

Olivier Blanchard : « L'endettement public est soutenable, et devrait le rester pendant longtemps »

E lesechos.fr/economie-france/budget-fiscalite/olivier-blanchard-lendettement-public-est-soutenable-et-devrait-le-rester-pendant-longtemps-1284626

27 janvier 2021



Olivier Blanchard, ancien économiste en chef du FMI. (MANDEL NGAN/AFP)

Par Renaud Honoré, Guillaume de Calignon

Publié le 27 janv. 2021 à 7:00

Jean Arthuis, le président de la Commission d'experts sur les finances publiques, a mis en avant l'idée que la France vivrait depuis 1974 au-dessus de ses moyens comme point de départ de ses réflexions. Est-ce que cela vous paraît répondre aux enjeux actuels ?

C'est en tout cas un constat juste . Si l'on regarde la situation de l'endettement de la France, il y a une tendance lourde à l'augmentation et en soi cela n'a rien de désirable. Trois raisons conceptuelles peuvent justifier des déficits. D'abord quand l'économie se porte mal et qu'il faut relancer la demande. Deuxième raison, quand un choc imprévu intervient, comme aujourd'hui avec le Covid, ce qui justifie parfaitement les dépenses actuelles . Enfin, troisième possibilité, si l'on fait des investissements destinés à améliorer notre futur, ce qu'on peut relier au débat actuel sur la lutte contre le réchauffement climatique.

Faire des déficits peut donc être justifié. Mais cela implique que la dette n'augmente pas tous les ans systématiquement comme ça a été le cas pendant cinquante ans.

L'objectif peut-il déjà être de stabiliser la dette comme le prévoit la commission Arthuis, compte tenu du contexte actuel de crise économique ?

Il s'agit de regarder les trois éléments que je viens de mentionner. Si nous arrivons à maîtriser la pandémie d'ici à la fin de l'année, et si cette sortie de crise s'accompagne d'une demande forte, il n'y a pas de raison de continuer à avoir des déficits, et la stabilisation de la dette est un objectif raisonnable. Mais on voit bien que de nombreuses incertitudes demeurent et qu'il s'agit de rester flexible.

S'engager à arrêter inconditionnellement les déficits en 2022 serait une erreur. Le danger c'est que l'on refasse ce qu'on a fait en 2010-2011, à savoir essayer de réduire tout de suite la dette. Mais la plupart des gouvernements ont appris leur leçon.

L'année 2021 s'annonce encore difficile du point de vue économique, au vu de l'arrivée des nouveaux variants...

Vraisemblablement nous allons en effet devoir dépenser plus que ce qui était prévu pour soutenir l'économie, mais ce n'est pas un risque. Même s'il fallait un nouveau déficit public de 10 % du PIB en 2021, nous pourrions nous l'offrir. Cela se traduirait par une augmentation de la dette, mais ce ne serait pas dramatique. En revanche, si nous n'arrivons pas à maîtriser la Covid, et que l'on revit la même chose en 2022 et 2023, alors il faudra se poser des questions.

Vous avez évoqué récemment l'idée d'un nouveau paradigme budgétaire. De quoi parle-t-on ?

On constate depuis trente-cinq ans une tendance lourde de baisse des taux d'intérêt, bien antérieure à la crise actuelle, et il paraît très improbable qu'il y ait un retournement rapide. Dans ce contexte de taux d'intérêt bas, les coûts de la dette sont faibles, et les bénéfices de la politique budgétaire sont plus importants. La raison : dans les années 1980, les banques centrales pouvaient baisser leur taux d'intérêt de 4 ou 5 points en cas d'insuffisance de la demande, ce qui faisait de la politique monétaire l'instrument essentiel de politique économique. Ce n'est plus le cas aujourd'hui, et donc le principal instrument qu'il nous reste, c'est la politique budgétaire, et donc, potentiellement les déficits.

Il n'y a donc plus de limites ?

Je suis conscient des dangers que cette situation peut engendrer. Quand on ouvre la porte à la dette publique, on s'expose à des dérives, à des excès potentiels et à la démagogie. Aux Etats-Unis, la dérive, c'est la nouvelle théorie monétaire (MMT) qui nous explique que la banque centrale peut financer tous les déficits publics. Je suis d'ailleurs un peu inquiet du montant annoncé pour le plan de relance de Joe Biden (1.900 milliards de dollars), qui me semble très élevé.

Le rôle d'universitaires comme moi est à la fois d'expliquer que l'endettement peut être bénéfique compte tenu de son faible coût, mais aussi mettre en garde contre les dérives. Cette nécessité de trouver le juste message est la même pour les gouvernements. C'est pour cela que le gouvernement a mis en place la Commission Arthuis. La contrainte financière ne s'est pas volatilisée avec la crise, elle existe toujours. La situation actuelle ne

durera probablement pas éternellement et les investisseurs peuvent prendre peur devant l'ampleur des déficits. Il faut les convaincre que les déficits sont justifiés et que les gouvernements restent responsables.

