

Quelle politique pour la dette souveraine ?

JEAN-PIERRE LANDAU

Université de Princeton

Ancien sous-gouverneur, Banque de France

La dette souveraine des pays avancés ayant atteint des niveaux sans précédent, sa dynamique et son impact sur la croissance future sont aujourd'hui plus incertains qu'auparavant. Et, comme toute dette, elle risque d'accroître la fragilité financière.

Cependant, l'incertitude n'est pas synonyme d'insoutenabilité. Une approche « binaire » du problème de la soutenabilité de la dette n'aboutirait qu'à des malentendus et à des erreurs. Et, dans la plupart des cas, la soutenabilité est endogène aux mesures déployées au niveau national.

En conséquence, le cadre de l'action publique est encore plus important que par le passé pour ancrer les anticipations et assurer la stabilité financière et monétaire. La volonté des autorités des pays avancés de rembourser leur dette ne doit faire aucun doute. Il ne doit pas non plus y avoir de doute quant au maintien d'une politique monétaire axée sur la stabilité des prix. Il est fondamental que l'objectif soit clairement défini si la banque centrale continue de mettre en œuvre des mesures non-conventionnelles exceptionnelles et si elle est chargée de veiller à la stabilité financière.

Enfin, la soutenabilité de la dette publique comporte une dimension internationale. L'amélioration de l'architecture financière internationale permettrait de parvenir à un équilibre mondial accompagné d'une croissance vigoureuse, malgré des niveaux d'endettement public et de développement financier asymétriques. Ce devrait être l'une des grandes priorités de la communauté internationale.

NB : L'auteur tient à exprimer ses remerciements au Julis-Rabinowitz Center for Public Policy and Finance, Woodrow Wilson School, Université Princeton, où il était professeur invité lors de la rédaction de cet article.

La dette souveraine constitue le problème de politique publique le plus urgent et le plus difficile que les économies avancées aient à affronter. Selon l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE), elle dépassera au total les 100 % de leur produit intérieur brut (PIB) combiné en 2011. C'est un niveau qui n'avait jamais été atteint en temps de paix.

La dette est un héritage du passé et, d'une certaine manière, elle empêche d'envisager positivement l'avenir. Des niveaux de dette élevés exercent un effet corrosif sur le tissu social, alimentent l'anxiété et érodent la confiance. La dette amplifie aussi les préoccupations existantes vis-à-vis de l'équité et de la distribution des revenus. Il devient alors plus difficile de trouver des compromis politiques sur les ajustements budgétaires et, au total, la volonté de rembourser la dette diminue.

Dans un tel environnement, la difficulté est double. Sur le plan politique, nos sociétés doivent apprendre à vivre avec la dette tout en envisageant l'avenir avec optimisme et en préservant un sentiment de progrès. Sur le plan économique, les économies avancées doivent définir une trajectoire tenable pour la dette publique, afin de la maîtriser tout en préservant la croissance et en évitant les épisodes d'instabilité financière perturbateurs. Étant donné que cette situation est sans précédent, l'Histoire ne sera que d'un recours limité. Le présent article expose un certain nombre d'idées, en commençant par analyser les aspects fondamentaux avant de s'intéresser à des questions et des réflexions plus discutables et sujettes à controverse. Toutes les opinions exprimées ici n'engagent naturellement que leur auteur.

1 | LES FONCTIONS DE LA DETTE SOUVERAINE

La dette souveraine a pour fonction première d'aider l'État à se financer. Les budgets publics ne sont pas toujours à l'équilibre, et ils ne doivent d'ailleurs pas forcément l'être. Il n'est pas irrationnel de laisser le budget fluctuer en fonction du cycle économique (en laissant jouer les stabilisateurs automatiques). Ces fluctuations introduisent un élément cyclique dans la dynamique de la dette publique, qui finit par s'auto-annuler. Lorsque le budget est structurellement équilibré, le montant nominal de la dette ne varie pas

sur le cycle et le ratio dette/PIB décroît au fil du temps. Pour sa part, la zone euro a « sanctuarisé » la règle de l'équilibre structurel dans le nouveau Traité. Ce traité prévoit explicitement une réduction régulière des ratios dette/PIB à long terme et représente pour les acteurs du marché une assurance solide concernant la soutenabilité de la dette de la zone euro.

Il arrive également que la dette ait tendance à augmenter au-delà de ce qui est justifié par ce cycle, comme elle l'a fait au cours de la dernière décennie, pendant laquelle la plupart des pays avancés ont enregistré un déficit structurel. Cette situation peut s'expliquer par de bonnes ou de mauvaises raisons. Tant pour des questions d'efficacité que dans une logique d'équité, il est justifié de faire payer aux générations futures l'infrastructure, le savoir et les technologies dont elles hériteront des générations actuelles. En revanche, ce qui n'est pas justifié, c'est de repousser à plus tard le paiement de la consommation publique actuelle ou d'accumuler des créances sur la production à venir parce que les engagements en matière de santé ou de retraites ne sont pas financés. Or, c'est ce que font de nombreux pays.

La deuxième fonction de la dette souveraine est de servir de réserve de valeur. Les obligations d'État sont adossées au pouvoir de lever l'impôt et elles constituent l'instrument parfait pour stocker de la valeur et la transférer d'une période (ou d'une génération) à l'autre. Elles remplissent une fonction essentielle car ce sont les actifs sans risque par excellence. De surcroît, les marchés de la dette des économies avancées sont les plus liquides au monde, et, sur la portion courte de la courbe, les bons du Trésor peuvent être considérés comme des substituts très proches de la monnaie. Seules les obligations d'État des économies avancées combinent ces caractéristiques de sécurité et de liquidité.

