

Dettes: peur sur les taux

Avec un endettement global qui n'a jamais été aussi important, la stabilité financière mondiale est menacée par la brutale remontée des taux d'intérêt

DOSSIER

Le 4 juin 2020, au cœur du premier confinement, l'Etat français mettait sur le marché des bons du Trésor à dix ans. Rendement obtenu : 0,02%. Soit un taux d'intérêt à peu près nul. L'ère de l'argent gratuit battait son plein. Emprunter ne coûtait presque rien au gouvernement français. Un peu plus de deux ans plus tard, la situation a complètement changé. Le 6 octobre, l'Agence France Trésor a émis de nouveaux bons du Trésor à dix ans... mais cette fois à 2,59%. La France n'est pas – loin de là – au bord d'un problème de financement, mais pour la première fois depuis une trentaine d'années, les conditions se durcissent. « On change d'ère économique, note Gilles Moëc, économiste en chef du groupe d'assurances Axa. Après la grande modération des années 2000, puis la crise financière de 2008 qui a cassé l'inflation, on a l'impression de revenir aux années 1990. » Une décennie marquée par de nombreuses crises des devises, le poids sans cesse grandissant du service de la dette et l'instabilité économique. D'autres font plutôt la comparaison avec les années 1970 : crise de l'énergie, inflation rampante, tensions géopolitiques...

Peu importe combien de temps nous remontons le temps en arrière : le constat est le même. En un an, le monde occidental a opéré un virage économique majeur avec le grand retour de l'inflation. Pour faire face à ce choc, les banques centrales se sont mises à relever leurs taux à grande vitesse, après des décennies de baisse structurelle. Depuis le début de l'année, la Réserve fédérale américaine (Fed) a passé son taux directeur de 0% à 3%, et la Banque d'Angleterre de 0,1% à 2,25%. Même la Banque centrale européenne (BCE), où le taux de dépôt avait plongé jusqu'à -0,5%, s'y est mise. Jeudi 27 octobre, elle devrait annoncer une nouvelle hausse de son taux, sans doute de 0,75 point, à 1,5%.

« Nous retournons dans un monde de taux d'intérêt un peu plus normaux et cela va avoir de lourdes conséquences pour la dette accumulée à travers le monde », souligne Mervyn King, ancien gouverneur de la Banque d'Angleterre (2003-2013). Car pen-

dant les décennies de taux d'intérêt sans cesse plus bas, les Etats, mais aussi les entreprises et les ménages, ont réagi de façon parfaitement rationnelle : ils se sont endettés de plus en plus. En 1970, la dette mondiale totale (Etats, entreprises et ménages) dépassait légèrement 100% du produit intérieur brut (PIB) ; en 2007, elle frôlait 200% ; aujourd'hui, elle dépasse 250%. Soit 226 000 milliards de dollars (231 000 milliards d'euros), selon les calculs du Fonds monétaire international.

La France est particulièrement touchée. Sa dette publique, autour de 115% du PIB, est relativement élevée mais ne sort pas nettement du lot ; en revanche, sa dette totale (Etat, ménages, entreprises), à 350%, est la plus forte de la zone euro, dépassant par exemple la Grèce. Ce qui était gérable avec des taux d'intérêt au plancher va-t-il devenir insoutenable dans cette nouvelle ère ? « Cette transition vers des taux d'intérêt plus élevés va être très douloureuse pour les gens qui ont pris d'importants prêts immobiliers [en taux variables], ou encore pour les contribuables

qui vont devoir payer plus d'impôts pour aider à rembourser les intérêts de la dette des gouvernements », répond Martin Weale, professeur d'économie à l'université King's College de Londres et ancien membre du comité de politique monétaire de la Banque d'Angleterre (2010 et 2016). Douloureux pour les emprunteurs et les contribuables, cela fait beaucoup de monde, non ? « Tout le monde va s'en rendre compte », confirme M. Weale.

