

PAR FRANÇOIS ECALLE

20 juin 2024, 13:02, mis à jour le 20 juin 2024, 16:46

François Ecalle : "Le futur gouvernement devrait se donner formellement un objectif de réduction du déficit"

L'économiste François Ecalle revient dans cette tribune sur les enjeux des prochaines élections législatives pour les finances publiques. *"Il faudrait au minimum que le futur gouvernement évite les mesures les plus coûteuses, quitte à renoncer à des promesses de campagne et à décevoir ses électeurs, et se donne formellement un objectif de réduction du déficit public crédible et acceptable par la Banque centrale européenne et nos partenaires européens",* affirme le président de Fipeco.



À la fin de 1997, année retenue pour apprécier le respect des critères d'entrée dans la zone euro, la dette publique de la France représentait 62 % du PIB et se situait au septième rang parmi les 20 pays qui constituent aujourd'hui cette zone. À la fin de 2023, elle atteignait 110 % du PIB et se plaçait au troisième rang. Cette augmentation de notre endettement résulte de l'accumulation de déficits, qui se situent sur une tendance croissante depuis cinquante ans. Le déficit public de la France s'élevait ainsi à 5,5 % du PIB en 2023, ce qui en faisait le deuxième le plus important de la zone euro.

La dette publique ne peut cependant pas augmenter indéfiniment, car les créanciers d'un État finissent par douter de sa capacité à emprunter toujours suffisamment pour pouvoir rembourser ses dettes anciennes et financer le déficit de l'exercice en cours. Ils ajoutent alors une prime de risque importante au taux d'intérêt demandé pour souscrire à ses obligations. Cette hausse des taux d'intérêt ne peut qu'aggraver le déficit et la dette et renforcer leurs craintes. La prime de risque peut donc être de plus en plus forte et la dette peut s'emballer et devenir incontrôlable. Certains créanciers finissent alors par refuser de prêter à l'État, même à des taux très élevés. Étant dans l'incapacité non seulement de rembourser ses dettes mais aussi de payer l'excès de ses dépenses par rapport à ses recettes, l'État concerné doit alors immédiatement prendre des mesures drastiques de hausse des impôts ou de baisse des dépenses.

Si la dette publique de la France a toujours augmenté lorsque la conjoncture était mauvaise, elle n'a jamais été réduite significativement lorsque l'activité économique y était favorable.

Les économistes ne savent pas dire à quel niveau d'endettement public se déclenche une telle crise. Ils disent seulement que la dette publique est "soutenable", et qu'une telle crise est ainsi évitable, si l'État montre qu'il est capable de la stabiliser à moyen terme, en pourcentage du PIB. Elle peut et doit augmenter dans les périodes de récession ou de fort ralentissement économique, mais il faut alors pouvoir la réduire quand la conjoncture est meilleure.

Or si la dette publique de la France a toujours augmenté lorsque la conjoncture était mauvaise, elle n'a jamais été réduite significativement lorsque l'activité économique y était favorable. Elle est donc insoutenable si on retient cette définition économique de la soutenabilité.

Jusqu'à présent, les acteurs des marchés financiers ne semblent pas s'en être fortement inquiétés. D'autres pays, notamment l'Italie dans la zone euro, sont dans une situation financière difficile et la France bénéficie d'atouts importants. Les agences de notation mettent ainsi souvent en exergue la solidité de nos institutions et elles ont continué à le faire malgré l'absence de majorité présidentielle à l'Assemblée nationale depuis deux ans. Le résultat des prochaines élections pourrait les conduire à revoir cette appréciation.

Beaucoup d'acteurs des marchés financiers pensent surtout que la Banque centrale européenne interviendra pour empêcher le taux d'intérêt des obligations publiques françaises de monter trop haut et calmer tout mouvement de panique. Elle a en effet, depuis le "whatever it takes" de Mario Draghi en 2012, les moyens juridiques et financiers d'acheter des titres publics d'un État en difficulté pour une quantité illimitée. Elle ne peut cependant pas intervenir sans condition.

La première condition est le respect des règles budgétaires européennes. Celles-ci viennent de changer et sont plus complexes que les précédentes. On peut néanmoins penser qu'elles conduiront à nous demander un effort de redressement des comptes publics de l'ordre de 0,4 point de PIB, soit environ 12 milliards d'euros, chaque année, par des économies sur les dépenses publiques ou par des hausses d'impôts. C'est à peu près l'effort annuel inscrit dans le programme de stabilité pour 2024 à 2027 que le gouvernement a transmis en avril dernier à la Commission européenne et qu'il n'a pas "documenté", comme dit la Cour des comptes, tant il est politiquement difficile à mettre en œuvre. Il ne suffit pourtant pas pour stabiliser la dette fin 2027 à son niveau de fin 2023 et il devrait donc être poursuivi au-delà de 2027.

