

Monétisation DETTE PUBLIQUE : LE DÉBAT INTERDIT



JÉZABEL
COUPPEY-
SOUBEYRAN

Économiste

Maîtresse
de conférences

Université Paris 1
Panthéon-
Sorbonne

Membre de
l'Institut Veblen

Une dette publique augmentant trop fortement est un danger à terme, en l'absence d'instrument de dette mutuelle en Europe. Il est possible de vouloir à la fois plus de dépenses publiques, pour gérer la crise sanitaire ou investir la transition énergétique, et moins de dettes publiques. Un transfert de monnaie centrale aux États, libre de dette, s'il n'était pas interdit par un traité européen qui n'est de fait pas immuable, permettrait aux États de se financer sans s'endetter.

En pleine crise sanitaire, la dette publique est devenue le débat interdit en zone euro. Une large et curieuse coalition d'intérêts à la fois politique, idéologique, économique, et financier entend le fermer, assénant qu'il serait inutile et contreproductif. Pourtant ce débat importe. Assurément pas pour remettre en question les dépenses publiques car elles sont absolument indispensables, mais pour les libérer au contraire, en permettre davantage, aujourd'hui pour gérer la crise sanitaire, demain pour empêcher la crise climatique. Car des alternatives existent que l'on ne saurait taire.

Aussi surprenant que cela puisse paraître, les anti-dette d'hier et les pro-dette de toujours sont aujourd'hui sur la même longueur d'onde. Ceux qui hier prônaient des règles budgétaires et qui soutiendront leur rétablissement aussitôt qu'ils le pourront, nous disent aujourd'hui qu'il n'y a pas d'autre choix que de laisser la dette publique augmenter. Les rejoignent

sur ce terrain ceux pour qui la suspension actuelle de ces règles ouvre enfin un espace à la politique budgétaire, sans qu'ils en mesurent cependant la fragilité en l'absence d'Union budgétaire, ni les conséquences au niveau de la politique monétaire. Et cette curieuse coalition trouve un appui auprès de ceux pour qui, la politique monétaire, déployée pour empêcher la réédition d'une crise des dettes souveraines, met à disposition un océan de liquidités qu'ils souffriraient de voir se rétrécir.

Instrument de pression politique

Revenons sur les motivations et les angles morts de ses positions diverses mais qui pourtant convergent vers l'idée qu'il n'y aurait pas à s'inquiéter de la montée des dettes publiques et qu'il ne servirait à rien de songer à des alternatives.

Les anti-dette d'hier, que l'on trouve parmi nos gouvernants et les dirigeants de banques centrales, ne sont

pas subitement devenus pro-dette aujourd'hui. Ils sont attachés par-dessus tout à l'instrument de pression politique qu'est la dette publique. Ils nourrissent un rapport à la dette quasi religieux qui s'exprime dans leur conception de son remboursement : rembourser sa dette (Shuld en Allemand, qui signifie faute), c'est racheter sa faute, laver son péché, obtenir la rédemption. Autant dire qu'ils sont farouchement opposés à toute forme d'annulation. La domination du créancier est, pour eux, un pouvoir légitime et nécessaire pour corriger l'irresponsabilité du débiteur. Aussi acceptent-ils l'augmentation des ratios de dette à des niveaux (110 % en Espagne, 115 % du PIB en France, 150 % en Italie, près de 190 % en Grèce¹...) qu'ils auraient jugés intolérables hier, pour aussitôt insister sur le fait qu'il faudra rembourser cette dette, dans la durée, au prix pour cela d'effort budgétaire, de dépenses plus sélectives²... À n'en pas douter, ils veilleront à ce que l'assouplissement des règles budgétaires ne dure pas au-delà de la crise sanitaire.