« CONDAMNÉS À RÉDUIRE LES DÉFICITS »

Même inquiétude chez Paul Tucker, ancien vice-gouverneur de la Banque d'Angleterre, aujourd'hui professeur à Harvard. « Cela risque de reposer la question du rôle de l'Etat dans les démocraties libérales. Depuis une grosse décennie, les gouvernements ont été les assureurs en dernier ressort, que ce soit pour protéger des effets de la crise bancaire en 2008, de la pandémie ou du choc actuel de l'énergie. » Pourront-ils continuer à être aussi protecteurs dans les nouvelles conditions ? M. Tucker en profite pour tacler ceux qui appelaient à s'endetter sans compter.

« APRÈS LA GRANDE MODÉRATION DES ANNÉES 2000, PUIS LA CRISE DE 2008 QUI A CASSÉ L'INFLATION, ON A L'IMPRESSION DE REVENIR AUX ANNÉES 1990 »

GILLES MOËC
économiste en chef du groupe d'assurances Axa

« C'était oublier le risque que les taux d'emprunt puissent un jour remonter. »

La bombe à retardement ne semble cependant pas sur le point d'exploser. A l'heure actuelle, le taux d'intérêt réel, corrigé de l'inflation, n'a jamais été aussi négatif. En zone euro, avec une inflation à 10% et un taux nominal de la BCE qui devrait s'approcher de 1,5% d'ici quelques jours, le taux réel est autour de -8%. Pour un pays très endetté comme l'Italie, « c'est même une chance historique », estimait en juillet l'économiste Véronique Riches-Flores. Historiquement, au lendemain de la seconde guerre mondiale, c'est d'ailleurs grâce à l'inflation, qui dépassait alors 50% par an, que la France a divisé par quatre sa dette publique.

Mieux encore, les Etats vont bénéficier pendant de nombreuses années de la baisse des taux d'intérêt de ces dernières décennies. La charge de la dette publique en France (la somme à rembourser chaque année) était en 2021 de seulement 1,3% du PIB, presque moitié moins qu'il y a une décennie. Or, la maturité (le temps qu'il reste avant



Des traders du Cboe Global Markets, à Chicago, le 21 septembre, jour de l'annonce de la hausse des taux directeurs de la Fed. SCOTT OLSON/GETTY IMAGES VIA AFP

Mervyn King : « Il y a un risque réel de crise financière grave »

Les banques centrales sont en partie responsables de la situation de l'économie mondiale, accuse l'ex-gouverneur de la Banque d'Angleterre

ENTRETIEN

L'ancien gouverneur de la banque d'Angleterre (2003-2013) regarde d'un œil très sévère ce qu'il considère comme l'échec des banquiers centraux à contrôler l'inflation ces dernières années.

L'inflation fait son retour. Les banques centrales augmentent leurs taux d'intérêt. S'agit-il d'un tournant dans la politique monétaire ?

Je le pense. Nous retournons dans un monde de taux d'intérêt plus normaux. Les conséquences seront très importantes parce que le monde a accumulé les dettes. A terme, il y a des raisons d'être optimiste parce que des taux d'intérêt plus élevés peuvent améliorer la performance de l'économie. Mais la transition risque d'être très difficile.

Les banques centrales sont-elles responsables de la poussée d'inflation actuelle ?

Leur grosse erreur a été d'arrêter de penser à la masse monétaire, et de ne s'intéresser qu'aux anti-

ciations d'inflation. Leur théorie était que, si les gens pensaient que l'inflation resterait faible, alors les salaires et les prix resteraient faibles. Le problème est que cela ne répondait pas à la question de ce qui détermine ces anticipations. L'argument était complètement circulaire... Dans ces circonstances, en 2020 et 2021, les banques centrales ont fini par imprimer beaucoup d'argent. Les manuels d'économie démodés des années 1950 ou 1960 auraient dit que l'inflation est la conséquence de trop d'argent pour trop peu de biens et de marchandises. C'est exactement ce qu'il s'est produit pendant la pandémie.

Mais, désormais, les banques centrales ont réagi et augmentent leurs taux rapidement...

