

Lettre n° 59

Juin - Juillet 2012

La répression financière

- Entre croissance, austérité, défaut et hyperinflation, la répression financière apparaît comme la seule voie choisie ou subie pour extraire les économies occidentales du surendettement dans lequel elles sont aujourd'hui plongées. Cette voie passe par une poursuite du renforcement de la réglementation sous toutes ses formes et une reprise « contrôlée » de l'inflation.

A l'heure où les stratégestes et les agences de rating voient la Grèce faire systématiquement défaut et la Zone Euro disparaître à plus ou moins brève échéance, les travaux de deux chercheurs du National Bureau of Economic Research - **Carmen M. Reinhart** et **M. Belen Sbrancia** - mettent en évidence l'existence d'une troisième voie ouverte à toutes les économies occidentales fortement endettées, celle de la **répression financière**.

Nous avons déjà largement commenté dans ces colonnes il y a exactement un an, les remarquables travaux de **Carmen M. Reinhart** alors associée avec **Kenneth S. Rogoff**, portant sur l'étude historique des situations de défauts souverains à travers le monde de 1300 à nos jours.

Cette fois-ci les auteurs s'attachent à montrer comment, dans l'histoire, le phénomène de **répression financière** a permis d'« effacer » la dette des Etats. Ils illustrent en particulier leur propos avec l'exemple d'un pays comme la Grande Bretagne, qui a pu ainsi passer d'une situation où l'encours de sa dette publique flirtait avec les 240% du PNB à une situation où elle a pu être ramenée à moins de 50% du PNB, tout en honorant constamment ses engagements.

Le maître mot derrière la répression financière est celui de **régulation**. Or jamais ce mot n'a été autant à la mode ces trente dernières années que depuis 2008. Car un des effets majeurs de la réglementation ne serait finalement pas tant d'apporter plus de sécurité que d'ouvrir la seule voie douce à un désendettement massif des Etats.

En effet, si l'on veut bien avancer de façon systématique et procéder par élimination, les voies vers le désendettement ne sont pas si nombreuses: les auteurs en dénombrent seulement cinq.

La croissance est la première d'entre elle. Il faudrait cependant une nouvelle révolution industrielle à brève échéance, pour qu'elle soit aujourd'hui une véritable option. La crise que nous traversons est en effet en grande partie le résultat d'une faiblesse de l'activité, en particulier dans des secteurs comme l'immobilier.

L'austérité budgétaire constitue la deuxième voie. Elle n'a très clairement pas été retenue à ce stade par les Etats-Unis ou le Royaume-Uni. A l'inverse, l'Europe s'y accroche depuis deux ans déjà avec un succès très mitigé. Dans la moitié des pays où elle a été imposée, le recul de la demande a été beaucoup plus rapide que la baisse de la dette et le ratio a par conséquent continué à augmenter plus rapidement que prévu. C'est le cas de la Grèce et de l'Espagne. En Irlande et au Portugal, qui sont les deux autres pays faisant l'objet d'une étroite surveillance, le même ratio a aussi augmenté mais dans des proportions moindres qu'attendues ce qui permet envisager une issue plus favorable. Nous n'en sommes toujours pas au stade où ce ratio aurait commencé à

baisser pour que l'on puisse parler du réel succès d'une telle politique. Les récents débats et propositions formulées au sein du **Conseil Européen** et de l'**Eurogroupe** tendent à démontrer que l'austérité budgétaire seule ne peut être la solution aux surendettements actuels des Etats et qu'il faille rechercher d'autres alternatives.

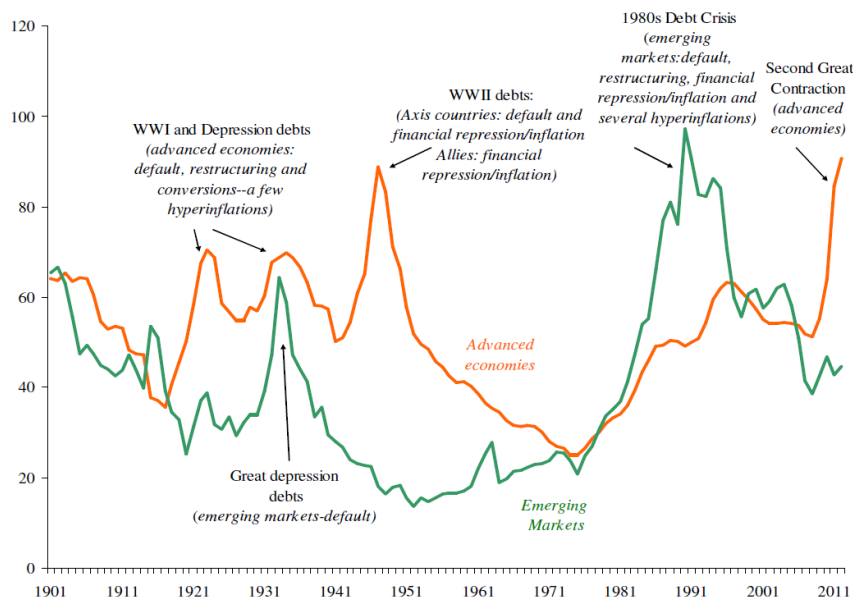
Le défaut et l'hyperinflation sont les voies numéro 3 et numéro 4 au problème de l'endettement excessif. Leurs conséquences en sont connues, au moins au plan historique. Elles sont toujours possibles mais ce sont des solutions à caractère extrême que tout le monde aujourd'hui essaie d'éviter.

