

Rembourser ou non la dette : le choix entre la peste et le choléra ?

Xavier Passet, Xerfi, 24 mars 2021

La dette Covid fait l'objet de débats passionnés. Entre ceux qui voudraient la rembourser au prix du sang et de la sueur en réduisant les dépenses de l'État, ceux qui la considèrent indolore tant que les taux sont à zéro et ceux qui considèrent qu'il faut lui administrer un traitement d'exception : soit la rendre perpétuelle pour ne pas exposer les États à une obligation de remboursement, soit carrément l'annuler. Le débat se perd vite dans les considérations techniques et légales. Aucun État ne rembourse vraiment sa dette.

Du côté des antis, annuler la dette Covid détenue par la banque centrale : 1. revient à faire financer le déficit par de la monnaie, ce qui est contraire aux traités ; 2. ne sert à rien puisque les États sont tenus de combler les pertes en capital de la banque centrale dans un jeu à somme nulle ; 3. atteint la crédibilité du système, créant une défiance sur la dette publique plus préjudiciable que le gain de l'annulation partielle.

Du côté des pro-annulations : 1. par son caractère exceptionnel et circonscrit, l'annulation ne remet pas en cause les principes généraux des traités ; 2. que la banque centrale détienne à son actif des titres publics (qui ne lui rapportent rien aujourd'hui et à haut risque de défaut en cas de remontée des taux) ou des fonds propres devenus négatifs après annulation à son passif (qui ne lui coûtent rien aussi) ne change pas grand-chose à son fonctionnement ; 3. il existe des pistes de faisabilité dans le non-dit des traités ; 4. et le remboursement compromet le financement écologique, risque plus lourd que celui du non-remboursement.

Le problème de ce débat est qu'il passe à côté de l'essentiel... Et reconnaissons que la charge de la preuve doit être du côté des partisans de l'annulation. Promouvoir une telle transgression doit démontrer que le statu quo sur la dette est plus préjudiciable à la crédibilité de l'édifice monétaire que l'annulation partielle, surtout si l'on veut dégager demain un compromis entre les 19 pays de la zone euro.

Je suis pour ma part toujours surpris d'entendre les économistes les plus sages considérer que la situation actuelle n'est pas problématique. Certes, les taux seront sans doute durablement inférieurs au taux de croissance, notamment si le monde demeure en stagnation et en déflation larvée, élimant le risque d'un emballement boule de neige de la dette liée à une hausse cumulative des charges d'intérêt. Certes, aucun État ne rembourse de fait aujourd'hui sa dette, puisque chaque tranche arrivant à échéance est automatiquement réempruntée sur le marché.

Mais prenons le cas de la France pour montrer en quoi cette situation est profondément délirante et fragile. Avant crise la France levait 200 milliards d'euros de dettes par an sur le marché. Plus en fait, car ce chiffre ne tient pas compte des levées de fond destinées au rachat anticipé de titres de dette. Disons pour simplifier qu'elle émettait le double de ce qu'elle émettait dans les années 2000. Si je fais la moyenne des années 2010 : 62 % sont allés au remboursement des tranches passées ou leur restructuration par rachat anticipé ; et 38 % sont allés au financement du déficit public.

Avec la Covid, nous avons franchi un nouveau saut. L'État lèvera environ 290 milliards en 2020 et en 2021. On peut se dire que la situation est transitoire, du fait de l'explosion exceptionnelle du déficit public. Mais non, car dans les années suivantes, c'est environ 220 milliards par an que l'État devra rembourser ou racheter (soit le niveau des tranches émises dans les années 2010 qui arrivent à échéance). À quoi il faut ajouter le financement du déficit.

Nous sommes donc durablement installés sur un plateau d'émission de l'ordre de 280 à 300 milliards et qui s'approchera de 400 milliards dans 8 ans quand les émissions de crise arriveront à échéance. Nous émettons donc 3 à 4 fois plus que dans les années 2000 et pour longtemps. Et cette absorption à taux zéro n'est rendue possible depuis 2010 que parce que la banque centrale acquiert massivement cette dette, maintenant artificiellement la situation de taux gratuits. Sans cela, le système aurait explosé.

Bref, nous entrons dans une ère de QE massif et continu sans perspective de normalisation. Toute la politique monétaire et l'esprit des traités sont ainsi déjà dévoyés. La fonction première de la BCE n'est plus d'assurer la stabilité, mais de produire un artifice qui évite l'effondrement du système. Le statu quo sur la dette valide en fait cette fuite en avant où la banque centrale n'a plus aucune marge de régulation monétaire. Toute remontée des taux ferait exploser le système et le bilan même de la banque centrale surexposée sur le risque souverain, avec des pertes très supérieures à l'annulation de la dette Covid.

En attendant, la mission ultime et délirante de la banque centrale est une fuite en avant dans la liquidité et les taux zéro, qui évite la ruine des détenteurs d'action ou d'immobilier et lamine l'épargne des petits détenteurs rémunérés par intérêt. Et au fond, ce débat sur la dette est celui entre la peste d'une finance sans arrimage réel, en bulle permanente et produisant des distorsions de richesse perpétuelle, et le choléra d'une annulation qui fragilise la crédibilité du système, mais peut permettre demain à la banque centrale de reprendre la main sur la canalisation de la finance.