

Le non-remboursement de la dette : risque de perte de confiance dans la monnaie et risques pour la société

Olivier Klein était invité lors de l'édition 2020 du « Printemps de l'économie », le 16 octobre 2020, à participer à la table ronde intitulée : « peut-on ne pas rembourser la dette ? ».

Cette table ronde réunissait :

- **Michel Aglietta**, Professeur émérite, Université Paris X Nanterre, conseiller au CEPII ;
- **Agnès Bénassy-Quéré**, Chef économiste du Trésor ;
- **Anne-Laure Delatte**, Chargée de recherche au CNRS ;
- **Olivier Klein**, Directeur Général de la BRED et professeur de macroéconomie financière et de politique monétaire à HEC.

Retrouvez la retranscription de son intervention aux Printemps de l'économie.

Le non-remboursement de la dette : risque de perte de confiance dans la monnaie et risques pour la société

Nous traversons une crise inédite et puissante due à la pandémie. Les États et les banques centrales ont eu des réponses fortes et appropriées jusqu'à présent. Les politiques budgétaires et monétaires qui ont été mises en place correspondent, in fine, à une suspension temporaire de la contrainte monétaire, c'est-à-dire de la contrainte des paiements. On a donné des revenus aux ménages lorsque leurs entreprises n'étaient plus à même de le faire, ce qui était essentiel pour que l'économie ne s'écroule pas, et ce grâce aux mesures de chômage partiel. On a par ailleurs financé les pertes de nombre d'entreprises qui, pendant la période, ne pouvaient pas trouver tout simplement de quoi absorber leurs charges sans chiffre d'affaires. C'était tout à fait nécessaire pour préserver à la fois la demande, mais aussi la capacité d'offre pour le futur. Même si la contrainte monétaire est strictement indispensable en temps normal à l'efficacité de l'économie.

Les États qui ont beaucoup augmenté leurs dépenses et vont encore beaucoup le faire, alors que leur base fiscale s'affaisse, connaissent eux-mêmes une suspension de la contrainte monétaire pesant sur eux grâce aux banques centrales qui achètent notamment la dette publique sans compter.

Les banques centrales ont émis beaucoup de liquidités pour aider le marché financier à ne pas se disloquer. Elles ont également acheté des obligations d'entreprises, pour les soutenir. Les banques centrales ont ainsi contribué directement et via les banques au bon financement de l'économie.

Dès lors que l'on pense que ces politiques étaient indispensables pour tenter de sauver l'essentiel, la question est : que peut-il se passer ensuite, après retour à la normale, eu égard au niveau très élevé de dette en résultant ?

Le non-remboursement de la dette publique vis-à-vis des détenteurs privés provoquerait des conséquences économiques et sociales graves. À supposer que les textes permettent de ne pas rembourser cette dette à la seule banque centrale – ce qui en réalité n'est pas autorisé –, le jeu avec les États, qui en sont actionnaires, serait à somme nulle.

La seule possibilité serait d'assurer un financement quasi perpétuel par la banque centrale à un taux proche de zéro de la dette publique.

Même s'il pourrait sans doute être imaginé qu'une partie de la dette additionnelle due à la pandémie soit refinancée ainsi, pourrait-on étendre cette possibilité à l'ensemble de la dette, voire aux futurs accroissements de la dette publique ?

Comment, dès lors, ne pas rentrer dans la pensée de la monnaie magique ? Autrement dit, d'une certaine manière, comment répondre à la question suivante : puisqu'on a pu trouver les moyens financiers pour ce qu'il semblait hier impossible de financer, pourquoi ne pas continuer ainsi ? D'autant plus que les taux d'intérêt étant très bas et inférieurs au taux de croissance, la trajectoire de solvabilité des acteurs privés et des États peut a priori sembler préservée. Mais la seule comparaison des taux d'intérêt et des taux de croissance actuels ne saurait épuiser les sujets de solvabilité – une crise peut en effet advenir par la baisse des revenus et non seulement par une remontée des taux d'intérêt –, les sujets de stabilité financière et, plus généralement, de confiance.

Il est en effet nécessaire de mener aussi une analyse théorique pour répondre à la question suivante : pourrait-on avoir un « quantitative easing » en permanence de plus en plus grand, donc des taux d'intérêt toujours proches de zéro, qui permettent à l'État de dépenser davantage sans limite, et aux acteurs privés d'élever leur niveau d'endettement sans contrainte ?

Il faut récuser l'idée d'une politique de « quantitative easing » sans fin. Tout d'abord à cause des conséquences considérables sur l'instabilité financière que cela provoquerait. Des taux d'intérêt trop bas trop longtemps, alors que l'économie reviendrait à un taux de croissance plus normal – ce qui est loin d'être le cas actuellement –, reviendrait en réalité à faciliter les cycles financiers, voire à les engendrer et à les développer. C'est-à-dire que cela faciliterait l'apparition de bulles spéculatives de plus en plus fortes, puis leur éclosion. Nous connaissons très bien ce phénomène de cycles financiers entretenus par un développement trop fort du crédit s'entremêlant, dans une boucle auto-alimentée, à une bulle spéculative sur les actions ou l'immobilier. Ces phénomènes, très bien documentés, sont très dangereux car ils donnent lieu à des crises économiques et financières majeures.

