

Alain Minc : pour une dette publique à perpétuité !

 lesechos.fr/idees-debats/cercle/alain-minc-pour-une-dette-publique-a-perpetuite-1195545

16 avril
2020



Publié le 16 avr. 2020 à 6h30 Mis à jour le 16 avr. 2020 à 16h56

Ne nous laissons pas en matière monétaire, écraser par les références d'hier face à une situation totalement inédite. On sent poindre l'inquiétude des marchés marquée par le précédent de la crise de l'euro sur le niveau d'endettement des Etats au regard de leurs PIB et le risque, pour des pays majeurs, comme l'Italie et l'Espagne, d'une impasse telle que la Grèce l'a connue, avec, à la clé, une politique d'austérité, certes efficace mais si dommageable pour la société. Si, en effet, le surcroît de dettes publiques était financé par le marché et, donc, par des opérateurs privés, le risque d'incapacité de remboursement pèserait sur les « spreads » et créerait une défiance majeure à l'égard des pays faibles : leurs Etats seraient dans une impasse, obligés de serrer les freins, au moment où il faudrait accélérer.

Or l'incroyable célérité des banques centrales et, en l'occurrence, leur empirique efficacité les ont amenées à se débarrasser de toutes les règles qui encadraient les achats de bons du Trésor. Ceci est vrai aux Etats-Unis, où la Fed avale tout, au Royaume-Uni, où la Banque d'Angleterre va même jusqu'à refinancer, en direct, comme au bon vieux temps, le compte du Trésor, ou dans l'eurozone avec une BCE qui a fait voler en éclats le carcan limitant les achats de titres de tel ou tel pays. En fait le surcroît de dettes publiques engendré par la crise sanitaire est financé par la banque centrale, même si,

pour respecter, du moins en Europe, ses contraintes juridiques, l'émission de bons du Trésor passe, un instant de raison, par le système bancaire, avant de se retrouver sur le bilan de la Fed, de la Bank of England ou de la BCE.

Bons du Trésor

Prenons le cas de l'Italie. Supposons que son ratio d'endettement passe de 130 % à 180 % avec les 50 % souscrits par la BCE. Le regard des marchés ne doit pas être le même que si ces 50 % avaient été financés par des investisseurs privés. L'obligation de rembourser la dette de l'Etat italien ne sera pas, de facto, la même, à l'égard des prêteurs privés et à l'égard de la Banque centrale. Dès lors que nous assistons à une monétisation massive de la dette publique, la question se posera très naturellement du sort de celle-ci.

La logique intellectuelle plaiderait pour l'annulation de la dette détenue par la Banque centrale ou au moins d'une partie d'entre elle. C'est trop demander au système financier : son conformisme n'y survivrait pas et les contre-arguments juridiques - « pacta sunt servanda » - seront très difficiles à contrebattre, en particulier vis-à-vis des Allemands. Ce serait pourtant la meilleure solution : à situation extraordinaire, mesure extraordinaire.

Les banques centrales vont devoir avaler les dettes du virus

Il faut donc arriver au même résultat sans provoquer de batailles de principes - les pires de toutes - avec nos partenaires. La voie la plus naturelle est de voir la Banque centrale échanger des bons du Trésor contre des titres perpétuels à bas taux d'intérêt ou, si l'idée de perpétuité provoque elle aussi des blocages idéologiques, contre des titres à 50 et à 100 ans, durées qui existent sur le marché des capitaux. Ainsi la dette publique serait-elle divisée en deux compartiments : une dette privée, détenue par des opérateurs attentifs à la solvabilité de l'Etat débiteur avec des agences de notation aux aguets et des « spreads » représentatifs ; une dette publique, perpétuelle ou à très longue échéance, qui ne pèserait pas sur la solvabilité du débiteur.

Faible risque inflationniste

J'entends les cris d'orfraie que susciterait une telle approche, et les contre-arguments qu'elle provoquerait. Les réminiscences historiques en premier lieu, c'est-à-dire les dérapages inflationnistes provoqués au XXe siècle par l'usage démesuré du compte du Trésor à la Banque de France. L'obsession de l'inflation de manière générale. On peut prétendre que le risque est aujourd'hui faible. La dynamique de la concurrence internationale et les pressions qu'elle exerce sur les prix devraient jouer. La reprise mettra longtemps avant de saturer l'appareil de production. Mentionnons aussi l'absence de poussées salariales dans un contexte de chômage élevé. Enfin la faiblesse des prix du pétrole et des matières premières devrait se perpétuer. Ce sont autant d'obstacles à une poussée d'inflation.

Opinion | Pour une révision monétaire radicale

Pèsera enfin la conviction de laisser se créer un monde sans discipline macroéconomique, socialisé et improductif : impossible de faire litière de cette préoccupation. C'est pourquoi l'indépendance des banques centrales demeure essentielle afin qu'une fois accompli le retour à la normale elles reviennent à leur « doxa » de manière à résister aux tentations laxistes d'hommes politiques qui auront pris goût à la drogue de la monétisation de la dette.

Mais, de même qu'hier iconoclaste, la « monnaie hélicoptère » s'est imposée, la monétisation de la dette suivie d'une annulation partielle de sa part publique, ou de son report aux calendes grecques, va devenir le coeur du débat macroéconomique.

Alain Minc est président d'AM Conseil.