

Coronavirus : d'où viennent tous ces milliards des plans de relance ?

Par Mathilde Damgé et Maxime Vaudano

Publié le 23 avril 2020 à 14h33, mis à jour hier à 15h15

Décryptages: Il y a quelques mois, le gouvernement jugeait déraisonnable d'augmenter la dépense publique. Aujourd'hui, il débloque 110 milliards d'euros. Comment est-ce possible ?

Aurait-on trouvé de l'« argent magique » ? Depuis quelques semaines, une avalanche de milliards est annoncée par les dirigeants du monde pour faire face aux conséquences économiques du Covid-19. Le gouvernement français a déjà annoncé plus de 110 milliards d'euros d'ici à la fin de l'année, et la facture pourrait encore gonfler.

« *Tout sera mis en œuvre pour protéger nos salariés et nos entreprises, quoi qu'il en coûte* », a justifié le président Emmanuel Macron. Cette formule, qui peut laisser croire à une manne infinie d'argent public, a de quoi étonner : comment le gouvernement peut-il desserrer les cordons de la bourse dans l'urgence, alors que des sommes bien moindres sont réclamées de longue date pour soutenir l'hôpital, investir dans l'école ou renforcer le pouvoir d'achat des Français ? Décryptage d'un miracle... pas si magique.

1. D'où vient cet argent ?

D'une manière générale, l'Etat dispose de trois leviers pour se financer :

- faire des coupes budgétaires (pour baisser ses dépenses) ;
- augmenter les impôts (pour accroître ses recettes) ;
- s'endetter auprès de créanciers disposés à lui prêter de l'argent.

Depuis son élection en 2017, Emmanuel Macron tentait de réduire la dette en taillant dans certaines dépenses publiques, tout en n'augmentant pas les impôts. La crise du coronavirus l'a forcé à changer de cap : pour aider les entreprises, financer le chômage partiel de millions de salariés et renforcer le système de santé dans l'urgence, il n'y avait guère d'autre choix que de creuser la dette.

Le ministre des finances, Bruno Le Maire, d'habitude plutôt partisan de la rigueur budgétaire, assume : « *L'addition, ce n'est pas le sujet. A un moment donné, il sera bien temps de faire les comptes, mais aujourd'hui, la mobilisation est totale pour sauver notre appareil de production, et garantir qu'il y ait le moins de faillites possible dans notre pays.* » Laisser l'économie s'effondrer aurait *in fine* coûté beaucoup plus cher au pays.

Pour financer son plan d'urgence, l'Etat va devoir emprunter au moins 90 milliards d'euros de plus que ce qui était initialement prévu dans le budget, soit 323 milliards d'euros.

Cette tâche incombe à l'Agence France Trésor, qui emprunte chaque semaine de l'argent à des banques pour le compte de l'Etat français. En échange, celles-ci obtiennent des « bons du Trésor », des contrats qui engagent la France à rembourser cet argent à plus ou moins long terme.

Les banques revendent généralement à leur tour ces bons à des investisseurs disposés à prêter de l'argent à la France, en échange d'intérêts rémunérateurs ou, du moins, d'un placement sûr. Il peut s'agir d'Etats étrangers, de fonds d'investissement, de banques ou encore de compagnies d'assurance – cet ensemble d'acteurs est regroupé sous l'expression « les marchés ».