Comment définir la soutenabilité de la dette aujourd'hui ?

Le ratio de dette publique rapporté au PIB n'a en tout cas aucun sens. Je le pensais déjà avant la crise, et le critère européen du seuil d'endettement de 60 % du PIB est parfaitement inopérant. Avoir une dette à 60 % avec un taux d'intérêt à 10 % est une politique dangereuse, avoir la même dette avec un taux de 0 % ne pose aucun problème. Ce qui compte c'est la charge d'intérêts, donc le produit du niveau de dette et des taux d'intérêt. Dans la situation actuelle, la dette a augmenté mais les charges d'intérêts ont baissé. L'endettement est donc parfaitement soutenable. Qu'en sera-t-il dans dix ans ? L'incertitude sur les taux d'intérêt n'est pas négligeable, mais je pense malgré tout que le niveau d'endettement devrait rester soutenable pendant longtemps. Il faut surtout retenir qu'il n'y a pas de niveau de dette magique.

Il y a quelques mois, vous sembliez plus confiants sur le fait d'avoir des taux bas pendant la prochaine décennie ?

Les marchés en sont toujours convaincus. Après l'élection de Joe Biden, on aurait pu imaginer que les taux à long terme augmentent substantiellement et cela n'a pas été le cas. Mais les marchés se trompent parfois, et les économistes se doivent donc d'être un peu plus prudents. Je le suis, mais je reste convaincu qu'il ne faut pas s'attendre à une forte hausse des taux compte tenu des raisons profondes (excès global d'épargne dû notamment au vieillissement de la population, demande d'actifs sûrs poussée notamment par les ratios de liquidité des institutions financières) qui ont poussé à la baisse depuis 1985.

Quand bien même les taux remonteraient, la maturité de la dette est telle que les gouvernements ont largement le temps de s'ajuster. Vu les taux d'intérêt à long terme, je crois que c'est une bonne idée d'augmenter la maturité de la dette. Je ne pense pas qu'émettre des titres à 50 ans ou à 100 ans soit une bonne idée, mais il y a vraisemblablement un marché pour plus de titres français à 10, 20 ou 30 ans.

Le programme de rachat d'actifs de la BCE n'entraîne-t-il pas la formation de bulles sur les marchés financiers et immobiliers et donc une hausse des inégalités de patrimoine ?

Quand les taux baissent, la valeur des actifs augmente. Ceci en effet augmente les inégalités. On peut s'en préoccuper, prendre des mesures budgétaires pour annuler les effets dommageables ou même envisager un prélèvement exceptionnel sur les plus riches pour tenir compte de ces gains en capital élevés. Mais la politique monétaire a pour but principal de faire tourner l'économie correctement et donc d'atteindre le plein-emploi en relançant la demande. Et si le chômage baisse, cela diminue les inégalités.

Faut-il annuler la dette publique émise pour lutter contre les effets du Covid et détenue par la BCE ?

C'est une idée idiote . Une banque centrale fait partie de l'Etat. Si elle rachète de la dette publique sur le marché, elle recevra les intérêts payés par l'Etat qu'elle lui reversera sous la forme de dividende. Si elle annule les dettes en question, elle ne recevra rien et ne versera rien à l'Etat. Donc annuler la dette ne change rien. C'est un jeu à somme nulle.

C'est un peu plus compliqué quand on parle de la BCE. Annuler la dette française diminuerait les dividendes versés à tous les pays membres, et donc bénéficierait à la France. Mais il n'y a aucune raison que les autres pays acceptent une telle décision... Et si on diminue la dette de tous les pays, on retourne au point de départ : moins d'intérêts, moins de dividendes, pas d'effets.

Le ministre de l'Economie, Bruno Le Maire, estime que ce ne sont pas les impôts qui permettront de rembourser la dette mais la croissance. A-t-il raison ?

Historiquement, la diminution du poids de la dette publique est venue plus de l'inflation que de la croissance réelle. Mais il n'y a pas besoin de hausses d'impôts à partir du moment où le taux d'intérêt sur la dette reste inférieur au taux de croissance de l'économie. Le poids de la dette diminuera lentement certes, mais il baissera.

Vous dirigez avec Jean Tirole une commission chargée de réfléchir à l'économie du monde d'après. Quels sont les grands axes de votre réflexion ?

La commission a travaillé depuis mars, et nous avons choisi trois thèmes : le réchauffement climatique, les inégalités et le vieillissement. Ils nous paraissent être les trois thèmes les plus importants, post-Covid. Le travail n'est pas encore totalement achevé.

Guillaume de Calignon et Renaud Honoré