



Des prix stables, une dette viable

Avec une dette publique qui devrait rester élevée, la stabilité des prix est plus importante que jamais

Ricardo Reis

Depuis le début du siècle, la dette publique a atteint des sommets records. Dans les pays émergents et en développement et la plupart des pays en général, le scénario est le même : une augmentation régulière de la dette depuis 2000, suivie d'une hausse soudaine après la crise financière de 2008, puis d'un pic encore plus haut au début de la pandémie, en 2020. Ce gonflement mondial des dettes publiques est antérieur à l'arrivée du coronavirus et aux dépenses publiques supplémentaires destinées à soutenir les ménages et les entreprises. Aux États-Unis, l'État fédéral n'a plus affiché d'excédent budgétaire depuis 2001. Vertigineuse, sa dette publique s'élève à 30 000 milliards de dollars, soit environ 130 % du PIB, du jamais-vu depuis les premières statistiques parues en 1791. Même les pays ayant jadis emprunté des sommes considérables pour faire face à des guerres, des catastrophes naturelles et des crises de dette souveraine contractent aujourd'hui des emprunts dont le montant rapporté à la taille de leur économie est sans précédent.

Ce n'est sans doute pas une coïncidence si ces 20 dernières années ont aussi été marquées par le franc succès des banques centrales en termes de maîtrise de l'inflation. Dans de nombreux pays, depuis 2000, les prix ont augmenté à des rythmes réguliers proches des niveaux cibles officiels. Cet âge d'or de la politique monétaire présentait trois caractéristiques : un système institutionnel garant de l'indépendance de la banque centrale vis-à-vis du ministère des Finances (et donc un cloisonnement entre politique monétaire et politique budgétaire) ; un mandat clair de ciblage de l'inflation confié aux responsables de la politique monétaire ; et une stratégie opérationnelle de focalisation de la politique monétaire sur les taux d'intérêt à différents termes utilisant de multiples outils. La faiblesse des taux d'inflation s'est accompagnée de taux d'intérêt bas et stables sur la dette publique. Malgré la progression continue de la dette, la part des paiements d'intérêts dans le budget de l'État est donc restée stable.

Mais, alors que les prix augmentent plus vite partout dans le monde — aux États-Unis, l'accélération de l'inflation annuelle est la plus rapide enregistrée depuis le début des années 80 — cet âge d'or toucherait-il à sa fin ? Les taux d'intérêt étant déjà en hausse dans de nombreux pays émergents, allons-nous assister à une série de crises des dettes souveraines ? Les gouvernements chercheront-ils à restaurer l'orthodoxie budgétaire et à juguler la dette, même au risque de déclencher des troubles sociaux ? Avec une dette aussi élevée, les effets budgétaires de la politique monétaire sont-ils si importants que l'indépendance des banques centrales n'est plus tenable ? Faut-il désormais

que les politiques monétaire et budgétaire soient coordonnées par un organisme unique ? À l'heure actuelle, peu de questions concernant la politique macroéconomique sont aussi urgentes que celles-ci.

La spécificité de la dette publique

Deux possibilités s'offrent aux gouvernements qui veulent soutenir la dette publique. La première est d'enregistrer des excédents primaires dans le futur grâce à des recettes fiscales supérieures aux transferts et aux dépenses. Tout au long des XIX^e et XX^e siècles, les excédents effectifs et prévus ont permis de soutenir la dette publique ; après des guerres ou des catastrophes naturelles, les gouvernements resserraient généralement les cordons de la bourse publique. Mais au XXI^e siècle, les excédents sont modestes voire inexistant dans la plupart des pays avancés. D'après les prévisions, les États-Unis vont afficher des déficits considérables pendant encore au moins 30 ans. Dans la majorité des pays européens, les possibilités de relever les impôts ou de réduire les dépenses des services publics paraissent limitées. Il est difficile de prétendre que le gonflement des dettes publiques observé depuis 20 ans s'est accompagné d'une augmentation proportionnelle des impôts ou des coupes dans les dépenses.

