

Avril 2021

**Annulation de la dette publique par  
l'Eurosystème : conséquences et enjeux  
de gouvernance**

Matthieu Rey  
Mémoire dirigé par Mme Emmanuelle Mignon

Master Politiques publiques  
Spécialité Administration publique

« Je vérifie chaque jour que l'économie, comme la vie, est un combat au long duquel il n'y a jamais de victoire qui soit décidément gagnée. Même le jour d'un Austerlitz, le soleil n'y vient pas illuminer le champ de bataille. »

Charles de Gaulle, *Mémoires de guerre – Tome 1*, Plon 1954

## Table des matières

<b>Quels sont les principaux apports de cette recherche ?</b> .....	<b>4</b>
<b>Introduction</b> .....	<b>5</b>
<b>Présentation de la méthode, des données et des sources</b> .....	<b>9</b>
<b>I. L’annulation de la dette publique détenue par l’Eurosystème : une fausse bonne idée ?</b> .....	<b>10</b>
<b>A. Selon ses partisans, l’annulation incarne un changement de doctrine nécessaire.</b> .....	<b>11</b>
1) L’annulation serait l’unique moyen de réaliser des transformations essentielles. ....	11
2) La logique actuelle de marché expose les États à l’augmentation des taux d’intérêt. ....	14
3) La Banque centrale européenne, le nouveau partenaire financier des États ?.....	16
<b>B. En réalité, l’annulation représente un facteur d’instabilité financière et politique hautement dommageable à long terme.</b> .....	<b>18</b>
1) Financièrement, l’annulation serait dangereuse et contreproductive. ....	18
2) A l’échelle européenne, le débat à propos de l’annulation entamerait un capital politique précieux. ....	22
<b>II. La dette publique : facteur de transformation et notion polysémique.</b> .....	<b>24</b>
<b>A. Une nouvelle gouvernance budgétaire nationale et européenne : la solution alternative à l’annulation.</b> .....	<b>25</b>
1) A l’échelle nationale, la soutenabilité de la dette publique est désormais conditionnée à une transformation de la gouvernance des finances publiques, fondée sur une approche par la dépense. ....	25
2) A l’échelle européenne, il est devenu impératif de faire évoluer les règles d’encadrement budgétaire. ....	29
<b>B. La pertinence de la notion de dette publique en zone euro aujourd’hui.</b> .....	<b>34</b>
1) Peut-on encore parler de dette publique ? .....	34
2) Quel impact sur les politiques publiques ? .....	36
<b>Conclusion</b> .....	<b>38</b>
<b>Bibliographie</b> .....	<b>39</b>

## Quels sont les principaux apports de cette recherche ?

Le débat autour de l'annulation de la dette publique détenue par la Banque centrale européenne (BCE) a connu un dynamisme particulier en France depuis le début de la crise sanitaire en mars 2020. Ce débat est perçu par certains comme étant la suite logique de la politique d'assouplissement quantitatif opérée par la BCE depuis 2008, soit le rachat massif de titres financiers par la Banque centrale sur le marché secondaire. En 2020, le rachat de titres de dette publique par l'Eurosystème, a atteint des niveaux exceptionnels. Selon l'OFCE (2021), l'Eurosystème a absorbé 72% de la dette publique émise en 2020 par la zone euro soit 830 Md€<sup>1</sup>. Ce rachat de titres, opéré sur le marché secondaire, a connu une progression importante en 2020 (+5 points 2019), et l'Eurosystème détient aujourd'hui 25% de la dette publique de la zone euro. A titre d'exemple, la dette publique française a augmenté de 245 Md€ en 2020, dont 165 Md€ ont été rachetés par l'Eurosystème<sup>2</sup>.

Considérant la part grandissante des titres de dette publique détenus par l'Eurosystème, plusieurs économistes, fortement influencés par la Théorie Monétaire Moderne (TMM), se sont exprimés en faveur d'une annulation de ces titres. En effet, cette part de dette est une dette que les Etats « se doivent à eux-mêmes », puisqu'ils sont seuls actionnaires de la BCE et des Banques centrales nationales. Face à la popularisation croissante de cette proposition d'annulation, le débat a pris une certaine ampleur, à tel point que la présidente de la BCE, Mme Christine Lagarde, s'est exprimée pour écarter cette solution.

Les finances publiques ayant été fortement dégradées au cours de la crise sanitaire, et les perspectives de reprise étant peu optimistes, l'annulation de la part de dettes détenues par l'Eurosystème est une opération séduisante, tant elle paraît simple et radicale. Ses partisans soutiennent d'ailleurs qu'en plus de résorber une partie du déficit et redresser la courbe de l'endettement, l'annulation permettrait la réalisation de plusieurs investissements nécessaires à des transitions jugées essentielles.

Les apports de cette recherche sont simples : savoir si l'annulation de la dette publique est une solution réaliste et crédible, et quelles en seraient les conséquences financières et institutionnelles. Cette recherche se penche également sur les enjeux de gouvernance que soulève l'annulation, à savoir quelles en seraient les alternatives possibles. Enfin, ce travail cherche à questionner la notion même de dette publique, et les exigences qu'elle impose selon l'angle par laquelle elle est considérée.

---

<sup>1</sup> 73% de la dette française.

<sup>2</sup> OFCE (2021), *Dettes publiques : des banques centrales à la rescousse ?* disponible sur <https://www.ofce.sciences-po.fr/blog/dettes-publiques-les-banques-centrales-a-la-rescousse/>

## Introduction

Depuis le début de la crise de la Covid-19 et l'allocution télévisée du Président de la République le 12 mars 2020, la majorité des politiques publiques ont été décidées selon la désormais célèbre doctrine du « quoi qu'il en coûte ». Cette doctrine consiste en une intervention financière inconditionnelle des pouvoirs publics à destination des agents économiques afin de les préserver au mieux des conséquences de la crise sanitaire. Cette intervention publique exceptionnelle et massive a été rendue nécessaire par l'originalité du choc auquel il a fallu faire face : l'avènement simultané d'un choc d'offre et de demande, du fait de l'arrêt de la production, des échanges commerciaux internationaux et des confinements. Préserver l'activité économique fut dès lors conditionné à une intervention publique forte, afin de sauver le pouvoir d'achat des ménages et empêcher la faillite des entreprises. Cette intervention publique s'est traduite par plusieurs mesures, dont les plus importantes sont le dispositif de chômage partiel (27 Md€ en 2020 pour 2,4 millions de salariés), le fonds de solidarité pour les entreprises (17 Md€ en 2020, 7 Md€ en 2021<sup>3</sup>) ou encore les prêts garantis par l'État (PGE, 130 Md€ en 2020 pour 630 000 entreprises). Ces mesures de soutien ont été efficaces, du moins à court terme. Sur l'année 2020, les défaillances d'entreprises ont reculé de 39% selon l'Insee, un chiffre jamais vu depuis plus de 20 ans. En parallèle, le pouvoir d'achat des ménages a été préservé (+0,6% par rapport à 2019) et l'emploi salarié n'a chuté que de 1,8%, largement moins que la chute de l'activité économique (-8,3% PIB en 2020).

Cependant, comme le souligne la Cour des comptes<sup>4</sup>, la crise sanitaire est intervenue dans un contexte de redressement des finances publiques inachevé. Le déficit structurel était de 2,2% PIB en 2018 et 2019, bien loin de l'objectif de moyen terme de 0,4% fixé par la loi de programmation des finances publiques 2018-2022. La France n'a pas su maîtriser l'évolution de la dépense publique, qui en 2019 représentait 55% PIB, soit 8 points au-dessus de la moyenne de la zone euro. En 2020, l'incidence de la crise sur les finances publiques a été de 92,7 Md€<sup>5</sup>, dont 47,9 Md€ de dépenses exceptionnelles. Le déficit public a atteint un niveau record depuis 1949 de 9,2% PIB (211,5 Md€), et le niveau d'endettement a atteint 115,7% PIB (2650,1 Md€).

Malgré ce niveau d'endettement record, le financement des mesures de sauvetage de l'économie par la dette n'a jamais coûté aussi peu cher. En effet, le taux d'intérêt moyen des titres de dette publique en 2020 était de -0,3%, lorsqu'il était de 0,11% en 2019 (DG Trésor, 2021). La charge de la dette (montant payé par l'État au titre des intérêts de l'emprunt) n'a été « que » de 33,2 Md€ en 2020, alors qu'elle était de 39 Md€ en 2019 et de 44 Md€ en 2018. Ce niveau exceptionnellement bas comporte plusieurs explications

- Il est d'abord dû à la succession des programmes de rachat d'actifs par la BCE, dans le cadre de sa politique non conventionnelle communément nommée Quantitative easing (QE), qui consiste en un rachat d'actifs publics par la Banque centrale sur le marché secondaire. La garantie de rachat par la BCE rassure les acteurs financiers initialement détenteurs de titres de dette publique, qui savent qu'ils pourront les revendre sans difficulté. La dette publique devient donc un placement sûr et sécurisé, ce qui engendre

---

<sup>3</sup> PLF 2021, cette somme est susceptible d'évoluer en fonction de la crise.

<sup>4</sup> Cour des comptes (juin 2020), *La situation et les perspectives des finances publiques*

<sup>5</sup> Cour des comptes (avril 2021), *Le budget de l'État en 2020*, disponible sur

<https://www.ccomptes.fr/sites/default/files/2021-04/20210413-synthese-Budget-État-2020.pdf>

une pression à la baisse sur les taux d'intérêt. Dès le départ de la crise sanitaire, la BCE a lancé son nouveau programme de rachat de titres souverains nommé Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP), de 750 Md€ en avril 2020 et aujourd'hui de 1850 Md€ (depuis décembre 2020), qui s'ajoute à l'Asset Purchase Programme (APP) créé en 2015. En 2020, la BCE a racheté sur le marché secondaire 54% des titres de dette émis. Dans le même temps, les banques centrales étrangères en ont acquis 24%, ce qui fait qu'en 2020, 78% de la dette émise par les États a été rachetée par des banques centrales.

- Les taux bas s'expliquent également par un excès d'épargne au niveau mondial. Mario Draghi l'avait déjà souligné en 2016, et l'excès d'épargne représente aujourd'hui plus que jamais un enjeu de reprise (on estime à plus de 200 Md€ l'épargne qui aura été accumulée en France en 2020 et 2021). Comme cela a été souligné précédemment, les obligations d'État représentent un placement sûr, encourageant les agents à investir leur épargne dans la dette publique. L'épargne accumulée représente également une somme de liquidités disponible pour les banques, qui souhaitent limiter le risque de leurs placements.
- Enfin, une inflation faible représente une pression supplémentaire à la baisse des taux d'intérêt. En effet, la stabilité des prix étant le principal mandat de la BCE (article 127 du TFUE), elle se doit, en cas de faible inflation, de stimuler l'économie et l'activité. Cela passe par un accès facilité à la liquidité, qu'elle garantit grâce à des taux directeurs faibles, mais également par une faible rémunération, voire un prélèvement, des dépôts des banques commerciales auprès d'elle. L'épargne n'étant alors que très faiblement voire pas rémunérée, les agents cherchent d'autres moyens d'enrichir leur capital, notamment en procédant à l'achat de titres de dette souveraine. L'inflation est restée très faible ces dernières années. La dernière fois qu'elle dépassait l'objectif de 2% fixé par la BCE était en octobre 2018 (2,2%), et elle n'a cessé de baisser depuis, atteignant les niveaux dangereusement bas de -0,3% en septembre, octobre, novembre et décembre 2020. Cette inflation négative temporaire n'a fait qu'encourager la politique de rachat d'actifs opérée par la BCE, dans le but de faire circuler davantage de liquidités et ainsi faire pression à la hausse sur les prix. On note cependant un bond record de l'inflation entre décembre 2020 (-0,3%) et janvier 2021 (0,9%, soit +1,2 point), confirmé en février 2021. Les prévisions envisagent cependant une inflation relativement stable en 2021, autour de 1% (DG Trésor).

Le contexte actuel fait de faible inflation, de politiques non conventionnelles menées par la BCE et de taux bas ne menace pas la capacité d'endettement des États à court et moyen terme. Selon l'Agence France Trésor (AFT), la France s'endettait fin mars 2021 à un taux moyen de -0,13%, ce qui revient à dire que l'État est rémunéré pour emprunter. Si cette situation ne devrait pas durer éternellement, elle témoigne de la confiance des agents économiques dans la capacité de remboursement française<sup>6</sup>, consolidée par le soutien de la BCE. Ce soutien, incarné par les programmes de rachat d'actif (APP, PEPP), fait que l'Eurosystème détenait en 2020 23% du montant total de la dette publique française (609,5 Md€)<sup>7</sup>. C'est cette part de créance qui est au cœur du débat de l'annulation. En effet, pour des raisons de confiance évidentes, de stabilité et

---

<sup>6</sup> Le dernier défaut de la France remonte à 1797, lors de la banqueroute des Deux Tiers.

<sup>7</sup> Ministère de l'économie, des finances et de la relance (30 mars 2021), *S'informer sur la dette publique*, disponible sur <https://www.economie.gouv.fr/cedef/dette-publique>

de sécurité monétaire, il serait illusoire de penser pouvoir annuler la dette détenue par les agents financiers<sup>8</sup>, qui en ont fait l'acquisition sur le marché primaire. Une annulation unilatérale d'un État envers ses créanciers privés aurait des conséquences dramatiques : explosion des taux d'intérêt, perte de manœuvre budgétaire et à terme faillite de l'État. L'enjeu, si tant est qu'il y en ait un, porte donc sur la part de dette détenue par la BCE et les banques centrales nationales. Pour reprendre l'expression de près de 150 économistes européens plaidant pour une annulation de la dette publique détenue par l'Eurosystème, cette part représente de l'argent que « nous nous devons à nous-même »<sup>9</sup>.

Les annulationnistes soutiennent l'idée que les États membres de la zone euro étant actionnaires de l'Eurosystème, il n'y aurait aucun inconvénient à annuler cette créance. L'annulation permettrait aux États membres d'augmenter leurs marges de manœuvre budgétaires, tout en réduisant le poids de leur dette (ratio dette/PIB). Certains partisans de l'annulation défendent également l'idée de conditionner l'annulation à des investissements jugés essentiels pour l'avenir, tels que la transition écologique ou l'innovation numérique. Le montant économisé par le non-remboursement (environ 600 Md€) serait investi, et permettrait la réalisation d'un double objectif : investissements essentiels et relance économique. La position défendue par les annulationnistes est fondée sur le constat que la dette publique est un poids, une charge condamnant les États à enrichir continuellement les marchés financiers, sans jamais réussir à redresser leurs comptes publics. Notons au passage que le débat à propos de l'annulation n'existe réellement, pour l'instant, qu'en France et dans une moindre mesure en Italie, mais pas dans les pays dits « frugaux » (Autriche, Pays-Bas, Danemark, Suède), en Allemagne, aux États-Unis ou au Japon. Au-delà de la vision de la gestion de l'argent public tel un « bon père de famille » qui prévaut dans ces pays, ce sont également ceux dont les finances publiques se rapprochent le plus des critères de convergence de la zone euro. L'annulation apparaît dès lors comme un ultime recours, un constat d'échec quant à la capacité des États à redresser par eux-mêmes leurs comptes publics et la facture de plusieurs années de mauvaise gestion qu'il faudrait adresser à l'Eurosystème.

