

Que faire de la dette Covid?

Après la crise Covid, la dette publique de la France atteindra 120% du PIB. Henri Sterdyniak montre qu'il ne faut pas tenter de la réduire tant que l'activité n'est pas fortement répartie. Il écarte la pseudo-annulation, comme le cantonnement. La remise en cause des règles européennes est indispensable.

Fin 2021, le ratio dette publique/PIB de la France devrait se situer à 118 % contre 98 % fin 2019, soit une hausse de 20 points¹. Comme le PIB devrait être inférieur en 2021 d'environ 6,5 % au niveau qu'il aurait atteint sans la crise Covid, ces 20 points de hausse se partagent comptablement en 12 points dus à la hausse de la dette et 8 points dus à la baisse du PIB. Que faire de la dette Covid ?

La solution rationnelle

En 2020-21, la perte d'activité cumulée due à la crise Covid devrait être de l'ordre de 17 points de PIB annuel. Le gouvernement compense en grande partie (environ 70%) cette perte pour les ménages et les entreprises, mais les ménages devraient augmenter leur épargne financière de l'ordre de 10 points de PIB, en cumulé sur ces deux années, soit environ 250 milliards d'euros, puisque les confinements et les fermetures de nombreux commerces et services ne leur permettent pas de faire leurs dépenses usuelles. Les 12 points de hausse de la dette correspondent donc pour une grande part aux 10 points de hausse de la richesse financière des ménages. Certes, celle-ci est très inégalement répartie parmi les ménages² (elle concerne 80% des ménages, mais, ce d'autant plus qu'ils sont aisés ; au contraire, les ménages les plus pauvres, ceux du dernier décile, ont puisé dans leurs réserves ; nous nous polarisons ici sur la dimension macroéconomique de cette richesse financière). Pour 2022, on peut contraster trois scénarios.

Dans le premier scénario, les ménages aisés conserveraient durablement ce surplus de richesse financière. Celui-ci, rémunéré en moyenne à des taux proches de zéro, ne ferait pas boule-de-neige. Il serait progressivement dépensé, mais sur une étendue de temps relativement longue, de sorte qu'il constituerait un soutien léger, mais continu à l'activité. A court terme, au contraire, une partie importante des ménages restreindraient leur consommation, en raison des incertitudes sur l'évolution économique et, pour les plus précaires, des pertes de revenus effectivement enregistrés. La consommation des ménages serait atone et ne permettrait pas une forte reprise de l'activité. Ce ne serait pas le moment d'essayer de réduire la dette en ponctionnant les ménages. Au contraire, il serait nécessaire de mieux protéger les ménages précaires, en particulier par la hausse du RSA et son extension aux jeunes autonomes de 18 à 25 ans.

Dans le deuxième scénario, une partie importante du surplus de richesse financière des ménages serait dépensé dès 2022-2023. Les ménages réaliseraient les achats de biens durables qu'ils ont dû retarder pendant le confinement et y ajouteraient des dépenses extraordinaires, pour compenser les

¹ Nous nous inspirons ici des prévisions de décembre 2020 de la Banque de France et de l'OFCE. La dette publique est prise ici au sens de Maastricht.

² Voir, en particulier, la note du CAE : « Dynamiques de consommation pendant la crise », octobre 2020.

restrictions de la période de la Covid. Cependant, certaines dépenses non effectuées en 2020-21 ne sont pas reportables en totalité, les dépenses de loisir, tourisme, restauration, culture par exemple, ce qui limitera l'effet expansionniste. Celui-ci contribuerait néanmoins, et heureusement³, à une relance de l'activité en 2022-23, qui réduirait automatiquement le ratio dette/PIB, tant en diminuant le montant du déficit public du fait des rentrées fiscales qu'en augmentant le PIB.

Dans le troisième scénario, l'effet expansionniste serait tel qu'il entraînerait une inflation excessive. Compte tenu de la faiblesse de l'activité actuellement, comme du niveau de chômage prévu pour les années à venir, ce scénario est peu probable ; par ailleurs, une certaine inflation serait bienvenue et devrait être tolérée pour impulser la reprise. Ce n'est que dans cette situation improbable, où l'inflation risquerait de devenir incontrôlable, que la dette publique poserait problème, qu'il faudrait envisager de réduire l'excès de demande par des hausses d'impôts.

