

FIPECO le 18.11.2020
Les commentaires d'actualité

Les limites de l'endettement public

François ECALLE

La dette publique de la France, exprimée en pourcentage du PIB, aura fortement augmenté à la fin de 2020 et augmentera probablement encore au cours des années suivantes (cf. [billet du 14 octobre](#)). Dans ce contexte, beaucoup de nos compatriotes se demandent s'il existe des limites à l'endettement qu'il ne faudrait pas dépasser. Le présent billet apporte un éclairage sur cette question en rappelant d'abord l'analyse « traditionnelle » de la soutenabilité de la dette publique puis en examinant en quoi elle doit être amendée pour tenir compte de la faiblesse des taux d'intérêt, de la détention d'une grande partie de la dette publique par la banque centrale et des particularités de la zone euro.

Il est impossible de déterminer un seuil d'endettement au-delà duquel se déclenche une crise des finances publiques imposant des mesures drastiques de redressement car sa survenue dépend de nombreux paramètres souvent non quantifiables et spécifiques à chaque pays et à chaque période. Pour éviter une telle crise, il faut être capable de stabiliser la dette en pourcentage du PIB, à n'importe quel niveau. C'est une condition nécessaire de sa soutenabilité mais elle n'est pas suffisante car le niveau auquel elle est stabilisée n'est pas indifférent : plus il est élevé, plus le risque de crise est important.

Si le taux d'intérêt apparent de la dette est supérieur au taux de croissance du PIB en valeur, hypothèse habituelle de l'analyse traditionnelle de sa soutenabilité, il faut, pour la stabiliser, dégager un excédent primaire (hors intérêts) égal à un excédent dit stabilisant qui est d'autant plus élevé que la dette est importante. Si l'endettement est nécessaire quand la conjoncture est mauvaise, il faut le réduire quand elle est bonne pour ne pas avoir à dégager un excédent primaire inatteignable pour stabiliser la dette.

Si son taux d'intérêt est inférieur au taux de croissance du PIB, ce qui pourrait être le cas pendant longtemps, le maintien d'un déficit primaire à un certain niveau, quel qu'il soit, permet toujours de stabiliser la dette. Elle pourrait donc être toujours soutenable. Cependant, elle peut ainsi être stabilisée à un niveau tellement haut qu'une crise est probable bien avant qu'il ne soit atteint. En outre, l'écart entre taux d'intérêt et taux de croissance pourrait redevenir positif à plus ou moins long terme.

Surtout, quel que soit le taux d'intérêt, une hausse continue du déficit public, en pourcentage du PIB, entraîne la dette sur une trajectoire indéfiniment ascendante. Or, à législation fiscale inchangée, il faut que la croissance des dépenses publiques soit inférieure ou égale à celle du PIB pour éviter une hausse du déficit. Si la croissance des dépenses est toujours plus forte que celle du PIB, une augmentation des impôts ne pourrait permettre de stabiliser la dette que si elle était indéfiniment répétée.

S'agissant de la France, si la croissance potentielle est durablement de 1,0 % après la sortie de crise, la croissance des dépenses en volume devra être au plus de 1,0 % par an,

alors qu'elle a été difficilement ramenée à 1,1 % dans les années 2011 à 2019, pour contenir le déficit et ne pas mettre la dette sur une trajectoire indéfiniment ascendante.

Les banques centrales peuvent accorder des conditions favorables de financement aux Etats tant que l'inflation ne repart pas. Si les perspectives actuelles d'évolution de l'inflation sont incertaines, on ne peut pas exclure son retour, surtout si les déficits publics s'accroissent continument. Un peu d'inflation pourrait d'abord faciliter la maîtrise de la trajectoire d'endettement. Mais le retour de l'inflation serait aussi porteur de risques. En effet, les banques centrales devraient alors relever les taux d'intérêt et réduire le financement des Etats, qui seront davantage exposés à l'appréciation des marchés sur leurs fondamentaux et se trouveront dans une situation d'autant plus difficile que leur dette aura plus augmenté.

La zone euro présente les particularités suivantes : des règles juridiques visant à éviter les déficits et dettes publics excessifs ; une capacité d'emprunt de l'Union européenne, à la suite du Conseil de juillet 2020, qui est très limitée ; une capacité d'intervention de la BCE pour soutenir un Etat qui n'est illimitée que dans des conditions strictes.

