

Jean Pisani-Ferry : « Annuler la dette, c'est toujours en transférer le fardeau à d'autres »

Jean Pisani-Ferry

De Jean-Luc Mélenchon à Alain Minc, nombreux sont ceux qui prônent l'annulation pure et simple de la dette européenne. Mais, demain, il faudra bien payer, prévient l'économiste dans sa chronique.

Chronique. Jusqu'ici, la réponse économique à la crise sanitaire a été rapide et forte. Les règles budgétaires ont été suspendues, la surveillance des aides publiques aux entreprises a été assouplie et, avec l'appui de la Banque centrale européenne (BCE), les Etats ont pu jouer leur rôle de pompiers. La France en a efficacement tiré parti.

Ce n'était que le début. Il va falloir faire plus : immédiatement pour aider les entreprises à redémarrer et pour préserver autant que possible l'emploi ; dans quelques mois pour redonner confiance aux ménages, appuyer les transitions professionnelles, stimuler l'investissement, renforcer le service de santé, accélérer la décarbonisation, relancer la politique industrielle. Il va aussi falloir abandonner des créances fiscales et sociales, et reconnaître des pertes sur les garanties de crédit.

Le gouvernement prévoit qu'en fin d'année la dette publique atteindra 115 % du produit intérieur brut. Ce sera certainement plus et, à défaut d'une improbable disparition du virus, encore plus un an après. Il ne serait pas étonnant que le quinquennat se solde par une trentaine de points de dette en plus.

Il faut prendre ce risque parce que les plus grandes menaces sont l'affaissement de notre système productif, le retour du chômage de masse et, partant, la contraction des recettes fiscales et sociales. Ce n'est pas le moment de précipiter le retour à l'orthodoxie budgétaire.

Mais beaucoup vont plus loin et tirent du fameux « quoi qu'il en coûte » présidentiel la conclusion que la contrainte budgétaire est imaginaire. Mobiliser des centaines de milliards d'euros ne serait qu'affaire de volonté politique.

Tour de magie monétaire

C'est oublier que nous avons eu la chance que cette crise intervienne dans un contexte de taux d'intérêt extrêmement faibles, où le coût de l'endettement est nul. Il serait beaucoup plus difficile d'agir avec la même force s'il était au niveau d'il y a dix ou vingt ans. C'est aussi négliger que la leçon de cette crise est allemande : pour ne pas devoir lésiner sur le keynésianisme face à des chocs financiers, sanitaires ou écologiques, mieux vaut disposer de marges d'action. La Commission européenne prévoit qu'en 2020 l'Allemagne va émettre 430 milliards d'euros de dette, mais l'Italie 180 seulement et la Grèce rien du tout. L'Europe risque un nouveau cercle vicieux au gré duquel les Etats fragiles affaiblissent leurs économies et donc leur base fiscale.

Qu'à cela ne tienne, entend-on de plus en plus : annulons les dettes ! De Jean-Luc Mélenchon à Alain Minc, nombreux sont ceux qui prônent, soit de rayer d'un trait de plume les obligations publiques détenues par la BCE ; soit, ce qui revient au même, de les convertir en une dette perpétuelle non rémunérée ; soit encore, ce qui n'est pas très différent, de les échanger contre des titres à 50 ans assortis de taux zéro. Cela permettrait, dit-on, d'alléger sans coup férir le fardeau de la dette.

Le sujet ne doit pas être tabou. Dans le jargon des financiers, l'annulation s'appelle restructuration et bien des pays s'y sont résolus, faute de pouvoir honorer leurs échéances. L'opération n'est pas mortelle, mais elle est généralement douloureuse parce qu'elle appauvrit les épargnants, détruit les banques et dégrade la réputation financière du pays. C'est pourquoi c'est une solution de dernier ressort.

Mais ce n'est pas cela que prônent les avocats de l'annulation. Ils présentent l'affaire comme un tour de magie monétaire qui ne coûterait rien à personne.

C'est une mystification. Supposons que la BCE, qui détient aujourd'hui plus de 2 000 milliards d'euros d'obligations publiques, décide de les échanger contre une obligation perpétuelle non rémunérée. Les Etats, qui sont aussi ses actionnaires par leurs banques centrales, s'allégeraient d'une dette mais aussi, et pour un même montant, du flux des futurs dividendes qui leur reviennent aujourd'hui par les banques centrales. Ils ne seraient à l'arrivée ni plus riches ni plus pauvres. Car la BCE, qui leur appartient, serait toujours endettée à l'égard des détenteurs d'actifs monétaires. La dette du secteur public (Etats + BCE) resterait la même (« Monetisation : Do Not Panic », [article en anglais d']Olivier Blanchard et Jean Pisani-Ferry, Vox EU, 10 avril 2020).

Un choix social

Alléger la dette pour de bon supposerait de dévaloriser ces actifs monétaires. Et pour cela il y a un moyen bien connu (quoiqu'un peu oublié) : l'inflation. Si la BCE s'engageait à ne pas augmenter les taux d'intérêt le jour lointain où l'inflation sera de retour, alors elle réduirait, vraiment, le poids de la dette. Cela s'appelle la monétisation et c'est simplement une autre forme de restructuration, subreptice mais plus injuste car elle atteint les petits épargnants.

Peut-être devrons-nous demain choisir entre restructuration et monétisation. Ou peut-être leur préférons-nous une expropriation des détenteurs d'assurance-vie par la taxation. Ou bien nous opterons pour la répression financière, en forçant les ménages à détenir de l'épargne sous-rémunérée. Il n'y a là que des technologies alternatives pour Etats impécunieux. Aucune n'est indolore, mais elles ne font pas payer exactement les mêmes.

Annuler la dette, c'est toujours en transférer le fardeau à d'autres. C'est un choix social. On ne peut jurer, devant une crise comme celle à laquelle nous faisons face, qu'on ne devra pas s'y résoudre. Aujourd'hui, nous nous endettons parce qu'il le faut. La BCE fait son travail et bloque les crises spéculatives. Pour le reste, on verra bien quand nous aurons vaincu le virus. Annoncer aujourd'hui notre conversion à l'économie vaudouerait monter brutalement le coût de l'endettement public. L'effet serait contraire au but recherché.

Demain, il faudra bien payer. Parce que les taux d'intérêt ont toutes chances de rester bas, ce ne sera pas bien cher. Mais il n'est ni sérieux ni démocratiquement honnête de prétendre que ce sera gratuit.