

Annuler la dette, est-ce pertinent ?

 alternatives-economiques.fr/xavier-timbeau/annuler-dette-pertinent/00094767

Chronique

15/12/2020

Xavier Timbeau Directeur de l'OFCE

A la fin de l'année, la dette publique devrait atteindre plus de 2 600 milliards d'euros, en augmentation de plus de 250 milliards par rapport à 2019. Ces 250 milliards sont le coût du « *quoi qu'il en coûte* » : de la prise en charge par l'activité partielle des masses salariales et des revenus d'une grande partie de l'économie, le soutien apporté aux indépendants, à certains secteurs ou des dépenses supplémentaires. Mais également les pertes de recettes fiscales liées à la chute spectaculaire de l'activité de 9 % sur l'année, selon l'Insee.



Les milliards risquent de défiler encore puisque ni l'épidémie, ni les mesures prophylactiques aux conséquences économiques assurées par l'Etat ne sont terminées. La troisième vague pourrait être sociale, les pertes accumulées par les entreprises se traduisant par des licenciements ou des réductions de salaires que les plans de relance ne pourront pas compenser.

Comment mesurer la progression de la dette ?

En points de PIB, un ratio utilisé pour des comparaisons dans le temps ou dans l'espace et pour l'appréciation de la soutenabilité de la dette publique, les chiffres sont encore plus effrayants. A la fin de l'année de 2020, la dette publique française atteindrait 120 % du PIB, 22 points de plus qu'à la fin de l'année 2019. Jamais on n'a vu une telle augmentation sur une année depuis la Seconde Guerre mondiale. Il faut cumuler les hausses de l'année 2008 et 2009 pour arriver à de tels chiffres. Suivant cette mesure, la crise du Covid est comparable à une crise financière majeure en deux fois plus rapide et brutale.

Le ratio de dette sur PIB est pourtant un bien mauvais indicateur dans le cas présent : le numérateur, la dette en milliards d'euros, s'accroît tandis que le dénominateur, le PIB en milliards d'euros, se réduit. La réduction du PIB en 2020 est largement le fait des mesures prophylactiques et des confinements. Si on utilisait le PIB de 2019, la hausse de la dette ne serait « que » de 10 points. Cette référence n'est pas plus satisfaisante, et pour apprécier la soutenabilité de la dette en 2020, il faudrait utiliser le niveau du PIB quand les mesures de santé cesseront d'avoir un effet direct sur l'activité, par exemple à la fin de l'année 2021.

L'austérité serait trop coûteuse

On peut douter que le PIB ne revienne jamais à son niveau de 2019, mais c'est oublier que les économies ont des capacités de rebond. La bonne surprise du troisième trimestre 2020 nous enseigne que lorsqu'on arrête le confinement, l'activité rebondit très rapidement. Non seulement, nous retrouvons le chemin de la consommation ou la possibilité de produire, mais nous nous montrons également capables de nous adapter à un contexte sanitaire encore aigu.

Il est difficile de prétendre que nos économies ne reviendront jamais à la normale. Le bon ratio de dette doit intégrer cette capacité à rebondir et, en l'intégrant, le choc de départ est moindre que celui des années 2008 et 2009.

Au-delà de cette adaptation, la « troisième vague » économique risque de peser longtemps. Lors de la crise de 2008, la lenteur de l'absorption du choc financier initial et les propagations de ses effets à l'économie réelle ont fait durer la hausse du chômage et l'accumulation des déficits. Dix ans après le début de la crise de 2008, la dette publique française avait augmenté de plus de 30 points. L'évolution du ratio de dette va dépendre crucialement de ce qui se passe après la fin des mesures prophylactiques.

Reste que la dette qui découle de la crise sanitaire du Covid s'ajoute à celle accumulée depuis 2008. Même à 110 % du PIB, nous sommes très loin des critères de dette du Pacte de stabilité et de croissance. Tellement loin que si nous voulions y revenir en vingt ans, un temps long peut-être émaillé d'autres accidents conjoncturels majeurs, il faudrait un effort budgétaire conséquent en maintenant l'équilibre budgétaire : un solde nul, ou encore un excédent primaire de 2,5 points de PIB pendant deux décennies. Partant d'un déficit hors crise sanitaire de l'ordre de 3 points de PIB, cela demanderait une réduction massive dans les prochaines années. Une adhésion trop stricte à la vieille règle de Maastricht serait un désastre.

