

Il faudra bien rembourser la dette covid. Mais comment ?

Le remboursement de la dette contractée par les pays européens pour faire face à l'épidémie covid suscite de fortes inquiétudes. Certains proposent d'annuler cette dette : ce n'est ni sûr, ni nécessaire. Si l'idée venait à s'imposer que les crédits accordés par les Banques centrales nationales (BCN) membres du SEBC - le Système Européen de Banques Centrales, ou Eurosystem, qui regroupe autour de la BCE les BCN des États membres de la zone Euro - sont en fait des dons, la zone euro se transformerait en une sorte de République bananière.

Le « quoi qu'il en coûte » ne saurait être éternel

Une issue du genre banqueroute n'est heureusement pas fatale. Simplement, après quelques trimestres de croissance pharamineuse de l'endettement des États membres, il va falloir que l'Eurosystem cesse de rendre possible la politique du « quoi qu'il en coûte ». Pratiquement, sous une forme ou sous une autre, par tous les pays de la zone Euro, cette politique adoptée en situation d'urgence n'est pas faite pour durer éternellement.

La BCE et ses affiliées nationales (les banques centrales nationales, ou BCN, dont la Banque de France, ou BdF), conjointement avec les gouvernements de la zone euro, doivent adopter une stratégie de sortie de crise. Le laxisme monétaire adopté en raison de la pandémie, mais aussi le manque de discipline budgétaire qui sévit depuis des années, doivent prendre fin si l'on veut poursuivre la construction d'une entité européenne capable de peser face à la Chine, aux États-Unis, et aussi à l'Inde, le jour où ce pays, dont la population est sur le point de dépasser celle de la Chine, se sera économiquement développé.

Qui sont les créanciers et les débiteurs du SEBC ?

Curieusement, les nombreux articles que j'ai lu relatifs à la dette des États envers la BCE et les banques centrales nationales (BCN) ne répondaient guère à la première partie de cette question - ils ne la posaient même pas. Pourtant, comme quasiment toutes les institutions financières, pour accorder des crédits l'Eurosystem ne compte guère sur ses fonds propres, qui seraient très insuffisants : dans son bilan au 31 décembre 2020, capital et réserves s'élevaient seulement à 109 Md€, une somme qui peut certes faire impression, mais qui représente seulement 1,56 % du total de son bilan fin 2020, soit 6 979 Md€.

Les billets en circulation constituent une ressource d'ajout plus conséquente que le capital social : 1 435 Md€, soit 20,56 % du total du bilan. Mais la ressource la plus importante est l'endettement vis-à-vis des banques « de second rang » : il s'élève à 3 489 Md€. Cette situation est récente, liée à la crise covid ; les billets émis par le SEBC constituaient en temps ordinaire le poste le plus important de son passif. C'est la conjoncture actuelle qui a fait passer au premier rang les dettes de l'Eurosystem envers les établissements de crédit « ordinaires ». Le SEBC dispose du droit d'exiger que les banques commerciales constituent d'importantes « réserves », sous forme de dépôts dans les établissements qui le constituent, et il a fait usage de cet avantage statutaire. Au bilan du SEBC le 31 décembre 2020 ces dettes envers les établissements de crédit de la zone euro s'élevaient à 3 489 Md€, soit la moitié du total de

ce bilan.

Cet endettement a permis à l'Eurosystème d'inscrire à son actif 3 890 Md€, de « titres en euros émis par des résidents de la zone euro », c'est-à-dire concrètement d'obligations émises par les Etats de la zone pour financer l'excédent de leurs dépenses sur leurs ressources fiscales. La frénésie de dépenses publiques liée à la pandémie a ainsi été rendue possible : il suffit que les Etats membres émettent des obligations que souscrivent ou rachètent les membres de l'Eurosystème.

