

« Quoiqu'il en coûte » ? Il faudra bien payer !

Olivier Passet, Xerfi, 6 janvier 2021

[voir la video](#)

Combien de temps encore l'État français pourrait-il, quoi qu'il en coûte, maintenir à flot les revenus de la sphère privée, et limiter la casse de l'économie réelle ? La résolution de la crise trouve aujourd'hui son issue dans la magie d'un argent gratuit qui permet à la France et à la plupart des États développés d'allonger des chèques sans les financer autrement que par la dette. Si l'on devait faire un bilan très sommaire de la facture de la crise au stade où nous en sommes, ce sont 400 milliards qui ont été injectés dans l'économie, entre les pertes de recettes fiscales issues de la crise, les trois plans d'urgence de 2020 et le plan de relance de 2021-2022. 400 milliards convertis en dette supplémentaire et dont la collectivité est redevable à terme. Il y a là une ombre inquiétante qui plane sur l'activité future. Car l'ardoise n'est pas effacée, elle est juste différée dans le temps, et les points de croissance sauvés à court terme risquent fort de se transformer en homéopathie de la rigueur qui grève les perspectives des 20 années à venir.

Et le quoiqu'il en coûte amène inévitablement la question du « à qui il en coûte ». Sur quel contribuable pèsera la charge et à quel rythme s'opèrera le remboursement ? Nous pouvons à ce stade esquisser deux scénarios : le premier est simplement le non remboursement de fait. Les échéances de la dette seront remboursées par de nouvelles émissions. C'est déjà ce qui s'opère en réalité. L'État n'a cessé d'augmenter ses émissions depuis 10 ans, couvrant bien au-delà de ses besoins de financement et allouant les deux tiers de ses émissions au remboursement de la dette passée arrivant à échéance et au paiement des intérêts. Il émettra 260 milliards en 2020 et 2021, à des taux toujours plus faibles. Et ce roulement de la dette peut encore durer plusieurs années, tant que la BCE garantit sans limite la liquidité sur les marchés des titres d'État. On ne voit certes pas aujourd'hui comment la BCE pourrait prendre le risque d'infléchir sa politique, sans créer un cataclysme financier qui mettrait en péril l'intégrité des banques dont elle a la supervision. Mais ce faisant, la France s'installerait sur un nouveau palier d'endettement, de 120% qui la rendrait très vulnérable en cas de moindre modification des conditions de financement. Miser sur une absence de normalisation sur un horizon de 20 ans est un pari plus que risqué. La France devient aussi de la sorte un énorme glouton sur le marché des émissions. Alors qu'elle pèse pour 21% du PIB de la zone euro, ses émissions représentent aujourd'hui 35% des émissions brutes de la zone. Et compte tenu du niveau atteint par sa dette négociable (2000 milliards fin novembre), et de sa durée moyenne (8 ans et 78 jours au dernier comptage de l'agence France trésor), il lui faudra à terme émettre chaque année 240 milliards rien que pour amortir la dette négociable arrivant à échéance, contre 130 aujourd'hui... autrement dit la France devra en mesure de lever structurellement 100 à 120 milliards de plus par rapport aux levées déjà record de 2020 et 2021. Pas certain qu'elle bénéficie alors de la même facilité qu'aujourd'hui et d'une souplesse intacte de la BCE sur un horizon aussi long. Pas certain surtout que l'Allemagne, pays créancier de la zone euro tolère dans la durée une situation d'hyper-endettement hexagonal qui piège la BCE dans la permissivité des taux zéro et lèse ses épargnants.

Le scénario le plus probable vers lequel on s'achemine ainsi est celui esquissé par le gouvernement en juin. Celui du cantonnement de la dette Covid... Cette dette serait distinguée du reste de la dette héritée du passé et serait amortie en douceur dans la durée. A l'époque le gouvernement évoquait un amortissement à horizon 2042...mais sur la base d'une facture alors estimée de 160 milliards. Et sans impôt supplémentaire, en pérennisant la CRDS (la contribution pour le remboursement de la dette sociale, qui rapporte environ 7 milliards par an) au-delà de 2025, date à laquelle devait s'éteindre cette taxe en même temps que la dette sociale... Autant dire une super-homéopathie quasi-indolore. Mais c'est un conte de fée auquel on ne croit plus. Car c'est maintenant 400 milliards que le gouvernement doit amortir à horizon de 20 ans, il lui faudra à minima alourdir structurellement la barque fiscale d'un point de PIB ou sacrifier autant en dépenses. Et la CDRDS, déjà convoitée pour faciliter l'équation des retraites ne suffira pas.

Encore n'ai-je évoqué ici que la partie émergée de l'iceberg. La dette publique qui fera l'objet de toutes les attentions est de tous les psychodrames. Si j'ajoute « au quoi qu'il en coûte » toutes les avances remboursables dont ont bénéficié les entreprises entre les impôts, les cotisations différés, les prêts garantis ou non, soit au minimum 150 à 200 milliards remboursables à horizon de 1 à 6 ans, on prend toute la mesure de la facture différée de plusieurs dizaines de milliards par an pour les entreprises. Toute la mesure aussi du risque de défaillance massive qui pèse sur les prochaines années, et d'évaporation de l'assiette fiscale. Et l'on comprend aussi que le compteur de la facture des 400 milliards que j'ai évoqué pour l'État continue à tourner... Ajoutons à cela tous les nouveaux besoins révélés par la crise, en matière de santé, de sécurité, d'éducation... Et l'on saisit que derrière ces ellipses, la formule « quoiqu'il en coûte », est une facture qui s'adresse d'abord au contribuable.