

Dans ce nouvel entretien semestriel, Jean-Claude Trichet revient sur la question de la dette et de son remboursement, telle qu'elle est posée par le fameux « quoi qu'il en coûte ». Il évoque à ce propos les contraintes socio-politiques spécifiques à notre pays, au regard par exemple de la situation de nos voisins d'Outre-Rhin. Il dit également quelques mots de l'affaire de la rupture du contrat de vente des sous-marins français à l'Australie.

La capacité d'un pays à emprunter dépend étroitement de la confiance des épargnants en sa solvabilité

Un entretien avec Jean-Claude Trichet

Jean-Claude Trichet est Gouverneur honoraire de la Banque de France et ancien Président de la Banque Centrale Européenne.

COMMENT GÉRER LA DETTE ?

Philippe Lazar : Comment faire face aux échéances des emprunts contractés du fait du choc provoqué par la Covid ?

Jean-Claude Trichet : Lorsqu'un pays a besoin d'emprunter auprès d'épargnants, qu'ils soient français, européens ou mondiaux, il doit s'efforcer d'obtenir des taux d'intérêt aussi bas que possible. Or leur niveau dépend de la confiance que sa signature inspire. Les épargnants prêtent plus volontiers à ceux qui leur inspirent confiance, c'est-à-dire ceux dont la solidité de la situation économique, budgétaire et financière garantit un remboursement aisé des prêts. Ainsi la France, aujourd'hui, emprunte à un taux très bas mais plus

élevé néanmoins que les Allemands, les Néerlandais ou les Autrichiens. Chaque pays a grand intérêt à ne pas détériorer sa situation budgétaire et économique relative par rapport aux autres pays parce que, si sa situation se dégrade, il sera handicapé par des taux d'intérêt plus élevés pour l'ensemble de ses emprunteurs, publics et privés.

P. L. : Les pays ont donc tout intérêt à faire preuve de sagesse dans la gestion de leur budget ?

J.-C. T. : J'aime bien ce mot de « sagesse ». Mais cette sagesse n'est pourtant que périodique dans un pays comme la France. En 2007 nous avions le même encours de dette publique – en proportion du produit intérieur brut – que les Allemands :

64 %. Pourquoi ce même niveau ? Parce que les Français avaient alors fait beaucoup d'efforts de bonne gestion et de moindre déficit pendant 17 ans pour parvenir à l'Euro et que les Allemands avaient eu à gérer la réunification ce qui avait induit chez eux de considérables dépenses. Les deux pays étaient donc au même niveau avant la crise des *subprimes* en 2007 et de Lehman Brothers en 2008. En revanche, juste avant la crise de la Covid, c'est-à-dire à la fin de l'année 2019, nos amis allemands étaient revenus à 60 % d'encours de dette publique alors que nous étions, nous, montés à 99 % ! Les différentes sensibilités politiques qui se sont succédé au pouvoir avaient ainsi augmenté notre encours de 35 % du PIB – avant même la crise de la Covid ! – alors que nos voisins l'avaient diminué de 4 % ! Et, contrairement à la France, beaucoup de nos voisins européens avaient, eux aussi, compris qu'il leur fallait faire des efforts de sagesse budgétaire après la grande crise financière de 2008.

P. L. : Quel a été le poids de la pandémie sur l'évolution de cette situation ?

J.-C. T. : Il s'agit de la crise économique la plus sérieuse que le monde ait connue depuis une centaine d'années. Elle aurait pu être plus grave encore, dans ses conséquences, que la crise de 1929 si des mesures budgétaires et monétaires extrêmement audacieuses n'avaient été prises. Tous les pays riches – les pays dits avancés – ont alors fait d'énormes efforts. Qu'il s'agisse des États-Unis, du Japon, de l'Allemagne, de la France, du Royaume-Uni, de l'Espagne ou



de l'Italie, ils ont investi des sommes considérables pour faire face. Ils ont donc été contraints d'emprunter beaucoup plus qu'avant la Covid. Comme ce fut la position adoptée par nécessité par tous les pays avancés, il y a eu peu de décalage entre les uns et les autres, pas d'aggravation substantielle, me semble-t-il, de la situation relative des uns par rapport aux autres. Nous en saurons plus lorsque nous aurons les chiffres de 2021. Il faut rester prudent. Il est à noter que les épargnants du monde entier ont alors accepté de financer ces emprunts supplémentaires. La confiance internationale dans les banques centrales et dans les gouvernements des pays avancés a pleinement joué son rôle en la matière.

