

La crise est-elle une chance ?

Depuis quelques semaines, nous sommes nombreux à répéter, sans en être parfaitement certains, que la langue chinoise possède un seul mot pour signifier « crise » et « opportunité ». La période de turbulences économiques et de crispations sociales que nous traversons devrait nous permettre de vérifier si cette observation est juste ou si ce n'est qu'un lieu commun pour séminaires de management. C'est l'expérience qui nous éclairera à ce sujet : s'il est certain que nul ne pourra échapper à cette crise, qu'en est-il, en revanche, des opportunités qu'elle est censée nous offrir ? En ce qui concerne la France, ces opportunités pourraient se matérialiser dans un domaine tout à fait inattendu : celui des réformes structurelles, sachant qu'une des plus urgentes est celle de nos finances publiques.

Il n'est pas nécessaire d'être un sage chinois pour comprendre que les Etats auront un rôle décisif à jouer au cours des mois à venir - et qu'ils sont particulièrement mal outillés pour le jouer de façon satisfaisante. Partout en Europe, c'est vers les décideurs politiques que se tournent les ménages et les entreprises, espérant en recevoir les aides nécessaires pour surmonter la récession qui s'annonce. Or, ce réflexe trahit une confiance pour le moins excessive dans la capacité des autorités à fournir l'aide qu'on attend d'elles. Dans le cas de la France, cet espoir relève même de l'inconscience pure et simple. Disons-le franchement : le gouvernement n'a tout bonnement plus les moyens de faire quoi que ce soit pour nous. La gestion chaotique de la crise sanitaire nous en a donné un aperçu qui devrait faire réfléchir même les plus optimistes (ou les plus macronistes) de nos concitoyens.

Après les destructions dues aux guerres mondiales, l'Europe s'est toujours reconstruite en mobilisant toutes les ressources dont elle pouvait disposer, l'Etat épaulant le secteur marchand dans cette tâche immense. Cela supposait de suspendre pour un temps les règles habituelles, tant en matière de finances publiques que de gestion des entreprises privées. L'endettement massif qui en résultait pouvait être considéré comme un mal nécessaire. De même, les contraintes réglementaires imposées en temps normal aux opérateurs privés se trouvaient relâchées pour un temps. Les épargnants, quant à eux, acceptaient de réviser à la baisse leurs exigences et d'apporter leurs capitaux en priorité aux grands emprunts nationaux. Bref, la reconstruction constituait un impératif assez fort pour faire accepter, durant quelques mois ou quelques années, un changement de modèle économique dicté par le patriotisme.

Heureusement pour nous, nous ne sommes pas en guerre – n'en déplaise au président de la République, dont les gesticulations martiales n'ont convaincu personne. Il est vrai, cependant, que la violence du choc économique et le coût des politiques de relance ne sont pas sans rappeler les précédentes périodes de reconstruction. Alors que la version initiale du budget 2020 tablait sur une hausse de +1,3%, la loi de finances rectificative promulguée le 25 avril prévoit un recul de -8% du PIB. Certains prévisionnistes (en l'occurrence ceux de la banque Unicredit) envisagent une baisse allant jusqu'à -13,8%. En 1944, on estime que l'activité a chuté de 15,5%. Les conséquences sur nos finances publiques seront également de grande ampleur : le déficit de l'Etat devrait atteindre -9,1% du PIB cette année (il était attendu à -2,2%).

Pour atténuer cette récession, le gouvernement a fait voter un impressionnant train de mesures : financement du chômage partiel, fonds de solidarité pour les TPE, renforcement des participations dans les entreprises stratégiques, augmentation des capacités du fonds de développement économique et social, garantie publique de la dette des PME, avances remboursables aux industries, primes diverses pour le personnel soignant et les ménages modestes. A la lecture de cette liste, il ne

serait pas absurde de penser qu'on cherche à nous payer de mots plus que d'argent. Une telle méfiance n'est toutefois qu'en partie fondée : ce plan représente tout de même un effort de 110 milliards d'euros. L'énormité de ces montants ne doit pas nous impressionner, car ce n'est là qu'une petite partie de ce qui sera nécessaire pour répondre à la crise.

En réalité, c'est dans une prodigieuse accumulation de dette publique et privée que les dirigeants du monde entier ont placé tous leurs espoirs. Ce sont donc les banques centrales, dont la fonction est d'alimenter le système financier en liquidités, qui vont devoir sauver le monde. Tout indique qu'elles ont pris cette tâche très au sérieux. La Banque centrale européenne (BCE) a ainsi engagé un des plus vastes programmes de financement de l'économie qui ait jamais été mené sur le continent : à travers tout un ensemble de programmes désignés par des sigles ésotériques (TLTRO III, PELTRO, PEPP, APP), elle a annoncé le 30 avril que des ressources financières quasi illimitées seraient mises à disposition des banques commerciales et qu'elle-même allait acheter, au cours des mois à venir, pour plus de 870 milliards d'obligations publiques ou privées. Ces investissements vont s'ajouter aux achats de titres déjà engagés avant la crise et qui se poursuivent à hauteur de 20 milliards chaque mois.

