



Commentaire



Eric Dor

05/03/2021 08:30

L'illusion des bénéfices d'une annulation de la dette publique détenue par la BCE

Par Eric Dor, directeur des études économiques à l'IESEG school of management

La proposition d'annuler les dettes publiques détenues par la BCE et les banques centrales nationales de la zone euro a déjà suscité beaucoup de commentaires.

Il a déjà été bien établi que cette annulation serait illégale et qu'il serait irréaliste de penser que les pays frugaux accepteraient de changer le traité pour l'autoriser. L'objectif est ici de montrer que, de toute manière, les bénéfices espérés d'une telle annulation sont illusoires.

L'émission de monnaie de base corrélative aux achats de dette publique

En janvier 2021, la BCE et les banques centrales nationales de la zone euro détenaient déjà des obligations publiques émises par les pays de la zone euro pour 2932 milliards d'euros. Ce sont les banques centrales nationales qui en détiennent l'essentiel. Les achats d'obligations publiques nationales sont en effet réalisés par la BCE pour une part de 11,1%. Le reste est acheté par les banques centrales nationales.

Il est important de comprendre que les dettes publiques sont monétisées dès qu'elles sont achetées par la BCE ou les banques centrales nationales. Pour payer les obligations publiques qu'elles achètent, les banques centrales nationales créditent en effet les comptes de réserve des banques commerciales dont les vendeurs sont clients. C'est une émission de monnaie de base. En contrepartie les banques commerciales créditent les comptes de dépôt des clients vendeurs. Il y a ainsi une augmentation de la monnaie au passif du bilan des banques commerciales.

Quelques définitions

La monnaie de base est, au passif du bilan de la banque centrale, la somme des billets émis et des encours des comptes de réserve des banques commerciales. La monnaie en circulation, détenue surtout par les entités du secteur privé, dont celles qui ont vendu les obligations, est la somme des billets qu'elles détiennent et de leurs dépôts auprès des banques commerciales.

Implications sur le bilan consolidé du gouvernement

Il est utile de bien comprendre ce que monétiser la dette implique pour la comptabilité du secteur public consolidé. Le gouvernement d'un pays, au sens large, est défini comme l'ensemble de l'administration publique et de la banque centrale nationale.

L'administration publique est en effet l'actionnaire ou propriétaire de la banque centrale nationale. Au départ, l'administration publique émet des obligations souveraines, qui sont achetées par des investisseurs privés. Au bilan consolidé du gouvernement au sens large, donc de l'ensemble formé par l'administration publique et la banque centrale nationale, il y a, au passif, une augmentation du poste des obligations émises. Si la banque centrale nationale achète ensuite ces obligations aux investisseurs privés, c'est une augmentation de la monnaie de base émise qui remplace celle des obligations au passif du bilan consolidé du gouvernement au sens large. Les obligations émises sont maintenant une dette de l'administration publique envers la banque centrale nationale. Elles sont donc une dette d'une partie du gouvernement au sens large envers une autre. Envers le secteur privé, une dette obligataire du gouvernement au sens large a été remplacée par des engagements sous forme de monnaie de base de la banque centrale nationale.

Bénéfices et coûts des achats de dettes publiques par les banques centrales

Les dettes publiques ainsi achetées restent monétisées aussi longtemps qu'elles restent détenues par la BCE et les banques centrales nationales. Pour l'administration publique, cette dette devient gratuite au sens où elle récupère, de la part de la banque centrale nationale, sous forme d'impôts et de dividendes, les intérêts qu'elle lui verse. Cet avantage brut est obtenu sans avoir besoin d'annuler les obligations achetées par la banque centrale nationale. Il suffit qu'elle les garde à son actif, sans les revendre. Toutefois, la banque centrale nationale doit payer des intérêts aux banques commerciales, sur les réserves de monnaie de base qu'elle a émises pour acheter les obligations publiques. Ces intérêts payés réduisent le profit de la banque centrale nationale, et donc les impôts et dividendes qu'elle paye à l'administration publique. L'avantage net de l'administration publique, après que de la dette publique ait été monétisée, est donc la différence entre les intérêts épargnés sur les obligations concernées et les intérêts payés sur les réserves émises. Le gain net est donc très réduit.