En France, la position des pouvoirs publics est claire : l'annulation n'est pas un sujet. Si le constat d'une importante dégradation des finances publiques due à la crise sanitaire est indéniable, les solutions du redressement financier et économique soutenues par le gouvernement ne prévoient aucun tour de passe-passe mais une relance par la croissance et la dépense publique. C'est la position du ministre de l'économie, des finances et de la relance Bruno Le Maire (mars 2021) : « *Quand l'activité économique se sera redressée, nous devons commencer à rembourser cette dette suivant la stratégie que nous avons définie : croissance, maîtrise des dépenses publiques et réformes de structure.* » La position est partagée par la présidente de la BCE, Christine Lagarde, qui juge « *invisageable* » une annulation de la dette publique détenue par l'Eurosystème (7 février 2021). La parole officielle semble avoir tranché, l'annulation n'aura pas lieu. Mais derrière une simple question financière se cache en réalité un débat hautement politique, questionnant la souveraineté monétaire des États et la puissance des marchés. Les partisans de l'annulation dénoncent un État prisonnier, soumis au bon vouloir des

---

<sup>8</sup> Ce sont en France les Spécialistes en Valeur Trésor (SVT), principalement des banques commerciales et des compagnies d'assurance.

<sup>9</sup> Dufrêne, Scialom, Couppey-Soubeyran et al. (Février 2021), *Annuler la dette publique détenue par la BCE pour reprendre en main notre destin*, disponible sur <https://annulation-dette-publique-bce.com/>

marchés et sans cesse exposé à la « dictature » des taux d'intérêt. Nous sommes en effet aujourd'hui bien loin du droit seigneurial de battre monnaie, autrefois incarnation suprême de la puissance de l'État, qui décidait librement de la valeur de sa monnaie.

Mais le besoin de renouveau est évident, les pays de la zone euro sont actuellement soumis à des critères budgétaires datant de bientôt 30 ans, malgré deux crises mondiales aux conséquences désastreuses sur les finances des États. Le changement est nécessaire, et la doctrine financière européenne fondée sur des règles budgétaires communes à tous les États (nonobstant leurs situations financières particulières) n'est plus que partiellement respectée. Au regard de ces impératifs, et à l'aune d'années marquées par le redressement économique et l'accomplissement de transitions essentielles, l'annulation de la dette publique détenue par l'Eurosystème constitue-t-elle une réponse réaliste, adaptée et efficace ?

## Présentation de la méthode, des données et des sources

Ce travail est construit selon un plan dynamique, traitant la question de l'annulation sous un angle pluridisciplinaire. Pour cela, la consultation d'articles universitaires, de tribunes journalistiques, de publications d'instituts de recherches et de données économiques et financières officielles a été effectuée tout au long de la rédaction. Ce sujet faisant débat, plusieurs entretiens téléphoniques ou par vidéoconférence ont également été effectués. Les personnes interrogées sont les suivantes :

- M. Henri Sterdyniak (économiste, OFCE).
- M. Guillaume Cléaud (Chef du bureau Union économique et monétaire, Direction Générale du Trésor).
- Mme Colette Debever (Bureau Europe 1, en charge des questions liées à l'Eurosystème, Direction Générale du Trésor)
- M. Henri Ghosn (économiste).
- M. Baptiste Bridonneau (doctorant, EconomiX)

De manière générale, il a été fait un usage actualisé des données disponibles sur les sites de la BCE, de la Banque de France, de la DG Trésor, de la Commission européenne ou du Conseil d'analyse économique. En raison du contexte particulier lié à la crise sanitaire, les recherches en bibliothèque ont été entravées par des retards d'accès et d'emprunt des livres souhaités. L'essentiel des sources provient donc de contenus dématérialisés.

## **I. L'annulation de la dette publique détenue par l'Eurosystème : une fausse bonne idée ?**

L'annulation de dette publique en tant que telle est un phénomène ancien, les États ayant déjà fait défaut à plusieurs reprises par le passé. Avant toute chose, il est important de distinguer le défaut souverain, l'annulation unilatérale et l'accord d'annulation de créances. Le défaut souverain, aussi appelé défaut de paiement, survient lorsqu'un État se retrouve dans l'incapacité de rembourser sa dette arrivée à échéance. C'est le cas de l'Argentine, qui s'est retrouvée en défaut de paiement le 22 mai 2020, pour la 9<sup>ème</sup> fois de son histoire<sup>10</sup>. L'annulation unilatérale survient quant à elle lorsqu'un État décide seul de ne pas rembourser une partie de sa dette<sup>11</sup>. Enfin, l'accord d'annulation de créances est le fruit d'une négociation entre un État et ses créanciers, dont le but est de redonner au débiteur une marge de manœuvre suffisante à sa relance, suite à une crise importante. Parmi les accords d'annulation de créances, celui de l'Allemagne au lendemain de la Seconde Guerre mondiale est un bon exemple. L'accord de Londres sur les dettes extérieures allemandes (aussi connu sous le nom d'Accord de Londres sur les dettes, 27 février 1953) est un accord conclu entre la République Fédérale allemande et ses créanciers, dans le but de ne pas reproduire les erreurs du Traité de Versailles (1919). Selon l'accord, le montant des créances fut réduit de 50% et le reste, soit 15 Md de Marks, étalés sur 30 ans. Une seconde restructuration eut lieu en 1990, et l'Allemagne remboursa en 2010 la dernière échéance de sa dette (69 millions d'euros). En raison de l'inflation, la dette avait perdu de sa valeur avec le temps, et les montants étaient devenus si faibles que l'on pouvait presque, pour la part restante, parler d'annulation. Une restructuration plus récente eut également lieu pour la Grèce, à l'occasion de l'accord du 27 octobre 2011. Les créanciers privés (banques), ont acceptés d'abandonner 50% de la dette qu'ils détenaient sur la Grèce, en échange d'une recapitalisation par l'épargne, les États et en dernier ressort le Fond européen de stabilité financière (FESF). Le point commun entre ces deux annulations de créances a été la nécessité pour les partenaires économiques de ces États d'assurer la continuité des échanges<sup>12</sup>, dont dépendent fortement leurs économies. Il s'agissait alors de mesures de sauvetage, guidées par l'urgence et la survie économique des partenaires.

La question de l'annulation dont traite ce travail relève de l'accord d'annulation de créance, les États concernés étant aujourd'hui parfaitement capables de rembourser leurs obligations. Il ne s'agit donc pas, comme il a été vu à travers les exemples de l'Allemagne ou de la Grèce, de sauver une économie, le risque de défaut souverain en zone euro étant actuellement presque nul, car les États empruntent en majorité à taux négatifs. La nouveauté serait donc l'annulation par la Banque centrale de créances qu'elle détient sur des États qui ne se trouvent pas en situation de défaut de paiement.

---

<sup>10</sup> L'Argentine n'a pu honorer une échéance de 500 millions de dollars, et un accord de restructuration a été conclu le 31 août 2020 portant sur 66 Md\$.

<sup>11</sup> Ce fut le cas du Mexique en 1883, avec la loi sur le règlement de la dette nationale qui répudie les dettes contractées de 1857 à 1860 et de 1863 à 1867.

<sup>12</sup> Aujourd'hui, 66% des échanges en zone euro se font entre pays membres.

## A. Selon ses partisans, l'annulation incarne un changement de doctrine nécessaire.

Trois enjeux majeurs de l'annulation Covid, mis en avant par ses partisans, ont été identifiés : elle permettrait tout d'abord de dégager la marge de manœuvre budgétaire dont auront besoin les États en sortie de crise pour à la fois reconstruire leur économie et assurer plusieurs transitions jugées essentielles (1) ; elle représente une occasion de s'éloigner de la logique de marché qui existe aujourd'hui, rendant les États vulnérables aux taux d'intérêt (2) ; enfin, l'annulation est une occasion de changer les fondamentaux de la construction européenne, en faisant de la Banque centrale européenne un partenaire financier des États et non plus une institution indépendante (3).

### 1) *L'annulation serait l'unique moyen de réaliser des transformations essentielles.*

L'argument majeur des annulationnistes est celui-là : l'annulation de la dette publique détenue par la BCE dégagerait une marge de manœuvre budgétaire permettant la réalisation de dépenses publiques nécessaires dans le domaine de l'écologie, du numérique et du social. Ses partisans soutiennent que la part détenue par la BCE (environ 650 Md€ pour la France) est aisément annulable, la Banque centrale disposant d'un pouvoir de création monétaire *ex nihilo*. Gaël Giraud, dans un entretien accordé à la Revue Projet<sup>13</sup>, assure que « *la BCE peut (...) se recapitaliser en créant de la monnaie qui ne coûte rien à personne, c'est un simple jeu d'écriture.* ». Ce « *simple jeu d'écriture* » permettrait dès lors de diminuer le poids de la dette, et donc d'offrir aux États les moyens nécessaires à la relance économique sans mettre en cause leur soutenabilité. Ce serait également l'occasion de court-circuiter les banques commerciales, aujourd'hui destinataires principaux de la création monétaire des banques centrales sur le marché secondaire, dans le cadre des programmes de rachat d'actif. Selon Gaël Giraud<sup>14</sup>, les banques commerciales sont aujourd'hui les premiers bénéficiaires de la politique accommodante de la Banque centrale, et l'argent créé dans le cadre de ces rachats d'actifs ne profiterait pas à l'économie réelle. Ces politiques ont pour but premier de relancer l'activité en injectant des liquidités dans l'économie, et ainsi stimuler le taux d'inflation (actuellement encore loin de l'objectif de stabilité des prix fixé par la BCE). Le FMI (2019) estime que seulement 15% des investissements des banques commerciales profitent à l'économie réelle, les 85% restant ne quittant pas la sphère financière, ne créant à proprement parler pas de richesses et contribuant à l'augmentation des prix des actifs (phénomène de bulle). Une première solution aurait été que la BCE conditionne ses rachats d'actifs à des investissements dits « verts », mais, selon Gaël Giraud, la mission universelle de la BCE ne permettrait pas une telle condition. L'économiste va même plus loin, en pointant du doigt les banques commerciales qu'il désigne comme étant « *les vrais donneurs d'ordre de la BCE*<sup>15</sup> », car ces dernières possèdent un nombre d'actifs liés aux énergies fossiles trop important. Représentant actuellement le principal canal d'injection de liquidité par la Banque centrale, le financement direct des États étant proscrit par les traités<sup>16</sup>, les banques commerciales sont les premiers destinataires de la politique accommodante. L'annulation de créances publiques détenues par

---

<sup>13</sup> Gaël Giraud (2021), *Annuler les dettes publiques est un choix politique*, Revue Projet, disponible sur <https://www.cairn.info/revue-projet-2021-1-page-60.htm?contenu=article>

<sup>14</sup> *Ibid.*

<sup>15</sup> *Ibid.*

<sup>16</sup> Article 123 du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne (TFUE).

l'Eurosystème permettrait dès lors de court-circuiter les banques commerciales, en donnant directement aux États les moyens d'injecter cet argent dans l'économie. A noter cependant que l'annulation en elle-même ne crée pas à proprement parler de monnaie, puisqu'elle annule simplement le remboursement des États (monnaie par la suite détruite par Banque centrale). Les investissements publics auxquels serait conditionnée l'annulation proviendraient plutôt des prélèvements obligatoires des États, qui les auraient initialement orientés vers le remboursement de la dette. Cette « nouvelle » ressource ne contribuerait donc pas au désendettement, mais à l'investissement. Ce mécanisme écarte dès lors tout argument selon lequel l'annulation de la dette publique détenue par la Banque centrale permettrait de réduire le déficit des États. Tout d'abord parce que, à niveau de prélèvements obligatoires inchangés, le montant des dépenses ne changerait pas : on dépense de l'argent pour des investissements au lieu de le dépenser à rembourser la dette, dans les deux cas cet argent ne comble pas le déficit. De plus, tant que le déficit structurel ne diminue pas<sup>17</sup>, la marge de manœuvre budgétaire dégagée par une annulation ne ferait que combler une partie de dernier, sans pour autant réduire le niveau d'endettement. Le seul moyen aujourd'hui de réduire le niveau d'endettement est de faire diminuer le déficit, et cela passe par une politique de réduction des dépenses publiques. Dès lors, en cas d'annulation, quels investissements seraient les plus souhaitables ? Trois domaines prioritaires ont été identifiés : l'écologie, le numérique et le secteur social.

Dans son rapport annuel relatif à l'exercice de 2017<sup>18</sup>, la Cour des comptes européenne estimait entre 300 et 400 Md€ le besoin d'investissement minimal pour financer la transition écologique en Europe. Les dépenses allouées par la France restent bien en-deçà des investissements préconisés : le PLF 2021 prévoit un budget de 48,6 Md€ pour le ministère de la transition écologique, et le plan France Relance, s'il prévoit bien 30 Md€ de dépenses pour la transition écologique, compte également une série de dépenses incompatibles avec cette dernière (soutien financier à la filiale nucléaire, investissements dans le secteur de l'hydrogène non renouvelable, investissements dans l'agriculture de précision, construction d'infrastructures routières). La Fondation Nicolas Hulot, et l'association les Amis de la Terre pointent du doigt des « *aides supplémentaires dans les secteurs polluants, sans aucune contrepartie* ». Le constat est également partagé à l'échelle mondiale : d'après l'indice de Greenness of Stimulus Index (GSI), développé par le cabinet Vivid economics<sup>19</sup>, les mesures de relance auront un impact négatif sur la transition écologique pour 16 pays du G20. Les efforts actuels des pouvoirs publics pour la transition écologique ne sont donc, à l'évidence, pas suffisants. Si l'enjeu de la transition écologique est complexe, c'est avant tout une question de moyens financiers. Les partisans de l'annulation soutiennent que sans marge de manœuvre budgétaire massive et immédiate supplémentaire, les investissements nécessaires ne pourront être réalisés. Il s'agit, évidemment, de financer directement des secteurs tels que la recherche, les circuits-courts, les énergies renouvelables ou la consommation énergétique, mais également de diminuer, et à terme supprimer, les subventions aux secteurs polluants (20 Md€ d'aides aux entreprises polluantes en 2020). Ce double enjeu de transition et de financement de dépenses nouvelles nécessite des moyens financiers importants qui, à l'évidence, manquent actuellement.

---

<sup>17</sup> La Commission européenne estime le déficit structurel français à 5% en 2020, et à 3,3% en 2019.