Ces actifs sûrs et liquides sont indispensables dans une économie moderne. Ils servent de référence pour la détermination du prix et la valorisation des instruments financiers. Tous les systèmes financiers sont tributaires de l'existence d'un actif sans risque, lequel sert de fondement pour la fixation du prix de tous les actifs, y compris des instruments dérivés. En l'absence d'un taux sans risque, les choses sont beaucoup plus compliquées.

Troisièmement, il y a une très forte demande pour ces actifs. Ils servent de garanties pour les transactions privées entre intermédiaires financiers.

Dans de nombreux pays, ils servent aussi de support principal aux opérations de politique monétaire. En période d'incertitude et de tensions financières, ils constituent la valeur refuge par excellence. Enfin, l'essentiel des réserves de change est détenu sous la forme d'obligations d'État (ou de titres équivalents, par exemple les titres des agences gouvernementales aux États-Unis).

Du point de vue de la stabilité financière, l'offre d'obligations d'État a donc des conséquences non négligeables, dont la littérature fait état depuis longtemps. Selon Turner (2011), l'État doit tenir compte de la préférence des acteurs privés pour la liquidité, et cet auteur cite la recommandation de Keynes, lequel estimait que l'émission de dette devait répondre aux préférences du public pour des maturités différentes. Ces préférences évoluent, et l'État doit donc être prêt à émettre des titres à court terme très liquides en quantité suffisante pour répondre à toute demande privée. Les obligations d'État sont la principale, si ce n'est la seule, source de « liquidité extérieure », qui est absolument indispensable en cas de choc sur la demande de liquidité (Tirole, 2008). Faute d'une offre adéquate, des pénuries de liquidité peuvent entraîner des perturbations de l'intermédiation financière, une chute du prix des actifs et un recul de la demande effective de biens.

L'offre d'instruments de liquidité adéquats joue également un rôle essentiel dans le système monétaire et financier international.

Selon la théorie de la « pénurie d'actifs » (Caballero, 2006), le monde connaît une pénurie relative d'actifs financiers qui soient à la fois liquides et sans risque. De plus, on observe une forte asymétrie permanente dans la capacité des pays à créer et à produire ce type d'actifs. Les déséquilibres mondiaux peuvent en partie s'expliquer par la capacité unique de certains pays, essentiellement les États-Unis, à offrir ces actifs en quantité suffisante. Ces pays agissent comme des aimants pour les capitaux.

La quête d'« espaces de stockage » sûrs peut aboutir à une demande illimitée d'actifs dont la valeur est perçue comme étant protégée, ce qui alimente des bulles et engendre de l'instabilité financière. La crise financière est donc interprétée comme la résultante de tentatives malencontreuses de fabriquer ce type d'actifs sans risque *via* le processus de titrisation.

Si cette analyse est exacte, le monde pourrait se retrouver demain face à un dilemme. D'un côté, l'incertitude économique dans les pays avancés et l'excès d'épargne dans les économies émergentes accentuent la demande d'actifs sûrs et liquides. De l'autre, les niveaux d'endettement élevés font planer un doute sur la solvabilité de l'État (émetteur souverain) dans certaines économies avancées. De plus, l'assainissement des finances publiques va encore réduire l'offre nette de ces actifs. Cette situation rappelle beaucoup le dilemme de Triffin, selon lequel l'alimentation du monde en dollars s'est traduite pour les États-Unis par une perte de solvabilité dans les années soixante, d'où un déficit de la balance des paiements. Le monde contemporain se retrouve face à un dilemme de Triffin concernant la dette souveraine, comme le note Obstfeld (2011) s'agissant des réserves de change : « Comment satisfaire la demande de réserves si les pays riches réussissent effectivement à assainir leurs finances publiques comme ils l'entendent actuellement ? ». Pour répondre à la demande, les États doivent émettre des volumes de dette supplémentaires, mais alors, ils portent atteinte à la caractéristique même qui fait de ces titres une réserve de valeur : l'absence de risque. La dernière partie de cet article étudie ce paradoxe de manière plus détaillée et propose quelques ébauches de solutions.

2 | SOUTENABILITÉ DE LA DETTE ET STABILITÉ FINANCIÈRE

La dette atteignant des niveaux sans précédent, les questions relatives à la soutenabilité dominent le débat. Récemment, ce sont la Grèce et d'autres membres de la zone euro qui ont été au centre des préoccupations, mais les débats internes sur les perspectives budgétaires font également rage dans d'autres pays.

Quiconque se penche sur la littérature économique ou sur les ouvrages consacrés aux marchés ne manquera pas d'observer que les analystes ont quasiment tous tendance à rechercher une réponse claire, binaire, à la question de la soutenabilité. Soit la dette est soutenable, soit elle ne l'est pas, et, dans ce dernier cas, plus tôt on l'admettra (*via* un défaut ou une restructuration), mieux ce sera. L'incertitude n'a presque jamais sa place ici.