Les banquiers centraux ont compris que nous devions revenir à un monde de taux d'intérêt plus élevés et qu'il fallait en accepter les conséquences [soit un ralentissement de l'économie]. Jay Powell, le président de la Réserve fédérale américaine [Fed], l'assume clairement. Il s'est mis à parler de Paul Volcker [président de la Fed entre

1979 et 1987] dans ses discours. Dans les années 1980, Volcker était probablement la personne la plus détestée en Amérique alors qu'il avait augmenté les taux d'intérêt à court terme à 20%. Mais, vingt-cinq ans plus tard, il est devenu « saint Paul Volcker ». Jay Powell a décidé que c'était la bonne stratégie pour lui. Peu lui importe maintenant qu'il y ait une récession en Amérique, même s'il ne la souhaite pas, si c'est le prix à payer pour ramener l'inflation à 2%.

En 1970, la dette mondiale totale était de 100% du PIB. Elle dépasse aujourd'hui 250%. Dans ces circonstances, le monde peut-il faire face à des taux d'intérêt de 4% ou 5% ?

Le problème est mondial. La Chine, les Etats-Unis, dix-huit économies pauvres dans le monde ont de graves difficultés d'endettement, selon le FMI. Quant aux grandes économies émergentes : en 2009, après la fin de la crise bancaire, celles-ci ont aidé à sortir le monde de la récession. Aujourd'hui, elles sont sinistrées. En conséquence, le monde va de-

voir accepter beaucoup de restructurations de dette. A court terme, cela va créer davantage de turbulences sur les marchés financiers, voire des crises. Ce sera très difficile à gérer, parce que nous n'avons pas l'expérience de restructuration à cette échelle.

Vous semblez décrire Armageddon...

Quand on est dans une mauvaise position, on ne peut pas prétendre en sortir en douceur. Voyez ce qu'il s'est passé au Royaume-Uni... A moins d'avoir un ensemble vraiment crédible d'institutions politiques, des trésoreries et des banques centrales solides, ce genre de faux pas et d'erreurs va se produire. Il ne sert à rien de résister. Il faut l'accepter et s'y adapter. Je pense que certaines banques centrales vont essayer d'empêcher la hausse des taux d'intérêt. Mais ce serait une grave erreur. D'une manière ou d'une autre, le fardeau [de la restructuration] va devoir être partagé entre les créanciers et les débiteurs. A l'arrivée, la bonne nouvelle est que toutes ces entreprises, tous ces gouvernements qui ont trop emprunté, verront

leurs ressources se déplacer vers d'autres pays ou d'autres entreprises qui peuvent les utiliser de manière plus rentable. Cela va permettre à la productivité de retrouver sa croissance de long terme, autour de 2% par an.

Dans cette immense restructuration à venir, y a-t-il une partie du monde ou un secteur qui vous inquiète le plus ?

Pas vraiment. Ce qui m'inquiète est que le problème est mondial. S'il était véritablement concentré dans une partie du monde, il serait possible de s'organiser pour y faire face. Mais il est assez difficile de trouver un endroit qui soit à l'abri.

Y a-t-il un danger que nous subissions un krach systémique ?

Le durcissement monétaire risque de générer une récession non seulement aux Etats-Unis, mais aussi dans le reste du monde, et en particulier dans les pays en développement qui empruntent des dollars. La Fed ne peut pas y faire grand-chose, parce qu'elle ne peut pas facilement aller voir le Congrès, et dire : « Nous avons décidé de tolérer un taux d'inflation plus

élevé parce que nous ne voulons pas infliger trop de dommages au reste du monde. » Ainsi, le risque est que chaque pays durcisse sa politique monétaire en même temps [pour limiter la hausse du dollar]. Chacun ferait des hypothèses trop optimistes sur le reste du monde, et resserrerait sa politique monétaire davantage qu'il ne le ferait s'il se rendait compte de ce qui se passe réellement ailleurs. Il y a donc un risque réel de crise financière très grave. Néanmoins, nous n'en sommes pas là pour l'instant.

Face à ces dangers, que conseillerez-vous aux principales banques centrales ?

Pour utiliser une vieille blague irlandaise, le seul conseil que je puisse donner, c'est que je ne partirais pas de là où nous sommes. Elles ont commis de graves erreurs de politique monétaire. Ensuite, elles ont eu de la malchance, avec l'invasion russe de l'Ukraine [qui a accentué l'inflation]. Mais leur erreur était assez basique, c'est difficile d'avoir beaucoup de sympathie pour elles. ■

PROPOS RECUEILLIS PAR É.A.

le remboursement) moyenne de la dette française est d'un peu plus de huit ans. Les taux bas sont donc engrangés pour longtemps. L'Agence France Trésor estime que la charge de la dette demeurera de 1,4 % du PIB l'année prochaine, en hausse assez faible.

