	Commission (Mai 19)	98,4%	99,0%	98,9%	60,9%	58,4%	55,6%	132,2%	133,7%	135,2%	97,1%	96,3%	95,7%	86,8%	85,1%	84,2%

Direction Economie

Contacts : abenhamou@medef.fr / oredoules@medef.fr

Information juridique importante : la direction des études économiques s'efforce de diffuser des informations exactes et à jour, et corrigera, dans la mesure du possible, les erreurs qui lui seront signalées. Toutefois, elle ne peut en aucun cas être tenue responsable de l'utilisation et de l'interprétation de l'information contenue dans cette publication. Les opinions exprimées sont celles des auteurs et ne reflètent pas nécessairement la position du MEDEF ou de ses membres.