La réalité est naturellement plus complexe, et trois points méritent d'être explicités :

- Pratiquement tout niveau de dette est entièrement soutenable dans certains « états du monde » et insoutenable dans d'autres. La méthode standard d'évaluation de la soutenabilité consiste à comparer le niveau de la dette à la valeur actualisée des excédents primaires à un horizon infini. Ce calcul fait intervenir beaucoup de paramètres, qui sont tous exposés à un degré élevé d'incertitude.
- Si l'on projette cette incertitude dans un environnement financier complexe, on peut aboutir à des dynamiques différentes sur les marchés financiers, avec la possibilité d'équilibres multiples, dont certaines peuvent être source de stabilité financière et de soutenabilité et d'autres se révéler plus perturbatrices.
- La soutenabilité est donc largement endogène à la politique mise en œuvre par les autorités. À l'évidence, la crédibilité de l'assainissement des comptes publics joue un rôle vital en période de fort endettement. D'autres mesures, comme le traitement juridique de la dette et la volonté de rembourser, déterminent toutefois la manière dont les fondamentaux de la dette interagissent avec les marchés financiers pour produire, ou pas, un équilibre stable et soutenable.

Selon l'analyse standard, il est facile de décrire la dynamique de la dette à l'aide d'une formule dans laquelle l'encours évolue selon trois paramètres : le solde budgétaire primaire, le taux de croissance réel et le taux d'intérêt réel. Cette simplicité apparente peut se révéler trompeuse car elle occulte une réalité très complexe.

Tout d'abord, il n'est pas si facile de se faire une idée du solde primaire sous-jacent. Dans le passé, l'élasticité fiscale a été nettement sous-estimée dans de nombreux pays. On a traité l'expansion temporaire des recettes fiscales en période de bulle comme si elle était structurelle, ce qui a ouvert la voie à une majoration équivalente des dépenses courantes. Contrairement à ce que perçoit le public, dans les économies avancées, l'essentiel des dérapages budgétaires se sont produits avant la crise, et non en réaction à cette dernière. En effet, lorsque la crise a éclaté, la plupart des pays affichaient déjà une détérioration structurelle de leur solde budgétaire, dont la véritable ampleur n'est apparue qu'au

moment où les recettes se sont effondrées, comme l'a très bien montré le Fonds monétaire international (FMI). À l'avenir, il sera possible d'éviter de telles erreurs si l'on instaure des règles budgétaires et des cadres institutionnels solides, ce qui permettra de procéder à une évaluation neutre de la situation budgétaire. Cette évaluation doit englober les passifs implicites liés aux engagements à venir concernant les dépenses de retraite et de santé.

L'étude du deuxième paramètre, le potentiel de croissance, appelle à se poser des questions plus profondes. La dynamique de la dette est particulièrement sensible aux hypothèses relatives à la croissance. L'impact de la crise sur le PIB potentiel et son évolution à venir est extrêmement incertain. Aujourd'hui, le débat public est fortement influencé par les travaux de Reinhart et Rogoff (2008). L'examen qu'ils ont réalisé d'un large éventail de données historiques laisse à penser que la dette publique peut exercer des effets non linéaires sur la croissance, les répercussions négatives sur la production ayant tendance à augmenter lorsque le ratio dette/PIB s'approche de la barre des 100 %. C'est une contribution cruciale, perçue à juste titre comme un signal d'alarme devant inciter les autorités à ne pas se contenter de leur politique budgétaire habituelle. Cependant, son utilité pour l'avenir reste encore à prouver. Dans quelle mesure les données historiques doivent-elles servir de référence pour la politique d'aujourd'hui ? Selon le FMI, une stabilisation des ratios dette/PIB à leurs niveaux actuels pour le groupe des économies avancées se traduirait par une amélioration du solde primaire (corrigé des variations conjoncturelles) d'environ 6 % du PIB.

Le troisième paramètre, celui des taux d'intérêt, suscite des questions encore plus complexes et intéressantes.

Ce sont les forces du marché qui déterminent les intérêts payés sur la dette souveraine. Or, la crise a soulevé de nombreuses questions sur l'efficacité des marchés financiers. Et ces questions valent aussi pour les marchés des obligations d'État. À l'évidence, les primes de risque sont restées trop faibles pendant une longue période avant le début de la crise. Le marché n'a pas discipliné les États dépensiers¹. Inversement, on peut ponctuellement observer une surréaction, avec des conséquences négatives pour les coûts d'emprunt et la dynamique de la dette dans les pays concernés.

1 C'est la prise de conscience de cette insuffisance potentielle de la discipline de marché qui a motivé l'élaboration du Pacte de stabilité et de croissance.

La manière dont les marchés évaluent le risque souverain se caractérise par une forte endogénéité. La perception d'une insolvabilité peut créer de l'insolvabilité, car elle conduit à des niveaux d'intérêt insoutenables. En fin de compte, la soutenabilité dépend des croyances, et une crise de la dette, qu'elle soit privée ou publique, n'est rien d'autre qu'un revirement des croyances.

Dans les économies avancées, la norme, c'est une dette souveraine exempte de risque de crédit. C'était d'ailleurs la situation qui prévalait dans toutes les économies avancées avant la crise récente. Si et lorsque la dette souveraine est perçue comme risquée, alors, la liquidité peut s'assécher, ce qui accroît encore la prime de risque et attise les doutes à propos de la soutenabilité.

La conjonction du risque de crédit et du risque de liquidité crée des boucles de rétroaction puissantes, ainsi que la possibilité d'équilibres multiples. En période de turbulences, les émetteurs souverains, comme les institutions financières, peuvent être soit illiquides, soit insolubles, soit les deux. Bien souvent, la distinction est floue. Dans un climat d'incertitude, les États connaissent des pénuries de liquidité, et tout ce qu'ils peuvent faire, c'est émettre de nouveaux titres de dette à des taux d'intérêt toujours croissants. Cette évolution fait planer des doutes sur leur solvabilité, ce qui amorce une spirale négative. En bref, la solvabilité des émetteurs souverains est en partie endogène. De bons fondamentaux constituent une nécessité absolue, mais pas toujours une condition suffisante. Lorsqu'on les laisse se développer, les spirales de liquidité peuvent enfermer un pays, de la même manière qu'une institution financière, dans un équilibre négatif.

