Perspectives de l'endettement public

Par **François Ecalle**

François Ecalle est président de FIPECO (Finances Publiques et Économie).

L'endettement public doit rester soutenable, adapté aux variations de la conjoncture, sauf à risquer des conditions d'emprunt dangereuses. Sa stabilisation dépend de la croissance, de la maîtrise des dépenses publiques et de la capacité à lever l'impôt. Les banques centrales peuvent prêter aux États, mais en prenant garde à une inflation affaiblissant les entreprises. L'annulation des dettes publiques par la Banque centrale européenne pourrait ouvrir un cycle d'inflation et de dépenses immaîtrisable.

politique étrangère

La dette publique, au sens du traité de Maastricht – il en existe d'autres définitions –, représentait 97,6 % du produit intérieur brut (PIB) en France à la fin de l'année 2019. La France faisait alors partie d'un groupe de six pays de la zone euro (sur 19) dont la dette était supérieure à 95 % du PIB, alors qu'un autre groupe, comptant dix pays, avait une dette inférieure à 60 % du PIB.

Selon les premières estimations de l'Insee, la dette publique française a atteint, fin 2020, 115,7 % du PIB. Celles des autres pays européens n'étaient pas encore publiées par Eurostat à la date de rédaction du présent article, mais elles ont sûrement beaucoup augmenté.

En France, comme dans tous les autres pays, la hausse du déficit et de l'endettement publics était, et reste, indispensable pour atténuer l'impact économique et social des mesures de restriction de l'activité décidées pour des raisons sanitaires, puis pour relancer l'activité. Il est néanmoins compréhensible que beaucoup de nos concitoyens s'interrogent sur les conditions de remboursement de la dette publique, les économistes ayant eux-mêmes des avis différents sur sa « soutenabilité ».

On examinera ici dans un premier temps la soutenabilité de l'endettement public, en supposant que la Banque centrale n'intervient pas pour financer l'État et en faisant l'impasse sur les particularités de la zone euro. Puis on montrera dans quelle mesure l'analyse doit être corrigée pour tenir compte d'abord du financement de l'État par la Banque centrale, puis des spécificités de la zone euro.

La soutenabilité de la dette publique sans financement par la Banque centrale, et sans tenir compte de l'appartenance à la zone euro

La dette publique est la dette consolidée des administrations publiques au sens de la comptabilité nationale (l'État et les collectivités territoriales, ainsi que les organismes publics principalement non marchands qu'ils contrôlent, et les administrations de sécurité sociale). Par abus de langage, on parlera souvent ici de l'État (qui portait 79 % de la dette publique fin 2020) pour désigner les administrations publiques.

La définition de la soutenabilité de la dette publique

La dette publique est soutenable si l'État est capable d'honorer les engagements pris en contractant des emprunts : non seulement en payer les intérêts, mais aussi et surtout en rembourser le principal. Le remboursement du principal est aujourd'hui beaucoup plus important que le paiement des intérêts. La Loi de finances initiale prévoit que l'État rembourse 120 milliards d'euros d'emprunts à moyen et long termes, et 162 milliards d'euros de bons du Trésor à court terme, et paye « seulement » 36 milliards d'euros d'intérêts en 2021. S'il peut rembourser le principal, l'État peut sans difficulté payer les intérêts.

En France depuis près de 50 ans, l'État rembourse ses dettes en réempruntant systématiquement les montants nécessaires, parfois aux mêmes créanciers. La dette publique est soutenable s'il peut continuer indéfiniment à réemprunter pour honorer ses engagements, *a fortiori* s'il peut dégager des excédents suffisants pour rembourser le principal.