Ordinairement, les emprunts financent des investissements. Dans le cas présent, les emprunts obligataires des Etats membres de la zone Euro financent les dépenses budgétaires des dits Etats que ne couvrent pas les impôts, dont le produit a chuté, comme la production de biens et de services. Or ces dépenses publiques ont augmenté de façon vertigineuse car, pour ralentir la propagation du virus, les Etats ont pris des mesures qui désorganisent et freinent la production, et donc diminuent les recettes fiscales au moment même où les dépenses publiques explosent.

Des subsides distribués en empruntant

De plus, pour réduire les conséquences de la crise sur les ressources des ménages et la survie des entreprises, les dits Etats distribuent d'importantes subventions, financées par l'emprunt puisque les rentrées fiscales sont maigres. De ce fait, les revenus monétaires des ménages n'ont guère chuté, tandis que leurs dépenses, elles ont beaucoup diminué, comme les rentrées fiscales. L'épargne des ménages a donc gonflé fortement, et ce gonflement s'est réalisé principalement sous forme liquide (comptes à vue et comptes d'épargne). Il n'y a guère de richesses réelles en contrepartie des milliers de milliards d'euros inscrits sur ces comptes.

Autrefois, cette forte distorsion entre le réel et le nominal se serait résorbée grâce à l'inflation. Mais celle-ci est actuellement aux abonnés absents, notamment parce que les ménages, plus ou moins confinés, dépensent moins que d'ordinaire. Il se pourrait que nous conservions longtemps cet état, lequel incite évidemment certains observateurs à dire : supprimons donc ces actifs financiers qui ne correspondent à aucune richesse réelle. Intention compréhensible, mais irréaliste, parce que dans un système financier on ne peut pas diminuer un côté du bilan sans diminuer pareillement l'autre côté. Les personnes et organismes qui soutiennent cette proposition ont tout simplement oublié la règle de base de la comptabilité en partie double, qui implique l'égalité du passif et de l'actif, et fait partie du fondement même de notre économie.

Quel est le rôle des banques « de second rang » et des agents non financiers ?

Dépenses en hausse, recettes en baisse, les finances publiques sont « plombées » : les Etats empruntent donc tant et plus, principalement en émettant des obligations. Or le temps où les ménages souscrivaient directement aux émissions obligataires est révolu : les banques de second rang ont souscrit de manière significative, venant en renfort des investisseurs institutionnels tels que fonds de pension et compagnies d'assurance. Le SEBC a donc consenti d'importants concours aux Etats : de 624 Md€, au bilan du 31 décembre 2019, ces concours sont passés à 1793 Md€, à celui de décembre 2020. Ils ont servi à maintenir les revenus des ménages, alors même que ceux-ci, confinés, produisaient beaucoup moins, et dépensaient nettement moins.

Cette façon de faire a contribué à modérer le recul de l'activité et donc du revenu réel, mais elle a simultanément maintenu le revenu monétaire des ménages à un niveau très supérieur à la production et à la consommation. Les ménages ont globalement beaucoup d'argent disponible, leurs comptes en banque sont fortement créditeurs, mais pas il n'y a pas

beaucoup de biens ni de services susceptibles d'être achetés, si bien que ces créances sur les banques grossissent, constituant une richesse nominale fictive qui ne correspond pas à la réalité.

Les Etats s'endettent pour distribuer des euros que les ménages ne dépensent globalement pas

Comment les organes étatiques (au sens large, y compris la sécurité sociale et l'assurance chômage) trouvent-ils le moyen de tant verser aux ménages ? En empruntant, bien sûr, puisqu'ils ne veulent pas augmenter les prélèvements obligatoires. Mais il ne faut pas s'imaginer que la monnaie est une chose : c'est simplement un nombre sur le volet « actif » d'un compte en banque. Dans les circonstances ordinaires, les banques prêtent surtout pour financer des investissements jugés rentables. Mais dans la conjoncture actuelle, c'est à l'Etat qu'elles prêtent, en souscrivant à des émissions obligataires. Elles accumulent ces créances, qui ne leur rapportent guère, voir même qui leur coûtent (taux négatifs), mais qu'elles peuvent se faire racheter par le SEBC : c'est ainsi que gonfle le bilan de l'Eurosystème. Lequel, dirons-nous sans intention de lui manquer de respect, accumule du vent, du papier qui n'a pas financé un accroissement des moyens de production, mais des distributions d'argent par des Etats « No ».I.