1. Ces chiffres sont ceux de la fin du deuxième trimestre 2020, publiés par Eurostat. Ceux de la fin d'année 2020 seront significativement supérieurs.
2. Dans cet esprit, la présidente de la Banque Centrale Européenne, Christine Lagarde, avait déclaré en avril 2020 : « Un jour oui, il faudra rembourser cette dette, ça sera dans la durée, nous devons faire un effort budgétaire avec des dépenses plus sélectives, mais cet effort sera aidé par des taux d'intérêt qui vont rester très bas et par l'action de la Banque Centrale Européenne qui fournit aujourd'hui des liquidités pour permettre de payer ces dettes. »

C'est pourtant l'espoir que nourrissent ceux qui voudraient voir la politique budgétaire se pérenniser en zone euro. Depuis sa création en 1999, la zone euro a, en effet, souffert que soient maintenues des règles budgétaires, qui ont bridé dans chaque pays l'usage de la politique budgétaire et obligé à faire entièrement reposer la politique économique de la zone sur la politique monétaire unique. Cette dernière étant conçue pour la moyenne de la zone euro et n'étant pas complétée par des instruments d'ajustement aux situations nationales hétérogènes des États membres, elle a fatalement contribué à accroître les divergences. Cela ne signifie pas qu'il faille abandonner la politique monétaire unique, mais qu'il était urgent de combiner son action à celles des ins-

“ La BCE pourrait directement financer les États de la zone euro, soit en leur accordant des découverts, soit en achetant leurs titres aussitôt qu'ils sont émis sur les marchés primaires. ”

truments manquants. Des politiques budgétaires nationales coordonnées au niveau européen (autant d'ailleurs que le seraient aussi des politiques macroprudentielles) sont indispensables à ce policy-mix. Aussi dure soit-elle à gérer, la crise sanitaire aura au moins eu cette incidence positive pour la politique économique de la zone : faire réaliser la nécessité impérieuse d'une combinaison active des politiques monétaire et budgétaire.

Ce constat ne devrait cependant pas empêcher de pointer le danger à terme d'une dette publique augmentant trop fortement, surtout dans la situation particulière de la zone euro où il n'existe pas d'instrument de dette mutuelle. À une monnaie unique, l'euro, correspondent 19 dettes publiques et donc aussi 19 titres de dettes souveraines correspondants, vis-à-vis desquels les investisseurs n'exigent pas forcément la même prime de risque et donc le

même taux d'intérêt dans la mesure où chaque État présente un risque de défaut qui lui est propre. L'absence de dette mutuelle sous forme d'Eurobond ou autre fait que le risque de défaut n'est pas partagé entre les États emprunteurs sur le marché de la dette. Aujourd'hui les taux des dettes souveraines de la zone euro sont très bas. Mais sans les achats d'actifs publics de la BCE, les taux d'intérêt des dettes souveraines des États membres de la zone s'écarteraient et vraisemblablement augmenteraient significativement pour certains États membres.

Empêcher une crise des dettes souveraines

Les achats d'actifs de la BCE servent essentiellement à gérer ce risque pour empêcher que ne survienne à nouveau une crise des dettes souveraines. Ils servent à ça bien plus en tout cas qu'à faire repartir l'inflation et l'activité économique dans les pays de la zone euro. Car en zone euro, les achats d'actifs (ou *quantitative easing*) n'ont eu, depuis 2015, que des effets faibles et mal distribués³. Si cela a mieux fonctionné aux États-Unis qu'en zone euro, ce n'est sans doute pas sans lien avec une structure financière différente. Les marchés financiers sont un meilleur canal de transmission de la politique monétaire aux États-Unis qu'en zone euro. Cela tient au fait que les entreprises de la zone euro sont relativement plus dépendantes du crédit bancaire, et recourent moins à la dette de marché comparées aux entreprises américaines (cela n'excluant pas du tout que ces financements de marché financiers se retrouvent portés par des intermédiaires financiers – mais plus largement non bancaires aux États-Unis qu'en Europe) ; les entreprises de la zone euro profitent donc moins de la baisse des taux obligataires que leurs homologues américaines. Quant aux ménages européens, ils sont moins sensibles aux effets de richesse des achats d'actifs car ils détiennent moins de titres que les ménages américains. Seule la frange la plus riche des ménages, celle

détentrice d'un patrimoine financier, profite de l'augmentation du prix des titres que les achats d'actifs entraînent.

Ce n'est donc pas grâce aux achats d'actifs que l'activité des entreprises et l'inflation repartiront en zone euro. Peut-être la politique budgétaire le pourra-t-elle davantage. Sans doute pas beaucoup étant donné la nature des dépenses engagées : des soutiens, des garanties et des compensations de pertes ou de manque à gagner, bien plus que des investissements d'avenir. Il ne s'agit pas de nier les effets multiplicateurs associés à des transferts budgétaires, mais de ne pas surestimer l'ampleur qu'ils pourront avoir. Quoi qu'il en soit, les achats d'actifs massifs ne sont pas la meilleure façon de combiner la politique monétaire à la politique budgétaire en zone euro.