Deux autres mécanismes d'amplification puissants, dont l'Europe a fait l'expérience, peuvent être à l'œuvre. Tout d'abord, celui de la « contagion pure », qui se manifeste lorsque les difficultés d'une économie peuvent inciter à réévaluer le risque induit par d'autres émissions souveraines perçues comme analogues ou appartenant à la même classe d'actifs. Ensuite, celui d'une boucle de rétroaction puissante qui s'instaure entre le risque souverain et le risque bancaire et qui peut aboutir, dans les cas extrêmes, à une paralysie totale du marché.

Dans un tel environnement, l'infrastructure financière et juridique joue un rôle crucial dans

la soutenabilité de la dette. Faut-il, par exemple, reconnaître explicitement la possibilité d'un défaut, lorsque des obligations souveraines sont émises ? L'Europe a débattu de cette question avant de décider d'incorporer des clauses d'action collective (CAC) dans toutes les émissions obligataires à venir. Ces clauses sont monnaie courante depuis des décennies pour les obligations émises selon le droit britannique. Il est donc possible que les investisseurs perçoivent ce changement comme mineur. Le fait de prévoir explicitement l'éventualité d'un défaut ou d'une restructuration présente de nombreux avantages : cela réduit l'aléa moral et permet d'organiser le défaut, tout en créant un meilleur environnement pour la fixation du prix du risque de crédit. D'un autre côté, cette disposition modifie aussi la structure des incitations pour les émetteurs souverains et il n'est pas non plus impossible qu'elle accroisse la probabilité d'un défaut.

Ces incitations ne sont pas négligeables. Lorsque la dette fait peser un lourd fardeau, le défaut peut apparaître comme une option tentante. Une lecture superficielle des formules élémentaires de la soutenabilité peut sembler justifier une telle décision, laquelle se révèle séduisante sur le plan politique également. Il peut paraître attrayant de faire payer les prêteurs pour leurs erreurs passées (et pour leurs prêts inconsidérés). Et les contribuables (hormis les détenteurs non résidents de la dette) oublient facilement que leurs comptes d'épargne et de retraite regorgent précisément des obligations d'État qui perdraient de leur valeur en cas de restructuration ou de défaut². Il est également facile de fermer les yeux sur la contagion possible et sur ses conséquences pour la stabilité financière.

Enfin, lorsque les fondamentaux de la soutenabilité deviennent obscurs et incertains, la perception de la volonté de rembourser devient le déterminant essentiel du risque de crédit. La décision d'introduire la participation du secteur privé dans le traitement de la dette souveraine en Europe a été immédiatement suivie par un important écartement des primes de risque (*spreads*). Jeter publiquement un doute sur la volonté de rembourser des pays coûte cher, surtout dans un environnement dans lequel les doutes sur la solvabilité engendrent des

² En fin de compte, les obligations publiques constituent une créance de la société sur elle-même, mais qui se caractérise par d'importants transferts intergénérationnels.

pénuries de liquidité et peuvent finir par provoquer un mouvement de panique sur les titres de la dette souveraine (cf. Shirakawa dans la présente édition de la *Revue de la stabilité financière*).

3| QUELQUES MOTS SUR LA NOTATION DE LA DETTE SOUVERAINE

On attribue souvent aux notations une partie de la boucle de rétroaction qui pèse sur la dette souveraine. Globalement, la question de la notation dépasse largement le champ du présent article. Cependant, la notation de la dette souveraine soulève des questions spécifiques qui peuvent appeler des réformes spécifiques.

Les notations sont une solution aux carences et aux asymétries de l'information que l'on rencontre sur les marchés financiers développés. Pour surmonter ces inefficiences, les investisseurs recourent à un agent dont la fonction est de collecter, traiter et diffuser l'information. Ce faisant, les agences de notation contribuent à l'efficacité des marchés et évitent à la plupart des investisseurs d'avoir à déployer des efforts coûteux pour exercer leurs obligations de vigilance sur leurs investissements.

Les notations ne sont pas parfaites. Elles simplifient à l'excès l'information en ramenant tout un ensemble de variables à une seule note. Elles ne sont pas non plus exemptes de discontinuités et de conflits d'intérêts. Mais nous devons nous accommoder de ces imperfections, car il n'y a pas moyen de se passer de notations sur les marchés financiers modernes.

Voilà pour la notation des titres privés. Pour celle des émissions souveraines, c'est différent, car il n'y a pas d'asymétrie de l'information à laquelle pallier. En réalité, c'est plutôt l'inverse : des centaines d'institutions dans le monde en savent plus sur les finances publiques de l'Espagne ou du Royaume-Uni que les agences de notation et disposent de davantage de ressources pour examiner la situation de ces émetteurs souverains. Si les agences de notation peuvent s'appuyer sur un avantage informationnel s'agissant de la dette des entreprises, elles sont en revanche pénalisées en ce qui concerne les émissions souveraines. C'est pour l'essentiel la raison pour laquelle elles manquent de légitimité. Étant donné la pauvreté relative de leurs ressources, elles risquent

de commettre des erreurs techniques, ce qui nuit à la crédibilité de leurs évaluations économiques et engendre de la suspicion à l'égard de leurs véritables motivations.

