ENTRETIEN Débat : faut-il annuler la dette ?

I 17/10/2020 I

Agnès Bénassy-Quéré
Cheffe économiste du Trésor

Jézabel Couppey-Soubeyran
Maîtresse de conférences en économie à l'université Paris-1 et conseillère scientifique à l'Institut Veblen

Moins de recettes et plus de dépenses, les caisses publiques sont fortement sollicitées afin d'absorber le coût de la crise du Covid. Pour financer ces déficits accrus, la France, comme les autres Etats, a émis de la dette à tour de bras ces derniers mois. Celle-ci devrait dépasser les 115 % du PIB cette année.

Une fois la pandémie maîtrisée, et la situation revenue à la normale, faudra-t-il rembourser cette facture colossale, qui est venue s'ajouter à notre dette qui frôlait les 100 % du PIB ? Pourra-t-on au contraire l'annuler, du moins partiellement ? Agnès Bénassy-Quéré, chef économiste du Trésor, et Jézabel Couppey-Soubeyran, maîtresse de conférences en économie à l'université Paris-1, en débattent.

L'augmentation de la dette est perçue comme une bombe à retardement pour certains, ou au contraire le seul moyen pour soutenir l'économie et financer la relance pour d'autres. Quelle est votre analyse ?

Agnès Bénassy-Quéré : La crise a un triple effet négatif sur les comptes publics. Elle réduit les recettes perçues par l'Etat, elle accroît ses dépenses et, enfin, elle abaisse le produit intérieur brut (PIB) qui est le dénominateur des ratios de déficit public et de dette[1].

Le plan de relance en tant que tel ne va pas dégrader les comptes publics. Le rehaussement du PIB attendu grâce aux mesures est équivalent au déficit supplémentaire engendré, de l'ordre de quatre points de PIB. En clair, la dette va augmenter de quasiment 20 points de PIB entre 2019 et 2020, mais ensuite le taux d'endettement dépendra moins du plan de relance que de notre rythme de croissance et de la manière dont nous financerons nos dépenses récurrentes.

Lorsque le taux d'endettement est élevé, la croissance du PIB a un impact énorme sur son évolution. Pour s'en convaincre, il suffit de faire un petit calcul : lorsqu'on part d'une dette de 100 % du PIB, et que ce même PIB diminue de 10 % sur l'année 2020, l'endettement augmente mécaniquement de dix points avant même qu'un seul centime n'ait été dépensé dans la relance.

Cela montre l'importance cruciale qu'il y a à rehausser notre richesse nationale de manière durable. Il en découlera également plus d'emplois, et une assiette élargie pour les impôts qui viendra augmenter les recettes de l'Etat.

L'exemple de la Grèce est assez parlant de ce point de vue puisque les plans d'ajustement budgétaire qui lui ont été imposés à partir de 2010, en échange des aides d'urgence, n'ont pas réussi à abaisser le ratio dette/PIB en raison d'un effondrement du PIB. En Italie aujourd'hui, ce ne sont pas les déficits budgétaires en tant que tel qui inquiètent les investisseurs, mais le fait que la croissance soit en panne depuis des années.

Jézabel Couppey-Soubeyran : Cette crise nous impose de réaliser des dépenses publiques massives. Deux questions se posent néanmoins. La première est : comment orientons-nous ces dépenses ? Il faut, à mon sens, les diriger à la fois vers l'offre et la demande. Et quand je parle de l'offre, j'entends au sens large, c'est-à-dire pas seulement vers les biens et les services marchands, mais également vers nos services publics (santé, éducation, etc.) dont la crise sanitaire a fait réaliser l'importance.

Le gouvernement ne s'est pas assez posé cette question, sinon il aurait mis davantage l'accent sur la demande et l'investissement public. Car, in fine, la dette pourra ou non être remboursée en fonction de ce à quoi on allouera les dépenses publiques qu'elle aura permises.

Les plans de relance, que les pays européens sont en train de concocter, soutiendront-ils assez l'activité et permettront-ils de rétablir la confiance ? Cela dépendra de leur bonne allocation.

Ensuite, se pose une seconde question d'égale importance : comment finançons-nous ces dépenses ? Si tout le monde était convaincu que ce n'est pas un problème de voir la dette augmenter, et qu'on est définitivement sorti des règles budgétaires européennes[2] qui fixent des contraintes à respecter pour les finances publiques (ne pas dépasser 60 % de ratio d'endettement, ni 3 % de déficit public), on pourrait le faire par la dette sans aucune crainte.

