

# Le monde va faire face à une montagne de dettes

Les plans massifs de soutien à l'économie font entrer les pays occidentaux dans une ère de dettes colossales

LONDRES - correspondance

Les immenses plans de soutien à l'économie lancés depuis le début de la pandémie liée au nouveau coronavirus sont en train de faire entrer les pays occidentaux dans une nouvelle ère de dettes colossales. Ces aides d'urgence sont évidemment nécessaires. Ne pas agir maintenant risquerait de transformer l'asphyxie actuelle en une récession de long terme. Mais leur incidence n'en sera pas moins majeure. «*Ils vont laisser de profondes cicatrices*», prévient Gilles Moëc, économiste en chef chez Axa.

Selon UBS, l'ensemble des plans de relance à travers la planète atteint désormais 2,6 % du produit intérieur brut (PIB) mondial, dépassant largement l'effort fait lors de la crise financière de 2008 (1,7 % du PIB). Dans certains pays, ils vont bien au-delà : 10 % aux Etats-Unis, 8 % au Royaume-Uni... Et ce n'est très probablement qu'un début. Des aides supplémentaires seront nécessaires pour redémarrer l'économie à la sortie du confinement.

La dette des pays européens, déjà passablement lourde, va faire un bond. En Italie, elle s'élève actuellement à 135 % du PIB et pourrait passer à... 181 % d'ici à la fin de l'année, selon l'hypothèse la plus pessimiste des analystes de Jefferies (ou 151 % pour la plus optimiste).

Dans le même scénario noir, qui prévoit une récession de 15 % en 2020, la France passerait d'une dette de 101 % à 141 % du PIB, et l'Espagne à 133 %. L'objectif officiel du pacte de stabilité européen, qui vise une dette inférieure à 60 % du PIB, ne sera qu'un lointain souvenir théorique. Celui-ci a d'ailleurs été suspendu le temps de la pandémie. Bien sûr, le rebond de la croissance, en 2021, améliorera automatiquement ces ratios, mais le choc sera néanmoins violent.

Comment faire face ? Paradoxalement, la plupart des économistes ne sont pas particulièrement inquiets à court terme. «*Ce qui compte vraiment est soit le coût du service de la dette, soit la croissance du pays*», rappelle Marchel Alexandrovich, économiste à Jef-



**Dans le scénario noir, qui prévoit une récession de 15 % en 2020, la France verrait sa dette passer de 101 % à 141 % du PIB cette année**

feries. En clair, si les taux d'intérêt restent très bas, voire négatifs, comme c'est le cas actuellement, le remboursement de la dette ne pèse pas trop sur les comptes publics. Inversement, si la croissance est très forte, le ratio de la dette sur le PIB se réduit automatiquement. Ce deuxième

scénario est celui qui s'était déroulé au lendemain de la seconde guerre mondiale.

«*Dans l'histoire, il y a eu des périodes où les dettes étaient bien plus élevées qu'aujourd'hui*, rappelle Hélène Rey, professeure à la London Business School. *Au Royaume-Uni, après les guerres napoléoniennes ou après la seconde guerre mondiale, on a largement dépassé la barre des 200 %.*»

En France, le ratio atteignait 270 % en 1944, avant de chuter à 15 %, vingt-cinq ans plus tard. Ce recul impressionnant est venu d'une forte inflation, qui a rendu les taux d'intérêt réels négatifs, et d'une soudaine croissance (les «*trente glorieuses*»).

«*La clé, poursuit M<sup>me</sup> Rey, est de conserver la crédibilité des institutions économiques.*» En clair, il

faut que les créanciers croient que l'Etat pourra continuer à rembourser ses dettes. Sinon, ils peuvent réclamer des taux d'intérêt très élevés, qui rendent les remboursements beaucoup trop lourds. A l'extrême, la devise peut s'écrouler, les capitaux fuir le pays et un Etat faire défaut.

#### «*Stériliser la dette*»

Malheureusement, le monde occidental ne peut pas utiliser aujourd'hui la recette de l'après-guerre. «*A l'époque, une large partie des capacités de production avaient été détruites*», rappelle M. Moëc. Cela voulait dire deux choses. D'une part, les usines n'arrivaient pas à produire assez pour répondre à la demande, ce qui provoquait une inflation naturelle. D'autre part, les investis-

sements étaient très productifs, parce qu'il était facile d'identifier les besoins, et cela provoquait une forte croissance.