Une solution simple consisterait à utiliser le savoir-faire existant pour produire de l'information. Les banques centrales et les administrations publiques ont l'habitude de mesurer le moral des consommateurs, les anticipations d'inflation et les conditions de crédit. La Banque centrale européenne (BCE) réalise, quant à elle, une enquête auprès des prévisionnistes professionnels qui joue un rôle important dans l'évaluation des perspectives de croissance et d'inflation.

Toutes ces enquêtes reposent sur le même processus intellectuel : collecte de l'information auprès d'un grand nombre de participants, traitement de cette information et élaboration d'une évaluation synthétique et prospective.

Il serait possible de transposer cette méthodologie à l'élaboration des notes de crédit pour les trente à quarante plus grands émetteurs souverains dans le monde. On pourrait ainsi demander à un large éventail d'institutions de communiquer des évaluations quantitatives anonymes, qu'on agrégerait ensuite en filtrant les valeurs aberrantes, dans le but de publier les résultats sur une base régulière. L'échantillon d'institutions serait très étendu et inclurait à la fois des acteurs privés du marché et des institutions publiques (alors que tous élaborent actuellement leurs propres évaluations et les publient séparément). Outre la note « centrale », il serait également possible de publier la distribution des probabilités et d'en extraire diverses mesures (désaccords, doutes). Un tel dispositif n'entraînerait que des coûts minimes.

4| LA DETTE, LA POLITIQUE MONÉTAIRE ET LA DOMINATION BUDGÉTAIRE

Au cours des dernières décennies, toutes les économies avancées (et la plupart des économies émergentes) ont adopté un régime monétaire dans lequel la banque centrale est indépendante et a pour objectif premier de veiller à la stabilité des prix.

Ce régime part du principe que la banque centrale est à même de maîtriser les prix et l'inflation et, surtout, l'on considère qu'elle le pourra en toutes circonstances. La « domination monétaire » suppose que l'on peut toujours adapter la politique budgétaire afin que l'État puisse faire face à la contrainte budgétaire intertemporelle, quelles que soient les mesures que la banque centrale doit déployer.

Si l'endettement est modéré, il n'y a pas de menace sur la domination monétaire : on peut satisfaire à la contrainte budgétaire intertemporelle dans tous les « états du monde » possibles. En revanche, ce sera moins certain si la dette publique atteint un niveau élevé. Premièrement, dans ce cas, il faudra dégager un excédent primaire substantiel, ce qui peut être difficile, voire impossible. Deuxièmement, tout resserrement de la politique monétaire, sous forme d'une hausse des taux d'intérêt, alourdira le service de la dette et réduira la probabilité de respecter la contrainte budgétaire. Enfin, si l'endettement est très lourd, il n'existe plus aucun « état du monde » dans lequel la contrainte budgétaire et l'objectif de stabilité des prix puissent être satisfaits simultanément.

Ce scénario est reconnu depuis longtemps dans la littérature, qui expose deux grandes théories. La première, universellement acceptée, s'appuie sur « l'arithmétique monétariste déplaisante » de Sargent et Wallace (1981) : quand le public atteint ses limites et n'est plus disposé à détenir de la dette publique, l'État doit recourir à la monétisation. Il en résulte de l'inflation, conformément à la théorie monétaire quantitative (Cecchetti, 2010). La seconde théorie, plus contestée, est la théorie budgétaire du niveau des prix. Elle affirme que, étant donné l'encours nominal de la dette, il faut ajuster le niveau des prix de façon à ramener la dette réelle à des proportions soutenables (c'est-à-dire compatibles avec la contrainte budgétaire). Comment y parvenir, et avec quels mécanismes ? La réponse à cette question n'est pas tranchée, et c'est l'une des raisons pour lesquelles cette théorie reste très controversée.

Il n'est pas nécessaire d'adhérer pleinement à la théorie budgétaire du niveau des prix pour comprendre le message commun à ces deux approches : une incompatibilité à long terme entre la contrainte monétaire et la contrainte budgétaire débouche soit sur de l'inflation soit sur un défaut souverain. Par conséquent, s'il s'agit d'éviter le défaut, la domination de la politique budgétaire

sur la politique monétaire devient une possibilité réelle. Ce dilemme pourrait suffire à susciter des anticipations concernant l'inflation future, au risque d'accroître l'inflation courante.

On peut penser *a priori* qu'un tel effet est davantage susceptible de se produire si le régime monétaire est jugé peu solide. Or, le fait que les anticipations d'inflation dans les économies avancées restent remarquablement stables témoigne de la robustesse de nos régimes monétaires actuels. Néanmoins, il se pourrait que cette robustesse soit bientôt mise à l'épreuve. En effet, dans tous les pays, la banque centrale procède, plus ou moins activement, à l'acquisition d'importants volumes de dette publique, pour quatre raisons différentes :

- Pour mettre en œuvre une politique monétaire non conventionnelle, dans un environnement de taux plancher égal à zéro. Une fois que les taux directeurs ont été ramenés à zéro, les achats obligataires peuvent contribuer à la relance monétaire en réduisant la prime de risque et en faisant baisser les taux longs.
- Pour faire face à une crise de la liquidité et faire office de prêteur en dernier ressort si le dysfonctionnement des marchés devient tel qu'il entrave fortement le mécanisme de transmission de la politique monétaire, par exemple. Ce peut être le cas à la fois sur le marché de la dette publique et sur celui de la dette privée.
- Pour lutter contre la déflation, situation dans laquelle les anticipations de nouvelles baisses des prix des produits compriment la demande privée de biens, et, à l'inverse, la demande de monnaie privée peut devenir illimitée. Dans ce cas, le financement de la demande publique *via* la création délibérée de monnaie peut apparaître comme une solution (même si son efficacité n'est pas avérée).
- Pour procéder à une monétisation pure, en succombant pleinement à la domination budgétaire et en assurant la solvabilité de l'émetteur souverain.