La hausse des dettes publiques s'est plutôt appuyée sur d'autres leviers. Les États ont pu se financer auprès des investisseurs à un taux plus bas que le taux d'actualisation utilisé par ces mêmes investisseurs. Ce dernier taux correspond au rendement qu'obtiendraient les investisseurs en investissant dans l'économie privée. Du fait de l'écart entre les deux taux, les États encaissent en quelque sorte des *recettes liées à la dette*. Autrement dit, si l'État utilisait le montant emprunté pour investir dans le stock de capital privé, ces recettes seraient le bénéfice issu de l'opération. Même si l'État n'a pas procédé directement de la sorte, l'écart entre les rendements représente un coût d'opportunité pour le prêteur et donc un gain pour l'État emprunteur, qui le collecte en refinançant sa dette à ce taux bas. La dette sera viable tant qu'elle conservera son attrait particulier aux yeux des investisseurs en quête de sécurité, de liquidité ou d'un quelconque autre avantage lié à la dette. C'est cette « spécificité » de la dette publique qui permet de la financer à un coût si faible.

Certains États ont une dette plus spéciale que les autres. Les pays avancés (en particulier les États-Unis), peuvent se financer pour beaucoup moins cher que leurs homologues des pays émergents. Les pays qui, grâce à une réputation et des institutions solides, ont su maximiser ces recettes liées à la dette ont pu supporter une plus grande augmentation de leur dette, avant et durant



Quand les créanciers obligataires sont surpris par l'inflation, la richesse est transférée de leurs poches aux caisses de l'État.

la pandémie. En revanche, dans tous les pays, les taux sont liés au taux d'équilibre à l'échelle mondiale, ou « r-star », le taux auquel la demande et l'offre mondiales d'épargne sont identiques. Le r-star décroît depuis au moins deux décennies parce que la transition démographique correspondant au vieillissement de la population a conduit un plus grand nombre de personnes à épargner pour leur retraite et que le ralentissement de la productivité a réduit la demande de capital, tandis que le creusement des inégalités et l'aggravation des risques financiers ont poussé les ménages à épargner plus et les entreprises à investir moins.

Les pays avancés tout comme les pays émergents ont bénéficié à des degrés différents de ces évolutions majeures qui les ont aidés à soutenir leur dette. De plus, ces tendances ne devraient pas s'infléchir subitement dans les toutes prochaines années. Et même dans le cas contraire, la dette publique ne serait pas la seule concernée. Un bond soudain de la productivité, par exemple, ferait augmenter le taux d'intérêt de la dette. Mais aussi le produit marginal du capital et les recettes fiscales de l'État, et la dette serait ainsi plus facile à soutenir.

La politique monétaire influe également sur les recettes liées à la dette, mais autrement. Comme de nombreux États empruntent aujourd'hui essentiellement dans leur propre monnaie, le coût des emprunts publics dépend aussi de la valeur de la monnaie au moment du remboursement. De surcroît, quand un État emprunte, il ne peut pas être contraint, *stricto sensu*, à rembourser (contrairement à une personne physique ou une entreprise). Honorer la dette est donc en partie une démarche volontaire. L'inflation et le défaut souverain sont les deux risques encourus par les détenteurs de la dette publique et qui, en réduisant l'attractivité de la dette, diminuent les recettes que l'État peut en attendre. La politique monétaire a contribué par au moins cinq canaux différents à assurer à l'État un niveau élevé de recettes liées à la dette. Pour déterminer si la dette restera viable dans le futur, il est crucial que ces canaux continuent de jouer ce rôle.

Cinq canaux de soutien de la dette

Premièrement, il peut être tentant d'utiliser l'inflation pour diminuer la valeur réelle des paiements dus par l'État. Dans le même ordre d'idées, la dette peut être monétisée (émission de monnaie pour financer les remboursements), ce qui engendre aussi de l'inflation. Dans de nombreux pays, ces options ont été exclues durant les deux dernières décennies du fait de l'indépendance de la banque centrale. La dette publique est protégée du risque d'inflation, en particulier pour les investisseurs qui, même en anticipant l'inflation,

subissent des pertes en raison d'une dépréciation de la monnaie. Cela pourrait-il changer ? L'histoire des banques centrales montre que souvent, après des urgences nationales telles que la dernière pandémie, le ministère des Finances reprend de fait les fonctions de la banque centrale.

