

L'union monétaire européenne doit trouver son pendant budgétaire »

L'Agefi a invité deux économistes à confronter leurs points de vue – opposés – sur l'annulation de la dette publique détenue par la Banque centrale européenne (BCE).



LAURENCE SCIALOM,
professeure à l'Université Paris-Nanterre, Economix UMR CNRS



ANNE-LAURE DELATTE, économiste
au CNRS Laboratoire d'Économie de
l'Université Paris-Dauphine PSL

Laurence Scialom, vous faites partie du collectif de 150 économistes pour l'annulation des 25 % de dettes publiques détenues par la Banque centrale européenne (BCE). Pourquoi cette proposition ?

LAURENCE SCIALOM - Pour commencer, il s'agirait d'annuler uniquement la part détenue par la BCE, pas les dettes détenues par d'autres créanciers. Et il ne s'agirait pas de réduire l'endettement public mais de dégager, dans les proportions de l'annulation, des marges de manœuvre budgétaires pour des investissements publics d'avenir, au premier rang desquels la transition écologique et sociale, la recherche et la santé. Les

justifications de cette proposition sont les suivantes. Le contexte macroéconomique était marqué, avant même la pandémie, par une baisse de la croissance potentielle, par un endettement excessif des acteurs privés (notamment les entreprises, en France) et par des pressions déflationnistes. Notre proposition prend en compte à la fois ce contexte macroéconomique et le fait que la BCE ne parvient pas à atteindre sa cible d'inflation depuis 2013, en dépit d'une politique ultra-accommodante, du programme d'achats (QE) depuis 2015 et de taux d'intérêt au plancher. Gardons toujours à l'esprit qu'une banque centrale sait lutter contre l'inflation, pas contre la déflation.

Ce scénario d'enlisement dans une situation de croissance très faible, de déflation rampante, de zombification de nombreuses entreprises est d'autant plus probable avec une union monétaire sans union budgétaire. La zone euro souffre d'un manque d'investissements publics depuis trop longtemps, et seule la BCE en assure actuellement la pérennité en refermant les *spreads* (écarts entre taux, NDLR). Mais jusqu'à quand ? Le risque est que les États membres soient de nouveau soumis rapidement à des contraintes budgétaires, comme le souhaitent les Allemands. Tout cela fait peser un risque d'éclatement de la zone euro à court terme. La fragilité de la zone euro tient bien dans le fait d'avoir une seule monnaie pour 19 dettes souveraines. C'est la faille originelle ! L'euro n'est pas une monnaie souveraine, contrairement au dollar qui, lui, est adossé à un budget fédéral.

Y a-t-il d'autres enjeux ?

LAURENCE SCIALOM - Au-delà de ce contexte macroéconomique, une autre justification tient à l'urgence climatique. Au rythme d'émission de gaz à effet de serre d'avant la pandémie, nous avons dix ou quinze ans avant d'épuiser notre budget carbone si on veut rester sous le seuil d'augmentation de 1,5°C. Au-delà, il y a des risques de bifurcation et d'emballement des dérèglements climatiques. Les deux sujets sont au centre de notre proposition, qui tient compte de cette temporalité courte : la construction européenne est lente, nous n'avons pas ce temps long pour agir. Les plans Biden, avec des investissements publics massifs aux États-Unis, viennent renforcer le bien-fondé de notre idée. Ils pourraient créer des tensions inflationnistes que nous risquons d'importer avec une possible dépréciation de l'euro. Si la BCE atteint finalement sa cible d'inflation du fait des composants les plus volatils de celle-ci (matières premières) stimulés par les plans américains et la dépréciation de l'euro, elle risque d'avoir plus de mal à justifier sa politique de QE. Nous ne voyons donc pas d'autre solution institutionnelle rapide, et nous pensons que discuter d'une telle option permet de l'avoir à disposition si jamais la zone euro se trouve au bord de l'éclatement.

Quels sont les arguments de 80 autres économistes qui, comme vous, sont contre ?