Aujourd'hui, la situation n'a rien à voir. L'Europe frôle, depuis des années, la déflation, et la violente chute des prix du pétrole va encore plus pousser les prix à la baisse. Quant aux entreprises, elles n'ont pas été détruites, et elles reprendront normalement après la fin du confinement.

Dans ces circonstances, de plus en plus de voix se font entendre pour faire intervenir les banques centrales. Depuis la crise de 2008, elles «*font tourner la planche à billets*» en achetant les obligations des Etats. A tel point qu'elles possèdent désormais une large partie de leurs dettes. Dans la zone euro, la Banque centrale

**«*La clé est de conserver la crédibilité des institutions économiques*»**

HÉLÈNE REY  
professeure à la London Business School

européenne (BCE) a désormais à son bilan le quart de la dette des Etats. Pourquoi ne pas, tout simplement, l'annuler ? Après tout, il ne s'agit que d'un jeu comptable : les Etats doivent de l'argent à leur propre banque centrale, qui peut imprimer autant d'argent qu'elle le souhaite.

«*C'est d'ailleurs pour cela que la Banque d'Angleterre avait été créée en 1694, rappelle M. Moëc. A l'époque, la France venait d'infliger une sévère défaite militaire à l'Angleterre. Piquée au vif, la Couronne britannique s'était lancée dans un énorme effort de reconstruction militaire et avait inventé la banque centrale pour émettre de la dette, en lui offrant en échange le droit exclusif de battre la monnaie.*»

Aujourd'hui, les gardiens du temple de la BCE risquent de ne pas accepter une telle annulation de la dette, trop hétérodoxe à leurs yeux. «*Mais il est possible de stériliser la dette que la BCE possède en promettant de la réinvestir continuellement pour trente ou cinquante ans*», estime M. Moëc. Le Royaume-Uni ou les Etats-Unis, qui n'ont pas les contraintes de la zone euro, cheminent vers une telle solution.

Cette «*monétisation*» de la dette (les banques centrales qui financent directement les Etats) a cependant une limite. Une trop grande création de monnaie peut faire s'effondrer la valeur de la devise, provoquant une fuite des capitaux. La France l'a appris à ses dépens dans les années 1950, avec une série de dévaluations, et des douaniers qui contrôlaient que les lingots d'or ne partent pas vers la Suisse. La majorité des économistes préconise une monétisation limitée aux plans d'urgence lancés pendant la pandémie. Ce serait déjà un allègement substantiel. ■

ÉRIC ALBERT

## Face au coût de la crise, la cruciale capacité de la France à se financer

La dette publique dépassera 100 % du PIB pour financer les mesures déjà prises et le plan de relance, une fois l'épidémie endiguée

Des milliards d'euros qui semblent tomber du ciel. Chaque jour, le gouvernement annonce de nouvelles mesures pour tenter de faire face à la crise sanitaire qui ravage une France confinée et risquée de se traduire par un désastre économique. Le nécessaire sera fait, «*quoi qu'il en coûte*», avait martelé Emmanuel Macron le 12 mars.

Trois semaines plus tard, 1 salarié sur 5 est en chômage partiel – soit 4 millions de personnes dont le salaire est pris en charge par l'Etat. Pour ce dispositif, assoupli pour éviter au maximum les licenciements, le ministère du travail évoque désormais un coût de 11 milliards d'euros, contre les 8,5 milliards initialement prévus. Le fonds de solidarité pour les petites entreprises et les indépendants, évalué à 1,2 milliard d'euros par mois, coûtera finalement 500 millions de plus. Et c'est sans compter le report du paiement des cotisations sociales et fiscales – un manque à gagner de 32 milliards par mois, dont rien ne dit qu'il sera récupéré dans son intégralité –, les 4 milliards d'euros annoncés le 31 mars par le président

de la République pour l'achat de matériel médical, le coût des arrêts maladie pour raison de santé ou de garde d'enfants, les primes promises aux soignants hospitaliers et aux fonctionnaires d'Etat, le plan de relance économique qu'il faudra mettre sur pied une fois l'épidémie endiguée... L'exécutif a déjà prévu que la dette publique franchira largement les 100 % du produit intérieur brut (PIB). Le déficit public devrait exploser.

#### «*Cinquante fois plus grave*»

La France a-t-elle les moyens financiers de faire face à la crise, tout en assurant ses dépenses courantes, du paiement des fonctionnaires à celui des prestations sociales en passant par la charge de la dette et les dépenses de fonctionnement et d'investissement ?