Au total, s'il n'existe pas de limite précise, un Etat ne peut pas s'endetter indéfiniment et prend des risques en s'endettant plus. Pour réduire ces risques, une fois sortis de la crise actuelle, il faudra maintenir la croissance des dépenses publiques au-dessous de celle du PIB potentiel.

A) L'analyse traditionnelle des limites de l'endettement public

1) Un endettement excessif risque d'entraîner une crise

Un Etat en déficit¹, comme en France depuis 45 ans, rembourse ses dettes en réempruntant simultanément les montants nécessaires à ces remboursements. Il doit en outre emprunter pour financer le déficit de l'exercice en cours.

La dette publique ne peut pas augmenter indéfiniment car les créanciers de l'Etat finissent par douter de sa capacité à emprunter suffisamment pour pouvoir toujours rembourser ses dettes anciennes et financer son déficit. Dans ses conditions, ils pensent prendre un risque en continuant à souscrire à ses emprunts et ajoutent une « *prime de risque* » importante au taux d'intérêt qu'ils exigent pour continuer à y souscrire. Cette hausse des taux d'intérêt ne peut qu'aggraver le déficit et la dette et renforcer les craintes des créanciers.

La prime de risque peut donc être de plus en plus forte et la dette peut s'emballer et devenir incontrôlable. Certains créanciers finissent par refuser de prêter à l'Etat, même à des taux très élevés. Etant dans l'incapacité non seulement de rembourser ses dettes mais aussi de payer l'excès de ses dépenses par rapport à ses recettes, l'Etat doit alors immédiatement équilibrer ses recettes et ses dépenses en augmentant les impôts et/ou en coupant dans ses dépenses.

Cependant, un Etat proche de la cessation de paiement fait généralement appel à des institutions internationales qui jouent le rôle de prêteur en dernier ressort, comme le FMI ou le

¹ Cette note parle de l'Etat pour simplifier mais le déficit et la dette publics sont ceux de l'ensemble consolidé des administrations publiques (Etat, collectivités locales, administrations de sécurité sociale et organismes publics non-marchands contrôlés par l'Etat ou par des collectivités locales).

mécanisme européen de stabilité (MES) dans la zone euro. Leur aide financière n'est pas illimitée et elle n'est pas sans contrepartie, la principale étant la mise en œuvre de mesures de rééquilibrage des comptes publics souvent douloureuses pour la population et traduisant une perte de souveraineté. Celle-ci réside en effet pour une large part dans le pouvoir de lever l'impôt et d'en affecter le produit aux dépenses votées par le Parlement.

Les créanciers de l'Etat considéré peuvent accepter de restructurer leurs créances (en différant le remboursement du principal et/ou en réduisant le taux d'intérêt) et de continuer à le financer s'il arrive à les convaincre que cela leur coûtera moins cher que de perdre la totalité de leurs créances. Il est très difficile de prévoir le résultat de ces négociations et l'importance des mesures de redressement imposées à l'Etat défaillant, d'une part, et des pertes des créanciers, d'autre part. En outre, ces pertes sont largement répercutées par les créanciers (banques, compagnies d'assurances...) sur leurs clients. Comme les établissements financiers d'un pays ont souvent beaucoup de créances sur leur propre Etat, les ménages de ce pays peuvent beaucoup y perdre.

2) La capacité de stabiliser la dette est une condition nécessaire de sa soutenabilité

Si la dette publique ne peut pas augmenter indéfiniment, le seuil d'endettement au-delà duquel se déclenche une crise des finances publiques est impossible à déterminer précisément parce qu'il dépend de nombreux paramètres souvent non quantifiables et spécifiques à chaque pays et à chaque période.

Le Japon n'éprouve pas de difficultés pour financer son déficit et rembourser une dette publique supérieure à 200 % du PIB depuis 2011² mais il détient des actifs nets considérables sur les autres pays. La position globale de l'ensemble des agents économiques du pays vis-à-vis de l'extérieur est un paramètre essentiel.

La pertinence et la crédibilité de la politique économique suivie en sont également, de même que la capacité à augmenter les impôts ou à réduire les dépenses publiques si nécessaire. Le degré probable de solidarité des pays voisins, notamment au sein d'une union économique et monétaire, doit aussi être pris en compte. La situation relative de l'endettement public par rapport à celle des pays comparables est enfin un élément important.

Les économistes considèrent que la dette publique est « soutenable », c'est-à-dire ne risque pas de conduire à un défaut de paiement ou à une situation proche, si l'Etat est capable de la stabiliser en pourcentage du PIB à un certain horizon³.