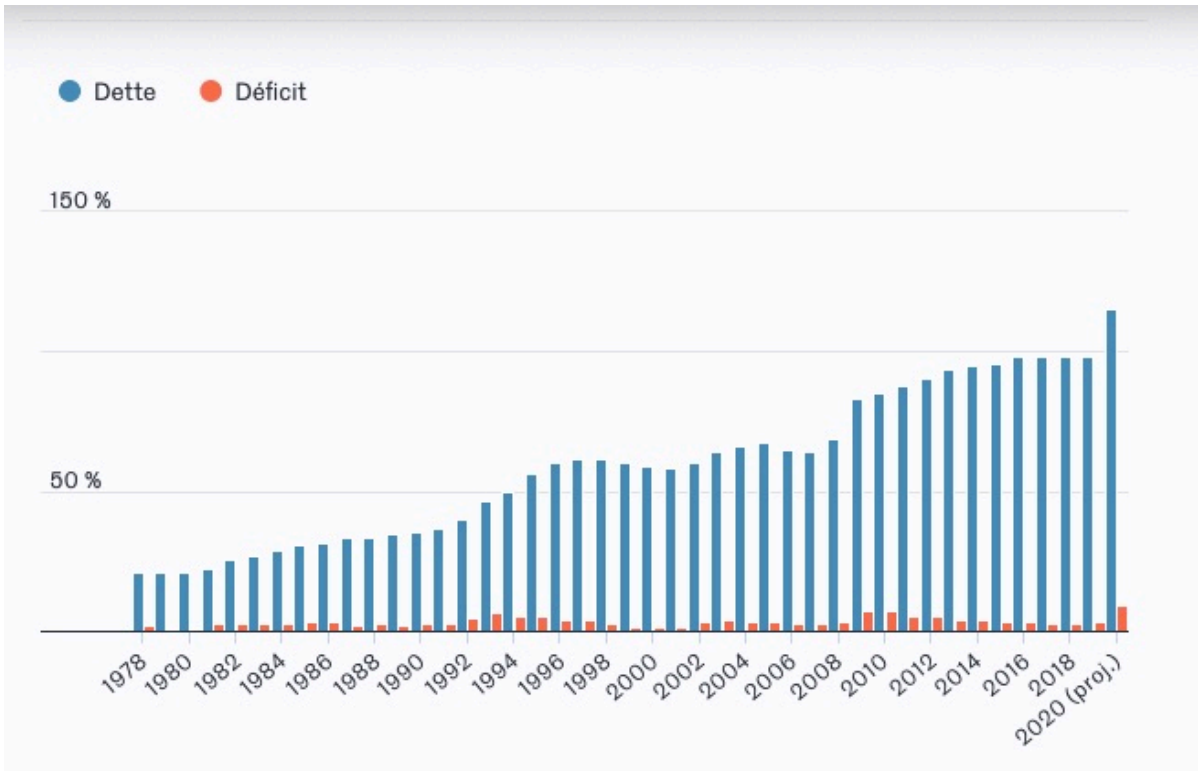
2. Est-il risqué de s'endetter autant ?

En regardant froidement les chiffres, on pourrait avoir des motifs d'inquiétude : la dette française cumulée va s'envoler à 115% du produit intérieur brut (PIB) en 2020. Il faudrait rassembler plus que la richesse produite en une année pour la rembourser. Attention, il ne faut pas le confondre avec le déficit public qui, lui, mesure le trou dans le budget sur une seule année, quand les recettes sont inférieures aux dépenses. Celui-ci devrait s'élever à plus de 9 % du PIB cette année.

Si dette et déficit ne sont pas forcément mauvais en soi, il faut noter que jamais la France n'avait atteint ces seuils depuis la seconde guerre mondiale – même pendant la crise bancaire et financière de 2008.