Toutes ces mesures font intervenir la même opération technique (l'achat d'obligations d'État), mais elles ont des objectifs et des conséquences très différents. Leur effet dépendra *in fine* de la manière dont les agents économiques interprètent le comportement de la banque centrale. En fonction des perceptions, des politiques non conventionnelles reposant sur l'achat d'importants

volumes de dette publique peuvent apparaître comme un écart temporaire mais nécessaire par rapport à la norme, ou, au contraire, comme la préfiguration d'une nouvelle approche de politique monétaire tolérant des niveaux d'endettement public élevés.

Il n'y a, en revanche, aucune ambiguïté du côté des banques centrales : toutes ont réaffirmé que leur priorité était la stabilité des prix, soulignant au passage le caractère temporaire de leur politique non conventionnelle. Et toutes ont défini des stratégies de sortie de ces mesures, qui seront mises en œuvre le moment venu. De plus, certaines ont récemment renforcé leur cadre d'action et leur stratégie de communication en fixant et en annonçant des objectifs d'inflation quantifiés.

Les perceptions et les opinions des acteurs du marché, des analystes et des économistes ne sont pas aussi homogènes. Par exemple, il semble qu'il règne parmi les acteurs du marché une certaine confusion entre les objectifs énumérés plus haut.

Nombreux sont ceux qui souhaitent une participation active des banques centrales aux achats de dette publique destinés à empêcher un défaut souverain. Le Professeur Sims présente très élégamment cet argument dans ce numéro de la *Revue de la stabilité financière* : il affirme qu'une situation d'inflation (temporaire) crée la flexibilité nécessaire à l'absorption des chocs exceptionnels subis par les budgets nationaux. Cependant, un grave problème d'incohérence temporelle se pose alors. Une fois que les banques centrales se sont montrées prêtes à accepter une dose de domination budgétaire, rien ne garantit qu'elles vont renouer avec leur objectif d'avant la crise, à savoir la stabilité des prix. Il ne reste donc plus grand-chose pour ancrer les anticipations d'inflation à long terme. C'est l'essence même du problème d'incohérence temporelle. Si la flexibilité peut sembler optimale à court terme, elle induit à plus long terme un coût permanent. Ici, ce sera, le plus probablement, un biais d'inflation. Je ne pense pas que la plupart de nos pays doivent actuellement choisir entre inflation et défaut souverain. Il n'y a pas de menace de domination budgétaire à condition que l'assainissement budgétaire soit crédible et que la volonté de l'État de rembourser sa dette ne fasse aucun doute. Mais supposons que cet arbitrage existe. Il faudra dans

ce cas évaluer chaque approche envisageable en tenant pleinement compte de tous ses coûts et avantages. Les coûts d'un défaut, en termes de bien-être global, devront être mis en regard des coûts d'un surcroît d'inflation permanent et d'une érosion de la crédibilité de la banque centrale.

Un argument similaire, mais présenté différemment, est souvent avancé. Selon cet argument, la banque centrale doit faire office de prêteur en dernier ressort pour l'État afin d'empêcher ou d'atténuer les crises de la liquidité sur le marché de la dette souveraine. Ici, on se prémunit contre le défaut non pas en tolérant une inflation plus forte, mais en acceptant un apport de liquidités illimité à l'État. Seuls les États qui bénéficient de cet apport de liquidités garanti peuvent être considérés comme « pleinement souverains ». Les autres, notamment ceux qui, dans la zone euro, ne contrôlent pas leur banque centrale, sont des « sous-souverains ». Leur risque de défaut est plus élevé et le traitement de leur dette doit obéir à des règles prudentielles plus strictes.

Cet argument comporte toutefois des failles. En effet, il présuppose qu'il n'y a pas de limite aux liquidités qu'un emprunteur pleinement souverain peut obtenir de sa banque centrale. Si le volume de liquidités est limité, cet emprunteur n'est, bien sûr, pas différent d'un emprunteur sous-souverain : tous deux risquent de faire défaut lorsque la liquidité est temporairement insuffisante. En l'absence de limite, la banque centrale accepte *de facto* une domination budgétaire totale. Les marchés s'en aperçoivent tôt ou tard, et des anticipations d'inflation commencent à apparaître. On définit parfois les sous-souverains comme des États qui ont le pouvoir de lever l'impôt mais pas celui d'émettre de la monnaie. D'après cette définition, le pouvoir d'émission est toujours perçu comme un complément ou un substitut au pouvoir de lever l'impôt. C'est là un environnement de politique économique différent du monde dans lequel nous vivons depuis plusieurs décennies.

Le véritable enjeu, c'est le régime monétaire. Il serait dangereux que, lorsqu'elles décident d'intervenir, les banques centrales ne tiennent pas compte du contexte d'endettement élevé dans lequel elles vont devoir opérer pendant la prochaine décennie, ni du risque que leur intervention soit mal interprétée, c'est-à-dire interprétée comme l'approbation implicite d'une évolution vers la domination budgétaire.

