

# Qui va payer la dette publique?

Md [monde-diplomatique.fr/2020/05/CORDONNIER/61746](https://monde-diplomatique.fr/2020/05/CORDONNIER/61746)

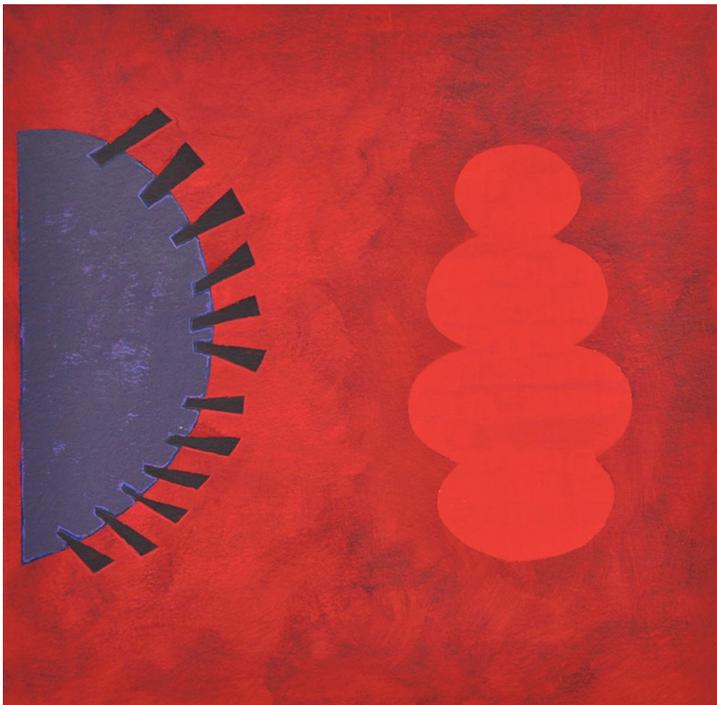
Laurent Cordonnier, *Le Monde diplomatique*, mai 2020

1 mai  
2020

Covid-19 : après la crise... les crises

LE MONDE *diplomatique*

Les crises se ressemblent. Lorsque la tempête fait rage, le capitaine en appelle à la solidarité. La menace passée, l'union s'évanouit : certains écopent en fond de cale, d'autres se trémoussent sur les ponts supérieurs. En sera-t-il de nouveau ainsi ou la pandémie provoquera-t-elle un changement de cap?



John Crossley. - «In the Back» (Un coup en traître), 2017  
© John Crossley - Eames Fine Art Gallery, Londres

La crise qui survient n'est pas de nature sanitaire, mais économique. Le battement d'ailes de papillon qui s'est sans doute produit au marché de Wuhan a cheminé suivant les lignes de fragilité du capitalisme mondialisé et libéralisé, lequel a redéployé depuis quarante ans ses «chaînes de valeur» au gré des eldorados de pacotille qui lui promettaient de paresseux profits : la captation financière, la concurrence «libre et non faussée» par les coûts salariaux, le juste à temps, le *lean management*, le pillage des ressources naturelles, l'obsolescence programmée, la réduction du nombre de masques et de lits dans les hôpitaux, l'austérité.

Nous n'en sommes qu'aux prémices mais, déjà, les économistes s'interrogent : qui va payer et comment? Une profession qui ne gagnerait pas son pain sans cette levure qui s'anime à la simple invocation des «coûts» ne saurait manquer une si belle occasion de poser la question. On ne pourrait, pour cette fois, lui donner tort. C'est en effet l'une des

interrogations majeures qui accompagneront la perspective d'un «retour à la normale» : qu'est-ce qui est «normal», qu'est-ce qu'un «retour», et existe-t-il des «perspectives» qui ne boucheraient pas à nouveau l'horizon?