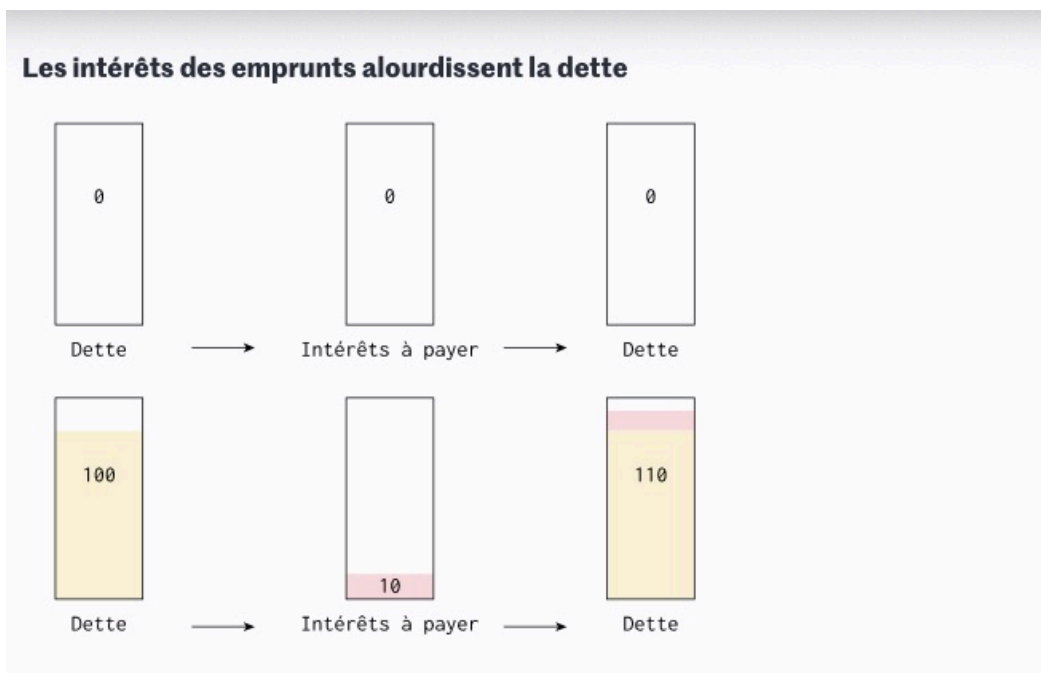
Evolution de la dette et du déficit de la France

En pourcentage du produit intérieur brut (PIB)

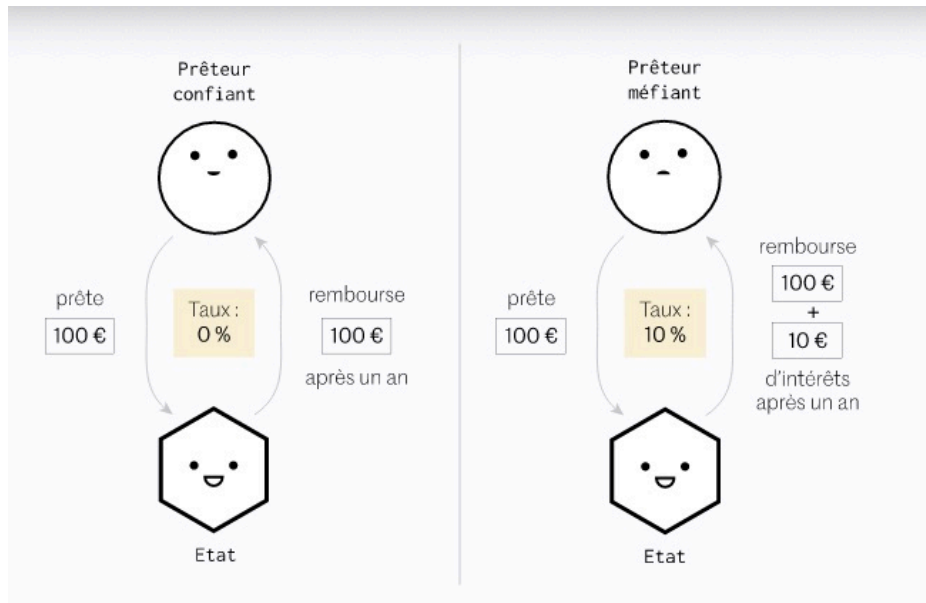


Source : Insee

Certes, en raison de l'urgence, l'Union européenne (UE) a provisoirement abandonné la règle qui interdisait théoriquement aux Etats européens de dépasser 3 % de déficit et 60 % de dette. Mais le problème posé à la France est celui de sa crédibilité face aux marchés. Comment peuvent-ils avoir confiance dans un pays qui s'endette autant ? Si les créanciers commencent à douter de la solidité financière d'un Etat, ils peuvent être tentés de fuir, par crainte de n'être jamais remboursés, ou réclamer des intérêts plus importants, en échange du risque qu'ils prennent – exigeant par exemple 110 euros de remboursement pour un prêt de 100 euros.