<sup>18</sup> Cour des comptes européenne (2018), *Rapports annuels relatifs à l'exercice 2017*, disponible sur <https://www.eca.europa.eu/fr/Pages/DocItem.aspx?did=46515>

<sup>19</sup> Vivid economics (2021), *Greenness of Stimulus Index (GSI)*, disponible sur <https://www.vivideconomics.com/wp-content/uploads/2021/01/201214-GSI-report-December-release.pdf>

La transition numérique est un autre enjeu d'avenir essentiel pour les économies développées (on estime à 30% la part de l'activité occupée par le numérique d'ici 20 ans). Face à la concurrence internationale incarnée aujourd'hui essentiellement par la Chine ou les États-Unis (GAFAM), mais également par des pays comme l'Inde ou le Japon, la France et les pays de l'UE sont en retard. 7 Md€ sur deux ans sont dédiés au numérique par le plan France Relance, prévoyant notamment 2,3 Md€ à la transition numérique des TPE-PME. A l'échelle européenne, le Conseil européen a enjoint la Commission en octobre 2020 à présenter en mars 2021 une « boussole numérique »<sup>20</sup>. Cette dernière consiste en une série d'objectifs à réaliser à l'horizon 2030, tels que la formation de 80% des adultes aux compétences numériques de base, l'utilisation par 75% des entreprises de services informatiques en nuages ou la possibilité d'accéder à tous les services publics clés en ligne. Cependant, malgré ces perspectives, la France accuse toujours un sérieux retard à l'échelle européenne. Selon l'indice DESI développé par la Commission européenne<sup>21</sup> prenant en compte plusieurs critères tels que la connectivité, l'usage du numérique par les services publics ou l'intégration des nouvelles technologies dans l'économie, la France se situerait à la 15<sup>ème</sup> place, en dessous de la moyenne de l'UE. Ce retard est la conséquence d'investissements insuffisants de la part du secteur privé mais également du secteur public, qui n'a toujours pas adopté de stratégie claire et efficiente pour optimiser la performance numérique française. Encore une fois, le manque de moyen est en cause, la France ne subventionnant pas suffisamment les secteurs concernés : selon l'OCDE<sup>22</sup>, la France se situait en 2018 à la 19<sup>ème</sup> place mondiale en termes d'investissements numériques. La crise sanitaire ayant plus que jamais souligné l'importance des technologies et instruments de communication (TIC), cet enjeu est primordial pour la France si elle souhaite rester une puissance économique mondiale et conserver sa souveraineté économique.

Enfin, bien que la France soit le premier pays au monde en termes de dépenses publiques sociales (32% du PIB selon l'OCDE), la transformation du modèle social est un enjeu d'avenir important, qui nécessitera d'importantes dépenses. Les partisans de l'annulation militent en faveur d'investissements contribuant à la réduction des inégalités, qui ne font qu'augmenter. En effet, selon le World Wealth and Income Data base<sup>23</sup> (WID, 2019) la part des 10% les plus aisés dans le revenu national a augmenté de plus de 15 points en France depuis 1980, et de 30 points aux États-Unis. La crise sanitaire n'a fait que renforcer ces inégalités. Dès lors, la construction d'un nouveau modèle social s'impose : il s'agit de mieux répartir la richesse. Cette transition nécessite davantage de justice sociale, à travers les impôts mais aussi grâce à la dépense, qui se doit d'être mieux allouée. Cependant, la crise sanitaire a largement dégradé le solde public, et l'augmentation des dépenses ne devrait pas être poursuivie dans les années à venir, bien au contraire. Jeudi 8 avril 2021, le ministre de l'économie Bruno Le Maire a annoncé une nouvelle trajectoire de réduction du déficit public sur 5 ans, limitant l'augmentation de la

---

<sup>20</sup> Commission européenne (mars 2021), *La Boussole numérique*, disponible sur [https://ec.europa.eu/france/news/20210309/decennie\\_numerique\\_de\\_l\\_europe\\_fr](https://ec.europa.eu/france/news/20210309/decennie_numerique_de_l_europe_fr)

<sup>21</sup> Commission européenne (2020), *The digital economy and society index (DESI)*, disponible sur <https://ec.europa.eu/digital-single-market/en/digital-economy-and-society-index-desi>

<sup>22</sup> OCDE (2018), *Perspectives de l'économie numérique de l'OCDE 2017*, Éditions OCDE, disponible sur <https://doi.org/10.1787/9789264282483-fr>

<sup>23</sup> Disponible sur [https://wid.world/fr/monde/#sptinc\\_p90p100\\_z/US:FR:DE:CN:ZA:GB:WO/last/b/b/p/yearly/s/false/7.6.839495/200/curve/false/country](https://wid.world/fr/monde/#sptinc_p90p100_z/US:FR:DE:CN:ZA:GB:WO/last/b/b/p/yearly/s/false/7.6.839495/200/curve/false/country)

dépense publique à 0,7% par an. Dans ce contexte de réduction du déficit, la réduction des inégalités par la dépense semble compromise.

Considérant ces trois enjeux d'avenir prioritaires, un constat s'impose : l'État n'est actuellement pas en capacité d'assurer leur financement, du moins dans la mesure jugée nécessaire. Il s'agit dès lors de dégager une nouvelle marge de manœuvre budgétaire. En manque de moyens, l'État se retrouve face à deux solutions : augmenter à terme les impôts et réduire la dépense, ou trouver de nouveaux moyens de financement n'aggravant pas son solde financier. Les annulationnistes privilégient la seconde option, consistant à financer les transitions nécessaires par l'annulation de la dette. Jugée par eux sans conséquences pour le bilan de la BCE, cette annulation de plus de 600 Md€ serait l'occasion d'investir massivement dans ces secteurs.

## 2) *La logique actuelle de marché expose les États à l'augmentation des taux d'intérêt*

Une remontée des taux d'intérêt constitue un risque de premier plan pour les finances publiques. Que l'État s'endette n'est pas un problème en soi, puisque sa durée de vie est illimitée, lui permettant de faire rouler sa dette à l'infini. Seulement, l'emprunt public a un coût réel pour les finances de l'État, certes faible à l'heure actuelle. Les faibles taux auxquels s'endette l'État actuellement (-0,13% en moyenne fin mars 2021, DG Trésor) limitent le coût de la dette en 2020 à 33,2 Md€. Ce niveau historiquement bas comporte plusieurs explications : une confiance dans les institutions françaises (1), une inflation faible (2), un excès d'épargne (3) et une politique accommodante menée par la Banque centrale (4). La France n'ayant pas fait défaut depuis 1797, elle inspire confiance aux investisseurs privés (1). Cette confiance est renforcée par une stabilité des institutions et un climat politique apaisé. La faible inflation (0,9% début 2021) joue également sur les taux d'intérêt, puisque les créanciers ne craignent pas une dévalorisation de leur titre de dette à court et moyen terme (2). En effet, en cas d'inflation et donc de perte de valeur de la monnaie, la valeur faciale du titre détenu par le créancier diminue, l'incitant alors à augmenter le prix de son prêt. L'excès d'épargne constitue un autre facteur de pression à la baisse des taux d'intérêt (3). Les agents économiques souhaitent placer leurs capitaux en sécurité, et, comme il a été souligné, les titres de dette publique inspirent confiance. Considérant l'excès d'épargne consécutif à la crise sanitaire (+200 Md€ en France en 2020-2021), le nombre d'agents souhaitant sécuriser leur épargne en titres souverains a augmenté, entraînant, par un simple mécanisme offre/demande, une pression à la baisse sur les taux d'intérêt. Enfin, la politique de rachat d'actifs menée par la BCE de manière massive depuis 2015 diminue le coût d'endettement des États (4). Cette politique renforce la confiance des investisseurs dans le rachat de titres souverains, puisqu'ils sont assurés de pouvoir revendre leur titre de créance à la Banque centrale dans le cadre des opérations de rachat d'actifs (APP, PEPP). La conjoncture actuelle est donc très favorable à l'achat d'obligations souveraines.

Un risque de remontée des taux n'est cependant pas à écarter. La BCE a annoncé poursuivre au moins jusqu'en 2022 le programme de rachat d'actifs PEPP<sup>24</sup>, mais rien ne garantit la poursuite de ce programme à plus long terme. Cela suppose une diminution du montant de

---

<sup>24</sup> Banque centrale européenne (21 janvier 2021), *Décisions de politique monétaire*, communiqué de presse disponible sur <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2021/html/ecb.mp210121~eb9154682e.fr.html>

créances publiques rachetées par la Banque centrale, ce qui aurait un impact à la hausse sur les taux d'intérêt : les titres de dette publique détenus par les agents ne seraient plus garantis par la BCE, ce qui augmenterait leur incertitude quant à la possibilité de les revendre. L'arrêt de l'intervention de la Banque centrale par le rachat d'actif serait principalement justifié par un rebond de l'inflation, afin de diminuer les liquidités en circulation et ainsi faire pression à la baisse sur les prix. Une hausse de l'inflation, comme il a été vu précédemment, engendrerait mécaniquement une hausse des taux d'intérêt. Le risque d'une remontée des taux est bien réel : dans un rapport en date de 2017<sup>25</sup>, le Sénat a modélisé l'impact sur dix ans de la hausse des taux d'intérêt d'un point de pourcentage. Dans un scénario prenant en compte une amélioration du solde public, la charge de la dette cumulée augmenterait tout de même de presque 100 Md€ entre 2017 et 2026. Aujourd'hui, bien que les taux soient encore plus faibles qu'en 2017, la dette publique a augmenté de 18 points de PIB entre 2017 et 2020. L'État est donc davantage exposé au risque de remontée des taux. Selon plusieurs partisans de l'annulation, cette dernière permettrait de diminuer le poids de la dette, et donc de limiter le risque d'exposition à l'augmentation des taux d'intérêt.

In fine, réduire ce risque revient à s'éloigner de la logique des marchés financiers sur lesquels s'achètent et s'échangent les titres de dette, progressivement introduite au cours des années 80-90. Auparavant, le financement des dépenses de l'État était géré exclusivement par le Trésor, par l'intermédiaire des « correspondants du Trésor ». La dette n'était alors pas un sujet aussi important qu'il peut l'être à l'heure actuelle, car en disposant de liquidités « obligatoires », variant en fonction de l'inflation, le Trésor pouvait lui-même piloter son financement. Les banques commerciales étaient obligées depuis 1948 de détenir des titres de dette publique. Cette période, l'historienne Laure Quennouëlle-Corre la décrit comme le moment de « l'articulation entre le monétaire, le financier et l'économique effectivement réalisée dans les missions dévolues au Trésor »<sup>26</sup>. Politiques monétaires et budgétaires sont alors intrinsèquement liées, et l'endettement auprès d'agents financiers privés, bien qu'il existe déjà en ce temps, n'augmentera réellement qu'à partir des années 1960. L'inflation est alors trop basse, et les pouvoirs publics sont à la recherche d'un canal nouveau d'injection de liquidités dans l'économie. L'augmentation du recours aux créanciers privés augmente, à tel point qu'à partir de 1985 et la libéralisation des marchés des capitaux, la dette publique devient la réponse exclusive au déficit public désormais devenu chronique (la France est en situation de déficit depuis 1974). Dès lors, la posture de « seigneur »<sup>27</sup> du Trésor et la « vassalisation »<sup>28</sup> des banques commerciales est révolue, place à la gestion « froide et réaliste »<sup>29</sup> du déficit public. Si cette procédure nouvelle a permis un accès facilité et moins onéreux au financement du déficit (l'OCDE observe une tendance continue à la baisse des taux d'intérêt souverains depuis 1980), elle rend désormais les États, pour reprendre le mot de François Mitterrand, tributaires des « humeurs » du marché.

---

<sup>25</sup> Commission des finances du Sénat (2017), *Les risques budgétaires liés à la remontée des taux d'intérêt*, disponible sur [http://www.senat.fr/rap/r16-606/r16-606\\_mono.html](http://www.senat.fr/rap/r16-606/r16-606_mono.html)

<sup>26</sup> Laure Quennouëlle-Corre (2000), *La Direction du Trésor, l'État banquier et la croissance 1947-1967*, Paris, CHEFF

<sup>27</sup> J-Y Haberer (1975), *Le Trésor et la politique financière*, Cours aux élèves de l'IEP de Paris, 1975-1976

<sup>28</sup> *Ibid.*

<sup>29</sup> *Ibid.*

Dès lors, les partisans de l'annulation de la dette publique soutiennent un désengagement de cette vassalisation nouvelle, un retrait du moins partiel de la logique des marchés financiers au profit d'une souveraineté retrouvée en matière de politique monétaire. Incarnée par l'annulation des créances détenues par la BCE, ce changement de doxa marquerait le début d'une ère nouvelle, celle de la reprise en main de la politique monétaire par les États membres de la zone euro. Cette reconquête n'interviendrait que grâce à une refonte profonde du modèle financier européen.

### 3) *La Banque centrale européenne, le nouveau partenaire financier des États ?*

L'annulation de la dette publique détenue par l'Eurosystème traduit une volonté de faire de la Banque centrale européenne un partenaire financier des États, et non plus une institution indépendante seule responsable de son mandat. C'est en tout cas ce que traduit la doctrine défendue par les annulationnistes : contraindre la BCE à annuler les créances qu'elle détient sur les États, contre son gré<sup>30</sup>, reviendrait à lui faire perdre son indépendance. En effet, cette dernière repose sur cinq piliers : l'indépendance *institutionnelle*<sup>31</sup> ; l'indépendance *personnelle* (le Conseil des gouverneurs est protégé de toute influence exercée par les États membres) ; l'indépendance *fonctionnelle et opérationnelle* (la BCE est seule compétente à exercer la politique monétaire de la zone euro<sup>32</sup>) ; l'indépendance *financière et organisationnelle*<sup>33</sup> ; l'indépendance *juridique*<sup>34</sup>. Remettre en cause l'indépendance de la BCE signifierait remettre en cause les fondations sur lesquels s'est bâtie la construction européenne, mais cela représente un passage obligé pour les annulationnistes. La perte d'indépendance de la BCE serait compensée par une politique monétaire retrouvée par les États membres. Se pose alors une question d'ordre purement organisationnel : comment continuer à mener une politique monétaire efficace lorsqu'elle est décidée par 19 pays à la fois ? Si les dettes publiques détenues par l'Eurosystème sont annulées aujourd'hui, qu'en sera-t-il demain ? Il serait difficile de supposer que l'annulation des créances s'arrêterait en 2021, et que la politique monétaire retrouverait son indépendance si tôt l'opération effectuée. Apparaît dès lors une tension, encore non résolue par les partisans de l'annulation, entre la nécessité absolue d'intervenir dans la politique monétaire de la zone euro pour réduire le poids de la dette des États membres, et la perte d'indépendance de la BCE.

L'indépendance de la BCE a déjà été mise à l'épreuve après l'annonce d'une nouvelle politique non conventionnelle de rachat d'actifs. Dans un arrêt du 5 mai 2020, la Cour constitutionnelle allemande de Karlsruhe a remis en cause les conditions dans lesquelles la BCE a adopté son programme de rachat d'actifs (PEPP), dénonçant une perte d'indépendance de la Banque centrale et une contradiction avec le droit de l'Union. Ce n'est pas la première fois qu'un conflit oppose la Cour allemande et l'Union européenne. Plusieurs recours devant la Cour

---

<sup>30</sup> Christine Lagarde, présidente de la BCE (7 février 2021), disponible sur <https://www.lejdd.fr/Economie/exclusif-la-presidente-de-la-bce-christine-lagarde-2021-sera-une-annee-de-reprise-4023489>

<sup>31</sup> L'article 130 du TFUE et sept des statuts du SEBC interdisent à l'Eurosystème de solliciter ou d'accepter des instructions des institutions ou organes de l'Union, des gouvernements des États membres ou de tout autre organisme.

<sup>32</sup> Article 127, paragraphe 2 du TFUE.

<sup>33</sup> Article 130 du TFUE, article 7 des statuts du SEBC.