Les propositions d'annulation

L'annulation des dettes publiques détenues dans le cadre du *quantitative easing*, le programme de rachats de titres de dette des pays de la zone euro de la Banque centrale européenne (BCE), est proposée par certains, par exemple la note de Baptiste Bridonneau et de Laurence Scialom, qui contient de nombreuses références.

L'annulation de la dette française détenue par la BCE la ramènerait autour de 95 % du PIB

La Banque de France et la BCE détiennent actuellement autour de 500 milliards de dette publique (25 % de la dette publique française) et ces institutions sont des émanations des Etats membres : l'Etat français est propriétaire de la Banque de France depuis sa nationalisation en 1946, la Banque de France est indépendante depuis 1993 et

elle est actionnaire du Système européen de banques centrales (SEBC). L'annulation serait un simple jeu d'écriture consolidé qui résoudrait un gros tiers de l'écart aux critères de Maastricht, en ramenant dans le cas français la dette autour de 95 % du PIB.

Les « annulateurs » proposent même d'aller plus loin et de se servir de cette méthode comme d'une monétisation systématique de la dette publique, permettant de lever la contrainte budgétaire définitivement et donnant un outil « moderne » à la politique monétaire. Ces propositions s'inspirent de la « *modern monetary theory* » selon laquelle la monnaie est le produit de la volonté politique de l'Etat qui l'utilise et qui dispose de pouvoirs l'autorisant à en garantir la pérennité : obligation d'utiliser la monnaie dans les échanges, cours forcé, garantie de liquidité par la banque centrale. L'annulation pousse l'objet monétaire dans ses retranchements et un Etat qui contrôle fortement sa monnaie pourra y recourir sans danger et sans risquer une fuite généralisée devant la monnaie, c'est-à-dire une hyperinflation.

Deux arguments contre l'annulation

Les quelques expériences passées de monétisation ont conduit à des effondrements monétaires, mais ils étaient le fait d'Etats perdant leur crédibilité en matière de souveraineté monétaire. Le pari est que des monnaies incontournables comme le dollar ou l'euro ne pourraient pas s'effondrer et que la monétisation, dans ce cas, pourrait permettre de sortir d'une trappe à liquidité.

Deux arguments peuvent s'y opposer. Le premier est que dans un Etat de droit, le pouvoir de l'Etat est contrôlé par de nombreux contre-pouvoirs. L'annulation des dettes publiques détenues par la banque centrale peut déclencher un événement de défaut qui s'appliquera aux titres de dette détenus par d'autres agents, puisqu'il n'est pas possible de traiter a posteriori différemment des détenteurs de contrats identiques.

Symétriquement, la banque centrale ne peut pas traiter de façon préférentielle certains de ces débiteurs sans se soumettre au droit et invoquer une absolue nécessité. De plus, dans le cas de l'euro, le droit régissant la monnaie est complexe et la possibilité d'un Etat membre de la zone de sortir de l'euro s'il était inquiet de possibles manipulations monétaires rend l'arbitraire difficile à exercer. Si la monnaie est solide c'est précisément qu'elle est appuyée à des institutions qui en définissent les modes d'opérations et qu'elle n'est pas soumise à un arbitraire.

┆ L'annulation des dettes publiques détenues par la banque centrale peut déclencher un événement de défaut qui s'appliquera aux titres de dette détenus par d'autres agents

Le second argument est économique : la monétisation des dettes n'accroît pas la masse monétaire et le jeu d'écriture ne changera rien à ce qui est fait aujourd'hui. Le risque pris n'a donc pas de contrepartie économique. Le *policy brief* de [Christophe Blot et Paul Hubert](#) présente une analyse raisonnée de ces options et les posts de [blogs d'Henri Stredyniak](#) offrent une analyse critique des propositions des « annulateurs ».

