

Réduire la dette publique à tout prix, une fausse bonne idée ?

CONJONCTURE Le pavé dans la mare d'Olivier Blanchard, l'ex-chef économiste du FMI

- Vouloir réduire la dette publique à tout prix, quand les taux d'intérêt sont plus faibles que la croissance nominale, n'a pas de sens.
- Le message s'adresse d'abord à l'Europe.

Non seulement les taux d'intérêt sont bas, mais ils sont également inférieurs aux taux de croissance. Si cette situation se maintient à l'avenir, alors la dette publique n'a pas de coût budgétaire. En d'autres termes, l'augmentation de la dette ne doit pas nécessairement entraîner une hausse (ultérieure) des impôts. »

Si cela ressemble furieusement à un pavé dans la mare – en particulier de ce côté-ci de l'Atlantique –, l'auteur de ces propos n'est pas n'importe qui, s'agissant d'Olivier Blanchard, professeur émérite au Massachusetts Institute of Technology (MIT) et ancien économiste en chef du Fonds monétaire international (FMI).

Il n'est pas non plus indifférent qu'Olivier Blanchard ait saisi l'occasion de son discours présidentiel devant l'American Economic Association, en janvier, pour appeler de ses vœux « une réflexion plus riche sur les coûts de la dette publique et de la politique budgétaire » (1).

La norme historique

Olivier Blanchard part d'un constat : aux Etats-Unis, « le taux souverain à dix ans tourne autour de 3 %, alors que les prévisions de croissance nominale (la croissance du PIB en valeur) sont aux alentours de 4 % (2 % de croissance réelle, 2 % d'inflation). La différence est encore plus marquée dans les autres grandes économies avancées. En zone euro, le taux à dix ans est de 1,2 %, pour une prévision de croissance nominale de 3,2 % ».

Cette configuration, explique l'économiste, n'est pas exceptionnelle, mais a constitué la norme durant la majeure partie des 70 dernières années – hors la période 1980-2000, où la lutte contre l'inflation s'est traduite par des taux d'intérêt élevés et une croissance faible.

Or, dans une telle configuration, un Etat peut se permettre un déficit budgétaire (primaire, soit hors charges d'intérêt) sans voir augmenter le ratio dette publique sur PIB. Pour Olivier Blanchard, cela devrait nous inciter à réviser l'idée très répandue que l'urgence est à la réduction, à tout prix, de la dette publique.

D'autant que d'autres arguments plaident également en ce sens. Premièrement, le multiplicateur budgétaire, qui mesure l'impact d'une variation des dépenses publiques sur le PIB, est plus élevé aujourd'hui qu'il ne l'était avant la crise financière. Autrement dit : l'impact récessif de l'austérité est plus important qu'on ne le croit ; inversement, les « effets retour » d'une politique de relance par les dépenses publiques sont plus forts.

Deuxièmement, depuis de longues années, les investissements publics sont, dans de nombreux pays, « la principale victime » de l'assainissement des finances publiques – avec des conséquences visibles sur l'état des infrastructures, notamment en Belgique ou en Allemagne.

Troisièmement, Olivier Blanchard renvoie aux travaux de Lawrence Summers, professeur à Harvard et ancien secrétaire au Trésor de Bill Clinton, sur l'hystérèse (ou hystérésis).

Cette notion empruntée à la physique fait référence, en économie, à un impact persistant des fluctuations de court terme sur le potentiel de croissance à long terme. Elle peut se traduire ainsi : plus longtemps la dynamique économique est affaiblie, plus fort sera l'im-

pact négatif sur le capital physique (en raison d'un manque d'investissements) et sur le capital humain (que déprécie le chômage de longue durée).

Selon une toute récente étude réalisée par quatre économistes rattachés au Centre for Economic Policy Research

(CEPR), cette hypothèse s'appliquerait particulièrement à l'Europe où « l'austérité s'est traduite par une reprise faible » (et fragile), mais a également « ralenti l'adoption de nouvelles technologies et a déprimé la croissance de la productivité sur le moyen terme » (2).

Autrement dit : une politique budgétaire expansionniste aurait permis de relancer vigoureusement la machine économique et, par son impact positif sur le potentiel de croissance, aurait même pu se traduire par une... amélioration des finances publiques à moyen terme. La conclusion vaut aujourd'hui (plus) encore.

Le spectre de la stagnation séculaire

« Tous ces arguments se cumulent-ils pour justifier une autorisation d'émettre des dettes à l'infini ? D'un montant infini ? La réponse est un non catégorique », précise Olivier Blanchard.

Mais le débat sur l'opportunité d'une relance budgétaire devrait reprendre – et c'est sans doute dans nos pays qu'il serait le plus urgent de le mener, l'Europe étant la zone économique la plus vulnérable face au ralentissement de l'économie mondiale.

D'autant que la Banque centrale européenne (BCE) vient de mettre un terme à ses rachats massifs de titres financiers, se privant, à contretemps, de son principal instrument de politique monétaire, alors que son taux d'intérêt directeur est à zéro. La conférence de presse de son président Mario Draghi, prévue ce jeudi en début d'après-midi, dans la foulée de la réunion du conseil des gouverneurs, est très attendue.

Car le spectre de la stagnation séculaire – comprenez : d'une longue période de croissance molle, comme le Japon

en fait l'expérience depuis l'éclatement de l'économie de bulle au début des années nonante – pourrait bien revenir hanter la zone euro, où les perspectives de croissance se sont considérablement assombries, comme le montrent les dernières prévisions économiques de l'OCDE publiées ce mercredi. ■

DOMINIQUE BERNIS

(1) O. Blanchard, « Public debt and Low Interest Rates », disponible sur www.aeaweb.org, ou en version résumée sur www.piie.com.

(2) F. Bianchi, D. Comin, H. Kung et T. Kind, « Slow recoveries through fiscal austerity », février 2019, disponible sur www.voxeu.org.

OCDE

Zone euro : un trou d'air qui pourrait persister

« La croissance du PIB dans la zone euro a fortement ralenti dans le courant de 2018 et devrait rester faible, à 1 % en 2019 et 1,2 % en 2020. Le fléchissement de la demande extérieure et des facteurs ponctuels ont contribué au ralentissement de l'année dernière, mais l'affaiblissement de la croissance du commerce intra-zone, l'incertitude politique élevée et la réduction de la confiance laissent entrevoir un ralentissement sous-jacent de la demande qui pourrait persister », précise l'OCDE, qui a revu fortement à la baisse ses prévisions pour l'Allemagne et l'Italie, en raison de la part relativement élevée des exportations dans le PIB.

D.B.