Économique, cette crise ne ressemble pourtant à rien de vraiment connu dans l'histoire du capitalisme. Ni classique ni keynésienne, elle ne résulte ni d'un choc d'offre, dû à des entraves institutionnelles, technologiques ou provenant de la disponibilité insuffisante des facteurs de production (le capital, le travail et les ressources naturelles), ni d'un effondrement soudain de la demande, bien que le régime de formation de la demande soit structurellement défaillant depuis quarante ans. Elle découle essentiellement de décisions souveraines (et, pour une plus faible part, de mesures de protection prises individuellement) qui ont conduit à mettre brutalement à l'arrêt des pans entiers de l'appareil productif. Le Bureau international du travail (BIT) estime que *«1,25 milliard de travailleurs représentant près de 38% de la main-d'œuvre mondiale sont employés dans des secteurs qui doivent faire face actuellement à une baisse sévère de la production et à un risque élevé de déplacement des effectifs. Parmi les secteurs-clés figurent le commerce de détail, l'hôtellerie et la restauration ainsi que le secteur manufacturier (1)»*.

Un risque dont les résultats sont déjà estimables. La réduction des heures travaillées dans le monde serait, selon le BIT, de 6,7% au deuxième trimestre 2020 : une perte équivalant à 195 millions d'emplois à temps plein. Selon une étude publiée par les Nations unies (2), cette crise va précipiter 500 millions de personnes dans la pauvreté du fait des réductions d'activité et des pertes d'emploi.

À la question «qui paiera?», une partie de la réponse est donc déjà sous nos yeux et ne se conjugue pas au futur : les premiers coûts de la crise sont dans les pertes immédiates de production de biens et services (utiles ou futiles, toxiques ou non) qui ne se rattraperont sans doute pas. Ces pertes sont supportées par les catégories de travailleurs dont les revenus ont diminué ou se sont volatilisés, en contrepartie de la production non réalisée et non vendue. C'est la partie essentielle de ce qu'il nous en coûte et nous en coûtera de lutter ainsi contre la propagation du virus.

Mais ce n'est généralement pas sous cet angle que la question du coût et de sa prise en charge est posée. Passant très vite des pots cassés aux efforts qui sont faits ou seront faits pour tenter de les recoller, on se trouve immédiatement transporté au pied de la montagne de dettes publiques que les États et les systèmes d'assurance sociale auront contractées en subissant eux aussi ce choc et en tentant d'amortir les dégâts et les souffrances provoqués par la chute de la production. Et ça, qui va le payer?

## Au bout du compte, le scénario d'un nouveau krach obligataire n'est pas à écarter

Ce n'est certes pas une question moins intéressante que la première, mais, si l'on n'a pas vu passer la première facture, la seconde (les dettes supportées par les États) risque d'apparaître comme le vrai coût de la crise. Il n'est en fait que l'addition de la part de ces restrictions de production que supportent directement les États, d'un côté, et des

réallocations de ce premier coût entre les catégories d'agents institutionnels qui les subissent, de l'autre. L'État, comme les entreprises et les ménages, subit en effet directement les restrictions de production et prend sa part de ces pertes, sous forme d'un manque à gagner fiscal (impôts sur les sociétés et sur le revenu, taxes sur la valeur ajoutée et sur les produits pétroliers, etc.). Partout dans le monde, des reports de dépenses fiscales et sociales sont accordés aux entreprises, des facilités ou des garanties d'emprunt leur sont proposées, tandis que des mesures de soutien aux ménages sont maintenues ou renforcées à travers l'octroi de revenus de substitution, sous forme d'indemnisation du chômage (total ou partiel). Demain, sans doute, des reprises de dettes, des recapitalisations, des nationalisations seront nécessaires pour sauver les entreprises en difficulté (alors que l'appareil de production sera toujours plus ou moins en ordre de marche) à cause de la montée prévisible de leur endettement. Ce dernier, qui avait déjà atteint des niveaux inquiétants avant la crise du coronavirus, pourrait s'envoler, laissant présager des faillites retentissantes. Dans une étude prémonitoire d'octobre 2019 simulant une récession mondiale de l'ordre de 4 points de produit intérieur brut (PIB) annuel (soit à un niveau de violence moitié moindre que celui de la crise financière de 2008), le Fonds monétaire international (FMI) conjecturait que le montant global des dettes d'entreprise qualifiées de «risquées» augmenterait brutalement de 19 000 milliards de dollars (plus de 17 000 milliards d'euros), pour atteindre 40% du montant des créances de sociétés privées en 2021 (3). Les calculs sont déjà à refaire, étant donné que les pertes de production estimées pour la crise actuelle sont déjà deux fois supérieures à ce scénario-catastrophe. Les États sortiront donc de cette crise encore bien plus endettés qu'il y a quelques mois.