Les risques si la dette ne paraît pas soutenable

Si les créanciers de l'État doutent de sa capacité à emprunter suffisamment pour rembourser ses dettes, ils majorent la « prime de risque » incluse dans le taux d'intérêt qu'ils exigent pour souscrire à ses emprunts. Cette hausse des taux d'intérêt ne peut qu'aggraver le déficit et la dette, et renforcer leurs craintes. Certains créanciers finissent par refuser de prêter à l'État, même à un taux très élevé. Étant dans l'incapacité non seulement de rembourser ses dettes mais aussi de financer le déficit de

© Institut français des relations internationales | Téléchargé le 11/06/2021 sur www.cairn.info via Campus Condorcet (IP: 193.48.187.1)

l'exercice en cours, l'État doit alors très vite équilibrer ses recettes et ses dépenses, en relevant les impôts et/ou en coupant dans ses dépenses.

Il peut certes faire appel à des institutions internationales qui jouent le rôle de prêteur en dernier ressort, notamment le Fonds monétaire international (FMI). Il peut aussi convaincre ses créanciers d'accepter un rééchelonnement, ou une réduction, de leurs créances. Il reste qu'il doit toujours mettre en œuvre des mesures douloureuses de redressement de ses comptes, sous une contrainte extérieure qui remet en cause sa souveraineté.

Les conditions de soutenabilité de la dette

Il est impossible de déterminer un seuil d'endettement au-delà duquel se déclenche une crise des finances publiques, parce que ce déclenchement dépend de nombreux paramètres, souvent non quantifiables, et spécifiques à chaque pays et à chaque période. Le Japon, par exemple, n'a pas de difficultés pour financer son déficit et rembourser une dette publique supérieure à 200 % du PIB depuis 2011, mais le taux d'épargne y est très élevé et il détient des actifs considérables sur les autres pays.

La pertinence et la crédibilité de la politique économique suivie constituent des facteurs importants, de même que la capacité à augmenter les impôts, ou à réduire les dépenses publiques si nécessaire. Le degré probable de solidarité des pays voisins doit également être pris en compte. La possibilité d'emprunter dans sa propre monnaie, et la situation relative de l'endettement public par rapport à celle des pays comparables, sont enfin des éléments essentiels.

Les économistes considèrent néanmoins que la dette publique doit pouvoir être stabilisée en pourcentage du PIB pour être soutenable. La dette est rapportée au PIB parce que celui-ci constitue une mesure approximative de l'assiette sur laquelle sont prélevés les impôts, la capacité à lever l'impôt étant l'assurance ultime des créanciers de l'État.

La dette doit pouvoir augmenter dans les périodes de récession afin d'en amortir le choc, mais il faut ensuite pouvoir en reprendre le contrôle, en la stabilisant ou en la réduisant lorsque la situation économique redevient normale. Autrement dit, cette condition de soutenabilité de la dette est satisfaite si elle augmente par paliers, à l'occasion de crises économiques, et si elle peut être stabilisée ou réduite entre deux crises.

Pouvoir stabiliser le ratio dette/PIB, à n'importe quel niveau, et éviter ainsi un emballement incontrôlé de la dette, est une condition nécessaire,

© Institut français des relations internationales | Téléchargé le 11/06/2021 sur www.cairn.info via Campus Condorcet (IP: 193.48.187.1)

mais pas suffisante, de sa soutenabilité : une dette qui pourrait être stabilisée à 500 % du PIB ne serait pas soutenable, car les créanciers de l'État s'inquièteraient bien avant qu'elle n'atteigne ce seuil. Plus le niveau auquel la dette est stabilisée est élevé, et plus le risque de crise est important.

Les conditions d'une stabilisation de la dette en pourcentage du PIB

Si le taux d'intérêt moyen du stock de dette est supérieur au taux de croissance du PIB en valeur, il faut, pour stabiliser la dette, dégager un excédent primaire (c'est-à-dire avant prise en compte de la charge des intérêts) d'autant plus élevé que la dette est, elle-même, élevée. Plus on laisse celle-ci augmenter, et plus il est donc difficile de la stabiliser. Si la stabilisation n'est pas possible, la dette explose (augmente indéfiniment en pourcentage du PIB) sous le seul effet de l'accumulation des intérêts : ce que l'on nomme « l'effet de boule de neige des intérêts ». Le message de politique économique est donc clair : si la conjoncture n'est pas trop mauvaise, il ne faut pas procrastiner, mais stabiliser, voire réduire, rapidement la dette.