Il est vrai que la BCE n'a pas encore franchi l'ultime limite imposée par l'Allemagne lors de la création de l'euro : celle du financement direct des pays membres. C'est la raison pour laquelle la banque centrale ne souscrit pas des obligations d'Etat lors de leur émission (marché primaire) mais les rachète aux investisseurs privés sur le marché secondaire. Afin de limiter les risques d'inflation, elle doit de plus « stériliser » ces interventions en imposant aux banques de déposer dans ses livres des sommes équivalentes au montant de ces acquisitions. Toutefois, ce mécanisme bien connu a perdu aujourd'hui toute son efficacité : sachant que les gouverneurs de la BCE se sont engagés à fournir des liquidités sans limite au système financier, la stérilisation n'a plus guère de sens. De plus, il est certain que les obligations émises par des émetteurs publics seront souscrites avec des capitaux que la BCE aura elle-même fournis aux institutions financières. Indice supplémentaire de l'évolution en cours : le tabou des interventions sur le marché primaire est déjà partiellement brisé puisque, depuis le mois d'avril, la BCE est autorisée à acheter sur le marché primaire des obligations d'émetteurs privés afin de faciliter le financement des entreprises industrielles et commerciales.

La France a déjà prévu de tirer tout le parti possible de ces nouvelles ressources. Notre dette publique devrait ainsi atteindre 115% du PIB à fin 2020, ce qui représente une augmentation de plus de 300 milliards d'euros en une année. On commence à le comprendre : la rhétorique guerrière d'Emmanuel Macron n'est pas seulement destinée à faire taire les oppositions ; son autre finalité est de nous convaincre que les circonstances actuelles justifient que l'on dépense *sans compter*, c'est-à-dire sans réclamer de comptes à nos dirigeants. Or, il est bon de rappeler une vérité essentielle, bien que l'on souhaite apparemment nous la faire oublier : c'est que les dettes sont faites pour être remboursées. A 115% du PIB (hypothèse gouvernementale, donc optimiste), la France se situera au niveau de pays que l'on jugeait, il y a peu, dans une situation critique (avec une dette de 134% du PIB, l'Italie en est un exemple). Personne ne contestera que tout doit être tenté pour limiter l'impact de la crise et assurer la pérennité des entreprises, mais cela n'interdit pas d'anticiper les conséquences de cet endettement massif.

En principe, une règle simple guide toute décision de recourir au crédit : la dette doit financer des actifs rentables. Dans le cas d'un Etat, il s'agit d'investissements qui contribuent de manière durable à la sécurité, à la prospérité et au bien-être de la population. S'il est vrai que l'urgence commande aujourd'hui de s'endetter pour financer des dépenses courantes, il n'y a aucune raison de ne pas distinguer clairement ce qui relève du soutien ponctuel aux ménages et aux entreprises de ce qui devra

favoriser la croissance future de notre économie. Loin de nous faire oublier les règles habituelles d'une bonne gestion, la crise devrait donc offrir à la France une occasion de mieux maîtriser ses dépenses et d'anticiper l'inévitable assainissement de ses finances publiques. En un mot, la catastrophe que nous vivons peut être une excuse pour abandonner toute forme de rationalité financière ou, à l'inverse, un choc salutaire qui nous conduira à reprendre notre destin en main.

Cette deuxième option - qui n'est probablement pas celle que le gouvernement privilégie - est pourtant la seule envisageable à long terme. Dès lors que la BCE devient le principal créancier des Etats de la zone euro, il est peu probable que cet état de fait n'entraîne aucune conséquence. Est-il besoin de rappeler que notre banque centrale, dans la répartition des pouvoirs qui détermine sa politique comme dans les missions qui lui ont été assignées, est une institution sous influence allemande ? Or, l'Allemagne s'est toujours férocement opposée à l'idée de financer ses partenaires du Sud, réputés moins rigoureux en matière budgétaire. A travers ces multiples interventions de la BCE, elle va pourtant devoir indirectement garantir leur dette. On imagine bien que cette obligation ne sera pas acceptée sans contreparties. A cet égard, il ne faut pas se méprendre quant au sens de l'accord franco-allemand du 18 mai : en acceptant que l'Union européenne emprunte auprès d'investisseurs internationaux 500 milliards destinés financer la relance économique, l'Allemagne - qui contribue déjà plus au budget de l'Union qu'elle n'en profite - ne s'est pas brutalement convertie à l'altruisme. Les violentes critiques adressées à la BCE par les juges de la Cour constitutionnelle allemande dans leur décision du 5 mai ne laissent aucun doute à ce propos. Il est certain que le Fonds de relance chargé de distribuer ces aides imposera des restrictions budgétaires et des réformes drastiques aux pays qui en bénéficieront : c'est ce que l'on appelle, dans le jargon des institutions financières internationales, la « conditionnalité ». Les Grecs qui, depuis 2010, sont placés sous la surveillance de la Commission, de la BCE et du FMI (la sinistre « Troïka »), savent bien ce que ce mot signifie. Nous pourrions nous-mêmes l'apprendre bientôt à nos dépens.