Il faut donc écarter l'idée de programmer de fortes hausses d'impôts dès aujourd'hui, pour réduire rapidement et fortement la dette Covid, indépendamment de la situation conjoncturelle⁴. Certes, il pourrait être envisagé de demander aux banques de comparer le bilan patrimonial de chaque ménage fin 2019 et fin 2021 et de taxer la hausse de la valeur de ce patrimoine à un taux élevé (50 % par exemple) de façon à récupérer une partie du surplus d'épargne accumulée. Une autre stratégie serait de prélever un impôt exceptionnel (10 % du revenu annuel au-delà de 30 000 euros, par exemple) correspondant statistiquement au surplus d'épargne des classes moyennes durant la période. Ces deux impôts seraient problématiques au niveau économique (réduisant la probabilité d'une reprise de la consommation), et psychologique (ils seraient considérés comme une nouvelle peine, qui s'ajouterait à la pandémie et aux confinements).

Cela n'empêche pas que l'on puisse concevoir un supplément d'impôt sur les entreprises qui auraient profité de la crise : par exemple, une taxe additionnelle sur les entreprises au-delà d'une certaine taille, dont l'*excédent brut d'exploitation (EBE)* aurait augmenté de plus de 10 % en 2020 par rapport à 2019, cela permettant de frapper en particulier le commerce en ligne (mais faut-il taxer des entreprises dans le secteur médical et para-médical qui se sont mobilisées pour répondre à la demande ?).

Ainsi, l'urgence en 2022, dans une conjoncture fragile, ne sera sans doute pas de réduire la dette Covid, mais, au contraire, de conforter la relance, en aidant les ménages en difficulté et en impulsant des investissements, publics et privés, s'inscrivant dans la transition écologique, d'autant plus que les taux d'intérêt seront nuls voir négatifs.

Cantonner la dette Covid ?

Certains hommes politiques, en particulier Bruno Le Maire, le ministre de l'économie, ou Laurent Saint-Martin, le rapporteur du budget à l'Assemblée nationale, envisagent de cantonner la dette Covid, c'est-à-dire de créer un organisme chargé de rembourser les 20 points de dette supplémentaire grâce à des ressources affectées, soit, pour un remboursement en 20 ans, de 1 point de PIB par an, 25 milliards d'euros.

³ Nous n'abordons pas ici la question du contenu de cette relance. Si une certaine reprise de la consommation des ménages est nécessaire, il faudrait que, très vite, elle soit orientée vers les objectifs de la transition écologique, en taxant les activités polluantes et en subventionnant les économies d'énergie, comme, par ailleurs, la reprise des investissements publics et privés.

⁴ Nous ne discutons pas ici des réformes permanentes de la fiscalité française, qui seraient nécessaires (taxation de tous les revenus à l'impôt sur le revenu progressif, suppression de certaines dépenses fiscales, rétablissement d'un impôt sur les grandes fortunes, lutte contre l'optimisation fiscale des grandes entreprises multinationales, etc.).

Ce cantonnement pourrait être fictif s'il n'imposait pas de contrainte forte sur le reste du budget. Ce serait un effet d'affichage : par exemple, le déficit budgétaire serait de 4 % du PIB en 2023, mais serait annoncé à 5 %, tandis qu'une Caisse d'amortissement de la dette Covid, Cad-Covid, serait excédentaire de 1 % du PIB, la même manœuvre que pour la Sécurité sociale où le gouvernement annonce un déficit de 5 milliards, qui est en fait un excédent de 10 milliards en tenant compte des 15 milliards que la Cades rembourse (voir ["Le déficit de la Sécurité sociale un mensonge d'État"](#)), déficit qui est sans cesse évoqué pour justifier des politiques d'austérité en matière de dépenses sociales.

Il pourrait être plus pesant si l'État se fixait l'objectif, dans les prochaines *Lois de Programmation des Finances publiques (LPPF)*, de faire passer le déficit public en dessous de 3 points de PIB, puis de 0,5 point, indépendamment de ce 1 point de PIB. Compte tenu de son refus d'augmenter les impôts, le gouvernement actuel programmerait alors de fortes baisses des dépenses publiques et sociales. La baisse des dépenses publiques et sociales n'est pas facile à mettre en œuvre ; elle pèse sur les revenus et les conditions de vie de la population ; elle se heurte aux mobilisations sociales ; elle induit vite des dysfonctionnements insupportables comme on peut le voir pour les dépenses de santé, d'éducation, de justice, etc.

Dans le passé, les *LPPF* n'ont heureusement guère été respectées.

Ce cantonnement serait réel si le gouvernement introduisait immédiatement un impôt supplémentaire affecté. Comme nous l'avons écrit plus haut, cette hausse d'impôt aurait des effets néfastes au niveau économique comme psychologique, d'autant plus que, compte-tenu de la répugnance du gouvernement actuel à imposer les plus riches et les entreprises, elle frapperait sans doute la totalité des ménages, par exemple par une hausse de la CSG, qui serait de 1,6 point. Cette stratégie serait difficile à mettre en œuvre par le gouvernement actuel, qui proclame son refus de toute hausse d'impôt.