La foule devant la Bourse, à Wall Street, au moment du krach de 1929.

P. L. : Et s'agissant de la France ?

J.-C. T. : En gros la France a joué la même partition budgétaire que les autres pays avancés, peut-être de façon un peu plus dispendieuse que d'autres mais là n'est pas vraiment la question. Les ordres de grandeur des déficits supplémentaires alors atteints partout dans le monde sont impressionnants. Pour vous donner une idée, les Américains par exemple, au cours des années 20 et 21, ont fait et auront fait beaucoup plus encore que les Européens en termes de déficit supplémentaire en proportion du PIB : 15 % environ pour chacune de ces deux années ! Les Européens, un peu moins mais quand même de l'ordre de 9 %. En clair tous les pays avancés ont tiré sur la corde... et les épargnants ont accepté de jouer le jeu !

LA CRISE DES SUBPRIMES

Les « subprimes » sont des prêts immobiliers accordés à partir des années 2000 à des ménages américains ne remplissant pas les conditions leur permettant de souscrire un emprunt classique. Les emprunts en question étaient gagés sur la valeur de leurs biens immobiliers qui n'a cessé de croître avant de s'effondrer à partir du milieu de l'année 2006. Les taux des emprunts remontant à la même époque, nombre de ménages ne purent plus honorer leurs mensualités. Leurs biens furent saisis, ce qui entretint la chute des prix de l'immobilier. Les banques pâtirent de leur côté de la dévalorisation des actifs adossés à ces prêts : le FMI estime que cette crise leur aura coûté quelque 2200 milliards de dollars.

UN PARADOXE APPARENT

P. L. : Qui sont les épargnants ?

J.-C. T. : Il en est de toutes sortes, au rang desquels les pays émergents.

P. L. : Les pays émergents ont donc, si je puis dire, de l'argent à revendre ? Ce n'est pas une idée qui est connue de tous, on a plutôt l'impression qu'ils sont pauvres !

J.-C. T. : Les pays émergents sont bien entendu beaucoup moins riches que les pays avancés en termes de valeur absolue de leur produit intérieur brut par habitant mais certains ont un excédent de leur balance des paiements, qui signale un excès d'épargne, et ils ont donc la capacité de prêter de l'argent. Et ils investissent leur argent dans les signatures les plus sûres, à commencer par les États-Unis et, plus généralement, dans les pays avancés qui ont leur confiance. Les Américains, en revanche, dépensent plus qu'ils ne gagnent, ce sont donc les autres pays y compris les pays émergents qui financent leur déficit d'épargne.

P. L. : Qu'est-ce que cela rapporte à ces pays, en dehors de la sûreté de ces placements ?

J.-C. T. : Des intérêts en sus de la sécurité de leurs investissements, qui est décisive dans le monde d'aujourd'hui. Des intérêts plus ou moins importants puisqu'ils varient en fonction de la confiance qu'on peut accorder aux pays emprunteurs. Ce qui compte, aux yeux des prêteurs, c'est le résultat final en tenant compte à la fois des taux d'intérêt et

de la probabilité d'être effectivement remboursés à l'échéance du prêt. S'ils ont des doutes sur le remboursement à l'échéance, ils vont demander plus d'intérêts. S'il n'y a pas de doute sur le remboursement, ils en demanderont moins.