Dans les années à venir, « le taux d'endettement dépendra de notre rythme de croissance et de la manière dont nous financerons nos dépenses récurrentes », Agnès Bénassy-Quéré

Mais ce n'est malheureusement pas le cas aujourd'hui, et la réémergence probable des règles budgétaires européennes après la crise laisse planer le risque qu'un niveau de dette jugé trop élevé redevienne bientôt un facteur de pression politique pour rétablir l'austérité budgétaire.

La dette est un instrument de financement parmi d'autres et n'est donc pas mauvaise en soi, d'autant qu'il n'existe pas de seuil indépassable parfaitement démontré. Il faut cependant faire attention car son augmentation cumulée peut créer des dynamiques explosives sur les marchés financiers.

A un moment donné, les investisseurs peuvent perdre confiance dans la solvabilité d'un Etat, surtout qu'on est entré dans la crise avec un niveau déjà élevé.

Etant donné le niveau très faible des taux d'intérêt aujourd'hui, n'est-ce pas le moment rêvé pour s'endetter sans limite ?

A. B. -Q. : Il est vrai qu'il y a une fenêtre d'opportunité pour s'endetter aujourd'hui du fait de la faiblesse des taux, y compris pour des emprunts à long terme. Il faut

néanmoins être conscient que cette situation est permise par la politique de la Banque centrale européenne (BCE), qui rachète des titres de dette à tour de bras pour faire diminuer le coût d'endettement des Etats depuis début 2015 et encore plus depuis le début de la crise sanitaire. On ne sait pas ce qui se passera lorsque la BCE sortira de cette politique.

J. C. -S. : Etant donné la faiblesse des taux, si on se concentre sur le court terme, il n'y a aucun problème ni pour contracter une nouvelle dette, ni pour renouveler les dettes qui arrivent à échéance en en contractant de nouvelles.

Sauf que de mon point de vue, nous ne sommes pas à l'abri d'une remontée subite des taux si à un moment donné les investisseurs de marché, qui placent leur argent habituellement dans la dette publique des Etats, se mettent à douter de leur capacité de remboursement.

Il est vrai, la BCE a appris de la gestion de la crise des dettes souveraines qui a suivi la crise financière de 2008. Et d'ailleurs, on l'a vu dans sa manière de gérer la crise sanitaire. Mais, de fait, la BCE semble condamnée à maintenir sa politique de rachats d'actifs à l'infini si elle veut éviter une remontée des taux d'intérêt. Ce n'est qu'à cette condition d'un maintien de l'économie sous perfusion de la BCE que la politique d'endettement des Etats de la zone euro restera soutenable.

Or, on sait que cette politique a des lacunes : elle est tributaire de l'action des banques pour que la monnaie injectée par la banque centrale ruisselle dans l'économie ; elle est plutôt mauvaise pour la stabilité financière car elle contribue à créer des bulles ; et elle induit des effets redistributifs importants au détriment des plus précaires, en enrichissant notamment les détenteurs d'actifs financiers.

On se retrouve dans une situation où la soutenabilité des finances publiques est entièrement subordonnée à la poursuite d'une politique monétaire de rachats d'actifs qui n'aura que peu d'effets d'entraînement sur l'économie, qui creusera les écarts de richesses, et augmente le risque de crise financière.

Peut-on financer le plan de relance autrement que par la dette ?

A. B. -Q. : On peut tout à fait financer par l'endettement la lutte contre une crise. La seule condition est que l'investissement public alors réalisé soit rentable au sens économique et social, c'est-à-dire qu'il permette de rehausser durablement le niveau du PIB et l'emploi. En clair, qu'il ne serve pas seulement à financer des dépenses courantes pour les citoyens d'aujourd'hui.

Autrement dit, l'effort de relance génère un déficit et donc de la dette, mais cela ne sera préjudiciable que s'il finance durablement des dépenses de types transferts sociaux ou de la consommation publique qui n'ont pas d'effets sur la croissance.

J. C. -S. : Un accroissement de la dette n'est pas le seul moyen de financer des programmes de relance. Il existe des solutions alternatives. La BCE peut par exemple annuler les dettes nationales qu'elle détient, soit environ 20 % de la dette française.

Une autre solution plus radicale, car éloignée de ce que permettent les traités, consisterait en une vraie monétisation[3] de la dette publique. C'est-à-dire, non pas en rachetant à tour de bras des titres de dette sur les marchés financiers, comme le fait la BCE aujourd'hui, mais en transférant directement de l'argent de la banque centrale vers les Etats, sans en attendre le remboursement. Cela permettrait de réaliser les dépenses sans faire augmenter la dette.