Reste qu'un tournant vient d'avoir lieu et que le poids du remboursement va désormais augmenter. Progressivement, mais sûrement. « Je ne pense pas qu'il y ait de question de soutenabilité de la dette [française] aujourd'hui, estime Philippe Martin, le doyen de l'école d'affaires publiques à Sciences Po. Mais évidemment, on ne peut pas rester avec un déficit public de cinq points de PIB [comme c'est le cas actuellement]. Il va falloir le réduire. » Au moment d'un violent choc énergétique et d'une baisse du pouvoir d'achat, les choix politiques s'annoncent difficiles. « On est condamné à réduire les déficits, la vraie bataille sera sur la façon d'y parvenir », ajoute M. Moëc.

Car, en effet, le taux d'intérêt réel n'est négatif qu'à court terme. D'un côté, les banques centrales augmentent leurs taux nominaux rapidement. De l'autre, l'inflation va finir par baisser, et c'est d'ailleurs la raison de leur action. Tôt ou tard, les deux courbes vont se croiser. « Une fois que les banques centrales auront fini de normaliser leur politique monétaire, je pense que les taux d'intérêt réels se retrouveront à un niveau plus élevé que lors de la dernière décennie », estime M. Tucker. Cette hausse durable va chambouler de nombreux pans de l'économie, à commencer par l'immobilier.

LE RISQUE IMMOBILIER

Destination Francfort. Avec une ironie mordante, la ville où siège la BCE est aussi celle où le marché immobilier risque le plus d'exploser en Europe, selon le dernier baromètre d'UBS. La banque suisse a comparé l'état des prix immobiliers dans vingt-cinq grandes villes : le centre financier allemand est le deuxième le plus exposé à une bulle immobilière au monde, derrière Toronto.

Pendant de nombreuses années, la rutilante tour de la BCE et le quartier financier où elle se trouve ont provoqué une hausse de la population et ont fait venir de nombreux gros salaires. En une décennie, les prix immobiliers ont doublé. Désormais, les appartements à plus de 10 000 euros du mètre carré sont devenus courants. La pandémie – qui a ralenti l'afflux de salariés – mais surtout le retournement des taux d'intérêt changent tout.

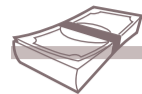
« Le marché immobilier a longtemps été soutenu par un contrefort majeur : les banques centrales », note la banque suisse dans son rapport. Le phénomène est presque mécanique, explique M. Weale : « Les gens pouvaient emprunter plus pour acheter leur logement, ce qui poussait les prix à la hausse. » Le résultat a été partout le même : depuis 2000, le prix moyen d'un bien immobilier rapporté au revenu d'un ménage a augmenté entre 50 % et 100 % en France, au Royaume-Uni, aux États-Unis ou en Espagne. La correction semble désormais inévitable. Au risque de mettre le feu à la finance mondiale, comme ce fut le cas il y a quinze ans ? C'est l'autre question majeure du moment : après une année terrible sur les Bourses mondiales (-16 % sur le CAC 40 et -22 % sur le S&P 500 au 20 septembre par rapport au début de l'année), une grave crise financière est-elle sur le point de se déclencher ?

23 septembre 2022. Kwasi Kwarteng, alors tout nouveau chancelier de l'Échiquier britannique, se lève à la Chambre des communes, tout souriant. Lui qui rêve depuis des années d'une nouvelle révolution thatchérienne peut enfin passer à l'action. « C'est le début d'une nouvelle ère », vante-t-il. Il annonce un grand plan de gel des factures d'électricité et de gaz, et surprend tout le monde avec des baisses d'impôts plus fortes que prévu, qui s'élèvent à 1,5 % du PIB. C'est le plus important cadeau fiscal depuis 1972. Son objectif : « Sortir du cercle vicieux de la stagnation pour passer dans le cercle vertueux de la croissance. »

Si M. Kwarteng s'attendait à voir ses opposants travaillistes s'étrangler de ses cadeaux aux plus riches, il n'avait pas prévu en revanche la soudaine sanction des marchés financiers. La livre sterling a lourdement chuté, le taux d'intérêt sur la dette britannique s'est envolé. Il a fallu l'intervention de la Banque d'Angleterre cinq jours plus tard pour calmer la panique financière qui démarrait.