Si les taux des nouveaux emprunts sont aujourd'hui quasiment nuls, le taux d'intérêt moyen sur le stock de dette reste supérieur à 1,0 % car nous n'avons pas encore remboursé beaucoup d'anciens emprunts à taux élevé ; mais il diminue progressivement et sera probablement pendant longtemps inférieur au taux de croissance du PIB en valeur.

Les taux des nouveaux emprunts sont quasiment nuls

Dans ces conditions, le solde primaire, qui permet de stabiliser la dette, est un déficit qui est d'autant plus important que la dette est élevée : plus la dette augmente et plus il est facile de la stabiliser. On peut aussi dire que n'importe quel déficit primaire, s'il est maintenu constant, permet de stabiliser la dette. Certains économistes en concluent que l'endettement public ne pose plus aucun problème puisqu'il sera toujours soutenable. Se lèvent ici trois objections.

Tout d'abord, aucun économiste ne peut garantir que le taux d'intérêt de la dette sera toujours inférieur au taux de croissance du PIB. Ce ne fut d'ailleurs pas le cas en 2020, la croissance du PIB ayant été fortement négative. Ensuite, tout déficit primaire maintenu constant peut certes conduire la dette vers un niveau stable, mais éventuellement très élevé. Si l'écart entre le taux de croissance du PIB et le taux d'intérêt de la dette est de 1 point, un déficit primaire maintenu à 4 % du PIB stabilise la dette

© Institut français des relations internationales | Téléchargé le 11/06/2021 sur www.cairn.info via Campus Condorcet (IP: 193.48.187.1)

à 400 % du PIB. Une crise surviendrait sans doute avant que ce niveau ne soit atteint. Enfin et surtout, les économistes supposent que le déficit primaire est maintenu constant, en pourcentage du PIB, pour affirmer que la dette peut toujours être stabilisée. Or cette hypothèse est fausse dans le cas de la France : depuis le début de la V^e^ République, le déficit primaire du pays est sur une tendance clairement ascendante.

Si l'on suppose que les taux d'intérêt seront désormais toujours inférieurs au taux de croissance du PIB, il n'y a plus de risque d'effet boule de neige de la dette, et la condition de sa stabilisation est plus simple : il faut que le déficit public soit maintenu à un niveau égal au produit de la dette par le taux de croissance du PIB en valeur. Par exemple, pour stabiliser la dette à 60 % du PIB avec un taux de croissance du PIB de 5 % (hypothèse raisonnable en 1992), il faut maintenir le déficit à 3 % du PIB (pour la stabiliser au-dessous de 60 %, il faudrait un déficit inférieur à 3 % du PIB).

Si le déficit ne peut pas être stabilisé en pourcentage du PIB, la dette augmente indéfiniment, et n'est donc pas soutenable. Le principal enjeu budgétaire pour la France dans les prochaines années sera donc d'arriver à stabiliser le déficit pour reprendre le contrôle de la dette publique.

Le rapport de la Commission sur l'avenir de la dette publique montre que son montant pourrait être de l'ordre de 125 % du PIB en 2023. Si la croissance annuelle du PIB en volume est de 1,5 %, et la hausse des prix de 1,5 % en moyenne au cours des années à venir – soit une croissance du PIB en valeur de 3 % –, un déficit public maintenu chaque année à 3,75 % du PIB permettrait de stabiliser la dette à ce niveau de 125 % du PIB.

Les conditions d'une stabilisation du déficit public

Le ratio déficit/PIB est la différence entre les ratios dépenses/PIB et recettes/PIB. Or les recettes publiques augmentent à peu près comme le PIB en valeur, en moyenne sur plusieurs années, si la législation fiscale et sociale reste inchangée.