Que se passerait-il si la BCE annulait les dettes d'Etat qu'elle détient ?

A. B. -Q. : Annuler de la dette publique détenue par la BCE est interdit par les traités européens. Supposons néanmoins que cette décision ait lieu. Cela revient à supprimer le montant équivalent dans le bilan de la banque centrale. Et plus précisément à l'actif, qui représente en comptabilité tout ce qu'un acteur économique possède, par opposition au passif qui recense ce qu'il doit.

« La BCE semble condamnée à maintenir sa politique de rachats d'actifs à l'infini si elle veut éviter une remontée des taux d'intérêt souverains. Or, on sait que cette politique a des lacunes », Jézabel Couppey-Soubeyran

De ce fait, la Banque centrale européenne se retrouverait avec des fonds propres[4] négatifs. Cela ne l'empêcherait pas de fonctionner. Mais on ne peut pas dire que les Etats en sortiront plus riches (ou moins pauvres). Car, ce sont eux les actionnaires de la BCE ! A mon sens, ce tour de passe-passe n'a pas d'utilité à court terme puisque les Etats n'ont pas de mal à se financer, et pourrait même causer un vrai problème à moyen ou long terme.

Pour le comprendre, il faut rappeler qu'au passif de la BCE on trouve les réserves que les banques commerciales déposent auprès d'elle. Lorsqu'il faut encourager le crédit, comme aujourd'hui, ces réserves sont rémunérées à des taux négatifs, c'est-à-dire que les banques paient pour les détenir. Mais en cas d'une inflation renaissante ou pour freiner des bulles d'endettement financier, la BCE devrait rémunérer ces réserves à des taux positifs[5].

Comment le pourrait-elle si ses fonds propres sont négatifs ? La seule solution est en créant de la nouvelle monnaie. Une forme de fuite en avant dégradant inévitablement la crédibilité de sa politique. Car rappelons que la création monétaire favorise l'inflation, alors que la stabilité des prix est justement l'objectif premier de la BCE. En annulant la dette qu'elle détient, la banque centrale se condamnerait donc à ne pas pouvoir, plus tard, réaliser son mandat. Bien sûr, ce problème n'existera pas si l'inflation ne revient jamais. Mais qui peut prédire l'inflation dans 10, 20, 30 ans ?

L'alternative serait qu'elle demande aux Etats actionnaires de la renflouer, mais c'est paradoxal après avoir annulé la dette de ces mêmes Etats. L'annulation de la dette reviendrait à fusionner la politique monétaire et la politique budgétaire, et ce n'est pas souhaitable.

J. C. -S. : A mon sens, une annulation de dette est au contraire possible et souhaitable. Cela ne revient pas du tout à fusionner les politiques monétaires et budgétaires, mais simplement à mieux les coordonner. C'est essentiel, surtout en période de crise pour avoir les coudées franches pour une relance.

Si la BCE annule une partie des dettes publiques qu'elle détient, cela occasionne bien sûr une perte pour elle. Mais ce qui serait problématique pour n'importe quelle entreprise ne l'est pas pour la banque centrale, car elle n'a de dette que vis-à-vis d'elle-même et peut toujours créer, à partir de rien, la monnaie qui lui permet de rembourser ce qu'elle doit. C'est la seule institution dotée d'un tel pouvoir.

A. B. -Q. : Il est vrai que le bilan d'une banque centrale est particulier, mais il est erroné de dire qu'elle ne doit rien à personne. En effet, la monnaie est convertible. C'est-à-dire que les banques peuvent venir chercher leurs réserves à tout moment, de même que des ménages peuvent demander à échanger des dollars, et un jour peut-être du libra, contre des euros.

Par ailleurs, le jour où les taux d'intérêt de marché seront positifs, la BCE aura du mal à persuader les banques commerciales de conserver des réserves rémunérées à taux négatifs ou nuls. Elle devra donc rémunérer leurs réserves.

J. C. -S. : L'argent que la banque centrale doit aux banques commerciales n'est autre que de la monnaie centrale, créée par l'institution quand elle octroie des prêts aux banques ou leur achète des titres. Il ne faut pas confondre le bilan de la banque centrale avec celui d'une banque commerciale, encore moins avec celui d'une entreprise. Elle ne craint pas les pertes et n'est pas là pour faire des bénéfices.