Ces aspects macromonétaires et financiers sont le plus souvent laissés de côté par les keynésiens classiques, pour qui la dette publique est indissociable de la dépense publique, et qui assimilent toute remise en question de la dette publique à celle de la dépense publique. Pourtant, on peut vouloir plus de dépenses publiques et moins de dettes publiques, en particulier lorsque celle-ci provient non pas d'un financement direct de la banque centrale mais d'un financement de marché, soumettant les États aux mouvements d'humeur des marchés financiers. Sous un angle purement financier, la dette publique de marché n'est qu'une modalité de financement du déficit des États parmi d'autres.

Transfert de monnaie centrale

Si l'article 123 du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne ne l'interdisait pas, la BCE pourrait directement financer les États de la zone euro, soit en leur accordant des découverts, soit en achetant leurs titres aussitôt qu'ils sont émis sur les marchés primaires. Les États n'en seraient pas moins endettés, mais ils le seraient alors beaucoup moins auprès de créanciers privés. Ce ne serait plus une dette de marché mais une dette auprès de la banque centrale. Resterait bien sûr à ce que la destination des dépenses ainsi financées crée suffisamment les conditions du remboursement de cette dette. Cela n'est pas toujours le cas, en particulier lorsque les dépenses

3. Cf. Emmanuel Carré, Jézabel Couppey-Soubeyran, Thomas Lebrun et Thomas Renault, « Un “drone monétaire” pour remettre la politique monétaire au service de tous », Note Veblen, janvier 2020.

requisites sont massives – c’est le cas face à la crise sanitaire, ça l’est aussi pour financer la transition écologique – et/ou que leur rentabilité est soit trop faible soit envisageable à un horizon trop éloigné. Auquel cas pourrait être envisagée un autre type de financement de la banque centrale, libre de dette, qui serait un transfert de monnaie centrale aux États, sans intérêt ni contrepartie. Cela est également interdit, voire plus encore, car la BCE s’exposerait alors à une perte puisqu’elle créerait de la monnaie centrale pour procéder à ce transfert sans inscrire de créances négociables en contrepartie à son actif. En réalité, la perte d’une banque centrale n’est pas dommageable à son fonctionnement, car la banque centrale n’a de dettes qu’en monnaie centrale, qu’elle a le pouvoir de créer *ex nihilo*⁴.

Ce n’est pas travestir la réalité que de le dire, ni manipuler les esprits, c’est seulement tirer les pleines conséquences du pouvoir de création monétaire d’une banque centrale. Ce pouvoir est aujourd’hui mobilisé pour refinancer les banques et acheter des actifs, et pas qu’un peu : le bilan de l’Eurosystème atteignait 6 800 milliards d’euros à fin novembre 2020, contre un peu moins de 1 500 milliards d’euros en 2008 pendant la crise financière et a donc plus que quadruplé. Ces derniers mois, la BCE a créé autant de monnaie centrale pour gérer la crise sanitaire qu’en plusieurs années pour gérer la crise financière. Entre mars et décembre 2020, la base monétaire (c’est-à-dire la monnaie centrale composée des réserves des banques à la banque centrale ainsi que des billets) s’est accrue de 55 %, soit autant qu’entre 2008 et début 2015. Et si l’on compare à la période du premier programme d’achats d’actifs débuté en mars 2015, sous la présidence de Mario Draghi, la base monétaire avait augmenté dans les six premiers mois de 35 %.

4. Les banques commerciales ont aussi un pouvoir de création monétaire. Par les crédits qu’elles accordent, les titres qu’elles achètent, elles créent la monnaie inscrite sur les comptes de dépôts. Ce n’est toutefois pas, à la différence de celui des banques centrales, un pouvoir *ex nihilo*. Des contraintes monétaires et prudentielles viennent limiter leur pouvoir.

Avec des transferts de monnaie centrale aux États, sans intérêt ni contrepartie, ce n’est pas la quantité de monnaie centrale créée qui serait changée mais sa distribution⁵ : elle irait directement aux États plutôt qu’en achats de leurs titres de dette sur le marché secondaire. Les États seraient directement financés sans que leur dette n’augmente, sans risquer de voir leur prime de risque augmenter subitement sur les marchés obligataires, et sans que la BCE n’ait à exercer une pression permanente sur les taux longs par des achats d’actifs qui transmettent mal les effets de sa politique monétaire aux économies de la zone euro.