Après des années de taux quasi nuls, la charge d'intérêts de la dette publique ne peut que s'accroître dans les années qui viennent.

La deuxième condition d'une intervention de la BCE est la soutenabilité de la dette publique de l'État concerné. La BCE peut aider un pays dont les titres publics font l'objet d'attaques purement spéculatives sur les marchés financiers mais elle ne peut pas soutenir un pays dont l'endettement est insoutenable. Cette deuxième condition revient à peu près à réaliser les efforts requis par les règles budgétaires européennes tout en laissant à la BCE une marge d'interprétation de la situation du pays considéré.

Ces efforts de redressement des comptes publics seront d'autant plus difficiles à faire que certaines dépenses devront être augmentées, en faveur notamment de la transition

climatique et de la défense. En outre, après des années de taux quasi nuls, la charge d'intérêts de la dette publique ne peut que s'accroître dans les années qui viennent.

En attendant un chiffrage indépendant et précis des programmes présentés par les principaux partis, ou alliances électorales, en vue des prochaines élections législatives, l'estimation du coût des programmes de la campagne présidentielle de 2022 par l'Institut Montaigne peut donner une idée de leur impact potentiel. Compte tenu des économies, ou des hausses d'impôts, qui avaient été annoncées, leur coût était de l'ordre de 200 milliards d'euros pour celui de Jean-Luc Mélenchon, de 100 milliards d'euros pour celui de Marine Le Pen et de 40 milliards d'euros pour ceux d'Emmanuel Macron et Valérie Pécresse. Ceux des autres candidats n'avaient pas fait l'objet d'une estimation d'ensemble.

Il est donc très probable que la dette publique de la France continuera à augmenter dans les prochaines années, ce qui pourrait perturber les marchés financiers.



Si le Front populaire ou le Rassemblement national formaient un gouvernement à l'issue des élections, il est probable que leurs responsables oublierait une partie de leurs promesses de campagne.

L'écart entre les taux à 10 ans des obligations publiques émises par un pays et l'Allemagne (le *spread*) est le principal indicateur de leur inquiétude s'agissant de la soutenabilité de la dette de ce pays. Or l'écart entre les taux français et allemand a

nettement augmenté depuis les élections européennes et la dissolution de l'Assemblée nationale, reflétant probablement la crainte d'une instabilité politique et de la mise en œuvre, même partielle, de certains programmes.

Cet écart reste néanmoins modéré. Plusieurs scénarios politiques sont en effet envisageables et, si le Front populaire ou le Rassemblement national formaient un gouvernement à l'issue des élections, il est probable que leurs responsables oublieraient une partie de leurs promesses de campagne, éventuellement à la suite d'un nouvel audit des finances publiques. Le discours de politique générale du futur Premier ministre devrait permettre aux acteurs des marchés financiers d'y voir plus clair.

On ne peut alors pas exclure un scénario semblable à celui que le Royaume-Uni a connu il y a presque deux ans. La Première ministre Liz Truss a alors présenté un budget avec des baisses d'impôts et des hausses de dépenses risquant d'entraîner une forte hausse de la dette publique. Les acteurs des marchés financiers se sont inquiétés, les taux d'intérêt ont fortement monté, la Banque d'Angleterre est intervenue et Liz Truss a été contrainte d'abandonner son programme et de démissionner seulement quarante-quatre jours après son entrée en fonction.

On ne peut pas non plus exclure que la nouvelle majorité maintienne son programme et que la BCE intervienne néanmoins pour éviter un défaut de paiement de la France, celle-ci étant *too big to fail*, comme disent les banquiers. D'autres pays, comme l'Italie, pourraient alors suivre l'exemple français en laissant filer leur dette.

Les tensions entre les pays de la zone euro et de l'Union européenne se renforceraient alors fortement et il deviendrait très difficile de définir des politiques communes. Les

"pays du club Méditerranée", comme disent parfois les Allemands, ne chercheraient pas à sortir de la zone euro, car les dirigeants opposés à la monnaie unique y ont compris qu'ils avaient intérêt à y rester, à commencer par la Grèce.

En revanche, on ne peut pas exclure l'arrivée au pouvoir, dans un pays du nord, d'un parti populiste porté par des slogans du type "Nous ne voulons plus payer prêter notre épargne aux pays du club Méditerranée". Cet argument pourrait avoir une importante force de conviction si l'âge minimal de la retraite était ramené à 60 ans en France alors qu'il est supérieur à 66 ans dans des pays comme l'Allemagne et les Pays-Bas.

Pour éviter de tels scénarios, il faudrait au minimum que le futur gouvernement évite les mesures les plus coûteuses, quitte à renoncer à des promesses de campagne et à décevoir ses électeurs, et se donne formellement un objectif de réduction du déficit public crédible et acceptable par la BCE et nos partenaires européens.