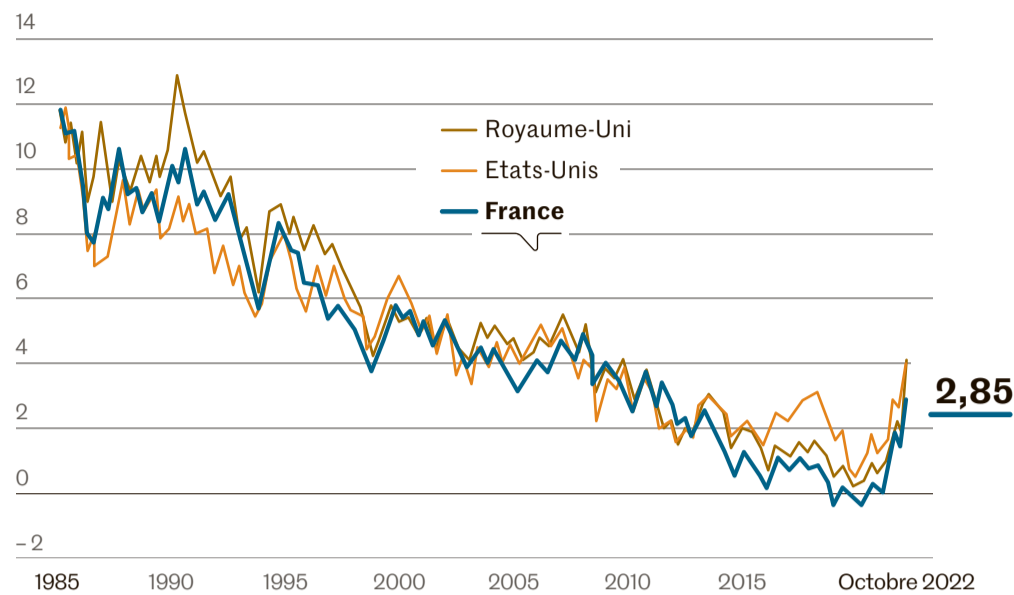
A son corps défendant, le nouveau gouvernement britannique venait d'illustrer deux grandes leçons du moment. D'abord, l'argent n'est plus gratuit. Si les marchés ne sont pas convaincus du sérieux budgétaire d'un pays, y compris la sixième économie au monde, ils demanderont une prime de risque. Ensuite, la finance mondiale traverse actuellement une période extrêmement tendue.

Patrick Perret-Green est un ancien trader britannique, devenu consultant pour fonds d'investissement. Il a traversé la plupart des grandes crises financières de ces dernières décennies, à commencer par le « lundi noir »