P. L. : Quand vous parlez des taux d'intérêt, de quoi s'agit-il exactement ?

J.-C. T. : C'est une bonne question ! D'abord, il faut faire la différence entre les taux d'intérêt « nominaux » (ceux qui sont affichés) et les taux d'intérêt réels (les taux nominaux moins l'inflation). Dans les pays avancés, nous sommes depuis plus d'une dizaine d'années dans une situation de taux réels et nominaux extrêmement bas. Cette situation semble s'expliquer en partie par le fait qu'il y a un excédent d'épargne au niveau mondial, en particulier des épargnes de précaution des pays émergents. Si les pays riches empruntent à bas taux, c'est partiellement parce que plusieurs pays émergents accumulent des avoirs supplémentaires.

P. L. : Les pays riches sont donc essentiellement emprunteurs ?

J.-C. T. : C'est plus compliqué que cela. À tout moment dans le monde la somme des excédents doit égaler la somme des déficits. C'est une égalité comptable. Les États-Unis sont en déficit alors que la zone euro est en excédent. Les ordres de grandeur sont -3 % aux États-Unis, +2,5 à 3 % pour la zone euro, l'Allemagne étant, elle, en énorme excédent. L'Angleterre est en déficit. Et il en est de même pour le Canada. De l'autre côté du monde, l'Australie est elle-même



en déficit, comme la Nouvelle-Zélande. En d'autres termes tous les pays anglophones sont en déficit. La France appartient elle-même à la catégorie des pays déficitaires en balance des paiements courants : cela n'empêche pas pour le moment les investisseurs du monde entier de lui faire confiance pour lui prêter de l'argent. Mais il faut rester très vigilant car la qualité de notre signature est comparée en permanence à celle de nos voisins européens.

La banque
Lehman Brothers
avant le l'effondre-
ment de 2008.

AVANT ET APRÈS LA COVID

P. L. : Compte-tenu de la façon dont le système mondial fonctionne, le prix de l'argent peut ainsi s'établir à des niveaux très différents ?

J.-C. T. : Oui. Au cours de toutes ces dernières années, ces taux ont été vraiment très bas. Et cela pour plusieurs raisons parmi lesquelles le fait qu'il y a eu un excès d'épargne au niveau mondial, je viens de le mentionner, mais aussi parce que les banques centrales, voulant éviter la matéria-



© PHOTOGRAPHE DE JEAN-FRANÇOIS LÉVY

Jean-Claude Trichet : « L'idée de ne pas rembourser la dette publique est une hypothèse absurde. »

lisation du risque de déflation, ont pratiqué des politiques monétaires accommodantes dans tous les pays avancés. Après la Covid, l'idée que ne pas rembourser la dette publique serait possible semble reposer sur l'hypothèse que les Banques centrales des pays riches pourraient annuler la part des dettes publiques qu'elles ont achetées et qui sont maintenant dans leur bilan. C'est naturellement une hypothèse absurde.

La question qui se pose vraiment est la suivante : puisque nous ne serons plus, après le coronavirus, dans une situation exceptionnelle impliquant l'ensemble des pays, ce qui sera à nouveau pris en compte attentivement sera le niveau de confiance, donc de solidité budgétaire et financière, que l'on pourra accorder à chacun d'eux. Les pays bien gérés auront des avantages manifestes : ils paieront moins d'intérêts et ils contracteront de façon plus aisée de nouveaux emprunts remplaçant ceux qui sont arrivés à échéance. Enfin, leurs entreprises publiques et privées bénéficieront de financements plus favorables en moyenne.

P. L. : Où en est la France de ce point de vue ?

J.-C. T. : La France est actuellement significativement plus endettée, relativement à ses voisins européens, qu'elle ne l'était il y a 12 ans. Elle a une obligation absolue si elle veut préserver sa crédibilité : faire en sorte que son encours de dette publique diminue de façon significative, année par année (elle était, à la fin de l'année dernière, autour de 115 % de son produit intérieur brut). Avancer aujourd'hui l'idée que la France pourrait ne pas rembourser sa dette détruirait la confiance qui permet à notre pays de continuer à emprunter aisément les sommes qui lui sont nécessaires pour son développement.