Or, plus les taux d'intérêt montent, plus l'Etat doit déboursier d'argent pour financer ses propres emprunts... ce qui creuse encore plus sa dette. C'est le genre de mécanique infernale qui menace les Etats surendettés, comme la Grèce dans les années 2010



Heureusement, la France est loin du gouffre : notre pays reste considéré comme « sûr » par les investisseurs. Les taux d'intérêt qu'ils nous réclament actuellement sont très bas – voire même négatifs dans certains cas, ce qui signifie qu'on nous paie pour nous prêter de l'argent ! « *Nous n'avons pas de difficulté à lever de la dette* », a garanti le ministre de l'économie, Bruno Le Maire, il y a quelques jours.

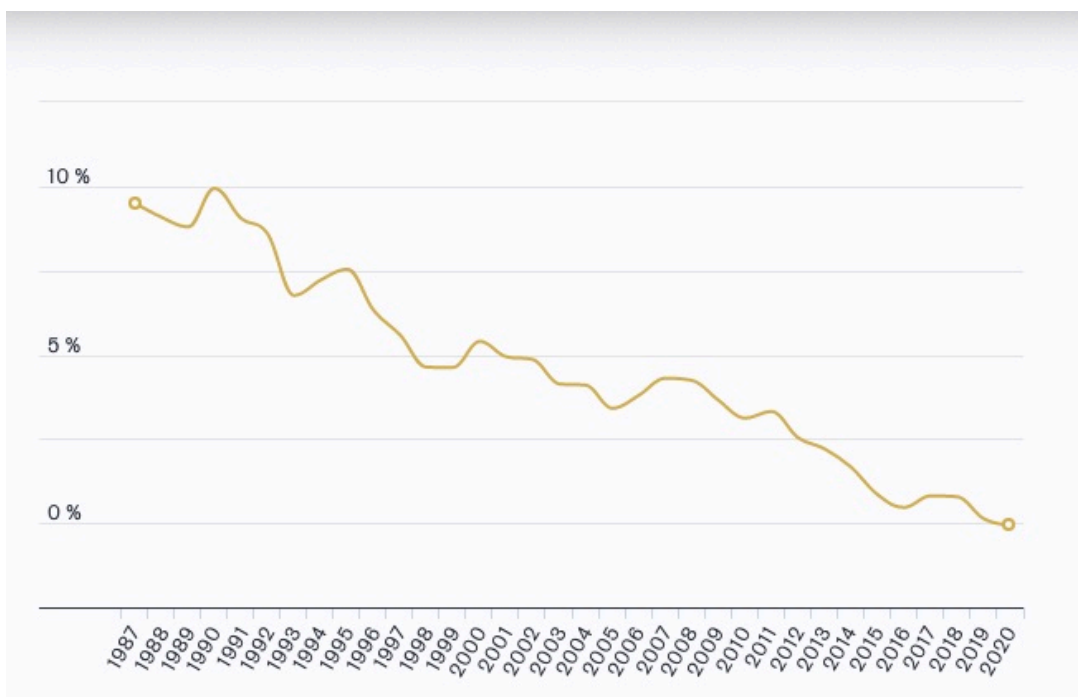
Même ton rassurant du côté des agences de notation, ces cabinets d'analyse privés très suivis par les marchés, qui notent Etats ou entreprises en fonction de leur risque de faire faillite : elles estiment que les perspectives de la France sont stables. « *C'est une reconnaissance de la signature française, du fait que nos finances publiques sont solides* », s'est félicité le ministre du budget, Gérald Darmanin.

La France n'a jamais payé aussi peu cher pour s'endetter

Le taux de l'emprunt phare de la France a régulièrement chuté au cours des dernières années. Cette baisse reflète à la fois le contexte général de taux faibles dans les pays développés, dû à des perspectives de croissance en berne, et de la confiance accordée à la France par les investisseurs.

- Taux moyen de l'emprunt à dix ans

Source : Banque de France



Comment la France conserve-t-elle la confiance des marchés alors qu'elle s'endette massivement ? Pour le comprendre, on peut citer Talleyrand, ministre de Louis XVIII : « *Quand je me regarde, je me désole. Quand je me compare, je me console.* » La crise étant mondiale, beaucoup d'Etats ont choisi d'emprunter pour soutenir leur économie.