Qu’en penseraient les investisseurs financiers (banques, gestionnaires de fonds, etc.) ? Du mal, à quelques exceptions près ! Sans doute plus encore qu’ils ne condamnent la proposition d’annuler les dettes publiques à l’actif de la BCE, alors même que cet abandon de créances ne les concernerait nullement et réduirait aussi le risque souverain, ce qui rationnellement irait plutôt dans le sens d’un moindre risque de leurs propres créances.

Mais alors pourquoi donc ?

Est-ce juste parce que c’est illégal du point de vue du mandat actuel de la BCE ? C’est tout de même un peu surprenant de voir les financiers subitement épouser les contraintes légales de la banque centrale. Le traité qui régit le mandat de la banque centrale est-il en outre gravé dans le marbre ? Ne le changera-t-on jamais ? La nature inédite de la crise sanitaire et la crise climatique qu’elle préfigure peut-être ne sont-elles pas des raisons suffisantes pour justifier un tel changement ? L’argument de l’illégalité se comprend aisément lorsqu’il est mobilisé par la banque

centrale elle-même qui, en effet, doit se conformer à son mandat, mais il est suspect quand il s’agit d’acteurs qui n’ont pas *a priori* à intégrer les mêmes contraintes.

Ne serait-ce alors pas plutôt parce que la liquidité des marchés, est devenue, dans tous les sens du terme, extrêmement dépendante, de la monnaie centrale déversée par la BCE ? Si l’on en passait, en effet, par des transferts directs de monnaie centrale pour financer aujourd’hui tout ou partie des dépenses de gestion de la crise sanitaire, ou demain pour réaliser des investissements dans la transition écologique qui par leur profil de rentabilité ou leur masse ne saurait reposer sur la dette de marché, alors les achats d’actifs effectués aujourd’hui pour faciliter le financement des États ne seraient plus autant nécessaires. Or les masses de liquidités centrales sur les marchés ont créé une véritable addiction des investisseurs. Les taux bas ou négatifs que ces liquidités entraînent ne sont plus tant un problème, puisque la valeur des titres de dette qu’ils détiennent augmente avec les achats d’actifs de la banque centrale. Parallèlement, l’accès quasi gratuit à la liquidité permet d’emprunter pour investir sur des segments de marchés plus risqués et plus rémunérateurs. Toute perspective de moindres injections de liquidité centrale risquera donc désormais de mécontenter les marchés tant ils en sont devenus dépendants. Faut-il entretenir cette dépendance et s’y soumettre ou, au contraire, la voir pour ce qu’elle est, une pathologie grave à laquelle il va falloir remédier ?

Pour conclure, il y a donc des raisons aussi fortes que diverses à considérer des solutions alternatives à la gestion de la crise. Est-ce peine perdue que de continuer à vouloir en démontrer le bien-fondé ? Il y a, au contraire, au moins deux bonnes raisons de continuer à le faire. Les vifs débats que cela suscite feront réaliser, d’une part, que l’absence d’Union budgétaire crée en zone euro, un cadre incomplet qui atrophie la politique budgétaire et oblige à mener une politique monétaire inefficace, et d’autre part que le traité qui régit le fonctionnement de l’Union européenne n’est plus adapté et que le temps est venu d’en changer. ■

5. Je ne traite ici que d’un transfert direct, théoriquement possible, de monnaie centrale aux États qui correspondrait à une « monétisation » des dépenses publiques. Cela ne concernerait pas toutes les dépenses mais celles qu’une structure institutionnelle appropriée aurait la responsabilité de désigner comme devant être financées par transfert de monnaie centrale. De tels transferts de monnaie centrale pourraient aussi aller aux ménages et aux entreprises (monnaie hélicoptère) selon le même schéma. Voir « La “monnaie hélicoptère” contre la dépression dans le sillage de la crise sanitaire », note de l’Institut Veblen, 17 avril 2020 : <https://www.veblen-institute.org/La-monnaie-helicoptere-contre-la-depression-dans-le-sillage-de-la-crise.html>.