Le taux des prélèvements obligatoires de la France la place déjà au premier, ou deuxième, rang de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE), et elle a très peu de marge pour l'augmenter sans dégrader encore la compétitivité de ses entreprises et l'attractivité de son territoire. Il faut donc que les dépenses publiques n'augmentent pas plus que le PIB, pour éviter d'accroître le déficit en

© Institut français des relations internationales | Téléchargé le 11/06/2021 sur www.cairn.info via Campus Condorcet (IP: 193.48.187.1)

pourcentage du PIB. Ce sera mécaniquement le cas en 2022 et 2023, du fait du rebond de l'activité économique et de la disparition des mesures d'urgence et de relance. Ensuite, il faudra que la croissance des dépenses reste inférieure à la « croissance potentielle » (la croissance moyenne à long terme).

Si celle-ci est de l'ordre de 1 à 1,2 % à l'issue de la crise, il faudra que la croissance des dépenses publiques en volume (corrigée de l'inflation) soit au plus de 1 à 1,2 %. Elle était de 2,5 % par an dans les années 1990, de 2,2 % dans les années 2000, et elle a été ramenée à 1,1 % par an de 2011 à 2019, avec une politique économique considérée par beaucoup de Français comme excessivement « austéritaire ». Il n'est pas du tout évident que nous arriverons à obtenir de nouveau le même résultat…

Il est certes plus facile de stabiliser les ratios dépenses/PIB et déficit/PIB si la croissance du PIB est plus forte. Toutefois, si des réformes et des investissements pertinents peuvent contribuer à relever le rythme de croissance du PIB, le résultat n'est jamais assuré, et la prudence requiert de ne pas trop miser sur le retour d'une forte croissance.

La prise en compte du financement de l'État par la Banque centrale

Depuis quelques années, les banques centrales des pays de l'OCDE acquièrent beaucoup de titres émis par les États, ce qui était très rare avant la crise de 2009, et ce mouvement s'est fortement accentué en 2020. Environ 25 % des dettes des pays de la zone euro étaient détenues par la Banque centrale européenne (BCE) et les banques centrales nationales à la fin de 2020. Ces interventions permettent aujourd'hui à des États comme le nôtre d'emprunter sans difficulté à des taux voisins de zéro. Il s'agit de savoir quelles sont leurs limites.

Les limites du financement de l'État par la Banque centrale

Les banques centrales pourraient prêter beaucoup plus aux États, et leur re-prêter ensuite systématiquement les montants nécessaires au remboursement de leurs prêts initiaux. Elles pourraient même leur acheter des obligations perpétuelles, dont le capital n'est jamais remboursé, ou au moins des obligations à très long terme. Elles pourraient ainsi leur assurer un financement perpétuel et illimité, excluant tout risque de défaut de paiement.

Les banques centrales ont toutefois pour mandat d'assurer la stabilité des prix. Les économistes sont partagés sur les perspectives d'inflation, mais on ne peut exclure qu'elle reparte à la hausse et dépasse l'objectif

© Institut français des relations internationales | Téléchargé le 11/06/2021 sur www.cairn.info via Campus Condorcet (IP: 193.48.187.1)

des banques centrales, même si celui-ci est relevé. Le risque de reprise de l'inflation sera d'autant plus important que le déficit et la dette publics seront, eux, sur une trajectoire de hausse non maîtrisée : ce qui signifie que l'État distribue beaucoup plus de revenus qu'il n'en prélève. À plus ou moins long terme, les facteurs de production seront en effet pleinement utilisés, ce qui poussera prix et salaires à la hausse. La reprise de l'inflation et la dépréciation du change, souvent liées, sont la traduction pratique d'une perte de confiance dans la monnaie.

Un minimum d'inflation est nécessaire pour soutenir l'activité économique et ne pas risquer la déflation. Celle-ci se caractérise par une baisse durable des prix qui incite les ménages à reporter dans le temps leurs décisions de consommation pour profiter de prix plus bas, et réduit ainsi la demande adressée aux entreprises. L'inflation facilite, en outre, la stabilisation de la dette publique. En effet, elle majore la croissance du PIB en valeur, et il est alors possible de stabiliser la dette à un certain niveau avec un déficit plus important.