Il ne reste alors que la cinquième et dernière voie possible que constitue donc la **répression financière**.

La **répression financière** est peu connue car elle n'a jamais été qualifiée et étudiée de façon aussi détaillée que ce que les auteurs ont fait ici. Elle a cependant déjà été évoquée au début des années 1970, et les spécialistes s'accordent aujourd'hui à la qualifier par deux caractéristiques principales.

La première caractéristique est un **encadrement étroit des taux d'intérêt**, c'est-à-dire une réglementation explicite sur la rému-

Figure 1. Surges in Central Government Public Debts and their Resolution: Advanced Economies and Emerging Markets, 1900-2011



-nération des dépôts, ou un cap imposé aux taux de prêt des banques, ou encore la fixation des coupons d'emprunts non négociables ou enfin l'imposition à la Banque Centrale, d'objectifs de taux d'intérêt. En utilisant une telle grille de lecture, les interventions de la Réserve fédérale, à la fois sur les taux des fonds fédéraux et sur la courbes des taux des emprunts d'Etats (« Operation Twist »), pourrait constituer un bon exemple de mise

sous tutelle des taux d'intérêt qui remplit tout à fait la première caractéristique d'une répression financière.

La deuxième caractéristique est l'entretien d'une épargne captive par divers moyens comme le contrôle des changes, comme la constitution d'épargne publique ou de fonds réglementés (fonds souverains, fonds de réserves, réserves de change, etc.), comme la taxation des transactions financières et d'autres qui peuvent aller du renforcement de la réglementation des établissements financiers à la nationalisation des banques. La encore nombre d'évènements intervenus depuis 2008 pourraient être autant d'illustrations de l'émergence d'une répression financière. Les exemples ne manquent pas d'un changement profonds dans le profil des investisseurs qui interviennent aujourd'hui sur le marchés des emprunts d'Etats. En grande majorité, il s'agit d'investisseurs publics (domestique ou non) comme la Fed et la BoE dans leurs opérations de «Quantitative Easing», comme la BCE dans ses premières interventions au titre du Securities Market Program, comme les Banques Centrales des BRIICS dans la gestion de leurs réserves de changes, ou comme les fonds souverains (Singapour, Emirats, Norvège, etc.). Par ailleurs, une taxe sur les transactions financières qui existe déjà au Royaume Uni ou en Suisse, va sans doute s'étendre à la France et au reste de la Zone Euro. Partout la réglementation se durcit dans l'industrie bancaire où le montant de capital réglementaire a été multiplié par 3 ou 4. Or ce capital est presque condamné à être investi en titres d'Etat. Dans le même ordre d'idée, les activités de gestions sont de plus en plus contraintes au titre de la nécessité à contrôler le «Shadow Banking».

Forts de ses constats, **Carmen M. Reinhart** et **M. Belen Sbrancia** se sont attachés à étudier l'évolution de

l'endettement public en proportion du PNB depuis 1900 pays par pays, pour identifier toutes les situations de répression financière et en illustrer les effets ainsi que l'efficacité. Le **graphique 1** page précédente est un bon résumé de leurs travaux et retrace bien ce qui s'est passé au niveau global dans ce domaine particulier de l'endettement public. Ce graphique distingue la situation des économies développées de celles des pays émergents et décrit pour chaque grande étape, l'évènement et le mode de réduction ayant présidé à une variation significative de l'endettement.

Dans le détail des pays et des périodes, l'année 1932 a été par exemple une grande année de répression financière en France et au Royaume Uni : en France avec la conversion massive d'obligations présentant un coupon de 5 à 7 %, en une obligation à 75 ans assortie d'un coupon de 4.5% ; au Royaume Uni, où la plus grande partie de la dette issue de la première guerre mondiale a été consolidée en 1932 en un emprunt perpétuel à 3.5%.