ANNE-LAURE DELATTE - Tout d'abord, nous sommes globalement d'accord à la fois sur le diagnostic macroéconomique et sur l'objectif de relancer l'économie et la transition sociale et écologique grâce aux investissements publics. Nous craignons également un retour de l'austérité budgétaire – le ministre de l'Économie Bruno Le Maire en reparlait déjà en juillet 2020 alors que nous étions très loin d'être sortis de cette crise, comme on le voit. Les récents rapports de MM. Bayrou ou Arthuis posent aussi question... Nous pensons également que la zone euro est fragile, et qu'il y a un problème de coordination politique pour à la fois réformer l'Europe et sortir des risques de déflation évoqués. Cela dit, il ne nous semble pas que la solution d'annuler la dette BCE soit une solution pérenne : elle ne peut être employée qu'une seule fois, or il est possible que

nos sociétés aient à vivre plusieurs crises (pandémiques et climatiques) dans les années et décennies à venir, avec à nouveau le besoin de sauver l'économie par recours aux finances publiques. Quant à la crainte de l'austérité budgétaire, elle n'est pas une question de seuil particulier : souvenez-vous que les discours austéritaires étaient



—LAURENCE SCIALOM

Notre idée tient compte d'une temporalité courte, au contraire de la construction européenne »

nombreux quand le stock de dette était au-dessous de 100 % du PIB. Il faut changer de « logiciel ». D'un point de vue plus financier, nous n'avons absolument aucune certitude de la réaction qu'auraient les marchés. Deux comportements seraient possibles : l'investisseur pourrait se dire que la dette publique devient plus soutenable, car le ratio dette/PIB (produit intérieur brut, NDLR) devient moins élevé, mais il ou elle pourrait aussi avoir une réaction de défiance, se demandant s'il ou elle ne sera pas le prochain créancier à voir sa part annulée. En réalité, une telle approche unilatérale de la banque centrale pose la question de la confiance dans l'euro, qui est un bien collectif essentiel. Nous sommes vraiment incapables de dire comment les marchés réagiraient et, dans le doute, il nous semble qu'il faut chercher d'autres solutions.

Quant à la « deuxième jambe » du projet, qui consiste à orienter l'investissement public ainsi « libéré », il n'y a pas de doute sur les besoins d'investissements publics, mais c'est la politique budgétaire, c'est-à-dire l'impôt, qui peut les financer. En effet, le financement des dépenses publiques est au cœur du contrat social, et doit donc faire l'objet d'un processus démocratique. Passer par un organisme public indépendant, non élu, comme la BCE revient à s'extraiter du processus démocratique. C'est dangereux au moment où la décision politique est en mal de légitimité.

LAURENCE SCIALOM - Soyons clairs : il ne s'agit pas de réduire le ratio d'endettement public mais de dégager des marges de manœuvre budgétaires pour un même niveau d'endettement public, les nouveaux investissements se faisant par émission d'une nouvelle dette. Nous sommes d'accord : la dette publique n'est pas un problème en soi mais si nos dirigeants pensent que c'est un problème, cela le devient.

Certains avancent que l'annulation des dettes à l'actif de la BCE, alors traduite en fonds propres négatifs au passif, aurait pour effet de réduire la confiance dans sa capacité à contrer l'inflation...

LAURENCE SCIALOM - Certains craignent en effet que les annulations de dette publique par la BCE alimentent



Retrouvez
l'intégralité
de ce débat
sur
www.agefi.fr



→ Inflation. Précisons qu'il ne s'agit pas d'injecter davantage de monnaie, mais d'empêcher que celle qui a déjà été créée lors de l'achat des titres publics sur le marché secondaire par la BCE ne soit détraquée au moment du remboursement des titres arrivés à échéance. Le passif d'une banque centrale est composé quasi intégralement de la monnaie dite « banque centrale » qu'elle crée *ex nibilo*, sans limite. En d'autres termes, une banque

Notre proposition est de nature à renouer le lien de confiance avec les citoyens européens par un acte de souveraineté majeur

— LAURENCE SCIALOM



centrale n'est pas endettée au sens usuel du terme. La monnaie fiduciaire n'a pas de valeur intrinsèque, elle n'est pas adossée à un métal précieux, la confiance qu'on lui porte est uniquement le reflet de la confiance des acteurs économiques dans sa pérennité, et donc dans l'ordre économique et social de son espace de circulation. Dans la mesure où notre proposition est de nature à éloigner le spectre d'une crise de dette souveraine, et à donc de l'euro, et à assurer un avenir plus radieux écologiquement, je ne vois pas pourquoi la confiance dans l'euro serait entamée. On connaît la mesure de la parole de la banque centrale, elle devra se faire entendre.