En zone euro, le taux payé par les banques centrales nationales sur les liquidités excédentaires déposées par les banques commerciales, après déduction de la partie exonérée, est celui de la facilité de dépôt. Pour le moment ce taux est négatif, à -0,5%, et ce sont donc les banques commerciales qui paient des intérêts sur leurs dépôts auprès des banques centrales nationales. Mais beaucoup d'obligations publiques détenues par les banques centrales nationales ont aussi un rendement négatif. Elles leur seront remboursées, par les administrations publiques, pour des montants inférieurs aux prix auxquels elles les ont achetées. Encore une fois, le bénéfice net est très limité.

Les gains essentiels des achats de dettes par l'Eurosystème

Ceci dit, même avec un taux négatif sur la facilité de dépôt, et sur les prêts TLTRO octroyés aux banques, il est évident qu'avec l'explosion récente des dettes des gouvernements, les taux d'intérêt sur les nouvelles obligations publiques émises seraient très supérieurs à ce qu'ils sont, sans les achats massifs de la BCE et des banques centrales nationales. Les achats massifs de la BCE et des banques centrales nationales, sur le marché secondaire, ont permis aux taux de rendement des obligations publiques de baisser énormément, et ils sont même négatifs jusqu'à certaines maturités. Cela permet aux gouvernements de la zone euro d'émettre de nouvelles obligations sur le marché primaire, à ces mêmes taux très bas ou négatifs. Cette politique monétaire a permis aux gouvernements de la zone euro d'augmenter fortement leur endettement sans provoquer une nouvelle crise des dettes souveraines.

Il est important de répéter que tous ces gains sont acquis sans avoir besoin d'annuler les obligations publiques achetées.

Les coûts cachés de la perte de valeur de la monnaie par rapport aux actifs, biens ou services

Monétiser les dettes publiques a aussi des coûts potentiels cachés pour les citoyens. Cette politique augmente fortement l'offre de monnaie de base, sous la forme de réserves des banques auprès des banques centrales nationales. Elle augmente aussi la quantité de monnaie en circulation. L'excédent initial de l'offre de monnaie sur la demande provoque nécessairement des ajustements des déterminants de celle-ci pour qu'elle augmente et rééquilibre le marché monétaire. L'augmentation de son offre doit induire une perte de valeur de cette monnaie par rapport à d'autres biens, services ou actifs. Jusqu'à présent, depuis le début de la politique d'achats massifs d'obligations publiques en 2015, les forces déflationnistes ont compensé l'effet de l'expansion monétaire. L'inflation, mesurée comme la croissance annuelle des prix des biens et services de consommation, a même persisté à être inférieure à l'objectif de la BCE. Mais les prix de l'immobilier ont déjà beaucoup augmenté et entraînent une hausse des coûts des citoyens pour se loger. Les prix de beaucoup d'actifs financiers ont également été dopés par la politique monétaire. Récemment, les achats gouvernements ont pu émettre des dettes, achetées par les banques centrales par émission monétaire, pour distribuer des revenus de remplacement aux ménages. La distribution de revenus aux ménages, alors que la production de biens et services avait diminué, aurait pu provoquer de l'inflation si tout avait été dépensé. Mais il y a eu une épargne forcée par manque d'opportunités de dépenser. Si toute cette épargne se remet à être dépensée, les prix à la consommation pourraient augmenter et provoquer de l'inflation.

Qu'apporterait l'annulation des obligations publiques détenues par l'Eurosystème ?

Bien sûr, officiellement, les dettes publiques achetées sont monétisées temporairement. La BCE se réserve le droit de décider qu'elles doivent être revendues, si par exemple l'inflation remontait de manière persistante ce qui nécessiterait de réduire la monnaie de base émise et restreindre la liquidité. En pareil cas, les taux de rendement des dettes publiques risqueraient de remonter.

Une motivation souvent avancée pour annuler ces dettes publiques détenues par l'Eurosystème est précisément que cela empêcherait la BCE de décider de leur revente. Les dettes publiques achetées seraient monétisées définitivement au lieu de temporairement. Cette mesure serait donc censée éviter que la remise sur le marché des obligations achetées par l'Eurosystème provoque une augmentation des taux de rendement et risque de conduire à une nouvelle crise des dettes souveraines.

Une autre raison évoquée pour promouvoir l'annulation est qu'elle conduirait à une baisse des dettes publiques en pourcentage du PIB, et que ce serait nécessaire, même si l'Eurosystème garde les obligations achetées, pour que les marchés acceptent de financer, sans hausse excessive des taux d'intérêt, une nouvelle hausse de l'endettement public pour réaliser les investissements nécessaires à la transition écologique.