Enfin, nous pourrions avoir à plus long terme une fuite devant la monnaie. Si jamais la contrainte de paiement, donc la contrainte monétaire, ne jouait plus vraiment pendant longtemps, c'est la confiance dans la monnaie qui serait touchée, parce que le système monétaire est par essence un système de règlement des dettes. Et comme nous le savons, c'est ce système qui donne de la cohérence aux échanges et l'efficacité économique indispensable. Donc la crise de confiance peut survenir quand il y a une perte de confiance dans la validité des créances et des dettes, aujourd'hui comme dans le futur. Tout le système est fondé sur cela. Si l'on achète quelque chose, alors on doit. Si l'on vend quelque chose, alors on nous doit. Et l'on emprunte parce que l'on fait un pari sur le futur, donc un pari sur les revenus ultérieurs engendrés par l'investissement réalisé qui devraient permettre de rembourser l'emprunt contracté afin d'investir.

Donc, il y a crise lorsqu'il y a une défiance vis-à-vis du système de paiement, du système de règlement des dettes. Une défiance vis-à-vis des contrats financiers qui sont cette capacité à se projeter dans le futur. Une défiance en fin de compte vis-à-vis de la monnaie.

Qu'est-ce que la confiance, au fond ? C'est l'idée que la parole donnée ou que les contrats signés sont fiables. Et c'est évidemment valable pour l'économie ; les contrats de dettes et les contrats de créances sur lesquels l'ensemble est construit doivent donc être respectés.

La confiance dans les banques est ainsi cruciale, ce sont elles qui créent la monnaie ex nihilo en faisant crédit. Et la confiance dans la banque centrale l'est aussi. Parce qu'elle est la banque des banques, et surtout parce qu'elle assure la régulation monétaire, qui est la pierre angulaire du tout.

Si la banque centrale émettait trop de monnaie banque centrale – sans que l'on sache par avance où est le seuil de rupture d'ailleurs –, trop longtemps, et que la contrainte monétaire n'était pas rétablie dans un temps prévisible, alors une grave crise pourrait advenir, du type de celle des assignats en France, de l'hyperinflation en Allemagne au début du vingtième siècle, ou des crises monétaires récurrentes dans certains pays d'Amérique latine. Au-delà de ce seuil, il y a un rejet possible de la monnaie officielle. Et une désagrégation du système de dettes et de créances, donc une désintégration du système monétaire, c'est-à-dire une possible désagrégation de la société, peut alors se produire. Je citerai Michel Aglietta : « La confiance dans la monnaie, c'est l'alpha et l'oméga de la société ».

Il est donc impératif que cette confiance ne soit pas détruite, sinon il pourrait y avoir des fuites dans les monnaies étrangères. Cela se produit régulièrement dans des pays moins développés, mais cela peut se produire également ailleurs. Cela dit, si toutes les banques centrales font la même chose au même moment, évidemment, il est plus difficile de fuir la monnaie officielle en transférant ses avoirs dans une autre monnaie. Mais alors, beaucoup peuvent se réfugier dans l'or. L'on peut aussi imaginer un jour trouver refuge dans une cryptomonnaie qui serait émise par un GAFA plus solvable qu'un État. Cette cryptomonnaie deviendrait ainsi une monnaie privée qui serait la ligne de fuite des systèmes officiels.

Pour conclure, la monnaie est une institution, elle doit être gérée comme une institution, c'est-à-dire comme un ensemble qui nécessite de la confiance et des règles. Les règles, c'est le règlement des dettes, donc la contrainte monétaire. Il est possible de la suspendre momentanément, mais pas durablement en pensant que l'on a dorénavant une baguette magique pour faire fonctionner le tout sans jamais avoir de contraintes.

La banque centrale doit donc être au-dessus des intérêts privés ou des intérêts de l'État, c'est ce qui lui donne précisément sa légitimité. Donc il ne doit pas y avoir de « fiscal dominance », c'est-à-dire de dépendance vis-à-vis des États qui l'obligeraient à conduire des politiques qui conduiraient très durablement à des taux d'intérêt très faibles, à zéro, voire négatifs, inférieurs aux taux de croissance, et d'augmenter à perpétuité la quantité de monnaie banque centrale. Mais symétriquement, il ne doit pas y avoir de « financial market dominance », c'est-à-dire que la banque centrale ne doit pas non plus être dominée par les marchés financiers. Les banques centrales ne peuvent être dominées par les marchés qui appellent à toujours plus d'injections monétaires sous peine de menaces de krachs boursiers.

C'est l'intérêt général que doit défendre la banque centrale. De même, elle doit conserver sa crédibilité. C'est crucial pour la possibilité ultérieure d'utiliser avec vigueur valablement la politique monétaire en cas de nouveau besoin, pour l'économie et son efficacité, et pour l'ordre même de la société.

Olivier Klein,

Président de LECE-France, Directeur général de la BRED, Professeur de macro-économie financière et de politique monétaire à HEC