Avant de voir qui s'acquittera d'une telle addition, clarifions deux points. En premier lieu, le coût de la dette supporté par un État ne correspond pas au remboursement futur de ses créanciers (dans cinq, dix ou trente ans). L'État parvient en général à faire «rouler sa dette», et les créanciers échangent du vieux papier contre du nouveau. De sorte qu'on rembourse toujours ses créanciers, mais pas sa dette. En second lieu, il convient de rassurer les inquiets au sujet de la disponibilité des fonds nécessaires pour suivre la montée au sommet du besoin d'endettement des États. Comme le formule élégamment l'économiste Bruno Tinel, «*si l'on pense qu'il y a trop de dettes, il faut être cohérent, et dire aussi qu'il y a trop d'épargne* (4)».

Le coût réel de l'endettement pour l'État n'est donc pas l'amortissement de son capital emprunté, mais le montant des intérêts qu'il doit payer annuellement à ses créanciers. La question devient en conséquence : ce coût sera-t-il supportable à long terme pour la collectivité et, sinon, peut-on s'en débarrasser (et comment)? Pour l'heure, les taux d'intérêt sur les dettes publiques des principaux pays de l'Organisation de coopération et de développements économiques (OCDE) ne se sont pas envolés. L'Espagne, le Portugal, la Grèce et l'Italie parviennent toujours à emprunter sur dix ans à des taux nominaux compris entre 1% et 2%. Pour les États-Unis, l'Allemagne, la France, le Japon, le Royaume-Uni, ils restent inférieurs à 1% : compte tenu de l'inflation, tous ces États parviennent à emprunter à des taux d'intérêt réels proches de zéro, voire négatifs. Le coût des dettes publiques pourrait donc rester très supportable — et personne n'aurait vraiment à le

payer — si les acteurs financiers ne se mettaient pas à paniquer face à la montée des dettes publiques, et s'ils ne se mettaient pas à réclamer aux États ce salaire de la peur (la peur : la principale force de ces gens que l'on se plaît parfois à dépeindre en «riscophiles»).

Qu'advierait-il et que pourraient faire les États et les autorités monétaires si la panique s'emparait des acteurs financiers (les fonds de pension, les fonds d'assurance-vie, les fonds d'épargne mutuelle et les banques) qui gèrent l'épargne des ménages et des entreprises? Si panique il devait y avoir, elle serait sans doute sélective, et ferait à nouveau s'ouvrir l'éventail des taux d'intérêt réclamés aux États de la zone euro. Le Sud serait sûrement plus menacé que le Nord. Dans ce cas, on pourrait penser que le «parapluie» ouvert par la Banque centrale européenne (BCE) en 2012 — lorsque M. Mario Draghi, alors président de l'institution, a annoncé que *«la BCE ferait tout ce qui est nécessaire pour sauver la zone euro»* — resterait ouvert, comme il l'a été tout au long de la politique dite d'«assouplissement quantitatif». Le fait que la BCE se dise prête à racheter sur les marchés d'occasion toutes les dettes souveraines qui feraient l'objet de ventes excessives (entraînant une tension à la hausse sur les taux d'intérêt de ces dettes), et que ces promesses soient attestées par de probantes actions, pourrait peut-être encore suffire. Mais personne ne peut dire à l'heure actuelle ce que sera l'accumulation des dettes publiques, ni à partir de quel seuil (120%, 150%, 200% du PIB?) elles susciteront une défiance telle que même la perspective d'un acheteur en dernier ressort ne rassurerait plus. Ce point de bascule pourrait se situer assez haut, étant donné qu'il ne subsiste plus beaucoup d'options concurrentes et reluisantes pour rassurer l'épargnant. Il n'empêche, le scénario d'un nouveau krach obligataire n'est pas à écarter. Dans ce cas, il faudra bien songer à la manière de se débarrasser d'une partie de ces dettes publiques, ou d'en neutraliser la charge. Bref, se demander... «qui va payer?».