Aux Etats-Unis, le plan de 2 000 milliards de dollars de Donald Trump va porter la dette publique à 107% du PIB. Même la rigoureuse Allemagne, en excédent budgétaire depuis huit ans, a décidé de relancer la dette pour financer un plan de 750 milliards d'euros. Dans ce contexte, le « dérapage » budgétaire français ne semble donc pas effrayer les investisseurs, qui doivent de toute façon bien placer leur argent quelque part.

3. Qui paiera la facture ?

Mais cette dette, qui va la rembourser ? Ces milliards « *viennent du futur* », a résumé la Prix Nobel d'économie française Esther Duflo, le 7 avril, dans l'émission de TMC « Quotidien » : « *Les gouvernements peuvent emprunter aux générations futures sans difficulté ; ils sont là pour ça. Les gouvernements vivent très longtemps, ils auront le temps de rembourser.* »

Un argumentaire qu'Emmanuel Macron utilisait à l'envers il y a deux ans pour répondre à une infirmière du CHU de Rouen qui demandait davantage de moyens pour les hôpitaux : « *A la fin, les moyens, c'est vous qui les payez aussi, vous savez ? Il n'y a pas d'argent magique. (...) C'est vos enfants qui payent quand ce n'est pas vous !* »

La bonne nouvelle, c'est que cet emprunt n'est pas forcément remboursable immédiatement : le gouverneur de la Banque de France, François Villeroy de Galhau, a ainsi évoqué l'idée de suspendre une partie du remboursement des sommes : « *Les précédents dans l'histoire peuvent aussi conduire à cantonner la dette liée au coronavirus, pour ne la rembourser que dans plus longtemps.* » Ce fut notamment le cas après la Révolution, avec la caisse de garantie et d'amortissement ou plus récemment, avec la Caisse d'amortissement de la dette sociale, créée en 1996 pour cantonner la dette de la sécurité sociale.

Certains craignent toutefois qu'une fois l'urgence passée, la potion du désendettement soit amère. Faudra-t-il augmenter les impôts pour rembourser ? L'hypothèse est formellement exclue par le gouvernement actuel, qui préfère compter sur la reprise économique : si la croissance reprend, les entreprises et les particuliers paieront davantage d'impôts et renfloueront les caisses de l'Etat. Sans compter qu'avec une croissance solide et des taux d'intérêt faibles, la dette baisse mécaniquement.

Mais si la croissance n'est pas au rendez-vous, ou si ce n'est pas suffisant, faudra-t-il réduire également les dépenses de l'Etat ? Le gouvernement ne s'est pas avancé sur ce terrain, mais le gouverneur de la Banque de France le suggère : « *Nous devons également (...) traiter ce qui était déjà notre problème avant la crise : pour le même modèle social que nos voisins, nous dépensons beaucoup plus. Donc il faudra viser une gestion plus efficace.* » Quelle que soit leur position, la plupart des spécialistes et des décideurs s'accordent sur une chose : prendre trop vite des mesures d'austérité pourrait freiner la reprise économique et s'avérer contreproductif.

4. Pourquoi ne pas « créer de l'argent » ?

Si les Etats n'ont pas de réserves cachées d'« argent magique », une institution sise à Francfort dispose de ce pouvoir fantastique : la Banque centrale européenne (BCE). Depuis la création de la zone euro, c'est elle qui gère le stock d'euros en circulation. Dès lors, pourquoi ne pas lui demander d'imprimer de nouveaux billets pour financer l'endettement, libérant les Etats de la pression des marchés financiers ?

En réalité, la BCE le fait déjà depuis plusieurs années. Pas directement, car les règles européennes lui interdisent de prêter de l'argent aux Etats. Mais elle rachète des stocks de dettes d'Etat « d'occasion » aux prêteurs qui en détiennent. Conséquence : ces dettes restent désirables aux yeux des marchés, et les Etats comme la France peuvent continuer à s'endetter avec de faibles intérêts.

Sans l'intervention de la BCE

Tu peux me prêter
de l'argent ?