Le risque de la reprise de l'inflation et la dépréciation du change

L'inflation tend souvent, cependant, à accélérer une fois qu'elle est repartie, et elle finit par avoir un coût économique important. Plus elle est forte et plus elle est variable d'une année à l'autre et d'un secteur à l'autre, ce qui aggrave l'incertitude des entreprises sur leurs perspectives d'activité, et contribue à réduire l'investissement et l'emploi. Elle a aussi des coûts sociaux, les revenus étant plus ou moins fortement indexés sur les prix. Si elle est plus forte que dans les autres pays, elle dégrade la compétitivité des entreprises, ce qui réduit les exportations et accroît les importations.

C'est pourquoi toutes les banques centrales ont pour mandat de lutter contre l'inflation. Si elle repart et dépasse durablement leur cible, elles doivent utiliser les instruments dont elles disposent pour la maîtriser : augmenter les taux d'intérêt, et réduire leurs actifs – y compris leurs créances sur les États. Comme la France en a fait l'expérience dans les années 1980, la désinflation est longue et difficile. En outre, elle a l'effet inverse de celui de l'inflation sur la dette publique, et complique donc la gestion des finances publiques.

Le financement de l'État par la Banque centrale repousse dans le temps les limites de l'endettement public, mais seulement si l'inflation reste modérée.

© Institut français des relations internationales | Téléchargé le 11/06/2021 sur www.cairn.info via Campus Condorcet (IP: 193.48.187.1)

Les limites et les risques d'une annulation des créances de la Banque centrale sur l'État

Un groupe d'économistes européens, surtout originaires de pays du sud de l'Europe mais faisant écho à des théories économiques développées aux États-Unis, a appelé à une annulation des créances actuelles du système européen des banques centrales sur les États de la zone euro, en contrepartie d'un engagement de ces États à investir le même montant dans des projets d'utilité publique.

On va ici prendre en compte les particularités de la zone euro, mais en examinant d'abord le cas d'une banque centrale n'appartenant pas à une zone monétaire.

Le capital d'une banque centrale appartient à l'État et les bénéfices qu'elle réalise lui sont reversés sous forme de dividendes, ou d'impôt sur les sociétés. Si elle fait des pertes parce qu'elle prête à l'État à des taux préférentiels, ou abandonne une partie de ses créances, elle doit réduire les dividendes et impôts versés à l'État, et celui-ci doit ensuite éventuellement la recapitaliser, en s'endettant auprès d'autres agents. L'annulation des dettes détenues par sa Banque centrale ne change donc rien à la situation financière de l'État.

Selon les signataires de l'appel précité, l'État ne devrait toutefois pas recapitaliser la Banque centrale. Il verrait donc son endettement diminuer, et la Banque centrale aurait des fonds propres négatifs. Une partie de la monnaie (le passif de la Banque centrale) n'aurait donc plus de contrepartie (son actif).

À l'origine du système bancaire, la contrepartie de la monnaie était le stock d'or de la Banque centrale. Il a ensuite été remplacé par des devises convertibles en or, puis par un portefeuille de créances sur les banques, et récemment par des actifs très divers. L'étape suivante serait donc l'absence de toute contrepartie : ce qui n'est pas inimaginable, puisque le véritable actif d'une banque centrale est le caractère libératoire de la monnaie qu'elle émet, et la confiance de ceux qui l'acceptent.

Les auteurs de l'appel cité précisent que cette annulation serait exceptionnelle et n'accroîtrait pas la monnaie en circulation puisqu'elle aurait déjà été créée. Il est cependant irréaliste de croire qu'une telle annulation serait exceptionnelle. La demande de services publics (santé, protection de l'environnement, sécurité publique…) et de prestations sociales est illimitée et, s'ils peuvent être financés en empruntant à la Banque centrale

© Institut français des relations internationales | Téléchargé le 11/06/2021 sur www.cairn.info via Campus Condorcet (IP: 193.48.187.1)

et en annulant aussitôt cette dette par un simple jeu d'écritures, il n'y a aucune raison de s'arrêter là… Les impôts finançant les services publics pourraient même être supprimés…

Une telle politique entraînerait plus ou moins rapidement une forte reprise de l'inflation, qu'il serait très difficile de maîtriser parce que l'État devrait fortement réduire son déficit, et qu'il retarderait la mise en œuvre des mesures nécessaires. Les phénomènes d'hyperinflation ont, le plus souvent, résulté d'un financement excessif de l'État par sa Banque centrale.