« Une banque centrale ne craint pas les pertes et n'est pas là pour faire des bénéfices », Jézabel Couppey-Soubeyran

On entend parfois qu'une annulation de dette ou une monétisation réduirait à terme les bénéfices de la banque centrale, dans la mesure où elle se retrouverait avec beaucoup de réserves bancaires à rémunérer. En réalité, cela n'a de sens qu'à long terme avec des taux d'intérêt plus élevés.

Aujourd'hui, les taux sont tellement bas et la nécessité de ne pas diminuer l'octroi de crédits si importante que les banques commerciales paient pour avoir le droit de déposer des réserves à la banque centrale. Donc, annuler la dette publique détenue par la BCE serait indolore et enverrait un message positif aux investisseurs qui suivent à la loupe les indicateurs d'endettement.

A. B. -Q. : Sauf que les investisseurs ne sont pas naïfs, ils ont conscience qu'annuler une dette ne change rien au bilan consolidé du secteur public, c'est-à-dire qui comprend à la fois l'Etat et la banque centrale.

Si on n'annule pas la dette, où peut-on espérer trouver des leviers pour rebondir ?

A. B. -Q. : Ce n'est certainement pas en faisant de la manipulation dans les bilans publics, à la fois des Etats et de la BCE, qu'on va faire rebondir l'économie. Lors de la crise financière de 2009, les rachats massifs d'actifs publics – et privés dans une moindre mesure – par Francfort n'ont pas créé d'inflation car les banques commerciales n'avaient pas retransmis cette liquidité à l'économie réelle : elles l'avaient conservée en réserve à la banque centrale.

Aujourd'hui, nous n'avons toujours pas d'inflation, mais cette fois les banques commerciales seraient disposées à prêter. C'est l'économie réelle qui ne veut plus emprunter. En témoigne le taux d'épargne des ménages français qui a bondi de 15 % en 2019 à 27 % sur le deuxième trimestre 2020. En clair, les leviers pour rebondir sont à chercher du côté de l'économie réelle, et notamment de la mobilisation de l'épargne.

J. C. -S. : L'épargne ne dort pas sous le matelas des ménages. Elle est au bilan des banques ou des gestionnaires d'assurance vie qui la collectent. Donc fondamentalement cet excès d'épargne pose la question de ce que font réellement les intermédiaires financiers de l'épargne qu'ils gèrent ?

On entend beaucoup d'observateurs dire en ce moment qu'il faudrait réorienter l'épargne au bon endroit, mais si elle ne l'est pas c'est davantage en raison d'une faille de notre modèle d'intermédiation financière que d'une frilosité des ménages.

Depuis mars, les Etats sont autorisés à déroger aux règles budgétaires européennes pour faire face à la crise. Une fois la pandémie maîtrisée, faudra-t-il les revoir ?

A. B. -Q. : Nous vivons encore aujourd'hui sous la clause dérogatoire générale du pacte de stabilité, activée dès le début du confinement, et qui suspend temporairement les règles budgétaires européennes.

Les plans de relance sont mis en place partout en Europe. Ils s'inscrivent dans le cadre des préconisations du semestre européen, le système de coordination des politiques économiques de l'Union, c'est-à-dire qu'ils doivent répondre à un certain nombre de fragilités structurelles identifiées pays par pays avant la pandémie : accorder une part importante à la transition écologique, et respecter une certaine discipline budgétaire sur le moyen et long terme. Ces questions vont vite revenir sur la table.

« La règle qui semble la plus problématique est qui exige chaque année d'un Etat qu'il réduise d'un vingtième l'écart entre son ratio de dette et le seuil de 60 % du PIB fixé par les critères budgétaires de l'Union européenne », Agnès Bénassy-Quéré

Certains débats avaient déjà émergé avant la crise. La Commission européenne avait lancé un travail de révision de la gouvernance économique et budgétaire de l'UE. La règle qui semble la plus problématique, et qui sera donc soumise à débat, est celle qui consiste à exiger chaque année d'un Etat qu'il réduise d'un vingtième l'écart entre son ratio de dette et le seuil de 60 % du PIB fixé par les critères budgétaires de l'Union. Ce serait un effort trop important aujourd'hui étant donné le niveau des ratios d'endettement des Etats membres.

Pourrait-on aboutir à une situation où l'Union ne fixe plus de règles ? Je ne pense pas, et de mon point de vue il est utile d'en avoir car cela permet à la politique monétaire de savoir comment va évoluer la politique budgétaire, et donc d'avoir une coordination entre ces deux volets de politique économique.