Deuxièmement, les banques centrales ont accumulé un capital d'insouciance. Année après année, elles ont produit une inflation régulière d'environ 2 %. Les ménages et les entreprises se sont habitués à ne pas se soucier des variations des prix puisque, même en période de crise financière, d'échéances électorales et de chocs liés aux cours des produits de base et du pétrole, la banque centrale garantissait une inflation proche de la cible. Grâce à cette anticipation d'une inflation basse et stable, les taux d'intérêt nominaux facturés à l'État ont suivi la tendance baissière du r-star. Cela aussi pourrait changer. Le choc du pic inflationniste de 2021–22 a ébranlé cette insouciance. Aux États-Unis, certains éléments indiquaient déjà clairement à l'été 2021 que les ménages avaient commencé à anticiper une hausse future de l'inflation. Si la situation perdure, elle se traduira par des taux d'intérêt plus élevés sur la dette publique, car les prêteurs demanderont à être dédommagés de la perte de valeur de la monnaie dans laquelle ils seront payés.

Troisièmement (et par conséquent), en cas d'inflation élevée, les détenteurs d'obligations réagissent généralement en recherchant une meilleure rémunération pour couvrir le risque de nouvelles fluctuations de l'inflation. Les prix stables des deux dernières décennies ont maximisé les recettes publiques liées à la dette, à la fois en maintenant une inflation basse et en supprimant le risque inflationniste. En outre, quand l'inflation et les taux des emprunts publics fluctuent, les charges d'intérêts du Trésor fluctuent aussi. En l'absence de marge de manœuvre budgétaire, il y aurait un risque accru de relèvement des impôts par le ministère des Finances, avec d'éventuels effets de distorsion, ce qui accentuerait le risque global pour les investissements dans l'économie.

Depuis la crise financière, les banques centrales ont contribué d'une quatrième manière à accroître les recettes liées à la dette. En vertu des politiques macroprudentielles qu'elles ont adoptées, les établissements financiers doivent détenir des actifs plus sûrs et plus liquides et conserver des actifs privés plus risqués leur coûte plus cher. La demande d'obligations d'État a progressé, car ces titres peuvent servir de garanties et conviennent aux autorités de réglementation. Et en rendant l'éventualité d'une autre crise financière moins probable, les banques centrales ont réduit les anticipations de renflouements budgétairement coûteux

susceptibles d'être nécessaires dans le futur. En fin de compte, la politique macroprudentielle a contribué à ce que la dette publique supplémentaire soit viable, même si ce n'était pas l'objectif premier. Mais, là encore, les choses pourraient changer. Dans l'hypothèse (improbable mais possible) où le principal risque ne serait peut-être pas une crise financière mais une crise budgétaire, l'arithmétique macroprudentielle devient déplaisante. Le marché des obligations d'État constitue le socle des garanties pour l'ensemble du système. Quand ce marché devient la principale source d'instabilité financière, la frontière séparant la politique macroprudentielle de la répression financière est mince. La banque centrale peut faire usage de ses prérogatives pour stimuler la demande d'obligations publiques afin de prévenir une crise de dette souveraine. Mais un Trésor ne pouvant pas ou ne voulant pas assurer le service de la dette en tirera avantage et creusera de plus en plus les déficits. Jusqu'au moment où le marché s'effondrera.