5 | LA DETTE ET LES DÉSÉQUILIBRES MONDIAUX

Aujourd'hui, l'un des principaux objectifs qui figure dans le programme d'action économique international est la réduction des déséquilibres des comptes courants, qui sont considérés comme une source d'instabilité financière potentielle et comme une menace pour la croissance à venir. Mais on se trompe peut-être d'objectif.

À court terme, un recul des taux d'épargne des pays émergents ferait augmenter les taux d'intérêt réels, ce qui rendrait la dette des économies avancées encore moins soutenable. Cet effet pourrait surcompenser tout essor de la demande mondiale qui résulterait d'un accroissement de la consommation et de l'investissement dans les pays excédentaires.

À long terme, les déséquilibres qui importent sont ceux qui touchent les *stocks*. Le monde dans lequel nous vivons au cours de la prochaine décennie comportera de multiples asymétries. Deux sont particulièrement importantes. La première concerne le développement financier et, essentiellement, la capacité à produire des actifs sûrs (sans risque). La seconde a trait au niveau de l'endettement public : en moyenne, il atteint 30 % dans les pays émergents, contre 100 % dans les économies avancées. Il s'avère que ces deux asymétries sont très complémentaires. Si les économies avancées parviennent à conserver leur capacité à produire des actifs sûrs destinés aux épargnants des pays émergents, elles seront à même de trouver des solutions adéquates pour assurer la soutenabilité de leur dette et leur croissance. Et les pays émergents pourraient juger commode de placer leur richesse dans des actifs sûrs dans les économies avancées.

Les effets bénéfiques de cette situation pourraient s'étendre bien au-delà des marchés financiers et concerner, par exemple, le secteur des matières premières. En effet, nombre de producteurs de pétrole et d'autres matières premières doivent opérer un choix intertemporel : soit extraire ces ressources soit les laisser inexploitées. D'après le raisonnement économique standard (règle d'Hotelling), l'un des grands déterminants est le rendement des actifs financiers, qu'il faut mettre en regard de la hausse attendue du prix des matières premières à long terme. Si les producteurs disposent de réserves de valeur sûres, leur risque de subir de lourdes pertes diminue, voire disparaît. En période

d'incertitude, il serait alors moins optimal de ralentir le rythme d'extraction et le risque d'une diminution durable de la fourniture de pétrole et d'autres matières premières en serait atténué (Landau, 2009).

À long terme, il faut, bien entendu, remédier d'abord aux asymétries, et ensuite aux déséquilibres des stocks. Mais cela prendra du temps. De plus, les pays émergents sont peu désireux d'afficher un déficit budgétaire substantiel, et il paraît déjà très difficile de stabiliser les ratios dette/PIB des économies avancées. Le développement financier des pays émergents nécessiterait des changements importants, à commencer par la convertibilité totale de leur compte de capital. De surcroît, pour être acceptés, les nouveaux instruments financiers libellés dans la monnaie de ces pays devraient être liquides, ce qui entraînerait des retards et des discontinuités dans le processus, étant donné que les effets de réseau s'exercent de façon imprévisible. C'est pourquoi les pays émergents devront peut-être supporter pendant un certain temps les inconvénients de la libéralisation financière sans pouvoir profiter de ses bienfaits.

Selon toute probabilité, certains déséquilibres des comptes courants resteront donc une caractéristique durable, et même nécessaire, de l'économie mondiale. Les politiques publiques doivent internaliser cet « état du monde » au lieu de chercher à le modifier, et elles doivent le transformer en un état soutenable et stable. L'excès de demande d'actifs sûrs va persister. Une question importante se pose toutefois : comment répondre à cette demande ?

Dans les économies avancées, un assainissement budgétaire crédible est certainement une condition préalable, mais il ne résoudra le problème qu'en partie. Certes, il permettrait d'éviter une « dépréciation » de la dette existante et une contraction supplémentaire du gisement d'actifs sans risque disponibles, mais il ne générera probablement pas à lui seul une offre suffisante pour couvrir les besoins à venir. Comment les économies avancées pourront-elles, dans le même temps, offrir un volume de titres suffisant et préserver la solidité de leurs finances publiques, ce qui leur permettrait de surmonter le dilemme de Triffin ? Elles doivent commencer par dissiper, pour toujours, les doutes quant à leur volonté d'honorer leurs obligations de paiement, ce qui influe largement sur la structure de la dette publique, ainsi que sur le processus politique. Il se peut que l'introduction des clauses d'action collective en Europe et les incertitudes

périodiques entourant le relèvement du plafond de la dette aux États-Unis aient induit un surcroît d'incertitude, qu'il convient de faire disparaître. Il est donc nécessaire de prendre des mesures destinées à renforcer le cadre juridique et politique.

Parallèlement, ou alternativement à ces mesures, une innovation financière judicieuse pourrait permettre de créer de nouvelles catégories d'actifs sans risque. À mon avis, et certains contesteront peut-être ce point de vue, la crise a été notamment due à une innovation financière irréfléchie, qui cherchait précisément à produire, *via* des opérations de titrisation complexes, des actifs apparemment sans risque mais comportant en fait des risques de perte extrême (*tail risks*) occultés, lesquels se sont matérialisés avec les effets délétères que l'on sait. De surcroît, ce processus ne s'est pas déroulé en bon ordre, il n'a pas été suffisamment contrôlé et les incitations étaient biaisées. Une tout autre approche, préconisée par les autorités elles-mêmes, reposerait sur une transparence totale et consisterait à mettre l'innovation financière au service de l'intérêt collectif.