La politique monétaire n'agit pas sur la quantité de monnaie, qui est une notion fuyante dans une économie reposant sur le crédit, mais sur les taux d'intérêt, privés ou souverains. Le *quantitative easing* permet principalement de réduire les taux longs et en particulier les taux longs souverains allégeant la contrainte budgétaire des Etats et ouvrant la voie à une politique budgétaire expansive qui stimule l'économie.

Conclure que cette politique ne fonctionne pas parce que l'inflation est en dessous de la cible de la banque centrale est erroné : les taux souverains ont baissé significativement en zone euro et l'action de la BCE a permis de réduire les écarts de taux entre Etats membres. Annuler les dettes aurait un effet sans doute similaire sur les taux, mais on risquerait une panique monétaire si la rumeur d'une annulation plus générale se répandait. Quitter la ligne de crête actuelle d'une politique non conventionnelle qui fonctionne pour risquer d'effondrer l'ensemble des outils monétaires est une aventure pour le moins risquée.

Quelles sont les autres options ?

Si on n'impose pas une austérité longue et brutale et que l'on n'annule pas les dettes publiques détenues par les banques centrales, il faut définir un autre chemin. Une stratégie possible est de continuer la stratégie de répression financière qui découle de taux souverains inférieurs au taux « normal » de l'économie et d'accepter des cibles de dettes plus élevées.

La répression financière fait payer à ceux qui détiennent des dettes publiques (75 % de la dette française n'est pas détenue par les banques centrales) ou des titres sûrs une taxe pour l'assurance qu'ils en tirent. Cette répression financière permet un « effet boule de neige » inversé et, toutes choses égales par ailleurs, elle contribue à la réduction de la dette publique sans effort budgétaire supplémentaire, de 2 points de dette par année. Dix ans de répression financière permettent de réduire la dette de 20 points.

Une dette publique de 100 % du PIB dans un pays où les ménages n'ont pas de patrimoine est moins sûre que dans un pays où le patrimoine net des ménages est égal à 4,9 fois le PIB

Mais, au-delà de la répression financière, nous pourrions être entrés dans un monde de taux d'intérêt durablement bas (un argument développé par Bruno Ducoudré, Raul Sampognaro et moi-même dans « Taux d'intérêt durablement bas et orientation de la politique budgétaire »). Cette stagnation séculaire peut avoir de nombreuses sources qui s'empilent les unes aux autres pour ancrer l'inflation et la croissance réelle sur des trajectoires plus basses. Dans un tel monde, les cibles de dette choisies à la fin des années 1980, sur la base d'une croissance nominale de 5 % sont obsolètes et surtout mortifères. Ce qui compte ce sont les charges d'intérêt que l'on peut payer et mettre en regard des obligations de production de biens publics.

Cette approche patrimoniale étendue pourrait inclure également le fait que les ménages ayant accumulé (en moyenne) un patrimoine pendant les confinements, ce patrimoine privé permet de relâcher la contrainte publique. Un argument de ce type est développé dans un travail avec Jean-Paul Fitoussi il y a quelques années (*Financial sustainability of an economy exploratory remarks*) selon lequel la dette publique est une dette qui revient *in fine* aux ménages. Ce qui compte dans la soutenabilité de la dette c'est la situation nette agrégée globale additionnant dettes et créances individuelles comme publiques. Une dette publique de 100 % du PIB dans un pays où les ménages n'ont pas de patrimoine est moins sûre que dans un pays, comme la France, où le patrimoine net des ménages représente 4,9 fois le PIB et le patrimoine national net (en particulier de la dette publique) plus de 6,5 fois le PIB.

La stratégie de répression financière et de cibles plus élevées fait le pari que la situation actuelle perdurera. Un retour rapide à une trajectoire de taux souverains plus élevés, mais aussi de plus d'inflation et probablement de plus de croissance la rendrait inefficace. Mais, les circonstances évoluant, il faudra modifier la stratégie de soutenabilité de la dette. Comme disait Keynes (ou Paul Samuleson citant Keynes) « *When the facts change, I change my mind. What do you do, sir ?* » 1.

1. « Quand les faits changent, je change d'avis. Que faites-vous Monsieur ? »