Olivier Blanchard et Quentin Vandeweyer : « Sur l'annulation de la dette détenue par la Banque de France, l'erreur est de croire qu'elle dégagerait des ressources ou serait sans coût »

Dans une tribune au « Monde », l'ancien chef économiste du Fonds monétaire international et le professeur à la London Business School expliquent pourquoi la proposition du candidat « insoumis » à la présidentielle, Jean-Luc Mélenchon, serait au mieux une opération blanche, au pire un pas vers l'inflation.

Publié aujourd'hui à 06h30 Temps de Lecture 4 min.

Pierre et Paul possèdent ensemble une entreprise. Vous êtes le banquier de celle-ci et vous lui avez prêté de l'argent. Vous apprenez un matin que Pierre, qui devait une somme à Paul, ne la remboursera pas, car les deux associés ont décidé d'annuler cette dette entre eux. Qu'est-ce que cela change pour vous ?

Première réponse : rien. C'est leur affaire, pas la vôtre. L'entreprise vous doit toujours le même montant.

Seconde réponse : mieux vaut s'inquiéter. Ont-ils vraiment décidé ensemble cette annulation ? Ou Pierre, connu pour être dépensier, a-t-il simplement cessé de payer ? Ce qu'il a fait à Paul, pourquoi ne vous le ferait-il pas demain ? Par prudence, vous décidez de relever votre taux sur les futurs emprunts de cette entreprise.

Pierre, c'est l'Etat. Paul, c'est la Banque de France, qui détient environ 600 milliards d'euros de dette publique, près d'un cinquième du total. La dette de l'entreprise, c'est la dette de l'Etat détenue par les investisseurs, plus la dette de la Banque de France vis-à-vis des banques. L'annulation de la dette de l'Etat détenue par la Banque de France, dont l'idée refait surface dans le débat politique, est une transaction entre Pierre et Paul, sans effet direct sur les créanciers de l'Etat ni sur ceux de la Banque de France. Ses partisans ont raison sur ce point. Leur erreur est d'en conclure qu'elle dégagerait des ressources, ou qu'elle serait sans coût.

Pour comprendre ce qui se joue, il faut ouvrir le bilan de la Banque de France. A son actif, on retrouve les titres de dette publique achetés depuis 2015 dans le cadre de la politique d'« assouplissement quantitatif » *[le rachat massif par la Banque centrale européenne de dette publique sur les marchés]*. A son passif, la monnaie créée pour les acheter : les « réserves », c'est-à-dire les dépôts que les banques commerciales détiennent auprès d'elle. Ces réserves sont rémunérées à un taux d'intérêt appelé le « taux directeur ». Cette rémunération n'est pas une faveur faite aux banques, mais l'instrument central de la politique monétaire, celui par lequel la banque centrale pilote tous les taux de l'économie et contient l'inflation.

Annulons maintenant la dette de l'Etat détenue par la Banque de France. Les intérêts que l'Etat lui versait disparaissent, alors que les réserves, elles, restent, et il faut continuer de les rémunérer. Que se passe-t-il alors ?

Les promoteurs de l'annulation promettent trois choses à la fois : des marges budgétaires réelles, aucune victime et une inflation maîtrisée. L'arithmétique n'en permet cependant que deux.

Première option : l'Etat paie. Qu'il recapitalise sa banque centrale d'un montant égal à la dette annulée, ou qu'il compense chaque année les intérêts manquants, cela revient au même : sa propre dette semble réduite, mais un trou équivalent s'est creusé au bilan de sa banque centrale. La dette de l'Etat dans son ensemble ne change pas. Le déficit de l'Etat non plus : les intérêts qu'il ne paie plus sur la dette annulée, il les verse

désormais à la Banque de France pour qu'elle puisse rémunérer les réserves. Ce que l'Etat économise d'un côté, il le paie de l'autre.

Prime de risque

Deuxième option : les banques paient. Pour dégager un gain réel, l'Etat leur impose de détenir davantage de réserves non rémunérées, comme le proposent certains. L'inflation reste maîtrisée et des marges budgétaires sont dégagées, mais uniquement parce qu'elles sont ponctionnées sur les banques. Cette opération, que les économistes appellent la « répression financière », est un impôt qui ne dit pas son nom, supporté au bout du compte par les déposants des banques, leurs actionnaires et leurs emprunteurs.

Troisième option : personne ne paie. Il ne reste alors à la banque centrale que deux chemins. Soit elle renonce à rémunérer les réserves. Le taux directeur cesse d'être une décision. Il tombe à zéro et y reste, même quand l'économie surchauffe. Et une surchauffe sans frein conduit inéluctablement à l'inflation. Soit elle crée de la monnaie pour payer ces intérêts ; mais combattre l'inflation en créant de la monnaie, c'est écoper un bateau tout en perçant la coque. L'Amérique latine du siècle dernier a emprunté les deux chemins, avec les conséquences que l'on connaît. C'est pour cette raison que les traités interdisent explicitement le « financement monétaire » des Etats.

Les achats de titres de la décennie passée n'ont, en eux-mêmes, jamais franchi cette ligne : la dette restait due, les titres pouvaient être revendus, la monnaie créée avait vocation à disparaître au fil des remboursements. C'est précisément l'argument qu'a retenu la Cour de justice de l'Union européenne pour les valider : la banque centrale conserve l'intégralité de sa créance, l'Etat reste tenu de rembourser. En transformant ce prêt en don, l'annulation abolirait la condition même de leur légalité. Acheter ou revendre des titres relève de la politique monétaire ; renoncer à une créance est un transfert budgétaire, d'une tout autre nature.

Difficulté supplémentaire : la Banque de France détient ces titres dans le cadre de l'Eurosystème des banques centrales, et les traités interdisent à tout gouvernement de donner des instructions à sa banque centrale. Il faudrait convaincre nos partenaires européens d'assumer avec nous les pertes. On devine leur réponse.

Restent les marchés. Quelle que soit l'option retenue, l'annulation leur apprendrait qu'il existe désormais, en France, des dettes que l'Etat choisit de ne pas honorer. Il ne fait nul doute qu'ils réviseraient en conséquence à la hausse la prime de risque qu'ils demandent pour prêter à l'Etat français. La charge de la dette finirait donc par augmenter, à la suite d'une mesure qui promettait exactement l'inverse.

En résumé, l'annulation n'efface pas la dette : elle la déplace. Elle est surtout un leurre, qui nous détourne de la véritable discussion que nous devrions avoir à l'approche de l'élection présidentielle : quels arbitrages sommes-nous collectivement prêts à consentir pour reprendre le contrôle de la dépense publique ?

Olivier Blanchard est ancien chef économiste du Fonds monétaire international ; **Quentin Vandeweyer,** professeur de finance à la London Business School.

Olivier Blanchard (Ancien chef économiste du FMI) et Quentin Vandeweyer (Professeur à la London Business School)