<sup>34</sup> Article 282, paragraphe 3 du TFUE et article 9 des statuts du SEBC sur la personnalité juridique de la Banque centrale européenne.

de Karlsruhe ont conduit cette dernière en 2017 à saisir la Cour de justice de l'union européenne (CJUE) d'une question préjudicielle. La CJUE, dans un arrêt *Weiss* du 11 décembre 2018, a jugé que le programme de rachat d'actif (PSPP) mené par la BCE depuis 2015 n'était pas incompatible avec le droit de l'UE. La BCE avait déjà justifié sa politique non conventionnelle dans une décision n°2015/774<sup>35</sup>, en affirmant que ces programmes de rachat d'actif « visent à améliorer davantage la transmission de la politique monétaire, à faciliter la fourniture de crédit à l'économie de la zone euro, à assouplir les conditions d'emprunt des ménages et des entreprises et à favoriser le retour à des taux d'inflation plus proches de 2 %, ce qui s'inscrit dans la logique de l'objectif principal de la BCE, à savoir le maintien de la stabilité des prix ». Ces conflits témoignent du fort attachement de l'Allemagne à la stricte séparation des compétences entre l'UE, la BCE et les États membres. Les vifs débats qui eurent lieu au cours du Conseil européen de juillet 2020 à propos du plan NextGenerationEU<sup>36</sup> (750 Md€ empruntés par la Commission européenne sur les marchés financiers au nom de l'UE) entre frugaux et partisans du plan témoignent également des fortes réticences qui persistent entre les États membres lorsqu'il s'agit de politique budgétaire commune. Ces divergences font dès lors relever de l'utopie la possibilité d'une annulation de créances par l'Eurosystème, conditionnée à un accord unanime des États membres de la zone euro.

Faire de la Banque centrale européenne un partenaire financier des États est donc fortement improbable, risqué et contreproductif. Improbable, car l'opération n'a politiquement aucune chance de réussite. Pour qu'elle aboutisse, il faudrait modifier les traités. Considérant les débats récents à propos des politiques de rachat d'actifs menées par la BCE et du plan NextGenerationEU, imaginer les frugaux mais également d'autres États membres votant pour la fin de l'indépendance de la BCE est tout simplement irréaliste. Risqué, car la perte d'indépendance de la BCE engendrerait la fin de la stabilité de l'euro, et à terme la fin de l'euro. L'euro est aujourd'hui une monnaie forte justement parce qu'elle est garantie, entre autres, par une institution indépendante, qui veille constamment à la stabilité des prix, et donc à la valeur de la monnaie. Hermétique à toute pression politique, la BCE est seule responsable de la politique monétaire de la zone. La pénétration des intérêts particuliers des États membres dans la conduite de sa politique lui ferait perdre toute crédibilité. Contreproductif, enfin, car l'annulation, pour qu'elle aboutisse, nécessiterait de consommer un capital politique précieux. Pour reprendre les mots de l'économiste Marc Touati, l'annulation des dettes publiques détenues par l'Eurosystème serait « un fusil à un coup », cette dernière ne présentant pas de retour en arrière possible. Ce serait se priver à l'avenir de l'éventail des politiques actuelles menées par la BCE, au risque de ne plus pouvoir intervenir correctement par le canal de la monnaie et des taux d'intérêt.

---

<sup>35</sup> BCE (2015), *Décision 2015/774 concernant un programme de rachat d'actifs du secteur public sur les marchés secondaires*, disponible sur <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/?uri=CELEX%3A32015D0010>

<sup>36</sup> Contenu du plan disponible sur [https://ec.europa.eu/info/strategy/recovery-plan-europe\\_fr#nextgenerationeu](https://ec.europa.eu/info/strategy/recovery-plan-europe_fr#nextgenerationeu)

B. En réalité, l'annulation représente un facteur d'instabilité financière et politique hautement dommageable à long terme.

L'annulation de la dette publique par l'Eurosystème paraît simple et sans conséquences. A en croire les partisans de l'annulation, priver la Banque centrale de certaines ressources ne lui serait pas dommageable, cette dernière disposant du pouvoir de création monétaire *ex nihilo*. De plus, les annulationnistes soutiennent l'idée que ne pas rembourser la BCE aujourd'hui n'aurait aucune conséquence financière, puisque les États étant les actionnaires de l'Eurosystème, c'est bien « *de l'argent que nous nous devons à nous-même* ». Selon eux, le seul vrai enjeu est politique. L'annulation n'est cependant pas une solution miracle, et s'avèrerait très coûteuse à long terme, autant financièrement que politiquement.

1) *Financièrement, l'annulation serait dangereuse et contreproductive.*

- a. La politique de rachat de créances par la Banque centrale repose sur un équilibre financier, entre ressources et revenus.

Les politiques d'assouplissement quantitatif (Quantitative Easing, QE) consistent en un rachat de titres financiers par la Banque centrale, dans le but de stimuler la croissance. Le QE est considéré comme étant une politique non conventionnelle, car il marque une rupture avec les outils traditionnels de la politique monétaire (taux directeurs, réserves obligatoires). Cette intervention de la Banque centrale sur les marchés financiers a d'ailleurs été contestée à plusieurs reprises devant la CJUE<sup>37</sup>. Dans le cadre du QE, la Banque centrale utilise trois canaux principaux : le canal du crédit (orienter le crédit bancaire vers les activités génératrices de croissance, en rachetant aux banques commerciales certains titres leur permettant de disposer davantage de liquidités à prêter pour des investissements) ; le canal du taux de change (en augmentant la masse de monnaie en circulation, la Banque centrale exerce une pression à la baisse sur le taux de change, ce qui augmente les exportations) ; le canal budgétaire (la politique d'assouplissement quantitatif fait baisser le coût d'emprunt des États, qui voient leur charge de la dette diminuer. Cela peut leur permettre de réduire leur déficit, ou d'augmenter le montant de leurs dépenses). Les premiers programmes d'assouplissement quantitatif ont débuté en 2001 au Japon, afin de sortir de la spirale déflationniste dont était victime le pays à la fin des années 1990 lors de la « décennie perdue » (taux directeurs à 0% et injection de liquidités par le rachat de titres par la Banque centrale). En zone euro, les premiers programmes de rachat d'actifs ont débuté en 2008 en réponse à la crise financière, et se sont succédé de manière plus ou moins régulière jusqu'en 2021<sup>38</sup>.

Dans le cadre de sa politique accommodante, marquée par une intervention massive depuis 2015, la BCE a racheté pour plus de 2 500 Md€ de titres de dette souveraine (ils représentent 61% de ses actifs en 2020<sup>39</sup>), essentiellement à des banques commerciales. Lors de ces opérations, la Banque centrale crédite leur compte en échange de la créance. Ce compte est

---

<sup>37</sup> Cf. I. A. 3)

<sup>38</sup> Securities Market Programme en réponse à la crise grecque (SMP, 2010) ; Asset Purchase Programme pour relancer l'activité économique de la zone (APP, 2015) ; Pandemic Emergency Purchase Programme en réponse à la crise sanitaire (PEPP, 2020)

<sup>39</sup> BCE, Comptes annuels 2020, disponible sur <https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/annual-accounts/html/ecb.annualaccounts2020~0508aea2f9.fr.html>

soumis au taux de facilité de dépôt, déterminé toutes les six semaines par la Banque centrale, et qui constitue un outil de maîtrise de la masse monétaire pour la Banque centrale : en cas de trop forte inflation, la BCE augmente le taux de facilité de dépôt (cela entraîne mécaniquement une hausse des taux d'intérêt, réduisant la liquidité en circulation) ; en cas d'inflation faible, le taux de facilité de dépôt est réduit, permettant à la banque commerciale de prêter et investir plus facilement. Actuellement, ce taux est fixé par la BCE à -0,5%<sup>40</sup>, ce qui signifie que les banques payent pour garder leurs liquidités sur ce compte. Ce taux traduit à la fois la volonté de la BCE de stimuler l'inflation, et le manque de réactivité de l'activité économique, ce taux ayant déjà été reconduit en octobre et décembre 2020. Cela signifie également que, bien que la BCE crédite largement ces comptes dans le cadre des différentes politiques de rachat d'actifs, l'augmentation de la taille de ces dépôts ne lui coûte pas davantage.

La BCE est aujourd'hui bénéficiaire : d'une part elle perçoit les intérêts versés sur les créances qu'elle détient (dont les titres de dette souveraine) ; d'autre part elle perçoit un intérêt payé par les banques au titre du taux de facilité de dépôt (celui-ci étant actuellement négatif). En cas d'augmentation de l'inflation, la BCE serait toujours à l'équilibre : les intérêts perçus grâce aux titres de créances serviraient, entre autres, à financer la rémunération des dépôts bancaires. En cas de surplus, c'est-à-dire lorsque la BCE perçoit davantage d'intérêts qu'elle n'en reverse sur les comptes de dépôt, elle transfère cet argent aux États actionnaires sous forme de dividendes<sup>41</sup>. En raison de l'incertitude économique actuelle, la BCE a cependant demandé aux banques nationales de ne verser de dividendes que dans la limite de 15% des bénéfices cumulés des exercices 2019 et 2020<sup>42</sup>, afin de conserver un niveau de fonds propres suffisants en cas de dégradation de la conjoncture. La BCE redoute également la diminution voire la fin des mesures de soutien à l'économie opérées par les États, une fois la crise passée.

b. L'annulation des créances détenues par l'Eurosystème viendrait perturber cet équilibre.

En annulant les créances qu'elle détient auprès des États, la Banque centrale se priverait des intérêts que ces derniers lui versent. Elle devrait cependant toujours rester en capacité de rémunérer les dépôts des banques et institutions financières en cas de remontée de l'inflation. Privée d'une importante partie de ses revenus, la Banque centrale aurait deux solutions pour financer les dépôts : arrêter tout transfert de dividendes vers les États, ou émettre de nouvelles réserves via la création monétaire, ses fonds propres n'étant que de 20,6 Md€<sup>43</sup> (2019) et ne permettant pas de financer les dépôts sur le long terme. Ces deux options de financement des dépôts ne sont pas une solution, et n'offrent à terme aucune nouvelle marge de manœuvre budgétaire aux États, contrairement à ce que défendent les annulationnistes.

En cas d'annulation, la BCE ne serait plus en capacité de reverser des dividendes aux États actionnaires, et ce pendant plusieurs années. Cela constituerait, pour reprendre l'expression

---

<sup>40</sup> BCE (11 mars 2021), *Décisions de politique monétaire*, disponible sur

<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2021/html/ecb.mp210311~35ba71f535.fr.html>

<sup>41</sup> Au titre de l'exercice 2020, la Banque de France a versé 4,2 Md€ en dividendes et impôts à l'État.

<sup>42</sup> BCE, *Communiqué de presse du 15 décembre 2020*, disponible sur <https://www.banque-france.fr/sites/default/files/medias/documents/communiqu%C3%A9-de-presse-bce-2020-12-15-la-bce-demande-aux-banques-de-ne-pas-distribuer-de-dividendes-ou-de-les-limiter-jusqu-en-septembre-2021.pdf>

<sup>43</sup> BCE (2020,) *Rapport de gestion 2019*, disponible sur <https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/annual-accounts/html/ecb.annualaccounts2019~9eecd4e8df.fr.html>

d'Olivier Blanchard, un « *jeu à somme nulle* ». En effet, les États sont actionnaires de l'Eurosystème : l'État français détient 100% de la Banque de France. A ce titre, la Banque de France reverse chaque année plusieurs milliards d'euros à l'État actionnaire<sup>39</sup>, qui proviennent du résultat (dividendes) et de l'impôt sur les sociétés, qu'elle paie au titre de ses bénéfices. Cette dernière n'étant alors plus en capacité de verser de dividendes à son actionnaire, par manque de résultats, l'opération d'annulation se révélerait inefficace sur le long terme : en annulant 650 Md€ de dette à l'instant  $t$ , la Banque centrale perdra immédiatement 650 Md€ à son actif. Elle devra alors se recapitaliser, et ne pourra donc continuer à verser des dividendes à ses actionnaires. L'État sera alors privé de ces revenus, jusqu'à ce que la Banque centrale ait de nouveau constitué une quantité de fonds propres suffisante. La durée de recapitalisation étant inconnue, il se peut qu'elle soit suffisamment longue pour effacer l'effet de l'opération d'annulation. On constaterait dès lors un « *jeu à somme nulle* ». Ce que l'État gagnerait avec l'annulation, il le perdrait avec la recapitalisation de la Banque centrale.

L'annulation, en plus de se révéler inefficace, pourrait s'avérer hautement dangereuse pour la stabilité financière de la zone euro. En se privant des revenus d'intérêts versés par les États, la Banque centrale devrait cependant continuer à être en capacité de rémunérer les comptes des banques et institutions financières. Le risque serait réel lorsque la Banque centrale sera contrainte de maîtriser l'augmentation de l'inflation. Pour éviter une surchauffe de l'économie, la Banque centrale doit réduire la quantité de monnaie en circulation. Elle utilise pour cela les taux directeurs, dont le taux de facilité de dépôt. En augmentant ce dernier, elle augmente la rémunération des capitaux bancaires sur leur compte Banque centrale, et il devient alors plus rentable pour la banque commerciale de conserver son argent sur son compte Banque centrale plutôt que de le prêter. En effet, si la Banque centrale augmente son taux de facilité de dépôt, cela veut dire qu'elle augmente la rémunération des banques, et augmente par la même occasion le coût du crédit. Les banques commerciales voient la demande de crédit diminuer, tout comme la quantité de liquidité en circulation. En raison du faible niveau de ses fonds propres, la Banque centrale financera très rapidement les dépôts par de la création monétaire. On constate dès lors un schéma pyramidal, la Banque centrale devant émettre des volumes croissants de monnaie pour continuer à financer les dépôts. Si la BCE ne souhaite pas émettre de monnaie pour ne pas augmenter l'inflation, elle pourrait alors faire appel aux États actionnaires pour la recapitaliser. Cette opération contrecarrerait de nouveau les effets de l'annulation, les États gagnant d'un côté étant obligés de dépenser de l'autre.

L'argument des partisans de l'annulation selon lequel la Banque centrale peut tout à fait continuer à fonctionner avec des fonds propres négatifs est faux, et cela pour une raison fondamentale : la confiance. En effet, si les acteurs financiers achètent à bas coût les titres souverains sur le marché primaire, c'est parce qu'ils ont la garantie qu'ils pourront les revendre rapidement à la Banque centrale. Cela suppose que les banques et institutions financières aient confiance en la BCE, et en sa monnaie. Si la BCE se retrouve en situation de fonds propres négatifs, comblés au bilan par de la création monétaire, la confiance en sera affectée, car les investisseurs n'auront pas la garantie que l'euro restera une monnaie forte qu'il est intéressant de détenir. Les propriétaires de dépôts crédités en monnaie centrale pourront également perdre confiance en l'euro, et cela risque d'engendrer une spirale inflationniste : les agents n'ayant plus confiance en l'euro, ils dépensent leur capital avant que celui-ci perde de sa valeur. C'est

la théorie des anticipations rationnelles développées par Robert E. Lucas<sup>44</sup>, selon laquelle les agents sont capables de tirer parti de toute l'information disponible pour former leurs anticipations. Ils évaluent les grandeurs économiques futures en tenant compte des informations à leur portée. Cette situation inflationniste nouvelle ferait perdre toute logique à l'action de la BCE, contrainte d'appuyer simultanément sur le frein et l'accélérateur. D'une part la Banque centrale rémunérerait les dépôts des banques et institutions financières au titre de la rémunération des créances souveraines qu'elle leur avait achetées ; d'autre part elle augmenterait le taux de refinancement des banques pour ralentir la dynamique inflationniste, et limiter la quantité de liquidités en circulation. L'inflation actuelle est certes faible (0,9% en janvier et février 2021), mais cela peut évoluer à moyen et long terme, mettant en péril la stabilité financière de la zone.

c. En cas d'annulation, la BCE ne serait plus en capacité de garantir la stabilité des prix.