Conseiller social de Nicolas Sarkozy lors de la crise financière 2008, Raymond Soubie, qui se dit «*terriblement inquiet*», était alors aux premières loges de celle-ci. «*A l'époque, c'était une crise financière, souligne-t-il. Ce n'est pas le cas actuellement, mais le système économique et productif risque de s'effondrer. C'est cinquante fois*

*plus grave. Mais tant qu'on n'assiste pas à une crise des dettes souveraines, l'Etat peut faire face.*»

François Ecalle, ancien conseiller maître de la Cour des comptes, explique que «*c'est la capacité d'emprunt sur les marchés qui compte. Pour qu'un Etat soit en défaut de paiement, il faut qu'il n'arrive plus à emprunter, ou seulement à un taux extrêmement élevé.*» A moyen terme, rappelle le fondateur du site d'analyse des finances publiques Fipeco, ce n'est pas le niveau de la dette qui importe, mais sa trajectoire. Autrement dit, la capacité du pays à stabiliser son endettement par rapport au PIB, donc à la croissance.

A Bercy, l'Agence France Trésor (AFT) est chargée de gérer les 2300 milliards d'euros de dette de l'Etat. «*A ce stade, nous n'avons pas d'inquiétude*, indique Anthony Requin, son directeur général. *Nous avons renoué avec les pratiques mises en place après la crise de 2008, qui nous apportent un surcroît de souplesse lors de nos émissions de dette : nous pouvons modifier la taille des montants empruntés en fonction de la demande et du profil des marchés.*»

La France a revu à la hausse son besoin de financement dans le budget rectificatif voté en urgence par le Parlement, fin mars : il a été augmenté de 15 milliards d'euros. Cette année, l'AFT va donc gonfler d'autant les sommes empruntées sur les marchés (quelque 200 milliards d'euros). Le déficit – à savoir la différence entre les recettes et les dépenses de l'Etat – devrait passer de 93 milliards à 108 milliards. Au moins...

«*La situation sera réévaluée à l'été*, détaille M. Requin. *Nous dirigeons un énorme paquebot. Nous ne pouvons pas décider d'emprunter brutalement en une seule fois plusieurs dizaines de milliards*

*d'euros, cela provoquerait trop de perturbations sur les marchés. Mais la dette de la France demeure recherchée, il n'y a pas de problème pour emprunter.*» De fait, la dette française est «*liquide*» – elle se revend facilement – et attractive par rapport à celle de pays voisins. «*La dette, c'est toujours relatif : il y a forcément de l'argent quelque part, et les investisseurs ont besoin de le placer*», pointe quant à lui M. Ecalle.

Pour autant, alors que la dette a déjà temporairement dépassé les 100 % du PIB en 2019, pas question de Bercy de laisser prospérer l'idée d'argent magique. «*A un instant T, on peut décider collecti-*

#### Laurent Berger favorable à un retour de l'ISF

Pour le secrétaire général de la CFDT, Laurent Berger, l'option de remettre en place l'ISF, supprimé en 2018 par le gouvernement, afin de financer la lutte contre la crise sanitaire et économique, devrait «*bien sûr*» être envisagée. «*La participation des plus riches, par le biais de l'ISF ou d'un autre dispositif fiscal, elle est posée*», a-t-il déclaré, jeudi 2 avril, sur Franceinfo. «*Après l'incendie de Notre-Dame, il y avait eu des gestes spontanés de certaines grandes fortunes, a-t-il rappelé. Aujourd'hui, on est dans une situation bien plus grave.*»

*vement de lever temporairement les contraintes budgétaires, et c'est ce que la zone euro vient de décider de faire, pour protéger nos économies. Car la capacité de l'Etat à collecter l'impôt dépend en fine du niveau de richesse produite par les entreprises et les salariés. Mais une fois la crise passée, la France devra de nouveau démontrer la crédibilité de sa politique économique auprès des investisseurs*», souligne le patron de l'AFT.

Pour François Ecalle, «*le véritable risque, c'est que les taux remontent d'un coup parce que les investisseurs craignent un éclatement de la zone euro*». «*La Banque centrale européenne peut prêter à un Etat [en rachetant ses dettes] en quantité illimitée, ajoute-t-il. Mais pour cela, il faut que la cohésion soit maintenue au sein de la zone euro. C'est tout l'enjeu des discussions actuelles entre gouvernements.*» Raymond Soubie ne dit pas autre chose : «*En 2008, la crise avait pu être surmontée grâce à une unité européenne très forte. Là, elle tarde à se réaliser...*» ■

RAPHAËLLE BESSE DESMOULIÈRES  
ET AUDREY TONNELIER