## Les dirigeants actuels peuvent-ils consentir à ce qu'ils ont toujours refusé?

À ce niveau de sévérité de la crise, il manque quelques clés dans la boîte à outils orthodoxe. Se proposant de répondre à la question dans un article publié dans *Les Échos* (5), Jean Tirole — l'un des chefs de file français de la théorie néoclassique (le courant économique dominant depuis cinquante ans) et lauréat en 2014 du prix de la Banque de Suède en sciences économiques en mémoire d'Alfred Nobel (connu, à tort, sous le nom de «prix Nobel») — se voit contraint de franchir les limites de sa doctrine et d'emprunter quelques outils à ses voisins.

L'économiste passe en revue quatre solutions pour répondre à l'explosion de la dette publique. La première consiste en une répudiation d'une partie de ces dettes publiques, une option que Tirole semble n'évoquer que pour mieux la balayer : l'opération est jugée «délicate» parce qu'elle ternirait durablement la réputation des États qui s'y résoudraient. Ils ne pourraient pas réemprunter de sitôt et se verraient donc contraints d'équilibrer immédiatement leur budget, ce qui ne ferait qu'ajouter un choc de demande négatif au moment où l'économie n'en a pas vraiment besoin. Une impasse donc, aux yeux de

Tirole. Ce mode opératoire, qui met à contribution les classes aisées et la rente, n'a pourtant pas toujours eu les inconvénients qu'on croit. Quelquefois, il a permis un redressement rapide des États qui y ont eu recours (6).

La seconde solution implique de lever des impôts et de réduire les dépenses, pour ralentir le besoin d'endettement nouveau : *«Les États prélèvent des taxes exceptionnelles sur les plus aisés, par exemple sur le patrimoine, ainsi que, pour faire face aux forts besoins en finances publiques, sur les classes moyennes»*, explique Tirole. Une sorte de retour à l'austérité d'avant, mais mieux répartie, dont l'auteur ne dit pas vraiment ce qu'il en pense. L'option d'une meilleure répartition n'est visiblement pas encore celle du ministre de l'économie et des finances français, M. Bruno Le Maire, qui se contente de l'austérité «sur le long terme» : *«Sur le long terme, il est nécessaire de disposer de finances publiques saines et de réduire la dette (7)»*, sans préciser qui serait mis à contribution pour ce faire.

Troisième solution? La mutualisation d'une partie des dettes publiques au sein de la zone euro : les fameux «corona bonds», rejetés par les pays du Nord quelques jours après la publication de l'article de Tirole. L'idée n'était pourtant pas mauvaise dans le cas de figure où la montée des taux d'intérêt concernerait un nombre limité d'États, lesquels auraient pu profiter du degré de confiance plus élevé dont bénéficie la moyenne des dettes souveraines. Elle ne serait évidemment d'aucun secours si la défiance envers les dettes publiques se généralisait.

Reste la quatrième solution, dont Tirole suggère qu'elle a sa préférence : la monétisation des dettes (et pas seulement celle des États), c'est-à-dire leur rachat par les banques centrales. Tirole souligne que la question du remboursement ne se poserait plus : *«Il n'y a pas d'échéance formelle pour le remboursement par les États; un rachat supposé temporaire peut de facto devenir permanent.»* Au moment de rembourser sa dette à la BCE, un État pourrait en effet émettre parallèlement une nouvelle dette auprès des acteurs financiers (pour trouver le cash nécessaire), dette aussitôt rachetée sur les marchés secondaires par la BCE. Une dette auprès de la BCE devenue permanente, comme une ligne de crédit renouvelée *ad vitam aeternam*, ce serait bien entendu un souci de moins pour les États. Mais quid du paiement des intérêts? Tirole n'en dit rien. Or il faudrait peut-être innover à cet endroit, faute de quoi le fardeau réel de la dette publique subsisterait entièrement.