L'efficacité de l'action de la Banque centrale européenne dépend de deux données fondamentales : son indépendance et sa capacité à garantir la stabilité des prix. L'annulation des titres de dette souveraine qu'elle détient lui ferait perdre ces deux attributions.

D'une part, la Banque centrale perdrait son indépendance, puisqu'elle serait soumise aux exigences particulières des États membres. Elle ne deviendrait alors qu'une annexe du Trésor, et non plus une institution européenne indépendante, libre de faire ses choix en matière de politique monétaire. L'indépendance de la Banque centrale est un engagement crédible de stabilité : hermétique aux enjeux politiques nationaux, la BCE est libre de fixer elle-même ses priorités pour remplir son mandat. L'économiste américain Kenneth Rogoff parle de « *banquier central conservateur* », hermétique à toute notion de progrès et fidèle aux principes fondateurs. Évidemment, rien n'empêche la BCE de faire évoluer ses moyens lorsqu'il s'agit de respecter son engagement de stabilité des prix, le lancement du QE en 2008 en est un bon exemple. Une grande partie de l'action de la Banque centrale repose sur sa crédibilité aux yeux des acteurs financiers et économiques. En cas d'atteinte à son indépendance, cette crédibilité serait fortement diminuée.

D'autre part, la BCE ne serait plus en capacité de garantir la stabilité des prix. En effet, si les fonds propres de la BCE étaient épuisés par la rémunération des dépôts bancaires, la masse monétaire ne serait plus contrôlable. Privée des revenus liés au remboursement des titres de dette souveraine, elle ne disposerait alors d'aucun levier pour freiner une potentielle dynamique inflationniste. Elle perdrait également la confiance des acteurs économiques (marchés financiers, entreprises, ménages), qui pourraient la soupçonner de ne pas remonter suffisamment ses taux de facilité de dépôt afin de ne pas augmenter son capital négatif. La seule solution serait alors de faire appel aux États membres pour la recapitaliser, ce qui remettrait en cause son indépendance (rien n'empêche les États de conditionner leur apport de capital à une potentielle intervention de la Banque centrale en leur faveur) et annulerait de fait les potentiels bénéfiques de l'annulation des titres de créance qu'elle détient.

---

<sup>44</sup> Hanish C. Lodhia (2005), *The Irrationality of Rational Expectations - An Exploration into Economic Fallacy*, Warwick University Press,

2) *A l'échelle européenne, le débat à propos de l'annulation entamerait un capital politique précieux.*

Juridiquement, l'annulation de la dette publique détenue par l'Eurosystème est implicitement proscrite par les traités européens. En effet, comme le dispose l'article 123 du TFUE : « *Il est interdit à la Banque centrale européenne et aux banques centrales des États membres (...) d'accorder des découverts ou tout autre type de crédit aux institutions, organes ou organismes de l'Union, aux administrations centrales, aux autorités régionales ou locales, aux autres autorités publiques, aux autres organismes ou entreprises publics des États membres.* ». Le règlement du 13 décembre 1993<sup>45</sup> vient préciser la notion de « découvert », indiquant qu'il s'agit de « *toute mise à disposition de ressources en faveur du secteur public qui se traduit ou est susceptible de se traduire par un solde débiteur en compte* ». De plus, l'annulation serait contraire aux objectifs du système européen de banques centrales (SEBC), définis à l'article 127-1 du TFUE comme étant le maintien de la stabilité des prix (1) et le soutien aux politiques économiques générales de l'Union sans préjudice pour la stabilité des prix (2). L'annulation pourrait certes être justifiée par l'article 126 du TFUE, qui dispose que « *Les États membres évitent les déficits publics excessifs* », mais il apparaît clairement que l'annulation ne fait pas partie des solutions envisagées par le traité pour y parvenir. Pour aboutir à une modification de l'article 123 du TFUE permettant à la Banque centrale européenne d'annuler les créances qu'elle détient sur les États membres, il faudrait que tous les États membres ratifient la modification du dit article. Cette règle est posée à l'article 48 du traité sur l'Union européenne (TUE), qui définit la procédure à adopter en cas de modification des traités : « *Les modifications entrent en vigueur après avoir été ratifiées par tous les États membres conformément à leurs règles constitutionnelles respectives.* ». Les conditions d'adoption d'une modification des traités sont strictes : « *Si le Conseil européen, après consultation du Parlement européen et de la Commission, adopte à la majorité simple une décision favorable à l'examen des modifications proposées, le président du Conseil européen convoque une Convention composée de représentants des parlements nationaux, des chefs d'État ou de gouvernement des États membres, du Parlement européen et de la Commission. La Banque centrale européenne est également consultée dans le cas de modifications institutionnelles dans le domaine monétaire. La Convention examine les projets de révision et adopte par consensus une recommandation à une Conférence des représentants des gouvernements des États membres telle que prévue au paragraphe 4.* »<sup>46</sup>

Autoriser la BCE à annuler les créances qu'elle détient sur les États membres n'est donc pas impossible juridiquement, à condition de modifier les traités. Cela suppose cependant que tous les États membres ratifient la modification adoptée par la Conférence. Les nombreux débats ayant eu lieu autour de la politique accommodante de la BCE, et les contentieux qu'elle a engendré devant la CJUE ne permettent cependant pas de penser que cette modification aurait une quelconque chance d'aboutir. De plus, aucun chef d'État ou gouvernement européen ne s'est aujourd'hui prononcé en faveur de l'annulation. D'une part, elle n'apporterait aucune marge de manœuvre budgétaire suffisante aux États justifiant la modification des traités.

---

<sup>45</sup> Règlement No 3603/93 du 13 décembre 1993, disponible sur <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/?uri=CELEX%3A31993R3603>

<sup>46</sup> Article 48-3 du TUE, disponible sur <https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:12008M048:fr:HTML>

D'autre part, les États membres ne souhaitent pas dépenser leur capital politique pour une bataille perdue d'avance : les positions de pays comme l'Allemagne, l'Autriche ou les pays scandinaves éloignent toute probabilité d'une modification des traités en faveur d'une annulation des dettes souveraines.

En réalité, le débat autour de l'annulation semble contreproductif, car irréaliste et inefficace. Pour reprendre les mots de l'économiste Henri Sterdyniak, ce débat n'est que le fruit d'une « *bulle intellectuelle, loin de toute réalité économique et monétaire* ». En effet, aucune parole officielle ne s'est à ce jour prononcée en faveur de l'annulation, et le débat reste essentiellement théorique. Bien que des économistes reconnus, à l'instar de Gaël Giraud, se soient exprimés en faveur de l'annulation, la majorité reste sceptique, voire réticente. Ce débat a cependant rappelé à quel point les questions budgétaires constituaient une priorité pour la reprise post-crise Covid. Les différents plans de relance nationaux tout comme le plan européen NextGenerationEU ont souligné l'importance de la relance par la dépense, et font de la dette une question économique essentielle et prioritaire pour les années à venir. L'enjeu désormais n'est pas de savoir si cette dette doit être remboursée ou non, mais de redéfinir, à l'échelle européenne, un nouveau cadre budgétaire adapté aux enjeux contemporains et à venir.

## II. La dette publique : facteur de transformation et notion polysémique.

L'annulation n'est pas une réponse envisageable pour régler le problème de la dette tel qu'il est perçu aujourd'hui. Politiquement, l'opération n'a aucune chance d'aboutir, d'autant que sur le fond elle ne réglerait rien : aucune marge de manœuvre budgétaire dégagée pour les États et une fragilisation de la Banque centrale européenne qui s'avèrerait hautement préjudiciable en cas de rebond de l'inflation. Le but recherché reste cependant louable : décharger les États d'une partie du poids de leur dette pour leur permettre d'éviter la rigueur et de réaliser plusieurs transitions essentielles. Sommes-nous dès lors condamnés à rembourser indéfiniment une dette qui ne cesse de grandir ? La crise sanitaire a agi comme un révélateur. Face à ce choc simultané d'offre et de demande, les États ont majoritairement su faire face grâce à la dette. Les conditions accommodantes d'endettement ont permis une réaction rapide et coordonnée des pouvoirs publics, tant à l'échelle nationale qu'européenne. Aujourd'hui la dette semble avoir sauvé, ou du moins préservé, nos économies. Mais qu'en sera-t-il demain ? La dette, après avoir été l'outil de protection massive des économies développées, ne risque-t-elle pas de devenir le mal des années à venir ? Nombreux sont ceux qui alertent à ce propos, craignant le retour de la rigueur et des politiques d'austérité. En effet, sans effort structurel pour réduire le déficit public et le montant des dépenses, les États s'exposent à une remontée des taux d'intérêt. Pour que la dette soit soutenable, le taux d'intérêt souverain doit être inférieur ou égal à la somme du taux de croissance et d'inflation. Cela veut dire que l'État crée davantage de richesses qu'il n'en paie pour s'endetter. Une remontée des taux risquerait alors de rendre la dette insoutenable. À titre d'exemple, une hausse des taux d'intérêt de 1 point de pourcentage aurait un effet financier annuel sur le budget de l'État, en alourdissant la charge de la dette de 15 Md€ au bout de cinq ans et de 30 Md€ au bout de 10 ans. En résumé, plus l'État s'endette plus il s'expose au risque de remontée des taux.

La dette reste cependant un outil essentiel des politiques publiques. Les administrations publiques françaises étant déficitaires depuis 1974, emprunter représente le seul moyen pour faire face aux dépenses. De plus, la dette publique n'est pas comparable à celle d'une entreprise ou d'un ménage : l'État pourra indéfiniment s'endetter pour rembourser ses emprunts arrivés à échéance. Il s'agit dès lors de s'interroger sur la notion de dette publique. A l'échelle microéconomique, la dette publique est un titre de créance que l'État doit honorer une fois ce titre arrivé à échéance. Dans ce cas, il est justifié de parler de remboursement de dette. A l'échelle macroéconomique cependant, la dette de l'État est un ensemble de créances agrégées, qui constituent une masse financière perpétuelle que l'État ne rembourse pas dans sa totalité. En effet, ce dernier emprunte continuellement pour rembourser les titres arrivés à échéance. Est-il dès lors encore pertinent de parler de dette publique, sachant que cette masse ne sera jamais remboursée ?

L'existence d'un débat concernant l'annulation de la dette publique, bien que cette dernière ait peu de chances d'aboutir, témoigne d'une certaine volonté réformatrice. C'est d'ailleurs la principale alternative avancée par les opposants de l'annulation. La crise sanitaire, en contraignant les États à creuser leur déficit, a rendu caducs les critères budgétaires de l'Union européenne tels qu'ils existent aujourd'hui. Si une maîtrise de la trajectoire des finances publiques reste essentielle, les critères qui la définissent se doivent également d'évoluer.

#### A. Une nouvelle gouvernance budgétaire nationale et européenne : la solution alternative à l'annulation.

La gouvernance peut être définie comme le processus par lequel les pouvoirs publics gèrent les affaires et les ressources publiques. En matière budgétaire, elle désigne l'ensemble des orientations et objectifs fixés pour orienter, contenir et stabiliser l'évolution des ressources et dépenses de l'État. Elle peut également prendre la forme de règles contraignantes, à l'image du Traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance (TSCG, 2012) signé par 25 des 27 États membres de l'Union européenne. En France, la gouvernance budgétaire est incarnée par les lois de programmation des finances publiques (LPFP) qui, selon l'article 34 de la Constitution, « *déterminent les objectifs de l'État* ». Elles ont un rôle stabilisateur, et « *s'inscrivent dans l'objectif d'équilibre des comptes des administrations publiques* ». Les LPFP sont pluriannuelles, et déterminent la trajectoire des finances publiques en tenant compte d'indicateurs tels que le montant des dépenses, des recettes et du solde public. La crise sanitaire a complètement éloigné les comptes publics de la trajectoire fixée par la dernière LPFP (2018-2022). De même, le coût de la crise à l'échelle européenne a conduit le Conseil de l'Union européenne à suspendre le 23 mars 2020 les critères de convergence issus du Pacte de stabilité et de croissance<sup>47</sup>, critères budgétaires auxquels sont soumis habituellement les États membres de l'Union européenne. Ces critères sont aujourd'hui jugés caduques par une majorité d'économistes et de décideurs publics, qui dénonce un certain « dogmatisme budgétaire » contraignant les États à se conformer à un cadre jugé obsolète. La France, qui présidera le Conseil de l'UE au premier semestre 2022 entend faire évoluer ces règles.

1) *A l'échelle nationale, la soutenabilité de la dette publique est désormais conditionnée à une transformation de la gouvernance des finances publiques, fondée sur une approche par la dépense.*

La France s'est massivement endettée depuis le début de la crise sanitaire en mars 2020. Si cette dette représente un stock qui a un coût, elle ne doit pas être uniquement perçue comme une charge. La dette, si elle permet de subvenir à une série de besoins en urgence, peut également servir à financer des investissements. Le montant de la dette a fortement augmenté en 2020, et devrait poursuivre cette trajectoire en 2021. Bien que les conditions d'endettement soient actuellement très favorables (faibles taux d'intérêts, suspension des critères de convergence, politique accommodante de la BCE), il faudra bien un jour redresser les comptes publics pour ne pas s'exposer à une remontée des taux d'intérêt. Il s'agit dès lors de définir une nouvelle stratégie d'endettement. Éric Woerth, président de la commission des finances de l'Assemblée nationale, a annoncé vouloir déposer un projet de loi organique visant à distinguer dépenses d'investissement et de fonctionnement, et pose la question suivante : « *Veut-on une dette pour fonctionner ou investir ? Aujourd'hui, elle sert surtout à fonctionner.* ». En effet, l'endettement en 2020 a essentiellement servi à financer des mesures de sauvetage de l'économie, telles que le chômage partiel ou le fonds de solidarité. Selon lui, la bonne dette est

---

<sup>47</sup> Déclaration des ministres des finances de l'UE sur le pacte de stabilité et de croissance à la lumière de la crise du COVID-19, disponible sur <https://www.dalloz-actualite.fr/sites/dalloz-actualite.fr/files/resources/2020/03/ministres-com.-presse-23-mars-2020.pdf>

une dette qui permet d'investir, et à terme d'être remboursée grâce aux revenus qu'elle aura générés. Xavier Ragot, président de l'OFCE, soutient cette analyse<sup>48</sup> : « *Les dépenses récurrentes doivent être financées par des recettes récurrentes. Il faut donc trouver des recettes permanentes pour financer la hausse des dépenses de santé et d'éducation, et ne pas utiliser systématiquement la dette* ».

a. Une gouvernance actuellement inefficace.