En fait, le gouvernement a déjà décidé en août dernier de mettre 136 milliards de dette supplémentaire à la charge de la CADES, en prolongeant son mandat de 9 ans, de fin 2024 à fin 2033 (donc en prolongeant la CRDS et la ponction sur la CSG). Ainsi, une partie importante de la dette Covid est en fait déjà cantonnée à la CADES⁵. Les 15 milliards par an de remboursement forcé durant ces 8 années supplémentaires manqueront aux dépenses de retraite et de dépendance, qu'ils auraient pu financer.

Du déficit français en 2019

Nous n'entrerons pas ici dans le débat de fond sur les déficits et dettes publics⁶. Nous voudrions simplement rappeler que la France n'est pas dans une situation singulière; même avant la crise Covid, un haut niveau de la dette publique et des bas taux d'intérêt étaient une nécessité dans l'ensemble des pays industrialisés, compte tenu du déficit de demande induit par les dérives du capitalisme financier mondialisé.

En 2019, le déficit public français (hors remboursement du CICE) était de 2,2 % du PIB, dont 1,4 point de charges nettes d'intérêt (soit un taux d'intérêt apparent sur la dette de 1,4 %, bien inférieur à la croissance tendancielle de l'ordre de 2,8 % en valeur) et 0,8 point de déficit public primaire. Le taux de chômage moyen sur l'année 2019 a été de 8,4 %, soit un déficit de production de l'ordre de 2

⁵ Sur les 136 milliards, 13 prennent en charge la dette des hôpitaux, 31 milliards des déficits avant 2020 et 92 des déficits des années 2020-23.

⁶ Voir ma note : « Dettes publiques, quelques réflexions » ou l'ouvrage d'Économistes atterrés (Eric Berr, Léo Charles, Arthur Jatteau, Jonathan Marie, Alban Pellegris), *La dette publique, Précis d'économie citoyenne*, Paris, Seuil, 2021 (sortie le 14 janvier).

% pour atteindre un taux de chômage de 7 %⁷. La France avait donc un solde structurel primaire⁸ en très léger excédent, de l'ordre de 1 % du PIB. Il n'y avait aucune raison d'envisager un vaste programme de réduction du déficit public.

Une proposition hors-sujet

En supposant que les évolutions constatées en 2020 se prolongent en 2021, les 250 milliards de déficit supplémentaire seront financés par des émissions de titres du Trésor public, émis à des taux légèrement négatifs en moyenne (-0,14 % en 2020). Ces titres sont achetés par les banques, puis rachetés, en grande partie, par le Système Européen de Banques Centrales (soit, pour 90 %, par la Banque de France). L'épargne supplémentaire des ménages est restée dans les banques, de sorte que les réserves nettes des banques françaises auprès de la Banque centrale ont augmenté de 250 milliards. Le circuit s'est donc bouclé ainsi. Compte tenu de la faiblesse de la demande de crédits engendrée par les médiocres perspectives économiques, les banques n'ont pas augmenté massivement leurs crédits (ce qui aurait réduit quelque peu leurs réserves nettes) ; compte tenu des risques de remontée des taux, elles préfèrent détenir des réserves auprès de la Banque centrale plutôt que des titres publics, qu'elles revendent donc à la Banque centrale. Ainsi, cette dernière contribue au bas niveau des taux d'intérêt de long terme, en supportant un risque de taux puisqu'elle détient des titres de long terme grâce à un endettement au taux de rémunération des dépôts bancaires (qui est égal au taux de refinancement de la Banque centrale européenne, BCE, moins une certaine marge, de l'ordre de 0,5 point).

Certains ont proposé que la Banque centrale (la BCE, mais en fait, pour la France, la Banque de France) annule la dette Covid, les 250 milliards de titres publics qu'elle se trouve ainsi détenir. Ce serait une pseudo-annulation, puisque les ménages continueraient à détenir les 250 milliards de surplus d'épargne accumulée pendant la crise. La dette publique (au sens économique, les droits socialement garantis du secteur privé sur la production future) ne serait pas modifiée. La Banque de France aurait un bilan déséquilibré de 250 milliards, mais ce déséquilibre devrait être remonté à son unique actionnaire, l'État français. La pseudo-annulation n'écarterait pas la nécessité d'une hausse d'impôt dans notre troisième scénario. Elle fragiliserait encore plus le compte de la Banque de France en cas de remontée des taux d'intérêt, mais les pertes que la Banque de France enregistrerait se répercuteraient automatiquement sur le montant des dividendes que la Banque verse à l'État (6,1 milliards d'euros en 2019), de sorte que la pseudo-annulation ne protégerait pas les finances publiques de la hausse des taux d'intérêt. En fait, la politique d'assouplissement quantitatif de la BCE (QE, en anglais) aboutit au contraire à raccourcir la maturité des dettes publiques des pays de la zone euro. Protéger les finances publiques des marchés financiers supposerait de reconstituer un secteur financier public (à l'image des Caisses d'épargne) qui financerait une partie importante des investissements publics à partir de comptes rémunérés à des taux hors-marché.