Le plus simple serait sûrement de passer par pertes et profits les dettes rachetées par la banque centrale : une forme concertée de répudiation des dettes publiques. Une telle solution aurait le mérite de ne pas flouer les agents privés (lesquels auraient consenti au rachat de leurs titres par la BCE, pourvu qu'elle y ait mis le prix) et de ne pas aiguillonner l'inflation, étant donné que les liquidités fournies aux agents privés pour racheter leurs créances sur les États n'augmentent par leur fortune ni ne créent de revenus fictifs (il ne s'agit pas de «monnaie hélicoptère», selon l'image utilisée par Milton Friedman pour décrire l'argent qu'un État distribuerait à la population dans l'espoir qu'en le dépensant elle fasse repartir l'économie). Une telle opération de répudiation concertée des dettes publiques, menée à grande échelle, aurait évidemment pour effet d'infliger des pertes

d'actifs colossales à la BCE, dont les fonds propres deviendraient négatifs, à un point tout aussi vertigineux. Viendra peut-être le jour où chacun devra s'interroger : est-ce que cela pose vraiment un problème? Si les États étaient contraints de renflouer la BCE, l'impasse serait évidente. Mais ça n'est pas le cas, du moins d'un point de vue institutionnel. L'obstacle qui barre cette voie s'avère moins économique, technique ou institutionnel que politique : il faudrait que des dirigeants actuels consentent à ce qu'ils ont toujours prétendu impossible. L'heure n'est-elle toutefois pas aux ruptures?

Il reste, cependant, une dernière solution, que Tirole n'envisage pas. Celle qui consisterait à créer (ou régénérer) au niveau européen un régime de «douce inflation», en coordonnant nos politiques salariales, de sorte qu'elle impulse un dynamisme nouveau aux augmentations de salaires (nominaux, c'est-à-dire sans prendre en compte l'inflation). En nous coordonnant (gouvernants, syndicats, BCE) au moins au niveau de la zone euro, ce régime d'inflation d'origine salariale pourrait rester sous contrôle. Cela pourrait être l'occasion de calibrer les rythmes d'augmentation des salaires nominaux de manière différenciée suivant les pays membres (pour rééquilibrer les différences de taux de change réels qui se sont accumulées depuis que les dévaluations ne leur sont plus possibles). Et ce afin de restaurer les compétitivités-coûts relatifs et de résorber les déséquilibres commerciaux qui en sont la conséquence (8).

Ce régime de douce inflation allégerait le fardeau des dettes publiques, au détriment des prêteurs les plus aisés. C'est toujours ainsi que l'on fait à la sortie d'une guerre — ne sommes-nous pas en guerre? Les gouvernements financent dans un premier temps les dépenses d'armement en demandant aux rentiers d'avancer l'argent et leur rendent cet argent quelques années ou décennies plus tard... en une monnaie dont le pouvoir d'achat s'est érodé. Aucune crainte de flouer dans le même mouvement les pauvres : ils n'ont pas d'argent. La génération d'une douce inflation d'origine salariale, coordonnée et différenciée en zone euro, pourrait être une solution pour alléger le fardeau des dettes accumulées, en mettant à contribution les rentiers, de manière peu violente mais prolongée (au rythme de 2 à 3% d'érosion monétaire par an).

## Même Alain Minc défend désormais l'idée d'une «dette à perpétuité»...

Monétiser une partie des dettes publiques pour les détruire ou créer un régime de douce inflation salariale sont certainement des idées qui paraissent iconoclastes. Mais, comme disait en son temps l'économiste britannique John Maynard Keynes au sujet de son pays, si la crise que nous connaissons devait perdurer ou s'aggraver, elle pourrait amener *«les hommes d'État et les gestionnaires à limiter les conséquences les plus graves des erreurs de l'enseignement qui les a formés, en faisant des choses qui sont presque inconséquentes au regard de leurs propres principes, en pratique ni orthodoxes ni hérétiques, ce qu'attestent déjà certains signes (9)»*. Parmi ces signes, déjà, certaines volte-face inattendues, comme celle d'Alain Minc, qui défend désormais l'idée d'une «dette à

perpétuité», que l'État ne rembourserait finalement jamais (10). Ou, bien sûr, le pas de côté effectué par Tirole, lequel en réclame, sans le dire, beaucoup d'autres aux institutions européennes, à ses dirigeants... et à l'«enseignement qui les a formés».

Laurent Cordonnier

Économiste, professeur à l'université de Lille.