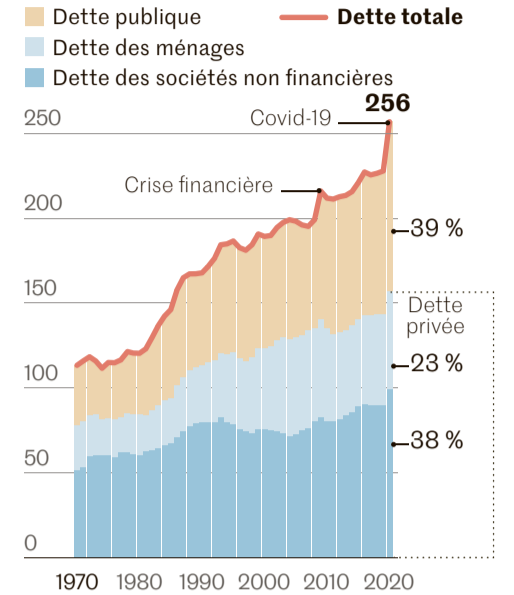


Les taux d'intérêt bas ont permis aux Etats de s'endetter à moindre coût

Taux indicatifs des obligations d'Etat sur dix ans, par pays, depuis 1985, en %



Dettes cumulées mondiales, en % du PIB



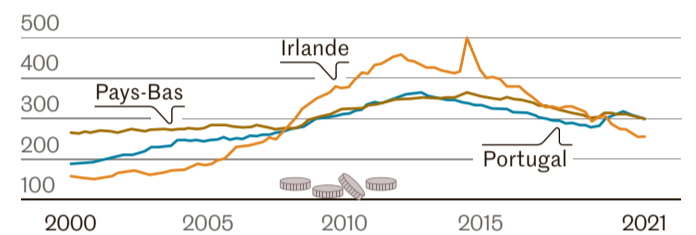
La France a la dette totale la plus forte de la zone euro

Dettes cumulées des ménages, des entreprises et des Etats, par pays, fin 2021, en % du PIB

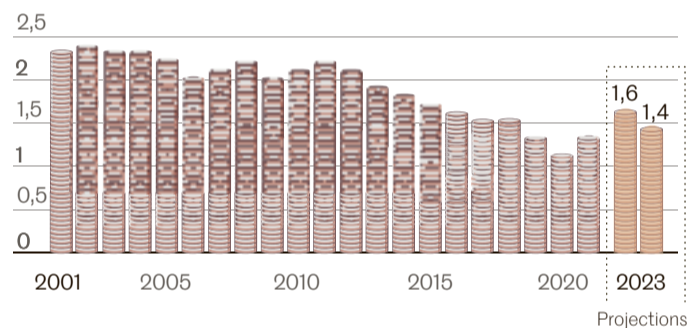
Pays	Dettes publiques	Dettes des ménages	Dettes des sociétés non financières
France	113,3	67,1	167,3
Belgique	108,2	62,3	150,2
Finlande	65,9	67,5	183,1
Grèce	194,2	55,4	66,2
Pays-Bas	52,1	100,7	147,2
Portugal	127,4	68,1	104
Espagne	118,4	58,4	102,7
Zone euro	95,7	60,2	111,8
Italie	151	43,5	72,7
Irlande	56,1	30,4	168,2
Autriche	82,9	51,8	101
Allemagne	69,5	57,3	73,1

Des pays de la zone euro ont utilisé les taux bas pour réduire leur dette

Dettes publiques et privées, par pays, en % du PIB

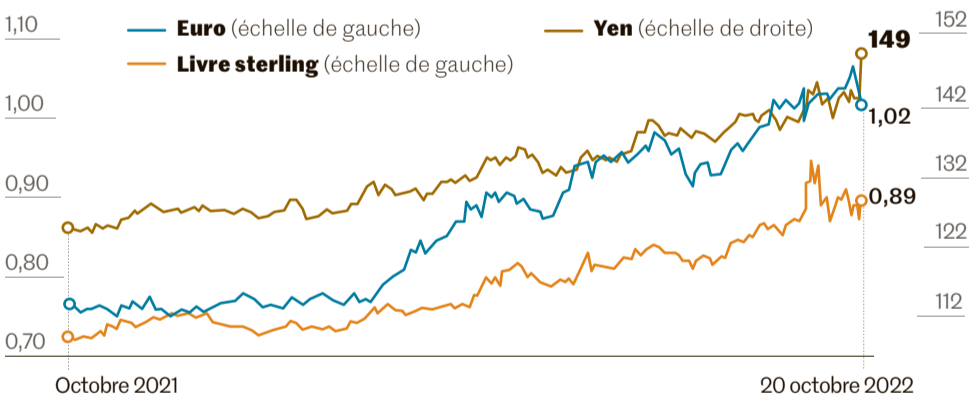


Charge de la dette de la France, en % du PIB



La remontée des taux américains fait perdre de la valeur aux monnaies

Evolution de l'euro, de la livre sterling et du yen face au dollar américain, depuis un an, en taux de change



Face au dollar américain le yen a perdu 30 % de sa valeur, l'euro 14 % et la livre sterling 17 %

La chute des principaux indices boursiers au 20 octobre, depuis le début de l'année