Même si les créanciers privés de l'État ne sont pas *a priori* concernés par une annulation des créances de la Banque centrale, ils pourraient craindre qu'une forte inflation ne réduise la valeur future de leurs propres créances ; ils ne continueraient alors à prêter à l'État que pour un taux d'intérêt plus élevé, le conduisant ainsi à utiliser encore plus la Banque centrale pour se financer, et rendant encore plus difficile un retour en arrière.

L'annulation de créances de la Banque centrale sur l'État constituerait ainsi le début d'une fuite en avant dont l'aboutissement serait très probablement une forte inflation, très difficile à maîtriser.

La prise en compte des spécificités de la zone euro

Les pays comme l'Allemagne ou les Pays-Bas ont abandonné leur monnaie nationale pour créer l'euro à condition que soient inscrites dans le traité de Maastricht des règles visant à interdire le financement des États par la BCE ou les banques centrales nationales, et à limiter les déficits et les dettes publics. Ces règles ont pour objectif d'éviter les effets inflationnistes du financement monétaire des États, et le risque de devoir aider financièrement des pays mis en difficulté par une politique budgétaire trop accommodante.

Le financement des États par le système européen de banques centrales

L'article 123 du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne (TFUE), qui reprend un article du traité de Maastricht, interdit à la BCE et aux banques centrales nationales « tout type de crédits » et « l'acquisition directe des instruments de la dette » des administrations publiques des pays membres de la zone euro.

La crise des dettes publiques de plusieurs pays membres qui a frappé la zone euro en 2010-2012 a cependant conduit la BCE à intervenir dès

© Institut français des relations internationales | Téléchargé le 11/06/2021 sur www.cairn.info via Campus Condorcet (IP: 193.48.187.1)

2010 pour acheter des obligations d'État sur leur « marché secondaire », alors que ces achats sont économiquement équivalents aux « acquisitions directes » prohibées.

Les titres publics pouvant être achetés par la BCE dans ce cadre étaient toutefois en quantité limitée, et les craintes des marchés financiers relatives à la soutenabilité des dettes de certains pays n'ont pas diminué. Aussi la BCE a-t-elle lancé en août 2012 un nouveau programme d'achat de titres publics sur le marché secondaire, cette fois pour des quantités illimitées.

Ces achats ne peuvent cependant concerner que des titres émis par des pays bénéficiant d'un soutien des autres membres de la zone euro, dans le cadre du Mécanisme européen de stabilité (MES). Celui-ci est un fonds doté en capital par les États de la zone euro, et bénéficiant de leur garantie pour emprunter et prêter à des États en difficulté de la zone, ou à leurs établissements financiers, en contrepartie de mesures de redressement de leur économie et de leurs finances publiques. Le président de la BCE ayant annoncé qu'il ferait tout ce qui est en son pouvoir pour maintenir l'intégrité de la zone euro, les craintes des créanciers de ces États se sont nettement atténuées, sans que ce programme ait été mis en œuvre.

Le programme d'assouplissement quantitatif de la BCE

En janvier 2015, la BCE a annoncé un programme d'assouplissement quantitatif consistant à acheter 60 milliards d'euros d'actifs, privés ou publics, chaque mois jusqu'à septembre 2016, voire au-delà si l'inflation ne retrouvait pas à cet horizon un rythme proche de 2 %. Ce programme a été plusieurs fois prolongé, le montant des achats mensuels étant périodiquement revu. Dans le cadre de cet assouplissement quantitatif, une enveloppe spécifique est affectée aux achats de titres publics. Elle est répartie entre les pays membres de la zone au prorata de leur contribution au capital de la BCE, dont la clé de répartition dépend de la population et du PIB.