LE LEURRE DES INTÉRÊTS « NÉGATIFS »

P. L. : On entend parfois dire que les intérêts seraient aujourd'hui « négatifs ». Si c'était vrai, cela ne modifierait-il pas la question du remboursement de la dette, les prêteurs des épargnants ayant alors pour principal objet de protéger leur capital ainsi investi ?

J.-C. T. : La zone euro et le Japon sont les seules grandes économies avancées qui pratiquent les intérêts négatifs à court terme, par décision de leurs Banques centrales. Mais pour la quasi-totalité des pays de la zone euro, les taux d'intérêt nominaux à moyen et long terme sont positifs.

P. L. : Il est donc impératif de rembourser au moins les intérêts à long terme ?

J.-C. T. : On doit rembourser aussi le principal de la dette ! Les taux d'intérêt représentent le « prix » de l'argent : on ne « rembourse » pas, on paie ce prix. Un emprunteur crédible « paie » le prix de l'argent qu'il emprunte (qui est dans la quasi-totalité des cas un « prix » nominalement positif, même s'il est parfois très faible) et il rembourse le principal de la dette à son échéance. S'il fait défaut en n'honorant pas ses engagements, il compromet la confiance qui permet aux épargnants de financer de façon récurrente ses besoins financiers. C'est vrai des pays avancés et de la France, comme de tous les pays.

« QUOI QU'IL EN COÛTE ! »

P. L. : Comment comprendre dès lors cette expression qui a fait mouche ?

J.-C. T. : Le « quoi qu'il en coûte » que nous avons tous en mémoire est très directement lié à la situation spécifique de la Covid. Personne ne pouvait imaginer qu'on aurait pu dire cela à un autre moment qu'à celui de cette crise majeure. Je fais simplement remarquer que dans cette expression synthétique il y a le mot « coûte », qui non seulement n'exclut pas mais au contraire insiste sur le fait que tout cela a un coût et qu'il faudra le rembourser ! Très franchement, j'aurais préféré que l'on dise : « Nous ferons tout ce qui sera nécessaire dans ce temps de crise » ! En effet, certains de nos compatriotes ont interprété de travers le mot d'ordre en se disant « l'argent est devenu gratuit et nous ne rembourserons jamais ». Ce n'était pas du tout ce que le Gouvernement

souhaitait et voulait dire, naturellement. Et heureusement il n'a pas réitéré ce slogan.

P. L. : Quelles sont les ressources qui permettront de rembourser ? La croissance ?

JCT : La croissance réelle du pays est essentielle. C'est pourquoi il est si important de faire les réformes structurelles qui doivent permettre d'augmenter notre croissance potentielle dans le long terme, mais aussi de gérer sagement les finances publiques pour alléger les frais généraux du pays. Ce qui va compter, c'est de convaincre les épargnants que l'on peut nous faire confiance car notre situation structurelle de départ (notre endettement public, qui n'est pas bon) va néanmoins s'améliorer année après année grâce à la diminution progressive du ratio de la dette en proportion du PIB. Si cette amélioration du ratio est bien observée, nous pourrions financer notre croissance, emprunter et rembourser sans problème particulier. Mais la clé, c'est la bonne gestion dans tous les domaines, en particulier dans celui des finances publiques. Or, nous avons beaucoup de chemin à faire. En France, par rapport par exemple à l'Allemagne, le débat public se concentre en permanence sur des dépenses nouvelles sans jamais se poser la question du financement et du remboursement de ces dépenses ! En Allemagne, aux Pays-Bas, en Italie même, on n'entendrait pas dans les grands médias de proposition d'une dépense nouvelle sans que soit posée en même temps la question de son financement.

LE POIDS SPÉCIFIQUE DES INSTITUTIONS SOCIO- POLITIQUES FRANÇAISES

P. L. : Ce que vous venez de dire me semble conduire assez naturellement au second terme de notre entretien. Vous avez à plusieurs reprises évoqué le différentiel de la situation de la France et de l'Allemagne. La République fédérale allemande fonctionne avec un système institutionnel assez radicalement différent de celui de la France : c'est une démocratie à la fois fédérale et parlementaire. Notre pays s'inscrit actuellement, lui, dans l'une des formes traditionnelles de son passé historique : la concentration de nature monarchique du pouvoir. Cette différence explique-t-elle au moins pour partie le différentiel évoqué dans la gestion de nos ressources financières ?