Pour revenir sur l'argument démocratique, il ne s'agit pas que la BCE décide unilatéralement de cette annulation, et encore moins des investissements d'avenir ; cela ne peut se faire que par un accord politique au plus haut niveau, un acte refondateur autour d'une Europe plus sociale et écologique, exactement de la même manière que si l'on doit réformer fortement les règles budgétaires. Notre proposition est de nature à renouer le lien de confiance avec les citoyens européens par un acte de souveraineté majeur, qui nous donnerait un avenir commun centré sur la préservation d'un bien commun.

Quid de l'idée de cantonnement avancée par le ministre de l'Économie ?

ANNE-LAURE DELATTE - La solution a déjà été utilisée plusieurs fois par le passé (Raymond Poincaré en 1926, Jacques Chirac en 1986, Alain Juppé en 1996) ! Mais cela n'a aucun sens, surtout avec des taux quasi nuls aujourd'hui ! En effet, un Etat peut rouler sa dette indéfiniment puisque, au contraire de vous ou moi (ou d'une entreprise), l'Etat ne meurt jamais. Or cantonner la dette signifie s'engager à la rembourser dans un temps imparti. On s'impose donc une contrainte inutile.

Comment rembourse-t-on une dette ensuite ? Par une augmentation des impôts, par une baisse des dépenses ou par une hausse de la croissance. Bruno Le Maire nous dit qu'il n'augmentera pas les impôts. Mais une

croissance de 1,5 % par an permettrait de baisser le stock de dette de 120 % à 100 % du PIB en... 248 ans ! Et en réalité, il l'a déjà fait l'été dernier en transférant une nouvelle partie de la dette sociale à la Cades et en prolongeant pour dix ans un impôt régressif (la CRDS), qui était législativement inscrit pour disparaître en 2023. La décision d'amortir la dette Covid ferait donc peser tout le poids sur la baisse des dépenses publiques, ce qui n'est ni une mesure « cosmétique » ou comptable, ni la mesure appropriée.

Quelles sont vos propositions alternatives ?

ANNE-LAURE DELATTE - Plutôt que d'annuler la dette détenue par la banque centrale « au bénéfice » des créanciers privés, nous défendons l'idée de taxes progressives (sur les plus riches et sur les multinationales) pour dégager des marges budgétaires. Depuis presque deux décennies, les économies développées sont prises au piège d'une croissance ralentie à cause notamment de fortes inégalités et de l'accumulation d'épargne chez les plus aisés. Un transfert budgétaire qui donnerait du pouvoir d'achat aux 20 % les plus pauvres permettrait de soutenir la demande et de soutenir la croissance. La

Nous défendons l'idée de taxes progressives sur les plus riches et sur les multinationales

— ANNE-LAURE DELATTE



politique actuelle fait l'inverse : elle favorise les plus riches. Nous proposons donc de financer les investissements d'avenir par une réforme fiscale de grande ampleur, comme ce qui se fait aux

Etats-Unis actuellement.

Nous pensons également qu'il faut réduire la part de la dette publique sur les marchés financiers car ils ont tendance à mettre la pression au pire moment. Rappelons que la dette publique française n'est entièrement financée sur le marché que depuis 1985. Avant, il existait un circuit du Trésor qui permettait de mobiliser l'épargne en la réglementant plutôt qu'en passant par le marché. En réalité, la BCE a déjà sorti aujourd'hui une partie du stock de dette publique des marchés (20 % environ pour la France). Mais nous pensons qu'il ne faut pas dépendre de la BCE qui n'est pas soumise au contrôle démocratique. Nous préférons réfléchir à un circuit du Trésor du XXI^e siècle.

LAURENCE SCIALOM - L'idée d'une nouvelle fiscalité nous renvoie à la spécificité de la zone euro. Si la Californie ou le Texas se retrouvent très endettés, la question de leur sortie du dollar ne se pose pas

La BCE engagerait une annulation progressive jusqu'à ce qu'elle ait « comblé » le déficit d'inflation

— LAURENCE SCIALOM



pour autant car les Etats-Unis ont une monnaie souveraine, une constitution commune et un budget fédéral. Plutôt que de repolitiser les questions budgétaire et fiscale, notre proposition revient à repolitiser la monnaie qui, dans la construction européenne, a été conçue d'un point de vue purement technique, niant sa dimension hautement politique. Or celle-ci réapparaît historiquement toujours au moment des crises.