Le risque de l'austérité

La politique budgétaire de la France est théoriquement contrainte par les Traités budgétaires européens qui fixent des règles numériques arbitraires : l'interdiction d'avoir un déficit public supérieur à 3 % du PIB, l'obligation de se fixer l'objectif d'un déficit public structurel inférieur à 0,5 % du PIB et l'objectif d'une dette publique inférieure à 60 % du PIB. En ce qui concerne la norme de dette publique, chaque pays doit viser à résorber l'écart en 20 ans, ce qui impliquait déjà, fin 2019, que la France au-

⁷ Cette cible est peu ambitieuse. En 2019, le taux de chômage, au sens large, en tenant compte des chômeurs découragés et du temps partiel involontaire, était de 15,3%.

⁸ En oubliant les doutes que l'on peut avoir sur ce concept.

rait dû avoir, pendant 20 ans, un excédent budgétaire de 2 points de PIB, donc effectuer un effort budgétaire de 4 points de PIB, par rapport à la situation de 2019 (où le déficit était de l'ordre de 2 points de PIB). Fin 2021, l'ajout de la dette Covid, impliquerait un excédent de 3 points de PIB, soit un effort budgétaire de 5 points de PIB. Masquer 20 points de dette Covid dans les comptes de la BCE n'améliorerait guère la situation. En mars 2020, les règles budgétaires ont été suspendues. Paolo Gentiloni, le Commissaire européen à l'économie a exclu qu'elles soient rétablies en 2021⁹, mais elles pourraient revenir en vigueur en 2022. Si tous les pays de la zone euro se lançaient alors dans de lourds programmes d'austérité budgétaire, l'effet multiplicateur dépressif serait tel que leurs PIB chuteraient ; les pertes de recettes fiscales seraient telles que les déficits budgétaires ne seraient pas améliorés, que les ratios dette/PIB augmenteraient. Faut-il reproduire en 2022, les erreurs faites en 2011-2015 ? Une politique d'austérité budgétaire généralisée dans la zone euro serait d'autant plus absurde que la demande est globalement insuffisante, que le taux d'inflation et les taux d'intérêt sont légèrement négatifs.

Aussi, rien ne pourra être fait sans une renégociation des règles budgétaires européennes. Leur remise en cause a d'ailleurs été réclamée par Christine Lagarde, la présidente de la BCE, comme par les gouvernements français et italiens. Le chantier devait être ouvert en 2020 par la Commission ; selon Paolo Gentiloni, il le sera en 2021. De nombreux projets ont été proposés¹⁰. Pour les uns, le déficit public structurel doit être réduit, année après année, jusqu'au moment où la dette publique passera en dessous de 60 % du PIB. Pour d'autres, le solde structurel, hors investissement public net, doit être équilibré. Mais le chiffre de 60 % est totalement arbitraire ; le calcul du solde structurel est problématique ; enfin la définition de l'investissement public est discutable (faut-il y inclure les dépenses militaires ? tenir compte des dépenses d'éducation, de recherche ?). Certains voudraient limiter l'autonomie budgétaire des États-membres en promettant une politique budgétaire stabilisatrice commune ; ils oublient la diversité des situations conjoncturelles des pays et leur droit à choisir leur stratégie économique tant qu'elle ne nuit pas à leurs partenaires.

Pour nous, il faut passer de règles numériques arbitraires à des pratiques économiquement justifiées. Un pays doit pouvoir faire la politique budgétaire de son choix tant que celle-ci ne crée pas des déséquilibres nuisibles à ses partenaires, comme un taux d'inflation excessif (contribuant à un taux d'intérêt commun trop fort) ou un déficit extérieur excessif (et dans ce dernier cas, il resterait à vérifier que ce ne sont pas d'autres pays membres qui affichent des excédents extérieurs excessifs). Les dettes publiques résultant de ces politiques budgétaires doivent être garanties par la BCE, de sorte que les pays de la zone euro aient la même souveraineté monétaire que les autres pays développés. La dette Covid ne doit pas être réduite tant qu'elle n'induit pas effectivement des déséquilibres économiques.

Henri Sterdyniak

*Le Club est l'espace de libre expression des abonnés de Mediapart.
Ses contenus n'engagent pas la rédaction.*

⁹ Intervention à la conférence interparlementaire au Bundestag allemand, lundi 12 octobre.

¹⁰ Voir une analyse de certains de ces projets dans : Catherine Mathieu et Henri Sterdyniak (2019) : "Euro Area Macroeconomics, Where Do We Stand 20 Years Later ?", Revue de l'OFCE, May.