J.-C. T. : C'est évidemment une question très importante. Elle appelle de ma part plusieurs commentaires.

D'abord, nos nations ont un passé historique très différent. L'Allemagne était une collection de principautés indépendantes. Lorsque je discutais avec nos amis allemands, je leur disais que pour comprendre la France centralisée, la « Grande nation » comme on qualifiait la France vue d'Allemagne dans les siècles précédents, il fallait se représenter une immense Bavière ou une immense Prusse étendue à la totalité du territoire. L'Allemagne est fédérale, totalement décentralisée. Ceci dit, on peut regretter que la France ne soit pas fédérale, mais c'est un vain regret ! On peut naturellement souhaiter plus de décentralisation et on doit aller plus résolument dans cette

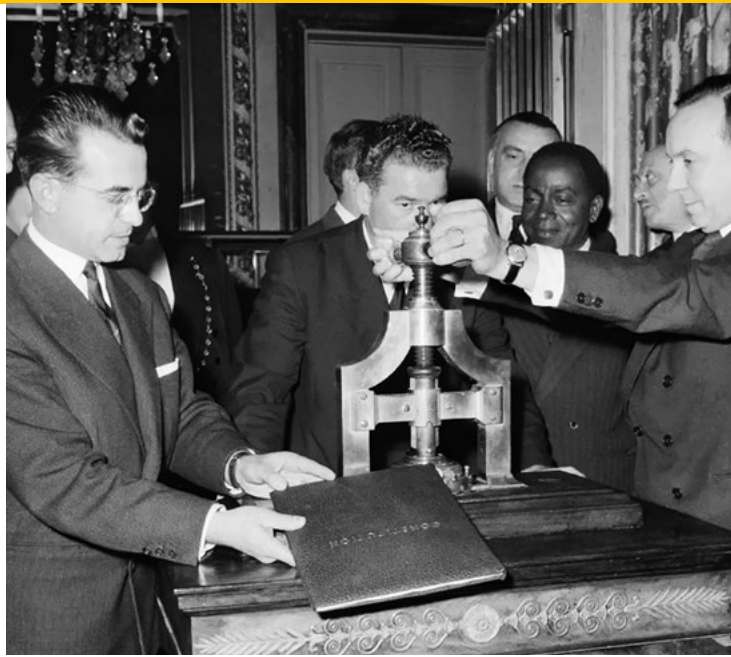
direction.

Ensuite, il est exact que l'Allemagne est une démocratie représentative particulièrement achevée. Lorsqu'il y a un grand débat, le dernier mot appartient réellement au Parlement, pas au Gouvernement ni même à la Chancellerie ou au Chancelier. Ceci est lié profondément à la loi électorale qui s'assure de la rigoureuse proportionnalité de la représentation des partis au Bundestag. Si aucun parti ne dépasse 50 % des voix (ce qui est le cas depuis longtemps), c'est une coalition qui dirige le pays et, sur les questions importantes, nouvelles, délicates, le Bundestag dispose d'un pouvoir très important. La proportionnelle intégrale entraînerait aussi en France l'obligation de coalitions parlementaires plus ou moins complexes. Mais, compte tenu de l'importance des sensibilités extrêmes en France, il n'est pas sûr du tout que le pays serait mieux dirigé avec une telle loi électorale...

On peut regretter que la France se soit dotée, avec la V^e République, d'une Constitution à mi-chemin entre le régime parlementaire et le régime présidentiel. On peut aussi regretter l'élection du Président de la République au suffrage universel qui, en France comme aux États-Unis, crée une sorte de monarchie républicaine. Mais c'est à une majorité de 62,3 % que le référendum sur le suffrage universel direct pour l'élection du Président a donné victoire au *oui* en 1962. Presque tous les partis politiques étaient pour le non, et l'Assemblée avait censuré le Gouvernement sur ce sujet. Toutes les sensibilités politiques françaises depuis ont accepté ce mode de désignation et il est clair que nos concitoyens

n'accepteront pas que l'on leur retire ce droit.