D'une façon plus générale, les exemples plus récents de répression financière sont le résultat de la simple présence de taux d'intérêts négatifs rendue possible par un secteur financier encore très fortement réglementé à peu près partout dans le monde et par des périodes de dérapages contrôlés des prix comme l'illustre le **graphique 2**.

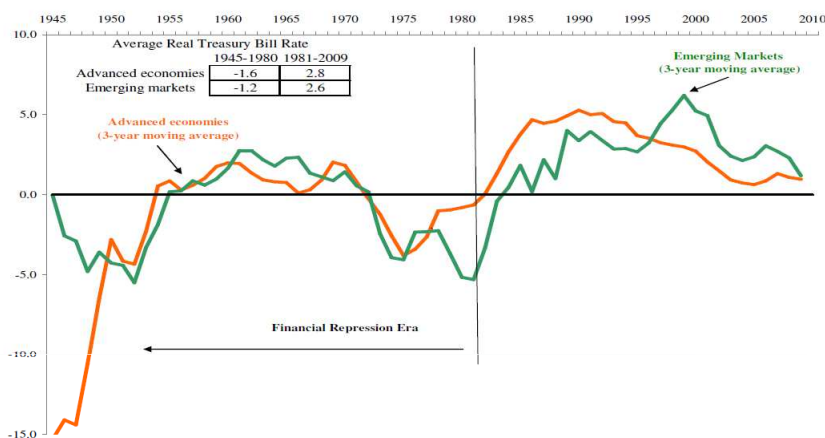
Cette situation a constitué le moteur essentiel de la réduction relative de l'endettement dans les économies développées de l'après guerre. Un taux d'intérêt réel négatif moyen de « seulement » -1.6% aura suffi à faire passer l'endettement de 90% à 25% du PNB entre 1945 et 1980 (cf. **graphique 1**).

Là encore, un bon exemple de ce phénomène peut être pris au Royaume-Uni. A l'issue de la deuxième guerre mondiale, le ratio d'endettement du pays a été ramené de 240 à 80% du PNB en seulement 20 ans (1947-1967). Au sortir des guerres napoléoniennes en 1819, il lui aura fallu 40 ans pour réduire sa dette publique dans les mêmes proportions, soit de 261 à 100% du PNB.

L'inflation seule permet rarement d'atteindre un tel objectif car les phénomènes d'anticipations ont tendance à faire monter les taux d'intérêt réels - comme ce fut le cas pour les économies développées entre 1980 et 1985 -, plutôt que de les réduire.

En réalité, cette répression financière par des taux négatifs, qui s'est donc avérée très efficace pendant 35 ans, a agi comme une véritable taxe sur l'épargne financière. Elle a été rendue possible

Figure 2: Average Ex-post Real Rate on Treasury Bills: Advanced Economies and Emerging Markets, 1945-2009 (3-year moving averages, in percent)



par la présence d'une réglementation très stricte en place à l'issue de la deuxième guerre mondiale. Cette réglementation est en très grande partie l'héritage de la crise de 1929-31 au cours de laquelle, le « pendule » s'est largement déplacé d'une situation de laissez-faire en matière financière à une situation de quasi-mise sous tutelle. Et ce qui peut apparaître comme une évolution logique compte tenu des « ravages » de la grande dépression s'est avérée aussi être un outil très efficace pour gérer la dette reçue en héritage. Tout cela ne fonctionne en réalité que lorsqu'il n'y a pas de fuite devant la monnaie et que donc les taux d'intérêt réels restent négatifs pendant une période longue, sans que l'inflation échappe au contrôle des autorités. Et c'est bien le cas aujourd'hui où les taux sont même négatifs en valeur absolue.

La panoplie complète d'une répression financière à grande échelle semble donc bien se mettre peu à peu en place. L'arsenal réglementaire sophistiqué devient aussi contraignant qu'avant la déréglementation (années 1980) et il est plus que probable qu'il continue à se renforcer avec la menace de sécession forcée des banques d'investissement ou la mise en place progressive d'une taxe sur les transactions financières. Enfin, l'aversion généralisée au risque pousse aujourd'hui l'épargne vers les emprunts d'Etat et permet le maintien de taux réel négatifs. Il reste « idéalement » à ce que l'inflation retourne vers une zone de 4-6% l'an, comme ce fut le cas dans les pays développés en moyenne entre 1946 et 1955, et la machine à réduire la dette pourra fonctionner à plein. Hausses des impôts indirects et hausse des matières premières agricoles, industrielles et énergétiques pourraient bien fournir le carburant d'une telle évolution de la hausse des prix.