Pour maîtriser la trajectoire de la dette, et que cette dernière reste soutenable malgré l'impact de la crise sanitaire, il s'agit, à l'échelle nationale d'abord, de réformer la gouvernance des finances publiques. Remis le 18 mars 2021, le rapport de la Commission sur l'avenir des finances publiques<sup>49</sup>, dite Commission Arthuis, dresse un diagnostic actualisé de la situation des finances publiques, et formule une série de propositions afin d'en améliorer la gouvernance. Le rapport fait tout d'abord état du retard accumulé par la France concernant le redressement des comptes publics. En effet, depuis la crise financière de 2008, la France n'a pas su retrouver un équilibre financier lui permettant de faire face à la crise sanitaire. A titre d'exemple, la France et l'Allemagne avaient un niveau d'endettement similaire en 2006 (légèrement supérieur à 60% du PIB), mais l'écart s'est creusé depuis et devrait atteindre 45 points fin 2021. En effet, suite à la crise de 2008, la France a maintenu le même niveau de dépenses, tandis que l'Allemagne a réussi à le diminuer de deux points. La France est aujourd'hui le premier pays de l'Union européenne en termes de dépenses publiques (55,6% PIB), largement au-dessus de la moyenne de l'UE (46,6%). Cet écart est principalement dû à la sécurité sociale (+4,6 points), l'économie, l'agriculture, les transports et l'énergie (+1,4 point) et la santé (+1 point). Cet écart s'inscrit dans le temps, puisqu'entre 2005 et 2019, les dépenses publiques françaises ont augmenté en moyenne 0,7 fois plus que la moyenne de l'UE.

Bien que selon la théorie keynésienne les dépenses publiques soient source de croissance, la France est incapable de résorber son déficit, et ce depuis 1974. Le solde primaire (solde public hors charge de la dette) n'a été positif qu'à sept reprises sur la période 1974-2020, ce qui démontre le poids, certes décroissant en raison de la baisse des taux d'intérêt, de la dette dans les dépenses de l'État. Cet endettement croissant (20% du PIB en 1970, 100% en 2019) s'explique avant tout par un ralentissement structurel de la croissance économique. Selon l'Insee, la croissance française était en moyenne de 5,9% entre 1960 et 1970, de 2% entre 1990 et 2000 et de seulement 1,4% entre 2010 et 2019. L'endettement s'explique également par un déficit commercial jamais résorbé, passé de -22% PIB en 2005 à -55% en 2019. Sachant que la dette représente aujourd'hui 115% du PIB, la France est contrainte de conduire une série de réformes afin de stabiliser son niveau d'endettement et d'en garantir la soutenabilité. Il s'agit également de renouer au plus vite avec la croissance. La DG Trésor (2021) envisage trois scénarios différents concernant l'évolution de la dette à moyen et plus long terme, selon le niveau de croissance. Un premier scénario, caractérisé par une croissance favorable supérieure

---

<sup>48</sup> Le Monde (26 mars 2021), *Après l'explosion de la dette Covid en France, le dilemme du gouvernement*, disponible sur [https://www.lemonde.fr/politique/article/2021/03/26/apres-l-explosion-de-la-dette-covid-en-2020-le-dilemme-du-gouvernement\\_6074540\\_823448.html](https://www.lemonde.fr/politique/article/2021/03/26/apres-l-explosion-de-la-dette-covid-en-2020-le-dilemme-du-gouvernement_6074540_823448.html)

<sup>49</sup> Commission sur l'avenir des finances publiques (mars 2021), *Nos finances publiques post-Covid-19 : pour de nouvelles règles du jeu*, disponible sur [https://www.gouvernement.fr/sites/default/files/document/document/2021/03/rapport\\_-\\_commission\\_sur\\_lavenir\\_des\\_finances\\_publicques.pdf](https://www.gouvernement.fr/sites/default/files/document/document/2021/03/rapport_-_commission_sur_lavenir_des_finances_publicques.pdf)

à 1,5%, conduirait à une augmentation progressive de la dette qui atteindrait 128% PIB en 2030 et un déficit de 4,4%. Un deuxième scénario prévoyant une croissance moyenne de 1,35% conduirait à une dette de 133% PIB en 2030 et un déficit de 5,2%. Enfin, un troisième scénario de stagnation séculaire (croissance de 1%, inflation basse à 0,75% et intérêts bas à 0,7%) entraînerait en 2030 une dette de 150% PIB et un déficit de 6,4%. Quel que soit le scénario envisagé et si aucune réforme structurelle n'intervient, la dette continuera d'augmenter et le déficit de se creuser.

Le rapport de la Commission Arthuis dénonce également une vision trop court-termiste de l'évolution des finances publiques, et propose d'en réformer la programmation. Issues de la révision constitutionnelle de 2008, les LPFP ont permis d'obtenir une perspective pluriannuelle mais ne permettent pas de consolider durablement le solde public (contrairement à d'autres pays européens, elles ne sont pas contraignantes). Sur les cinq LPFP adoptées depuis 2009, une seule a été respectée, et on compte une nouvelle LPFP tous les 2,5 ans en moyenne, ce qui montre bien leur relative efficacité. De plus, d'après une étude de la Commission européenne, la France est le pays qui a la projection la plus courte : au Canada, la trajectoire des finances publiques est planifiée sur 75 ans, au Royaume-Uni sur 50 ans, en Allemagne sur 40 ans et aux États-Unis sur 30 ans. Cette incapacité française à programmer l'évolution des finances publiques se constate également à l'échelle européenne. Chaque année, la France tout comme chaque État membre est tenue de transmettre à la Commission européenne un « programme de stabilité ». Ce programme contient entre autres un objectif budgétaire à moyen terme (OMT) présentant l'évolution des finances publiques sur quatre ans et précisant le solde des administrations publiques, le solde structurel, le ratio d'endettement et le niveau des dépenses et des recettes publiques. Entre 2015 et 2019, l'OMT français n'a été respecté qu'une fois, alors que l'Allemagne, l'Autriche, la Finlande ou le Danemark l'ont respecté chaque année.

L'évolution des finances publiques doit s'inscrire dans le temps long, et ne peut pas être exposée aux aléas des mandatures. En l'absence de réformes structurelles il ne sera pas possible de remplir les objectifs fixés, malgré la succession des LPFP. C'est d'ailleurs ce que souligne une étude de France Stratégie<sup>50</sup> (2015), qui a développé un indicateur de sélectivité : notée 4 (note la plus basse des pays étudiés), la France est le pays qui a le moins modifié la structure de ses dépenses. C'est également le pays qui a le moins arbitré entre les dépenses, ne permettant pas d'en réduire le montant. Bien que la maîtrise des dépenses et des recettes soit de la compétence du pouvoir exécutif, la forte impopularité des mesures « d'assainissement » freine la réalisation de transition jugées cependant nécessaires. La dimension politique de certaines décisions peut donc agir comme un frein. L'élaboration de trajectoires de moyen et long terme reste cependant essentielle à la bonne gouvernance des finances publiques, et plusieurs pays l'ont d'ores et déjà confiée à une institution indépendante. Ce pourrait être, en France, le rôle du haut conseil des finances publiques (HCFP) qui n'a aujourd'hui, bien que selon le CAE<sup>51</sup> il ait permis de réduire le « biais d'optimisme » quant au redressement des comptes publics, qu'une fonction consultative. Il s'agit dès lors de faire du HCFP une institution indépendante

---

<sup>50</sup> Nicolas Lorach, Arthur Sode (France Stratégie 2015), *Quelle sélectivité dans la réduction des dépenses publiques ?* disponible sur <https://www.strategie.gouv.fr/publications/selectivite-reduction-depenses-publiques>

<sup>51</sup> CAE (2018), *Réformer les règles budgétaires européennes : simplification, stabilisation et soutenabilité*, disponible sur <https://www.cae-eco.fr/Pour-une-reforme-des-regles-budgetaires-simplification-stabilisation-et>

au cœur du processus budgétaire, chargée des prévisions de finances publiques et de l'analyse de la soutenabilité de la dette.

Ainsi, pour des raisons à la fois budgétaires, financières et institutionnelles, il devient désormais urgent de réformer le cadre de gouvernance des finances publiques. La crise sanitaire ayant aggravé une situation déjà fragile, la définition d'un nouveau cadre pluriannuel permettrait de garder le contrôle de la dette, tout en assurant le bon financement des politiques publiques.

b. La réussite de la reprise post-crise est conditionnée à une nouvelle gouvernance.

La transformation de la gouvernance des finances publiques se caractérise par un changement de point de vue. Nombreux sont les économistes qui militent en faveur d'une approche par la dépense. En effet, les recettes de l'État doivent suffire aux dépenses, et non l'inverse. Il s'agit dès-lors de définir un objectif pluriannuel de dépense, déterminé à chaque nouvelle mandature présidentielle dans le cadre d'une LPFP. Son adoption devra être précédée d'un large débat public et parlementaire. Cette LPFP quinquennale devra définir un triple objectif : la trajectoire globale de dépense sur le quinquennat ; la trajectoire des prélèvements obligatoires ; la trajectoire de la dette. La trajectoire des dépenses paraît une priorité pour la France, tant leur poids pèse sur le budget de l'État. Tant que la dépense ne sera pas maîtrisée, il s'avèrera difficile de résorber le déficit et donc de garantir la soutenabilité de la dette. La maîtrise des prélèvements obligatoires, qui doivent être au service de la dépense, devra intervenir en même temps afin de soutenir la croissance. L'effet simultané de baisse des dépenses et des prélèvements obligatoires peut paraître contreproductif, mais s'inscrit dans une logique de dynamique économique indispensable à la reprise des années à venir.

Conformément à la prévision du ministre de l'économie et des finances Bruno Le Maire, il paraît pertinent de compter sur la croissance économique pour réduire le déficit. Le défi reste cependant de taille, puisque même dans le scénario le plus optimiste envisagé par la DG Trésor (croissance supérieure à 1,5%) le déficit serait de 4,4% et le poids de la dette de 128%. Il s'agit dès lors de financer en priorité des secteurs porteurs de croissance. En ce sens, le rapport de la Commission Arthuis préconise d'instaurer une norme de dépense, favorable aux dépenses d'avenir (dépenses sources de croissance et permettant de répondre aux défis à venir). La loi de finances pourrait prévoir, au sein de la norme de dépense, un plancher pluriannuel de « dépenses d'avenir » transverse aux administrations. Une étude de France Stratégie identifie plusieurs secteurs de dépenses, facteurs de croissance à moyen et long terme. Parmi eux, l'éducation et le numérique. En effet, l'augmentation des dépenses d'éducation permettrait, selon l'étude, une hausse de 0,12 à 0,28 point de PIB par an d'ici 2050 et de 0,37 à 0,83 par an entre 2050 et 2075. Quant au numérique, une stratégie de dépense à long terme aurait un impact positif sur la croissance de 0,5 point par an pendant 5 à 10 ans.

Miser sur la croissance pour redresser les comptes publics est une solution adaptée et durable, à condition que les engagements pris soient respectés sur le long terme. En conséquence, un suivi annuel et contraignant doit être mis en place. Le rapport de la Commission Arthuis propose d'instaurer, comme c'est déjà le cas en Allemagne, en Autriche ou en Suède, un « compteur des écarts ». Cet outil, décliné dans chaque secteur « d'avenir »

identifié, permettrait de vérifier le respect des objectifs en comparant le résultat avec les objectifs fixés. Il serait inclus dans la loi de finances, lui donnant dès lors une valeur juridique contraignante. Chaque année, il appartiendrait au gouvernement de justifier les écarts, et d'adopter les mesures nécessaires à leur réduction.

La maîtrise de la trajectoire de la dette semble dès lors conditionnée à un nouvel encadrement des finances publiques. Bien que le déficit public ait continuellement diminué depuis la crise financière de 2008, la France a abordé la crise sanitaire avec des finances trop peu consolidées<sup>52</sup>. Comme cela fut déjà expliqué, le risque d'une remontée des taux d'intérêt est bien réel. Il s'agit pour les pouvoirs publics de profiter du contexte accommodant d'endettement pour faire de la dette un outil au service des dépenses génératrices de croissance, et de renforcer le financement des dépenses de fonctionnement par des ressources propres. Cette transition ne sera rendue possible que par un changement de gouvernance, faisant de la dépense une norme prioritaire. Le redressement des finances publiques repose dès lors sur une croissance élevée, une programmation pluriannuelle des dépenses respectée sur la durée du quinquennat et un encadrement suivi d'une évaluation du respect des engagements. Miser sur l'annulation de la dette publique pour relancer l'économie et financer des transitions essentielles ne paraît pas pertinent, car elle ne ferait que retarder une échéance certaine. Retrouver une marge de manœuvre budgétaire passe avant tout par des réformes structurelles permettant de modifier en profondeur et sur la durée la structure des finances de l'État. Annuler la dette serait inutile et contreproductif, car les gains engendrés ne serviraient qu'à colmater temporairement la brèche du déficit public. Une nouvelle gouvernance des finances publiques, fondée sur le temps long et le respect des engagements paraît dès lors essentielle.

2) *A l'échelle européenne, il est devenu impératif de faire évoluer les règles d'encadrement budgétaire.*

a. Le cadre actuel.

Les règles budgétaires applicables à l'ensemble des pays membres de l'Union européenne sont inscrites dans le Pacte de stabilité et de croissance (PSC) adopté en 1997, qui fut complété par le Six-Pack<sup>53</sup> et le Two-Pack<sup>54</sup>. Ce pacte comporte quatre règles principales définissant le cadre budgétaire européen :

- Le déficit public doit être inférieur à 3% du PIB.
- La dette publique doit être inférieure à 60% du PIB. En cas de dépassement, l'État doit chaque année diminuer d'au moins 1/20<sup>ème</sup> l'écart entre le niveau d'endettement et la valeur de référence de 60%.
- Le solde public structurel (hors conjoncture économique) doit être supérieur à l'objectif de moyen terme (OMT), propre à chaque pays.
- Si le solde structurel n'a pas encore atteint l'OMT, la croissance des dépenses doit être inférieure afin d'assurer un ajustement approprié vers l'OMT.

La surveillance du respect de ces règles est assurée par la Commission et le Conseil de l'Union européenne, dont l'action est à la fois préventive et corrective. D'une part, la

---

<sup>52</sup> Cf. introduction.

<sup>53</sup> Entré en vigueur le 13 décembre 2011.

<sup>54</sup> Entré en vigueur le 30 mai 2013.

Commission surveille l'adéquation du solde public avec l'objectif de moyen terme défini par les États membres. En cas d'écart soutenu, la Commission peut exiger un dépôt financier de la part de l'État. De plus, la Commission publie chaque année une évaluation des projets de loi de finances au regard des critères du PSC. D'autre part, la Commission peut engager une procédure de déficit excessif (PDE) sur la base du respect des valeurs issues du PSC (3% de déficit et 60% de dette) en cas de non-respect prolongé. Une fois la PDE lancée, l'État est chargé de réduire son déficit d'au moins 0,5 point de pourcentage par an. La décision finale n'est cependant pas prise par la Commission, qui se contente de transmettre ses recommandations au Conseil. Ce dernier vote à la majorité qualifiée la PDE, la mise en demeure de corriger un déficit excessif et d'éventuels amendements aux recommandations.