Enfin, on peut ne pas être satisfait des changements plus récents, en particulier la réduction 7 à 5 ans de la durée du mandat du président ou la nouvelle séquence des élections présidentielle et législatives. Je partage personnellement cette insatisfaction qui est aussi la vôtre : ces changements n'ont pas été bons et je préférerais moi aussi les dispositions antérieures. Surtout, je suis navré que le débat public français tourne, un peu en permanence, autour des meilleurs nouveaux changements constitutionnels possibles. J'y vois le marque d'une vraie faiblesse par rapport à d'autres pays plus sûrs d'eux, même si rien n'est parfait dans leur Constitution – ou dans leur absence de Constitution – comme les États-Unis ou le Royaume-Uni ! Faisons le meilleur usage de notre Constitution actuelle et ne prétendons pas la changer en permanence ! ☺



© AFP

**Michel Debré,
Garde des Sceaux,
tourne la presse
modelant dans
la cire le grand
sceau de la
Constitution de la
V^e République, le
6 octobre 1958
au ministère de la
Justice à Paris.**

L'AVIS DE JEAN-CLAUDE TRICHET SUR L'AFFAIRE DE LA RUPTURE DU CONTRAT DE VENTE DE SOUS-MARINS PAR LA FRANCE À L'AUSTRALIE

PHILIPPE LAZAR : Les pays avancés anglophones seraient-ils tentés par une alliance économique dont « l'affaire des sous-marins » serait un symptôme ?

JEAN-CLAUDE TRICHET : Je pense qu'il s'agit avant tout d'un changement de stratégie politique de la part de l'Australie. Jusqu'à présent, ce pays s'efforçait de demeurer à mi-chemin entre les États-Unis et la Chine, en préservant des relations aussi bonnes que possibles avec chacun des deux pays. Ces dernières années, le différend politique entre la Chine et l'Australie s'est intensifié, la rhétorique, notamment chinoise, est devenue agressive et l'opinion publique australienne comme le Gouvernement, qui soutenaient auparavant une position équilibrée entre États-Unis et Chine, ont basculé sur une position clairement antichinoise et pro-américaine. Plusieurs anciens Premiers ministres australiens, conservateurs et travaillistes, ont d'ailleurs exprimé publiquement leur désaccord avec ce virage stratégique du Gouvernement actuel.

Par ailleurs, les États-Unis eux-mêmes ont changé de doctrine : ils n'entendaient pas auparavant diffuser leur technologie nucléaire pour les sous-marins à d'autres pays que le Royaume-Uni, pour des raisons de « non-prolifération nucléaire ». Ce changement de doctrine, combiné avec le désir australien de rapprochement stratégique avec les États-Unis, explique le nouvel accord.

Du point de vue français, la nouvelle stratégie australo-américaine peut peut-être s'expliquer... mais ce qui reste absolument inadmissible est l'absence de discussion avec la France au moment de la renégociation stratégique et de sa finalisation. C'est, me semble-t-il, très choquant de la part de l'Australie qui avait signé l'accord avec la France. C'est encore beaucoup plus choquant de la part des États-Unis dont la France est un allié important. C'est une illustration supplémentaire de la négligence américaine vis-à-vis de ses alliés dans ces derniers mois avant et après le retrait d'Afghanistan : le Royaume-Uni lui-même avait été totalement négligé lors de la mise en œuvre de ce départ des troupes d'Afghanistan.

PL : Un coup dur pour la France ?

JCT : Oui, à l'évidence. Un coup dur stratégique et un coup dur industriel. Mais j'espère ardemment que notre pays saura défendre ses intérêts politiques et industriels, ainsi que les intérêts de l'Union européenne dans la zone indopacifique, dans ces circonstances nouvelles. Tout est loin d'être terminé au moment où je réponds à votre question.