Il existe un cinquième lien entre la politique monétaire et la capacité à soutenir une dette élevée grâce aux recettes qui lui sont associées. Durant la dernière décennie, des mesures d'assouplissement quantitatif ont conduit les banques centrales à retirer les obligations d'État à long terme aux investisseurs privés et à les remplacer par des dépôts à vue auprès de la banque centrale. Les taux d'intérêt étaient bas et pas très différents à plus court ou plus long terme, de sorte que cela a peu coûté à la banque centrale, car les intérêts perçus sur les obligations d'État étaient légèrement supérieurs à ce qu'elle versait aux banques. Mais les banques centrales réagissent généralement à un pic inflationniste en relevant les taux courts très au-dessus de leur valeur à long terme. Si cela se produisait aujourd'hui, la banque centrale subirait des pertes : elle devrait payer plus aux déposants que les intérêts collectés sur les obligations publiques achetées par le passé, toujours assorties d'un taux faible. Il serait possible de compenser les pertes en émettant de la monnaie et en collectant le seigneurage, ce qui est un bon moyen d'attiser l'inflation. Sinon, les pertes pourraient être transférées au Trésor en exigeant qu'il recapitalise la banque centrale. Ce qui creuserait le déficit public. En tout état de cause, l'assouplissement quantitatif a raccourci l'échéance des dettes publiques détenues par le secteur privé. En cas de modification soudaine de ce tableau, il faudrait brader les obligations d'État, au risque de déclencher une crise. Les pays se retrouvent donc prisonniers d'une situation où les taux courts pourraient devoir augmenter rapidement. L'ensemble des administrations devrait alors composer avec des contraintes budgétaires plus strictes.


Plaidoyer pour la stabilité des prix

Il existe une solution pour que les banques centrales continuent de contribuer à la viabilité de la dette publique grâce à ces cinq canaux : s'engager en faveur de prix stables. La

stabilité des prix protège la dette publique du risque d'inflation, ancre les anticipations inflationnistes, supprime les primes de risque liées à l'inflation, réaffirme l'inflation comme priorité de la politique macroéconomique et guide la politique bilantielle de la banque centrale et détermine dans quelle mesure le gouvernement la soutient sur le plan budgétaire. La stabilité des prix améliore les recettes liées à la dette et contribue à soutenir la dette publique.

Plaider pour la stabilité des prix peut paraître surprenant, car contre-intuitif : quand la dette publique est élevée, comme actuellement, un soupçon d'inflation ne serait-il pas le bienvenu ? La ponction que constitue l'inflation pour les créanciers obligataires s'ajoute aux taxes collectées grâce à d'autres formes de taxation créatrices de distorsions dans un monde imparfait où le paiement de la dette s'accompagne de toute façon de distorsions. De plus, un surcroît d'inflation à un moment où un autre semble un prix acceptable à payer si la banque centrale maintient des taux d'intérêt bas et permet ainsi d'éviter une crise de la dette immédiate. En résumé, l'objectif d'une dette élevée mais viable est-il inconciliable avec des prix stables ?

La réponse est « non », car ces avantages supposés de l'inflation ne se concrétisent que si l'inflation est inattendue. Quand les créanciers obligataires sont surpris par l'inflation, la richesse est transférée de leurs poches aux caisses de l'État, comme on l'a vu aux États-Unis en 2020. Tant que la banque centrale peut maintenir des taux bas et augmenter la taille de son bilan sans nuire à la crédibilité du mandat anti-inflationniste, les taux réels à plus long terme sur les obligations d'État restent faibles et les recettes liées à la dette, élevées. Mais l'inflation effective ne peut s'écarter plus longtemps que cela de l'inflation prévue. Dès que les investisseurs en obligations d'État commencent à anticiper ou redouter l'inflation, les cinq arguments exposés plus haut exigent que la politique monétaire privilégie la stabilité des prix. Conditionner la viabilité d'une dette publique à la possibilité de surprendre les créanciers obligataires avec l'inflation juste pendant un laps de temps très précis est à la fois risqué et peu judicieux.

Les gouvernements peuvent éviter les crises de dette souveraine sans décider subitement d'une période d'austérité, aussi longtemps que la dette publique est considérée comme « spéciale » et que les recettes associées à cette dette sont abondantes. Il faut donc que les banques centrales soient plus et non pas moins indépendantes. Il faut que les pouvoirs publics et les banques centrales s'engagent encore plus résolument en faveur d'une cible d'inflation. L'inflation surprise ne peut pas durer bien longtemps. En revanche, la dette publique élevée actuelle devra être soutenue encore de nombreuses années. 

RICARDO REIS est professeur d'économie titulaire de la chaire A. W. Phillips à la London School of Economics and Political Science.