En mars 2020 a été créé un Pandemic Emergency Purchase Programme, doté de 500 milliards d'euros, portés à 1 850 milliards d'euros à la fin de l'année, qui permet d'acheter des titres publics ou privés, avec une clé de répartition entre États qui dépend toujours de leur contribution au capital de la BCE, mais peut être appliquée avec une certaine flexibilité pour limiter les primes de risque sur les obligations des États les plus fragiles. Ce programme est ouvert jusqu'à mars 2022, voire au-delà si les conditions sanitaires et économiques le nécessitent.

© Institut français des relations internationales | Téléchargé le 11/06/2021 sur www.cairn.info via Campus Condorcet (IP: 193.48.187.1)

Le financement des États par le système européen de banques centrales est donc limité, en volume et dans le temps. Les traités ne permettent certainement pas à la BCE de financer indéfiniment un État dont la dette est sur une trajectoire incontrôlée. La Cour constitutionnelle de Karlsruhe a récemment rappelé que ni la BCE ni la Cour de justice de l'Union européenne ne sont au-dessus des traités, même si cette dernière peut les interpréter avec souplesse.

C'est dans cet esprit qu'il faut analyser les projets d'annulation de créances de la BCE ou des banques centrales nationales sur les États de la zone euro. Cette annulation n'est pas expressément interdite par le traité de Maastricht parce que ses rédacteurs ne l'avaient pas imaginée, mais elle serait manifestement contraire aux principes de fonctionnement de la zone.

Les partisans de cette annulation répondent que les achats d'obligations d'État sur le marché secondaire étaient également considérés voici dix ans comme contraires au traité, et qu'il s'agit seulement d'aller un peu plus loin dans le même sens. Ce pas supplémentaire entraînerait toutefois inévitablement sur la voie d'un financement monétaire des États, dont la seule limite serait une inflation très forte et très difficile à arrêter, ce qui est manifestement incompatible avec le mandat de la BCE et le traité.

Les règles budgétaires de la zone euro

Aux termes de l'article 126 du TFUE, le rapport de la dette au PIB ne doit pas dépasser une « valeur de référence, à moins que ce rapport ne diminue suffisamment et ne s'approche de la valeur de référence à un rythme satisfaisant ». Le Pacte de stabilité et de croissance (PSC) et le Traité de 2012 sur la stabilité, la coordination et la gouvernance (TSCG) dans l'Union économique et monétaire précisent que la dette doit être réduite chaque année en moyenne d'un vingtième, « à titre de référence », de l'écart entre son niveau et la valeur de référence.

L'article 126 du TFUE prévoit que les valeurs de référence pour le déficit et la dette sont précisées dans un protocole annexé au traité. Celui-ci fixe les valeurs de référence du déficit et de la dette à 3 % et 60 % du PIB. Ce même article 126, dernier paragraphe, prévoit que « le Conseil, statuant à l'unanimité selon une procédure législative spéciale, et après consultation du Parlement européen et de la BCE, arrête les dispositions appropriées qui remplaceront ledit protocole ». Celui-ci n'a jamais été ni modifié ni remplacé.

© Institut français des relations internationales | Téléchargé le 11/06/2021 sur www.cairn.info via Campus Condorcet (IP: 193.48.187.1)

Le PSC, constitué d'une directive et plusieurs règlements, précise les dispositions de l'article 126 et a plusieurs fois été modifié, notamment pour introduire le « solde structurel » (corrigé de l'impact des fluctuations de la conjoncture) au nombre des critères suivis pour apprécier le caractère « excessif » du déficit public. Ce critère est en effet plus pertinent que le solde comptable des administrations publiques, mais il est plus difficile à mesurer et plus difficile à comprendre. Son articulation avec les seuils de 3 % et 60 % pour le déficit et la dette est, en outre, complexe. C'est, plus généralement, l'ensemble du PSC qui est devenu peu compréhensible.