Annuler ou rembourser la dette covid ?

Certains disent : annulons une partie de cette dette, puisqu'elle ne correspond pas à des actifs solides. Mais que va-t-il arriver aux créanciers, tels que les sociétés d'assurance, et particulièrement celles d'assurance-vie, qui ont en portefeuille des masses d'obligations émises par la BCE ou par les banques centrales qui lui sont rattachées ? Peu d'entre eux ont les reins assez solides pour assumer de telles pertes, gigantesques. Il faudrait donc annuler également une bonne partie de leurs engagements. La vague de faillites qui s'en suivrait serait phénoménale.

Supposons, pour nous concentrer sur le principe, que la dette à rattraper soit à taux nul : il s'agit pour le système de banques centrales de la zone Euro (SBCE) de dégager des recettes suffisantes pour, en un certain temps, par exemple 20 ans, rembourser ses créanciers. Un remboursement linéaire sur 20 ans, cela veut dire 5 % chaque année. Si la dette s'élève à 1000 Md€, il faut que les banques centrales appartenant au club euro dégagent en moyenne chaque année au moins 50 Md€, de bénéfice. Cela n'a rien d'impossible, pour peu que l'on abandonne l'idée, assez récente, selon laquelle la BCE et ses affidés devraient nécessairement prêter à des taux très bas, voire négatifs.

Le remboursement est possible en revenant aux taux positifs

Supposons par exemple que le SEBC ait un portefeuille de prêts Covid totalisant 2500 Md€. Supposons aussi que ces prêts, après révision de leur taux, disposition cruciale, rapportent en moyenne légèrement plus de 2 %, ce qui vient en sus de ce taux étant calculé pour couvrir largement les frais de fonctionnement du SEBC : celui-ci disposera chaque année d'un excédent d'exploitation de 50 Md€, somme qui pourra être affectée à l'annulation d'une fraction de la dette Covid. Deux décennies plus tard, celle-ci aura disparu. Mais pas par un coup de baguette magique : grâce aux versements effectués, comme il se doit, par les Etats débiteurs. Ceux-ci doivent bénéficier d'un amortissement de leurs dettes, pas d'une remise de dettes, opération qui n'entre pas dans la vocation de la BCE, et dont elle ne se relèverait probablement pas.

Les Etats du club euro, tout en remboursant progressivement leur dette covid, contracteront des dettes auprès du SEBC pour financer des investissements plus classiques et plus intéressants que le sauvetage des Trésors Publics victimes de la pandémie : heureusement, la vie continue !

Ce qui vient d'être exposé est un simple schéma de principe. Si l'on estime que l'opération doit être menée plus rapidement, ou moins rapidement, il suffit de modifier les valeurs des paramètres. Et n'ayons pas l'impression que cette opération requiert des taux directeurs de la BCE invariants pendant une ou deux décennies : le SEBC pourra évidemment continuer à faire du fine tuning en adaptant ses taux à la conjoncture, à condition de commencer avec des pourcentages supérieurs au but poursuivi, de façon à pouvoir relâcher la pression (baisser le taux directeur) en cas de besoin éventuel.

Ce schéma correspond à la vocation du SEBC : être capable d'ouvrir grand les vannes du crédit lorsqu'il existe un risque sérieux de dépression longue et profonde, et « en même temps » rappeler aux Etats prodigues qu'il n'y a pas de déjeuner gratuit, que faire crédit n'est pas faire cadeau.