Les solutions à explorer sont nombreuses. Deux pourraient se révéler particulièrement constructives :

- Premièrement, l'élaboration d'instruments adossés à des actifs réels, physiques ou productifs (y compris fonciers), dont ils répliqueraient en partie le profil risque/rendement. Même s'ils ne transféreraient pas la propriété de ces actifs, ils pourraient permettre de contourner les obstacles politiques susceptibles d'empêcher une nette expansion de l'investissement direct étranger des pays émergents vers les économies développées.
- Deuxièmement, l'élaboration d'instruments adossés à un portefeuille diversifié de titres de dette publique. La plupart des dispositifs actuellement envisagés reposent d'ailleurs sur la mutualisation du risque souverain (*via* des euro-obligations, par exemple). Ce type d'instruments créerait une grande solidarité mais imposerait aussi beaucoup de coordination et de discipline au niveau des politiques budgétaires nationales. Les obstacles politiques sont néanmoins considérables et pourraient empêcher pendant très longtemps l'émergence de ce type d'instruments.

On pourrait atteindre le même objectif, sans rencontrer d'obstacles politiques, non pas en mutualisant le risque mais en agissant sur la structure même de

l'instrument de façon à ce que celui-ci soit sûr et liquide. À l'échelle européenne, l'une des solutions proposées consisterait à élaborer des euro-obligations sans risque en extrayant une tranche senior d'un portefeuille diversifié d'obligations d'État. S'ils sont mis en œuvre à bon escient, et gérés et surveillés de près, ces instruments pourraient répondre à la forte demande d'actifs sûrs libellés en euro (dont témoigne l'appétit des investisseurs extérieurs pour les émissions du Fonds européen de stabilité financière).

6 | CONCLUSION

Le présent article comporte quatre grands messages.

La dette souveraine des pays avancés ayant atteint des niveaux sans précédent, sa dynamique et son impact sur la croissance future sont aujourd'hui plus incertains qu'auparavant. Et, comme toute dette, elle risque d'accroître la fragilité financière.

Cependant, l'incertitude n'est pas fatale. Une approche « binaire » du problème de la soutenabilité de la dette n'aboutirait qu'à une mauvaise compréhension et à des erreurs. Et, dans la plupart des cas, la soutenabilité est endogène aux mesures déployées par les autorités.

En conséquence, le cadre de l'action publique est encore plus important que par le passé pour ancrer les anticipations et assurer la stabilité financière et monétaire. La volonté des autorités des pays avancés à rembourser leur dette ne doit faire aucun doute. Il ne doit pas non plus y avoir de doutes quant au maintien d'une politique monétaire axée sur la stabilité des prix. Il est fondamental que l'objectif soit clairement défini à un moment où la banque centrale continue de mettre en œuvre des mesures non conventionnelles exceptionnelles et où elle assume des responsabilités accrues en matière de stabilité financière.

Enfin, la soutenabilité de la dette publique comporte une dimension internationale. L'amélioration de l'architecture financière internationale permettra de parvenir à un équilibre mondial accompagné d'une croissance vigoureuse, malgré des niveaux d'endettement public et de développement financier asymétriques. Ce devrait être l'une des grandes priorités de la communauté internationale.

BIBLIOGRAPHIE

Brunnermeier (M.) et al.

"European safe bonds (ESBies): executive summary"
http://scholar.princeton.edu/markus/files/06h_esbies_exec_summary.pdf

Caballero (R.) (2006)

"On the macroeconomics of asset shortages"
<http://economics.mit.edu/files/2732>

Caballero (R.) (2010)

"A caricature model of the world economy",
Working Paper p.10-17, novembre

Cecchetti et al. (2010)

"The future of public debt: prospects and implications"
BIS Paper n° 300, mars

Kocherlakota (N.) (2011)

"Central bank independence and sovereign default",
 Chicago, septembre

Landau (J.-P.) (2009)

"Some thoughts on international monetary reform".
 Intervention prononcée lors du *Workshop* du G20 sur l'économie mondiale : "Causes of the crisis: Key 1 lessons", Bombay 24-26 mai 2009. http://www.g20.org/Documents/g20_workshop_causes_of_the_crisis.pdf?bcsi_scan_7B04035E3E2807B8=1

Obstfeld (M.) (2011)

"The International Monetary System: living with asymmetry", *NBER Working Paper* 17641, décembre

Obstfeld (M.) (2011)

"International liquidity: the fiscal dimension"

Reinhart (C.) et Rogoff (K.) (2008)

"This time is different: a panoramic view of eight centuries of financial crises" *NBER Working Paper* n° 13882, mars

Sargent (T. J.) et Wallace (N.) (1981)

"Some unpleasant monetarist arithmetic", *Revue trimestrielle de la Banque fédérale de réserve de Minneapolis*, 5(3) : 1-17

Shirakawa (M.) (2012)

« Soutenabilité de la dette publique : conditions préalables à la stabilité du système financier et des prix », Banque de France, *Revue de la stabilité financière*, n° 16, avril

Sims (C.A.) (2012)

« Les lacunes de la structure institutionnelle de la zone euro », Banque de France, *Revue de la stabilité financière*, n° 16, avril

Tirole (J.) (2008)

"Déficit de liquidité : fondements théoriques" Banque de France, *Revue de la stabilité financière*, numéro spécial Liquidité, n° 11, février

Turner (P.) (2011)

"Fiscal dominance and the long term interest rate" *Special paper financial markets groups, Special paper series* 199, LSE, mai