Etat

Hm...



Prêteur

Avec l'intervention de la BCE

Tu peux me prêter
de l'argent ?



Etat

Ok !



Prêteur

Je suis prête à te racheter
l'emprunt après



BCE

La BCE a déjà prévu de consacrer 1 110 milliards d'euros à ces tours de passe-passe en 2020 – un chiffre multiplié par cinq en raison de la crise du coronavirus. Pourquoi ne pas aller encore plus loin, en s'appuyant sur cette manne infinie d'argent « gratuit » pour financer les dettes existantes, mais aussi des investissements dans la santé, la protection sociale ou l'environnement ?

Jusqu'à présent, le principal frein à cette politique était le risque d'inflation : si trop d'euros entrent en circulation, la monnaie risque de perdre de sa valeur, les prix pourraient s'envoler et les placements des épargnants fondre comme neige au soleil. C'est ce qui s'était produit dans l'entre-deux-guerres en Allemagne. Mais un tel risque est limité dans la crise actuelle, puisque l'arrêt total de l'économie est peu propice à l'inflation – du moins à court terme.

La réticence des Européens à faire marcher la planche à billets pourrait-elle définitivement sauter ? Lors des dernières crises, les Européens ont passé outre un tas de principes de politique monétaire qu'ils prétendaient inamovibles. Donc pour l'avenir, rien n'est exclu.

5. Pourquoi ne pas tout simplement annuler la dette ?

Arguant du caractère inédit de la crise, plusieurs économistes ont émis l'idée d'annuler purement et simplement les dettes des Etats. Emmanuel Macron a appelé à le faire pour l'Afrique, alors pourquoi pas en France ?

Le problème, c'est que ça ne serait pas indolore pour les détenteurs de la dette française:

- 20 % de la dette est détenue par la Banque de France (qui agit alors pour le compte de la BCE) : si l'Etat renonce à rembourser cette partie, il y sera quand même *in fine* de sa poche puisqu'il est l'unique actionnaire de la Banque de France et qu'il devra la recapitaliser.

- 25 % de la dette est détenue par les banques et les compagnies d'assurance françaises : si l'Etat renonce à les rembourser, elles risquent de faire faillite, avec des conséquences catastrophiques pour les épargnants et l'économie.

Le reste de la dette est détenu par des Etats, banques et investisseurs étrangers, dont on pourrait égoïstement moins se soucier. Le problème, c'est qu'une grande partie sont européens : en refusant de les rembourser, on pourrait plonger d'autres pays européens dans une crise qui rejaillirait sur la France. Sans compter qu'après s'être comporté de la sorte, il serait plus difficile de trouver de nouveaux créanciers pour nos emprunts futurs.

De nombreux économistes proposent plutôt de se tourner, encore une fois, vers la Banque centrale européenne : la BCE pourrait racheter un maximum de dettes des Etats européens avec sa planche à billets, puis en alléger le poids en assouplissant la durée et le taux des emprunts, ou en renonçant carrément à se faire rembourser – ce qui reviendrait à créer de la dette perpétuelle.

« Il y a un consensus implicite dans ce sens », explique Eric Dor, économiste et enseignant à l'Iéseg. On sait que la BCE va devoir racheter beaucoup et pour longtemps des dettes de pays européens, mais on ne sait pas quand elle pourra les revendre... » Ces dettes resteraient alors pour très longtemps sur les comptes de la BCE, jamais formellement annulées, mais abandonnées dans les faits. Ce qui éviterait *« de trop lourdes conséquences financières et politiques au sein de la zone euro »*, et de froisser *« certains pays qui refusent l'officialisation de la mutualisation de la dette, comme l'Allemagne »*.

Certains proposent même d'aller plus loin en autorisant la BCE à verser directement de l'argent aux Etats et aux citoyens sans s'encombrer des marchés comme intermédiaires, mettant en pratique ce que l'économiste Milton Friedman appelait l'« hélicoptère monétaire ». Dans le contexte inédit de la crise liée au coronavirus, la seule certitude en matière économique est que l'heure est à inventer des solutions, sans souci des dogmes et des règles du passé.