Ces légers gains escomptés de l'annulation des dettes publiques détenues par les banques centrales seraient en réalité compensés par des coûts associés. Les marchés en seraient bien conscients.

Les coûts d'une annulation

L'annulation des obligations publiques détenues par la BCE et les banques centrales nationales leur causeraient d'énormes pertes. Contrairement aux entreprises et aux banques commerciales, les banques centrales peuvent très bien fonctionner techniquement avec des fonds propres négatifs. Mais il est illusoire de penser qu'il y aurait un consensus à ce sujet entre pays de la zone euro. Pour combler les pertes des banques centrales nationales, le revenu monétaire de l'Eurosystème serait utilisé. Concrètement, les différentes banques centrales nationales suspendraient pendant très longtemps le paiement de dividendes à leurs gouvernements. Elles utiliseraient leurs bénéfices pour se recapitaliser. Les gouvernements perdraient donc de cette manière, étalée sur une très longue période, ce qu'ils auraient cru avoir gagné par l'annulation. Se priver de la possibilité pour la BCE de réduire l'offre de monnaie de base en revendant les obligations publiques achetées, en cas de poussée inflationniste, présente un risque. Si la BCE doit tolérer une inflation excessive, les citoyens vont payer, sous forme d'un renchérissement des biens et services de consommation, le coût de l'annulation. Les bénéfices de celles-ci auront été illusoire.

Evidemment, sans revendre les obligations publiques, les banques centrales nationales de la zone euro peuvent quand même réduire la quantité de monnaie de base émise, en émettant elles-mêmes des obligations porteuses d'intérêt. Ces obligations seraient achetées par les banques et leurs comptes de réserve seraient débités. Cela drainerait de la liquidité. Mais les banques centrales nationales devraient alors payer des intérêts sur ces obligations qu'elles auraient émises. Cela réduirait leurs profits et donc les impôts et dividendes versés aux administrations publiques. Encore une fois, les gouvernements perdraient ce qu'ils auraient cru gagner avec l'annulation. Ces pertes de revenus pour les gouvernements devraient être couvertes par des impôts supplémentaires payés par les citoyens, ou par un surcroît d'endettement public qui remonterait progressivement la dette publique au niveau initial.

L'annulation des dettes détenues par les banques centrales serait une forme de défaut

Les énormes dettes publiques de certains pays de la zone euro sont une source réelle de préoccupation. Pourvu que le pacte de stabilité soit réformé pour le permettre, et que les marchés s'en contentent, ces dettes publiques pourraient toutefois être stabilisées à leurs niveaux acquis en pourcentage du PIB, moyennant une simple limitation des déficits primaires, à condition que les taux moyens payés restent inférieurs à la croissance nominale. Avec la reprise, cette condition semble être assurée pour assez longtemps, vu que les taux moyens payés sur les stocks de dette publique ont fort baissé. Même si les taux d'intérêt exigés sur les nouvelles obligations émises remontent modérément, ils vont rester inférieurs à ceux des titres émis dans le passé qui arrivent à maturité et dont ils assurent le refinancement. Le taux moyen sur le stock de dette publique va donc continuer à baisser. Il faudrait une très grosse augmentation des rendements exigés par le marché sur les nouvelles obligations émises pour que le taux moyen payé sur le stock de dette publique commence à augmenter. Et cette augmentation serait très lente. Bien sûr, la soutenabilité des dettes publiques de plusieurs pays de la zone euro est fragile et pourrait être remise en question s'il est difficile de maîtriser les déficits publics et si les taux moyens arrivent à excéder la croissance nominale. Dans ce cas un défaut peut effectivement être difficile à éviter. Un défaut par une réduction du principal remboursé aux détenteurs de toutes les obligations émises causerait des pertes à leurs détenteurs privés, qui sont surtout des fonds de pension ou de placement collectif, des compagnies d'assurance, ou un peu des banques. Il serait toutefois illusoire de penser qu'une simple annulation des obligations détenues par les banques centrales permettrait d'éviter des pertes au secteur privé. Le coût serait diffusé à l'ensemble des citoyens sous forme d'impôts ultérieurs, ou d'une augmentation de l'inflation. Une investigation rigoureuse de ses implications explique pourquoi.

Exprimez-vous et soyez le premier à recommander cette contribution