Depuis les travaux préparatoires à la création de la zone euro, des économistes recommandent d'abandonner les règles budgétaires numériques car elles ne seront jamais à la fois simples, pertinentes et adaptées à la situation de chaque pays pour chaque période. Ils proposent de confier la politique budgétaire, ou tout au moins la détermination du solde budgétaire, à un comité indépendant, guidé par des principes à inscrire dans le traité comme la soutenabilité de la dette.

La fixation du solde budgétaire est cependant le point le plus important du vote du budget, prérogative essentielle de tout Parlement, bien plus que la définition de la politique monétaire. Il est donc difficilement imaginable que les représentants du peuple délèguent cette fonction à un comité indépendant qui, au surplus, fonderait ses décisions sur des analyses techniques d'une très grande complexité. Donner à ce comité budgétaire un rôle seulement consultatif ne changerait rien à la situation actuelle : il existe déjà un Comité budgétaire européen et des comités nationaux (le Haut Conseil des finances publiques en France, par exemple).

Il est préférable de fixer des règles budgétaires numériques relativement simples. Même s'il est impossible d'empêcher les Parlements de les transgresser (les sanctions prévues par le traité de Maastricht n'ont d'ailleurs jamais été appliquées), elles ont le mérite de constituer des repères et d'obliger ceux qui les dépassent à au moins s'expliquer (*comply or explain*, disent les Anglo-Saxons…). Encore faut-il que ces règles soient relativement simples et pertinentes, même si ces deux qualités sont difficiles à concilier : ce qui n'est pas aujourd'hui le cas, selon une opinion assez largement répandue.

Diverses instances, comme le Comité budgétaire européen, le Conseil d'analyse économique en France ou le Conseil des sages en Allemagne, recommandent de privilégier une règle limitant la croissance des dépenses publiques en moyenne sur plusieurs années. Cette limite devrait

© Institut français des relations internationales | Téléchargé le 11/06/2021 sur www.cairn.info via Campus Condorcet (IP: 193.48.187.1)

se situer plus ou moins au-dessus ou en dessous de la croissance potentielle du PIB, en fonction, d'une part, des mesures de hausse ou de baisse des prélèvements obligatoires prévues par le gouvernement, et d'autre part du niveau du déficit ou de la dette publique au regard d'une valeur de référence. Plus la dette dépasserait cette valeur de référence, plus la croissance des dépenses devrait être faible. Une clause de sauvegarde permettrait de relâcher cet effort de maîtrise des dépenses si une dégradation de la conjoncture économique imposait des mesures de soutien de l'activité.

Une telle règle serait pertinente et pourrait remplacer les dispositions actuelles du PSC ; mais les seules valeurs de référence possibles d'un point de vue juridique pour le déficit et la dette publics sont aujourd'hui : 3 % et 60 % du PIB. Le TSCG fixe, en outre, un objectif d'équilibre structurel des comptes publics.

Ces seuils sont purement conventionnels et peuvent être désormais considérés comme inaccessibles par plusieurs pays de la zone euro, alors même que leur dette pourrait être soutenable si elle était stabilisée à un niveau bien plus élevé que 60 % du PIB. Le principal enjeu des négociations qui vont s'engager dans les prochains mois sur les règles budgétaires de la zone euro sera de modifier les valeurs de référence inscrites dans le protocole annexé au TFUE. La révision du TSCG serait encore plus difficile car c'est le cœur de ce traité (l'objectif à moyen terme d'un déficit structurel quasi nul) qui devrait être changé.

Dans ses prévisions du 6 avril 2021, le FMI prévoit pour 2026 un déficit public de 3,5 % du PIB et une dette de 117 % du PIB en France, un excédent de 0,6 % du PIB et une dette de 57 % du PIB en Allemagne. La révision des règles budgétaires européennes sera, dans ces conditions, très difficile.

PF

Mots clés
Dettes publiques
Banques centrales
Zone euro
Banque centrale européenne

© Institut français des relations internationales | Téléchargé le 11/06/2021 sur www.cairn.info via Campus Condorcet (IP: 193.48.187.1)