ANNE-LAURE DELATTE - C'est vrai que l'Europe n'a ni Constitution, ni même de véritable Parlement : qu'est-ce qu'un Parlement qui ne peut pas lever d'impôts ? Mais le plan de relance adopté par l'Union européenne en juillet 2020 nous apporte de l'espoir : c'est une première, on parle de réfléchir à des ressources propres, encore bien trop faibles par rapport aux besoins certes, mais c'est un pas important. Il y a en Europe un problème bien identifié de coordination et de représentation politiques. Nous avons fait des propositions avec le collectif T-don (dont fait partie Thomas Piketty) visant à créer une nouvelle assemblée parlementaire composée de députés nationaux (donc issus de l'Assemblée nationale pour nous) pour un noyau dur de pays (Allemagne, France, Italie, Espagne) qui donneraient l'exemple – il existe d'ailleurs déjà une assemblée franco-allemande depuis 2019. Cela permettrait de donner une légitimité pour lever un impôt en commun. J'entends l'argument selon lequel l'annulation de la dette peut être un outil rapide en cas de crise, mais pourquoi dépenser tout le capital de négociation politique pour quelque chose qui n'est pas forcément souhaitable si on n'est pas sûr de la réaction des marchés ?

Comment rendre l'idée compatible avec le mandat de la banque centrale ?

LAURENCE SCIALOM - Comme la BCE a fait son explication de texte « *whatever it takes* » à destination des marchés en 2012, il faut qu'elle la fasse à destination des citoyens. Techniquement, l'opération ne consisterait pas en une annulation de 3,000 milliards d'un coup, mais en un système durable, qui pourrait s'étaler sur plusieurs années en lien avec le déficit d'inflation considérable cumulé dans la zone euro depuis 2013. On pourrait partir du principe que la BCE engage cette annulation progressive jusqu'à ce qu'elle ait « comblé » le déficit d'inflation. La cible ne serait plus annuelle, mais pluriannuelle. Cela lui

permettrait d'atteindre son objectif tout en revivifiant l'économie au travers des investissements d'avenir. Le risque de dérapage inflationniste serait limité par le fait que ces investissements stimuleraient tant l'offre que la demande.

ANNE-LAURE DELATTE - Nous préférons appeler à une véritable coordination monétaire-budgétaire visant, pour la banque centrale, à stabiliser les *spreads* à un niveau bas pour assurer de bonnes conditions de financement aux Etats.

N'est-ce pas un débat politique « gauche/droite » classique sur la manière de financer les investissements ? Peut-on parler « en même temps » de croissance d'avenir et de transition écologique ?

LAURENCE SCIALOM - La transition écologique ne peut pas être financée par les marchés. La rentabilité anticipée prise en compte dans l'activité de financement est celle appropriable par ceux qui financent, et les acteurs privés ne tiennent pas compte des baisses d'émissions dans leur choix financiers. Par ailleurs, ils sous-estiment également les risques liés au financement du « brun ». Bref, un bien public mondial comme la préservation du climat – du fait des externalités positives pour le « vert » et négatives pour le « brun » – ne peut être financé par des mécanismes financiers classiques. Enfin, permettre des investissements massifs dans la rénovation thermique des bâtiments, dans les transports collectifs ou mobilités douces n'empêche pas de promouvoir une économie de la sobriété pour tendre vers la neutralité carbone.

Une véritable coordination monétaire-budgétaire assurerait de bonnes conditions de financement aux Etats

— ANNE-LAURE DELATTE

ANNE-LAURE DELATTE - Je suis d'accord, mais cela nous ramène au découplage entre la BCE et les Etats qui décident des budgets. On ne peut imaginer que la banque centrale fixe la conditionnalité d'annuler les dettes sous réserve que les Etats investissent bien dans des technologies vertes, sobres ou dans des projets socialement souhaitables. Quelle légitimité démocratique peut-elle avoir pour dicter cela aux Etats ? Et si elle ne peut les fixer, on court le risque d'annuler des dettes pour que, en leur donnant le choix, les Etats utilisent les prochaines dettes uniquement pour de la croissance non verte, non durable, non sociale. ☒

Propos recueillis par Fabrice Anselmi