On a vu aussi qu'en cas de crise, les pays qui avaient les niveaux d'endettement les plus faibles ont eu plus de facilité à réagir. Si tout le monde avait eu un endettement élevé ça aurait moins posé problème, mais le risque aujourd'hui est de voir des écarts se creuser entre les membres de l'Union, en matière de coût d'endettement et *in fine* de compétitivité.

J. C. -S. : On ne retournera pas aux règles d'avant crise, mais on en posera d'autres. Il faut espérer qu'elles seront plus intelligentes, plus soucieuses des investissements dont nous avons besoin, pas seulement pour gérer la crise sanitaire, mais aussi pour prévenir la crise climatique dont elle n'est peut-être que le prélude.

Je me questionne cependant sur un point : est-ce que ces nouvelles règles budgétaires viendront rassurer les marchés, ou au contraire créer une panique chez les investisseurs qui se mettront alors à douter de la capacité des Etats endettés et vulnérables à les respecter ?

C'est pour se prémunir de tels problèmes qu'il faut à mon sens prendre les devants et annuler une partie de la dette publique des Etats membres, dès maintenant. Gardons toujours en tête que la dette est un instrument majeur de pression politique.

---

1. Déficit et dette sont exprimés en pourcentage du PIB.
2. Dès le mois de mars, Bruxelles a autorisé les Etats membres à déroger temporairement aux règles budgétaires de sorte à ne pas les restreindre dans la mise en place de mesures de soutien à l'économie.
3. Monétiser une dette revient à émettre de la monnaie sans contrepartie pour la financer, au lieu par exemple de contracter un emprunt. Cela revient, pour un Etat, à faire directement financer sa dette par la banque centrale sans devoir la rembourser.
4. Les fonds propres représentent le capital d'une entreprise ou d'une institution financière (ici la banque centrale) apporté en grande partie par ses actionnaires. Ce sont des ressources non remboursables. Les bénéfices non distribués aux actionnaires viennent augmenter ce capital et les pertes éventuelles le diminuent.
5. Lorsque l'économie est en surchauffe, la BCE peut remonter ses taux directeurs pour ralentir le rythme. Cela implique de rémunérer davantage les réserves que les banques commerciales déposent à la banque centrale pour limiter l'octroi de crédit. Ces réserves sont en effet autant d'argent que les banques commerciales mettent de côté au lieu de prêter aux ménages ou aux entreprises.

PROPOS RECUEILLIS PAR AUDE MARTIN

7 COMMENTAIRES

A LIRE ÉGALEMENT

DÉCRYPTAGE
Faut-il craindre un retour de l'inflation ?
AUDE MARTIN | 01/10/2020 |

ÉCONOMIE
La dette publique s'alourdit, faut-il s'en inquiéter ?
CHRISTIAN CHAVAGNEUX | 30/09/2020 |

DATA
Dette : la facture de la crise
JUSTIN DELÉPINE | 28/09/2020 |

SUIVEZ-NOUS

Sur les réseaux sociaux

En recevant notre newsletter

S'INSCRIRE

SOUTENEZ-NOUS

Alternatives Economiques est une coopérative 100% indépendante qui appartient à ses salariés et qui ne vit que grâce à ses lecteurs. Nous avons besoin de vous pour faire vivre ce projet.

ABONNEZ-VOUS

FAIRE UN DON

À LA UNE

ENTRETIEN « L'Etat s'est rendu impuissant face aux licenciements collectifs »

Licenciements économiques et départs négociés sont-ils devenus inéluctables ? La juriste Elsa Peskine et le politiste Guillaume Gourgues reviennent sur les profondes évolutions des restructurations dans ce dernier volet de notre tour de France des plans sociaux (14/14).

RECUEILLI PAR JEAN-CHRISTOPHE CATALON | 07/11/2020 |

VEILLE Le sociorama de la semaine

Alternatives Economiques vous propose une sélection hebdomadaire de ressources en accès libre pour (re)lire l'actualité au prisme des sciences sociales.

XAVIER MOLÉNAT | 07/11/2020 |

L'OEIL DE...

MARIAN KAMENSKY

Roulez jeunesse !

| 07/11/2020 |

CHRONIQUE

Crise après crise, les milliardaires continuent de s'enrichir

OLIVIER PASSET | 06/11/2020 |

LICENCIEMENTS

Des offres d'emploi moins nombreuses et des contrats instables

CÉCILE HAUTEFEUILLE | 06/11/2020 |

ETATS-UNIS

Le « trumpisme », un courant qui est là pour durer

| 06/11/2020 |

J'ACHÈTE

JE M'ABONNE