Plusieurs réformes ont été mises en œuvre depuis l'adoption du PSC, dont le but fut principalement d'adapter les règles aux situations particulières, et de renforcer le volet correctif pour en renforcer l'application. Un objectif de moyen terme défini selon des données structurelles propres à chaque pays a été ajouté à la gouvernance en 2005 afin d'enrayer la pro-cyclicité du cadre, permettant de rendre plus accessible la réalisation de cet objectif grâce à un objectif personnalisé. En 2011, le Six-Pack renforce les sanctions applicables en cas de dépassement du déficit autorisé, et consolide la coordination des politiques économiques entre les États membres. En 2012 et 2013 le Fiscal Compact<sup>55</sup> et le Two-Pack contraignent les États membres à inscrire les règles budgétaires européennes dans leur droit interne et à créer des institutions budgétaires indépendantes afin de renforcer leur application (le Haut Conseil des finances publiques en France). Suite à la mise en œuvre des réformes Six-Pack et Two-Pack, le taux de conformité à l'ensemble des règles budgétaires a augmenté, passant de 57 à 63%. Le dérapage budgétaire moyen (dépenses exceptionnelles perturbant l'équilibre général des comptes publics prévu dans la loi de finances) a quant à lui été réduit de moitié, passant de 1,1 à 0,6% par an.

Malgré une architecture institutionnelle solide, l'efficacité des mesures d'encadrement budgétaire des États membres n'est pas démontrée. D'après le Comité budgétaire européen<sup>56</sup> seuls 60% des États membres de l'UE respectaient les règles budgétaires européennes entre 2011 et 2018, et seulement 40% ont atteint leur OMT en 2019. En effet, plusieurs critiques peuvent être exprimées à l'égard du cadre budgétaire actuel.

Tout d'abord, les règles budgétaires européennes sont trop pro-cycliques : le cadre actuel n'incite à des ajustements qu'en cas de récession (ou dégradation financière), sans encourager l'accumulation de réserves fiscales en situation de croissance favorable. La pro-cyclicité peut s'avérer dommageable sur le long terme, en encourageant les effets d'hystérèse (notamment sur le chômage) et en diminuant la croissance potentielle.

De plus, l'analyse budgétaire sur laquelle se fonde la Commission lorsqu'elle formule ses recommandations s'appuie sur des variables incertaines et difficilement quantifiables, telles que la croissance potentielle de moyen terme, l'écart de production (écart entre la croissance potentielle et la croissance effective) et le solde structurel. Ces variables peuvent s'avérer intéressantes dans l'analyse *a posteriori*, mais ne semblent pas assez fiables pour guider la politique économique dans le temps. C'est ce que soulignent les prévisions économiques de la

---

<sup>55</sup> TSCG, adopté le 2 mars 2012.

<sup>56</sup> European fiscal board (2019), *Annual Report*, disponible sur [https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/2019-efb-annual-report\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/2019-efb-annual-report_en.pdf)

Commission<sup>57</sup> (2011), lorsqu'en 2009 cette dernière estimait qu'un ajustement budgétaire serait nécessaire en 2011. La Commission considérait qu'à cette date la croissance effective serait rendue proche de la croissance potentielle, et que ce serait alors le bon moment pour engager une politique de rigueur. En réalité, le niveau de la croissance potentielle avait été sous-estimé et la consolidation était intervenue plus tôt que voulu. Elle avait alors réduit la demande, arrêté la reprise et généré un effet d'hystérèse autant sur la production que sur le chômage.

Enfin, les règles actuelles restent focalisées sur des indicateurs annuels, ne tenant pas compte des rendements des investissements. En ce sens, une note du CAE de septembre 2018<sup>58</sup> propose de réformer les indicateurs annuels, permettant notamment l'investissement dans des secteurs aux rendements lointains mais pourtant essentiels, tels que la transition écologique.

b. Vers une simplification et une adaptabilité des règles budgétaires européennes.

Parfois mal adaptées à l'objectif fixé et applicables à l'ensemble des Etats membres sans prise en compte des situations budgétaires particulières, les règles budgétaires européennes actuelles ne constituent pas un cadre optimal. La littérature économique en faveur de leur révision est abondante, encourageant une adaptabilité des règles et une meilleure prise en compte de la dépense.

Dans un article en date de janvier 2017<sup>59</sup>, L. Eyraud, T. Poghosyan et V. Gaspar préconisent l'introduction d'une règle budgétaire basée sur le taux de croissance de la dépense publique. Selon eux, les dépenses publiques en valeur ne devraient pas croître plus rapidement que le revenu nominal à long terme et devraient progresser plus lentement dans les pays où la dette est excessive. L'approche par la dépense permettrait de mieux prendre en compte les situations particulières, en fixant des plafonds d'engagement et une maîtrise dans la durée du niveau d'endettement. Cette règle reposerait sur deux piliers : une cible d'endettement à long terme, permettant aux Etats de définir une trajectoire de la dette dans le temps long (ce qui permettrait à la France d'allonger ses perspectives financières aujourd'hui jugées trop courttermistes) ; la définition du montant de dépenses à ne pas dépasser pour atteindre cette cible. Chaque année, le gouvernement définirait un objectif de réduction du déficit (ORD) présenté à la Commission et au Conseil, et préalablement validé par le conseil budgétaire national et l'organe de surveillance budgétaire de l'UEM. L'ORD serait défini selon l'analyse de trois trajectoires : la réduction du ratio dette/PIB ; la soutenabilité des finances publiques ; le taux de croissance nécessaire. La Commission présenterait alors l'ORD au Conseil, qui le validerait à la majorité qualifiée. Une fois l'ORD fixé, le gouvernement serait tenu de mettre en cohérence la trajectoire de dépenses publiques avec la cible de moyen terme (OMT) de réduction du ratio de dette sur PIB sur lequel les Etats membres se seraient mis d'accord. Ces objectifs sont en partie déjà fixés par la LPFP, mais cette dernière n'a pas de valeur contraignante, et la multiplication des LPFP au fil des années démontre bien la difficulté des pouvoirs publics à en respecter la trajectoire. Insérer des règles similaires dans le cadre européen permettrait une meilleure applicabilité, les Etats ne les respectant pas s'exposant à des sanctions financières.

---

<sup>57</sup> Commission européenne (2011), *European Economic Forecast*, disponible sur

[https://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/european\\_economy/2011/pdf/ee-2011-6\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/european_economy/2011/pdf/ee-2011-6_en.pdf)

<sup>58</sup> Darvas, Martin, Ragot (2018), *Réformer les règles budgétaires européennes : simplification, stabilisation et soutenabilité*, CAE n°47, disponible sur <https://www.cae-eco.fr/staticfiles/pdf/cae-note047v4.pdf>

<sup>59</sup> Eyraud, Gaspar et Poghosyan (2017), *Fiscal Policy in the Euro Area*, IMF Working Paper, disponible sur <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2017/01/30/Fiscal-Politics-in-the-Euro-Area-44601>

Il s'agit également de faire évoluer le cadre institutionnel et légal. Plusieurs travaux soulignent la forte complémentarité entre règles budgétaires et institutions budgétaires indépendantes<sup>60</sup>. Depuis le Traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance (TSCG), les Etats membres ont l'obligation de créer un « *organisme budgétaire indépendant* » qui vérifie, au niveau national, le respect des règles budgétaires européennes de solde public exprimées en solde structurel. Cet organisme doit répondre à quatre exigences : son statut doit être ancré dans le droit national ; il est totalement indépendant du pouvoir exécutif ; les nominations de ses membres sont fondées sur l'expérience et la compétence ; il perçoit des ressources en adéquation avec ses missions et dispose d'un accès approprié à l'information gouvernementale. En France, les missions du HCFP sont définies par la loi organique du 17 décembre 2012 relative à la programmation et à la gouvernance des finances publiques. Le HCFP dispose aujourd'hui de deux missions : rendre un avis sur le réalisme des prévisions macroéconomiques du gouvernement ; rendre un avis sur la cohérence des objectifs annuels avec les objectifs pluriannuels de finances publiques.

Depuis sa création, le HCFP a contribué à une meilleure gouvernance des finances publiques, et renforcé la sincérité des prévisions économiques. En effet, un biais optimiste a frappé les prévisions annuelles de croissance et de déficit du gouvernement entre 1996 et 2013 (Frankel et Schreger, 2013). L'erreur de prévision sur les déficits était de 0,36 point de PIB en France contre 0,09 pour dix-neuf pays membres de l'OCDE. Pour les prévisions de croissance l'erreur moyenne était de 0,57 en France, contre 0,27 pour vingt autres pays membres de l'OCDE. Depuis 2013 et la création du HCFP, le biais prévisionnel s'est nettement réduit : 0,06 point de PIB pour le déficit et 0,05 point pour la croissance. Cependant, le mandat du HCFP est jugé trop étroit : il ne produit aucune prévision macroéconomique, mais se contente de publier des avis à propos des prévisions gouvernementales. De plus, les délais d'analyse sont trop courts : le HCFP ne dispose que d'une semaine pour émettre son avis, bien moins que les autres institutions budgétaires indépendantes européennes. Enfin, les autorités budgétaires françaises ne sont pas contraintes de réagir publiquement aux avis du HCFP, en vertu du principe « se conformer ou s'expliquer ». Si l'impact du HCFP sur la cohérence des trajectoires des finances publiques a d'ores et déjà été vérifié, il pourrait évoluer davantage. Dans six pays européens<sup>61</sup> les prévisions macroéconomiques gouvernementales (estimation de la croissance potentielle, trajectoire de la dette et prévisions de finances publiques pour chaque projet de loi de finances) proviennent d'instituts indépendants. Cette mission pourrait être attribuée au HCFP. Il s'agirait cependant de procéder à un transfert proportionnel de moyens, en déplaçant par exemple l'unité de prévisions macroéconomiques du Trésor au HCFP (à l'instar du modèle britannique de l'OBR<sup>62</sup>).

De manière générale, c'est une révision profonde du Pacte de stabilité et de croissance qu'il faudrait engager, comme le préconise le comité budgétaire européen (EFB) dans son rapport

---

<sup>60</sup> Beetsma et Debrun (2018), *Independent Fiscal Councils: Watchdogs or Lapdogs?* Review of World Economy, n°2.

Alesina et Tabellini (2007), *Bureaucrats or Politicians?* American Economic Review, n°1

<sup>61</sup> Autriche, Belgique, Luxembourg, Pays-Bas, Royaume-Uni et Slovénie

<sup>62</sup> Office for Budget Responsibility

annuel de 2020<sup>63</sup>. Selon lui, les dégâts financiers causés par la crise sanitaire imposent une réforme du cadre budgétaire européen. Le comité propose trois réformes fondamentales à mener :

- Doter l'Union européenne d'une capacité fiscale centrale et permanente, à l'image d'un fonds budgétaire permanent.
- Protéger les dépenses publiques génératrices de croissance, et les isoler des dépenses potentiellement diminuées par les politiques de rigueur. L'identification de ces dépenses devra faire l'objet de discussions au sein du Conseil.
- Définir une règle de réduction de la dette propre à chaque pays. L'EFB propose également d'augmenter le plafond de 60% de la dette publique, et d'allonger la période de réduction du niveau d'endettement.

La présidence française du Conseil de l'Union européenne à partir de janvier 2022 et pour six mois devrait aller dans le sens de cette volonté réformatrice. En plus de la transformation du PSC, la France souhaite engager un plan d'investissement européen. Dans un entretien accordé aux Échos en date du 28 avril 2021, le secrétaire d'Etat chargé des Affaires européennes Clément Beaune a affirmé : « *L'Europe devra ajouter un nouveau volet d'investissement de long terme au-delà du plan de relance déjà lancé, pour être à la hauteur* ». Cet appel fait écho au plan de relance américain *Build Back Better* lancé par le président américain Joe Biden. Il semble dès lors difficile d'imaginer une relance européenne par l'investissement sans une modification du cadre budgétaire, d'autant que les règles telles qu'elles existent aujourd'hui ont un effet particulièrement négatif sur l'investissement (Grandjean, 2020).

---

<sup>63</sup> European Fiscal Board (2020), *Rapport annuel 2020*, disponible sur [https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/efb\\_annual\\_report\\_2020\\_en\\_0.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/efb_annual_report_2020_en_0.pdf)

## B. La pertinence de la notion de dette publique en zone euro aujourd'hui.

Une dette représente une obligation que détient un individu ou un groupe d'individus envers un autre. Cette obligation peut être financière ou morale, et engage son bénéficiaire à une contrepartie (un remboursement ou une compensation). La dette lie les individus entre eux par le devoir. Le non-remboursement d'une dette peut entraîner des sanctions, et porte atteinte à la crédibilité de celui qui la doit. Les individus ont une durée de vie limitée, qui équivaut à la durée de vie de leur créance (« un homme peut mourir avec ses dettes »). Dès lors, il appartient aux créanciers de contrôler le niveau d'endettement de leurs débiteurs, et de s'assurer de leur capacité à rembourser.

Pour reprendre la célèbre théorie des deux corps du roi, l'Etat n'est pas voué à mourir, bien au contraire : « (...)  *dans ce corps mortel du roi vient se loger le corps immortel du royaume que le roi transmet à son successeur »*<sup>64</sup>. La dette publique fait partie du second corps, le corps éternel, et se transmet de souverain en souverain. Elle est à la fois le poids et le symbole de la stabilité et de la crédibilité du pouvoir. En acceptant de prêter sur plusieurs dizaines d'années, les créanciers font confiance en la continuité de l'appareil d'Etat. Ils prêtent en quelque sorte au «  *corps immortel du royaume »*. Si, habituellement, la notion de dette implique son remboursement, la notion de dette publique est quelque peu différente. En effet, cette dernière est définie par l'Insee<sup>65</sup> comme étant «  *l'ensemble des emprunts que ce dernier a émis ou garantis et dont l'encours résulte de l'accumulation des déficits de l'Etat »*. Il n'est alors pas mentionné que cet ensemble d'emprunts est voué à être remboursé. A l'évidence, l'Etat rembourse ses titres de dette arrivés à échéance. Mais qu'en est-il de la dette en elle-même, soit la somme de toutes les créances ? Dans son article intitulé En zone euro, la « dette publique » n'existe pas, Baptiste Bridonneau affirme que la notion de « dette publique » à l'échelle macroéconomique est impertinente. Selon lui, la dette publique n'est autre qu'une quantité de monnaie perpétuelle, auto-entretenu par la succession des émissions de créances de l'Etat.