-16%
CAC 40

-23%
S&P 500

Infographie : Benjamin Martinez, Philippe Da Silva... Sources : Trading Economics ; FMI ; BIS ; Agence France Trésor ; XE.com ; Bloomberg

de 1987, deux semaines après le début de sa carrière. « Le problème est la vitesse d'augmentation des taux d'intérêt, extrêmement soudaine, alors qu'on a passé douze ans à penser que ceux-ci allaient rester bas et qu'on n'avait pas besoin de s'en inquiéter. »

BATTES DE BASE-BALL

La Fed a été la première à dégainer. Aujourd'hui, son taux d'intérêt est supérieur à celui des autres grandes banques centrales. Les investisseurs se ruent donc vers la zone dollar. La livre sterling (-17 % depuis le début de l'année), mais aussi l'euro (-14 %), le yen (-30 %) et toutes les autres monnaies chutent face au billet vert. « Cela assèche la liquidité des marchés financiers hors de la zone dollar », poursuit M. Perret-Green.

D'un coup, d'obscurs recoins de la finance apparaissent vulnérables. En l'occurrence, le feu est arrivé des fonds de pension britanniques. Ceux-ci avaient acheté en masse des produits dérivés pour se protéger de la baisse des taux d'intérêt ; après la soudaine hausse des taux qui a suivi le budget britannique, ils ont accumulé les pertes. Il leur a fallu trouver rapidement des liquidités pour y faire face, d'où la vente en urgence d'une partie de leurs actifs, ce qui a accentué la panique financière.

LES BANQUES CENTRALES SE RETROUVENT DEVANT UN CASSE-TÊTE POLITIQUE : ELLES DOIVENT ASSUMER D'ÊTRE IMPOPULAIRES

Quelques semaines après l'incendie, le calme semblait revenu. Y a-t-il un risque qu'un autre coin de la planète finance prenne feu ? Les sempiternelles difficultés de la zone euro, entre la très solide Allemagne et la très fragile Italie, vont-elles resurgir ? Ou le problème viendra-t-il d'ailleurs ? « Ce qui arrive à ces fonds de pension ressemble beaucoup aux problèmes qui ont mené à la crise de 2008 : des effets de levier [le fait d'emprunter pour augmenter son rendement] et un manque de liquidité hors du secteur bancaire, souligne M. Tucker. Il est très probable qu'il y ait des poches d'endettement ou des problèmes de liquidité un peu partout. Il est difficile de comprendre pourquoi les superviseurs n'ont pas agi pour réduire les vulnérabilités du système. »

Dans ce contexte, les banques centrales se retrouvent devant un casse-tête politique : elles doivent assumer d'être impopulaires. Leur objectif est d'étouffer l'inflation, quitte à provoquer une récession ou à laisser les marchés financiers s'effondrer. « Entre 2001 et 2021, il n'y avait pas de conflit entre les politiques budgétaire et monétaire, explique M. Moëc. Désormais, gouvernements et banques centrales sont en conflit objectif. » Voilà qui rappelle les années 1990. Lui-même travaillait à la Banque de France à cette époque. « Le soir, en famille, je passais en procès politi-

que permanent », raconte-t-il dans un sourire. A l'époque, les autorités monétaires françaises étaient accusées de détruire la compétitivité française en maintenant le franc à un niveau trop élevé. Vingt ans plus tôt, Paul Volcker, le président de la Fed qui a augmenté les taux d'intérêt à 20 % pour mater l'inflation, recevait par la poste des battes de base-ball en guise de menace.

Selon M. Tucker, qui est aussi l'auteur de *Global Discord* (Princeton University Press, non traduit), un livre qui sera publié en novembre à propos du système économique mondial actuel, les banques centrales avaient oublié, ces dernières années, leur mission première de lutte contre l'inflation, se donnant à chaque fois de nouvelles missions de soutien de l'économie. « Beaucoup de gens, particulièrement de gauche, voulaient les transformer en une sorte de banque de crédit d'Etat, qui serait là dans un objectif de justice sociale et d'aide à la lutte vitale contre le changement climatique, par exemple. Mais la période récente a été très inconfortable pour de nombreux leaders des banques centrales, qui suivaient cette mode, et se sont soudain fait rappeler quel était leur vrai travail. » Les banques centrales vont redevenir des pères fouettards. Cela risque de faire mal. ■

ÉRIC ALBERT