Face à l'éventualité plus que probable d'une brutale reprise en main de nos finances par des institutions dévouées aux intérêts allemands, quelles solutions s'offrent à nous ? De son côté, le gouvernement fait semblant de n'avoir rien vu. L'expérience de la réalité n'en sera que plus douloureuse et il n'est pas impossible que nos dirigeants se voient un jour contraints à rendre des comptes aux électeurs qu'ils auront sciemment trompés. Il est, d'autre part, envisageable de parier sur une rupture plus ou moins chaotique avec l'Union européenne. C'est la stratégie pour laquelle ont opté les principaux partis de l'opposition ; elle n'est pas sans logique, mais il va sans dire que son coût politique et économique serait énorme. Confrontée à une profonde récession, la France, aujourd'hui, ne peut s'offrir ce luxe.

Dans l'état actuel des choses, il semble que la solution la plus réaliste consiste à fixer nous-mêmes des contraintes, pour éviter que d'autres ne nous les imposent. Cela suppose de définir par avance les critères de « conditionnalité » qui seront nécessairement associés aux aides de toute sorte (crédits, garanties, subventions) dont notre économie va bénéficier dans les années à venir. Bien évidemment, les promesses solennelles du gouvernement ne seront jamais considérées comme des garanties valables par nos créanciers. Si la France veut assurer le respect de ses engagements sans avoir à subir la supervision humiliante de la Commission européenne (c'est-à-dire de l'Allemagne), elle doit mettre sur pied un mécanisme autonome de contrôle en matière de dépenses publiques. Les entreprises privées qui se financent sur les marchés ont l'expérience de ce genre de contraintes : pour convaincre les investisseurs de souscrire aux obligations qu'elles émettent, elles prennent par avance des engagements (*covenants*) concernant leur stratégie future et l'emploi des capitaux qu'elles souhaitent lever. Les créanciers, quant à eux, s'organisent pour agir en justice afin de les faire respecter.

Dans la mesure où l'Etat s'endette fréquemment pour des durées supérieures à trente ans, il est parfaitement envisageable de fixer dès aujourd'hui des objectifs de très long terme pour l'assainissement de nos finances publiques. Il importe seulement qu'ils soient crédibles. Dès lors que de réelles garanties - sur le modèle des *covenants* – démontrent la bonne foi des pouvoirs publics, l'existence même de tels engagements prive par avance de toute légitimité les tentatives qui pourraient être faites de mettre la France sous tutelle. La réalisation d'un projet de ce type suppose toutefois des changements institutionnels de grande ampleur : il faut en effet organiser les porteurs de la dette, les autoriser à contrôler les choix budgétaires et les mettre en état d'exercer, si nécessaire, les garanties qui leur auront été accordées. Les lecteurs férus d'histoire jugeront que cette forme moderne de conditionnalité implique, ni plus ni moins, le retour des fermiers généraux de l'Ancien Régime : c'est très exactement le cas. La clarté des engagements pris à l'avance et la rigueur du cadre juridique dans lequel s'exercerait l'activité de ces nouveaux fermiers généraux excluraient tout arbitraire, tout en offrant aux créanciers des administrations publiques une représentation transparente et efficace.

La Fondation du Pont-Neuf entend faire bientôt des propositions sur ce thème novateur, en précisant notamment les mécanismes qui, sans porter atteinte à la souveraineté nationale, autoriseraient les créanciers de l'Etat à accéder aux ressources budgétaires et en suggérant quelques pistes pour la définition des engagements financiers et politiques qui permettraient à notre pays d'être de nouveau considéré comme un débiteur fiable et un Etat crédible sur la scène internationale. Dans le cas contraire, tout laisse à penser que la France se retrouvera inéluctablement rangée parmi les nations sous assistance et destinées, de ce fait, à demeurer dans une sorte de minorité perpétuelle. Ce serait là un rappel douloureux du sens que revêt en grec le mot *Krisis* : jugement, tri, partage des vainqueurs et des vaincus. Plus sûrement qu'un idéogramme chinois, cette étymologie nous fait comprendre que notre pays a aujourd'hui beaucoup à gagner - ou tout à perdre.

Charles Beigbeder