### 1) *Peut-on encore parler de dette publique ?*

La dette publique au sens général peut être définie comme la somme de l'ensemble des emprunts émis par l'Etat. Cependant, bien que composée uniquement de contrats de dette publique, elle ne possède pas les mêmes propriétés que la somme de ses composantes. En effet, chaque contrat de dette doit être remboursé. En considérant que la dette publique représente la somme de ces créances, on pourrait affirmer que la dette publique doit être remboursée. Mais il n'en est rien, les Etats auront toujours la possibilité de faire rouler leur dette, soit émettre de nouveaux titres de dette pour rembourser les anciens. C'est d'ailleurs la raison pour laquelle un Etat n'aura jamais de difficultés à emprunter : les investisseurs n'achètent pas de titres de dette publique car l'Etat a la capacité de les rembourser grâce à ses ressources propres, mais parce que ce dernier est en mesure d'emprunter demain pour rembourser ce qu'il doit aujourd'hui. Selon André Orléan (2011) «  *cette analyse nous dit que les anticipations des agents ne sont pas tournées vers l'économie réelle, mais vers les anticipations des autres intervenants »*. Il nomme la croyance collective « convention », qui selon lui oriente les décisions des agents. Ces derniers ne pensent pas en fonction des variables économiques fondamentales (ratio dette/PIB, degré de

<sup>64</sup> Patrick Boucheron (2006), «  *Les Deux Corps du roi » d'Ernst Kantorowicz*, L'Histoire – n°315

<sup>65</sup> Insee, disponible sur <https://www.insee.fr/fr/metadonnees/definition/c1553>

soutenabilité), mais en fonction des autres agents. Orléan ajoute : « *pour se coordonner avec autrui, il suffit désormais de s'en remettre au comportement conventionnel* ». Ce comportement peut cependant comporter des biais importants, en cas notamment de perte de confiance de la part des investisseurs dans la capacité de l'Etat à rembourser ses créances. En effet, selon le schéma conventionnel précédemment décrit, il suffirait qu'une petite partie des investisseurs se mettent à douter pour que leurs doutes soient partagés à grande échelle, pouvant entraîner la banqueroute de l'Etat. Cette analyse est intéressante, puisqu'elle démontre bien que la dette publique à l'échelle macroéconomique ne comporte pas du tout les mêmes caractéristiques que la dette publique microéconomique. En effet, la dette publique « micro » est hermétique au mimétisme conventionnel, puisqu'elle est une somme de contrats de dette passés entre deux agents (l'Etat et son créancier). A l'inverse, la dette publique « macro », sans cesse roulée, est quant à elle largement exposée aux comportements conventionnels, pouvant participer à déclencher des prophéties auto réalisatrices (Merton, 1948). C'est d'ailleurs une des raisons qui a conduit la BCE à favoriser un climat de confiance sur les marchés en procédant au rachat d'actifs. Agissant en dernier ressort, la Banque centrale éloigne le risque de défaut souverain, se portant en quelque sorte garant de la solvabilité des Etats.

Il s'agit dès lors de distinguer deux approches opposées de la notion de dette publique. D'une part l'approche *contractualiste*, en considérant la dette publique comme un contrat passé entre l'Etat et ses créanciers. D'autre part l'approche *holiste*, selon laquelle le « tout » est irréductible à la somme des parties. Il devient alors possible de concevoir une totalité (la dette publique) ayant des propriétés différentes de celles de la somme des éléments dont elle est formée (les contrats de dette publique). L'approche holiste fait donc la distinction entre la dette publique macroéconomique et la dette publique microéconomique : toute somme de dettes publiques microéconomique doit être remboursée, sans que ce remboursement ne s'applique nécessairement à la dette macroéconomique. Cette approche permet d'ailleurs d'illustrer une critique récurrente faite au « réductionnisme », soit le fait d'expliquer des phénomènes de grande échelle par des phénomènes similaires de plus petite échelle. De cette analyse découle une question simple : si la dette considérée du point de vue holiste ou macroéconomique ne doit pas être remboursée, s'agit-il bien d'une dette ?

La notion de dette implique indirectement une obligation non accomplie, voire une souffrance, en témoigne la traduction du mot allemand *Schuld*, qui veut dire simultanément « dette » et « culpabilité ». A en croire Plutarque, il était d'usage en Crète antique que les bénéficiaires de prêts se servent directement dans le coffre de leur créancier, pour qu'en cas de non-remboursement ils puissent être accusés de vol. En Chine, la « dette karmique », notion bouddhiste médiévale, postulait que chaque péché commis dans les vies antérieures était équivalent à une dette qui devait être remboursée aujourd'hui. Or la dette publique macroéconomique représente-t-elle une culpabilité, voire une souffrance ? En étant nommée comme telle, oui. Dès lors que l'on désigne cette masse financière comme une dette, elle en acquiert les caractéristiques. C'est une somme qui traduit une mauvaise gestion, un déficit, une certaine irresponsabilité même... C'est d'ailleurs ce sentiment profond de *Schuld* qui sacralise autant la dette et en fait la cible privilégiée des économistes libéraux. Mais si la dette publique est définie comme telle, alors elle devient une priorité des politiques publiques. En effet, ne souhaitons-nous pas nous défaire de toute souffrance ou culpabilité ? Tous les autres impératifs lui sont dès lors subordonnés, et la dette devient « *une grande cause collective, analogue au*

*problème du réchauffement climatique* » (Lemoine, 2016). Selon Baptiste Bridonneau<sup>66</sup> : « *L'injonction au remboursement de la « dette publique » est tellement puissante, car enracinée dans son nom et sa définition, communément admise, que les dirigeants politiques peuvent être prêts à sacrifier les richesses de leur économie (c'est-à-dire leurs actifs, au sens comptable du terme) au nom du remboursement de cette « dette » (leur passif, au sens comptable toujours), comme observé pendant la crise des dettes souveraines.* ». Le seul choix de la sémantique peut dès lors avoir un impact non négligeable sur les mentalités, et donc sur les choix de politiques publiques.

## 2) *Quel impact sur les politiques publiques ?*

Si personne ne conteste le fait que l'Etat doit rembourser les titres de dette qui arrivent à échéance, plusieurs voix s'élèvent contre les politiques de rigueur budgétaire censées diminuer le stock de dette. En effet, en considérant qu'il n'existe pas de dette publique, l'austérité budgétaire se révèle inutile. Pour reprendre les mots de Baptiste Bridonneau<sup>67</sup> : « *Le meilleur moyen de désenvoûter la peur de la dette publique n'est donc pas d'en faire un plaidoyer, mais de montrer qu'elle n'existe pas. Si la quantité de monnaie utilisée dans le financement des déficits publics n'a pas vocation à être remboursée, autant considérer qu'il ne s'agit pas d'une dette.* » De plus, on constate depuis plus de 40 ans maintenant que le stock de dette publique n'a jamais diminué, et ce malgré plusieurs politiques de rigueurs successives. Ce stock est en perpétuelle évolution, et accompagne l'ensemble des politiques publiques suivant les différents aléas du marché. A l'échelle macroéconomique finalement, la dette publique ne serait qu'une masse financière servant à financer les déficits.

L'enjeu réside dès lors dans le financement et le contrôle de cette masse financière. Il s'agit de déterminer à partir de quel montant, de quel niveau d'inflation et de quel coût cette masse devient insoutenable pour les finances de l'Etat. Selon Stéphanie Kelton<sup>68</sup>, le déficit en lui-même n'est pas grave. Les Etats n'ont pas une obligation de rentabilité, mais une obligation de continuité, quel qu'en soit le coût. Bien que cet avis ne soit pas partagé de tous, il a le mérite de réviser le mythe du déficit, perçu comme une valeur sacrée inviolable. Protéger un déficit pour protéger un déficit n'a pas de sens, de même que la limite des 3% fixée par le PSC n'a, selon plusieurs économistes, aucune justification théorique tangible. Ces derniers défendent le déficit comme étant un outil au service des politiques publiques, et non un garde-fou de la bonne tenue des finances de l'Etat. Pour Stéphanie Kelton : « *Il faut dire que le déficit ajoute à la richesse : c'est une contribution financière qui enrichit d'autres secteurs de l'économie. Le déficit du gouvernement devient notre excédent. La dette publique est un instantané qui montre les contributions qui ont été faites par le gouvernement à l'économie.* ».

C'est d'ailleurs une idée partagée par les adhérents de la Théorie Monétaire Moderne, pour lesquels il n'y a traditionnellement « pas de problème de déficit mais un problème de langage ». Cela rejoint la distinction posée précédemment entre dette publique micro et macroéconomique. La Théorie Monétaire Moderne (TMM) repose cependant sur le principe que l'Etat émet lui-même sa monnaie, ce qui la rend difficilement applicable en zone euro. Quoiqu'il en soit, la

---

<sup>66</sup> Baptiste Bridonneau (2021), *En zone euro, la « dette publique » n'existe pas*

<sup>67</sup> *Ibid.*

<sup>68</sup> Stéphanie Kelton (2021), *Le Mythe du déficit*, éditions Les Liens qui Libèrent

TMM trouve plusieurs relais en France et en Europe, qui proposent d'y appliquer certains de ses principes, tels que le contrôle de la politique monétaire afin d'en faire un instrument de politiques publiques. Jézabel Couppey-Soubeyran et Jean-François Ponsot<sup>69</sup>, dans un article publié dans *The Conversation*, soulignent que « *Pour les tenants de la théorie monétaire moderne (...), un financement des dépenses publiques par un transfert direct et sans contrepartie de la banque centrale serait la meilleure option pour permettre aux États de piloter une relance de grande ampleur et de mener une politique d'employeur en dernier ressort.* » C'est ainsi que se traduirait la TMM en zone euro. Comme nous l'avons vu précédemment, cela supposerait une modification des traités, dont la probabilité reste aujourd'hui encore très faible.

Les partisans de la TMM soutiennent l'annulation de la dette publique, qui découle assez logiquement de leur postulat. Mais que penser de la TMM, et de cette volonté de laisser se creuser un déficit sous prétexte qu'il sert à financer l'économie ? En réalité, la TMM est incomplète. Elle repose sur deux piliers relativement incompatibles : la création monétaire et la maîtrise de l'inflation. D'une part la TMM affirme que les États ne devraient pas toujours chercher à réduire leur déficit, et que la dépense publique représente l'unique moyen de sauver/relancer une économie. D'autre part la TMM se donne comme unique limite l'inflation, qui serait la seule raison empêchant le creusement des déficits. Ce paradoxe rend la TMM difficilement applicable, dans le sens où la création monétaire « abusive » a pour principale conséquence une augmentation générale des prix. Certes, ses partisans soutiennent qu'aujourd'hui l'inflation est trop faible pour empêcher sa bonne réalisation, mais qu'en sera-t-il demain ? Les risques liés à l'inflation ont déjà été abordés au cours de ce travail.

---

<sup>69</sup> Couppey-Soubeyran, Ponsot (2020), *La monnaie et les économistes : je t'aime moi non plus !* *The Conversation*, disponible sur <https://theconversation.com/la-monnaie-et-les-economistes-je-taime-moi-non-plus-137610>

## Conclusion

A la question de savoir si l'annulation constitue une réponse adaptée, réaliste et efficace au redressement économique post-crise sanitaire, la réponse est non. La crise a certes creusé les déficits publics et fait chuter la croissance, mais elle exige plus que jamais des institutions financières et politiques solides. L'annulation ne ferait que fragiliser cet équilibre. D'une part, la BCE ne peut se permettre de perdre son indépendance, au risque de voir s'entrechoquer les différentes exigences de chacun des pays membres, à un moment où la discorde pourrait mettre en danger la zone euro. L'heure est plus que jamais à l'entente et à la coopération. L'annulation viendrait « *créer un problème là où il n'y en a pas* », selon Olivier Blanchard, et ferait perdre un temps précieux à l'Europe, au moment où la priorité est à la reprise économique, et non aux montages financiers inefficaces. Car, nous l'avons vu, l'annulation ne résoudrait rien sur le plan financier. Les prétendues nouvelles marges de manœuvre budgétaire n'existeraient pas, pour la simple raison qu'appauvrir la Banque centrale européenne, c'est appauvrir les Etats membres. En tant qu'actionnaires, ces derniers ne percevraient plus aucunes dividendes. De plus, lorsque la Banque centrale aurait des fonds propres négatifs, ce serait aux Etats membres de la recapitaliser.

Fragiliser la Banque centrale par une annulation des dettes publiques qu'elle détient est une opération plus que dangereuse. La fondation essentielle d'une Banque centrale et de sa politique est la confiance, à la fois des agents financiers, des entreprises, des ménages, des Etats. Sans confiance, la politique monétaire est inefficace, et présente de sérieux risques pour l'économie dont elle a la charge. En effet, comment assurer la bonne continuité de l'activité économique sans confiance en la monnaie ? Sans confiance en l'institution qui gère la monnaie, c'est toute une société qui s'effondre. Or aujourd'hui, les agents ont une confiance importante en la BCE, en témoigne le succès des politiques accommodantes de rachat d'actifs, qui permettent aux Etats d'emprunter à taux extrêmement bas. Les agents financiers acceptent volontiers de posséder de la monnaie banque centrale, car l'euro est considéré comme une monnaie forte. Dès lors, pourquoi porter atteinte à cette solidité en mettant en péril l'institution qui la garantit ? Le jeu de l'annulation n'en vaut pas la chandelle. Il s'agit plutôt de repenser la gouvernance économique nationale et européenne afin de l'adapter aux nombreux enjeux d'avenir identifiés au cours de ce travail.

L'annulation de la dette publique par l'Eurosystème est une idée qui peut paraître attirante, tant elle résoudrait des problèmes aux solutions pour l'instant coûteuses financièrement et même socialement. En effet, rembourser la dette publique ou du moins contenir le niveau d'endettement oblige souvent les pouvoirs publics à adopter des mesures strictes de rigueur budgétaire, fortement impopulaires. Parler d'annulation de la dette serait donc une alternative indolore, ayant une part de mystère aussi. Seulement, comme le rappelait le Président de la République, « il n'y a pas d'argent magique ». Le débat autour de l'annulation pourrait alors être symptomatique d'une société de la simplicité, d'une société de l'immédiat. Tout problème aurait une solution, et ce serait aux pouvoirs publics d'avoir le « courage » nécessaire pour la mettre en œuvre. Annuler la dette publique ce serait être disruptif, innovant, moderne et idéologique. Il semblerait plutôt que la réalité, aussi sombre qu'elle puisse être, n'entretient aucune illusion.

## Bibliographie

En raison du caractère opérationnel et actuel de ce travail, la grande majorité des sources sont électroniques, et citée au fil de la rédaction. Elles proviennent essentiellement de documents statistiques ou de rapports officiels. Ces quelques lectures ont cependant contribué à élargir les horizons de cette recherche.

Ancelet-Netter D. (2019) *La dette, la dîme et le denier*, Presses universitaires du Septentrion. 2019.

Badarau, C. Huart F. et Sangaré I. (2017) *Effets macroéconomiques de la mutualisation de la dette en union monétaire*, Revue économique.

Béaur G. (2019) *Les crises de la dette publique : XVIIIe-XXIe siècle*, Institut de la gestion publique et du développement économique. Comité pour l'histoire économique et financière de la France.

Cayla, D. (2015) *Dette : 5000 ans d'histoire*, Revue de la régulation.

Dissaux, T. (2014) *Dette de qui, dette de quoi ? Une économie anthropologique de la dette*, Revue de la régulation.

Gagnebin, J-M. (2019) *Faute, culpabilité et dette*, Études Ricoeuriennes.

Généreux J. (2021) *La dette publique : précis d'économie citoyenne*. Seuil.

Lemoine, B. (2021) *L'ordre de la dette maintenu "whatever it takes" : après l'argent "magique", le retour aux sacrifices ?* Mouvements, n° 105

Lemoine, B. (2016) *L'ordre de la dette*, La Découverte.

Pébereau M. et al. (2006) *La France face à sa dette : rapport de la Commission sur la dette publique présidée par Michel Pébereau*, R. Laffont.

Raffinot M. Marin F. (2019) *La dette des pays en développement*, La Découverte.

Sarthou-Lajus N. (2012) *Éloge de la dette*. Presses Universitaires de France.

Teper B. (2012) *Néolibéralisme et crise de la dette*. Osez la république sociale.