Pouvoir stabiliser le ratio dette / PIB, à n'importe quel niveau et à n'importe quel horizon, et éviter ainsi un emballement incontrôlé de la dette est une condition nécessaire de sa soutenabilité mais ce n'est pas une condition suffisante : une dette qui pourrait être stabilisée à 500 % du PIB ne serait pas soutenable car les créanciers de l'Etat s'inquièteraient bien avant qu'elle n'atteigne ce seuil et provoqueraient une crise en exigeant une prime de risque plus élevée. Le niveau auquel la dette est stabilisée n'est pas indifférent car plus il est élevé plus le risque de crise est important, mais il est impossible de déterminer un niveau maximal.

² Dette brute consolidée des comptes nationaux retenue par l'OCDE (123 % du PIB fin 2019 pour la France).

³ La pertinence de ce ratio tient au fait que le PIB est une mesure approximative de l'assiette des prélèvements obligatoires et donc des ressources potentielles d'un Etat.

3) L'excédent primaire requis pour stabiliser la dette est d'autant plus important que la dette est élevée

Pour stabiliser la dette publique (D) en pourcentage du PIB (Y), il faut que le solde primaire (hors intérêt), en points de PIB, soit égal à un « solde primaire stabilisant ». Celui-ci (SPS) est égal au produit de la dette par l'écart entre son taux d'intérêt apparent i (rapport de la charge d'intérêt au stock de dette en fin d'année précédente) et le taux de croissance du PIB en valeur g (voir [fiche sur le solde stabilisant](#)) :

$$\text{SPS} / Y = (i - g) \times D / Y$$

Si le taux d'intérêt apparent est supérieur au taux de croissance, hypothèse traditionnelle bien que le cas inverse ait été fréquent dans le passé, il faut dégager un excédent primaire d'autant plus important que la dette est élevée pour la stabiliser. Si le solde primaire effectif est supérieur à cet excédent stabilisant, la dette diminue. Sinon, elle augmente indéfiniment sous un « effet de boule de neige » : elle s'autoalimente du fait de l'accumulation des intérêts.

Plus les mesures prises pour arrêter l'augmentation de la dette sont prises tardivement, plus elles doivent être de grande ampleur. Le déficit et l'endettement restent néanmoins nécessaires quand la conjoncture est mauvaise pour relancer la croissance du PIB, mais ils doivent être compensés par un excédent supérieur au solde stabilisant et une réduction de la dette quand la conjoncture est bonne.

S'il existe une limite à l'excédent primaire, parce que les impôts ne peuvent plus augmenter ou que les dépenses sont incompressibles, il existe également une limite à l'endettement égale à $\text{SP max} / (i - g)$. Avec un excédent primaire maximal de 2 % du PIB et un écart $(i - g)$ de 0,01 la dette ne peut plus être stabilisée si elle dépasse 200 % du PIB. Il est toutefois aussi difficile de déterminer ce solde primaire maximal que d'estimer l'endettement maximal.

Cette formule montre également que l'inflation peut faciliter la stabilisation ou la diminution de la dette en réduisant le solde primaire stabilisant car elle se traduit par une hausse de g alors que i reste constant, du moins dans un premier temps. Cependant, la banque centrale doit ensuite relever i et, à long terme, il est probable que l'écart $(i - g)$ ne change pas.

B) Les limites de la dette publique quand son taux d'intérêt est inférieur au taux de croissance du PIB

1) La dette publique paraît alors toujours soutenable

Si le taux apparent de la dette est inférieur au taux de croissance du PIB, le solde primaire stabilisant est un déficit et celui-ci est d'autant plus important que la dette publique est élevée. Cela signifie aussi qu'un déficit primaire très élevé maintenu indéfiniment permet toujours de stabiliser la dette, à un niveau égal à $\text{DP} / (g - i)$ où DP est le déficit primaire. Par exemple, si DP est maintenu à un niveau égal à 5 % du PIB et si $(g - i)$ reste égal à 0,02, la dette sera stabilisée à 250 % du PIB.

Le taux apparent de la dette publique i dépend non seulement du taux des emprunts émis aujourd'hui, proche de zéro, mais aussi du taux des emprunts émis dans le passé et non encore remboursés, ce qui lui confère une grande inertie. En France, il diminue lentement depuis la création de la zone euro et il était encore de 1,5 % en 2019. Il pourrait continuer à baisser

pendant plusieurs années dans les pays de la zone euro parce que le taux des nouveaux emprunts restera probablement proche de zéro si la prime de risque n'augmente pas trop. En effet, la BCE maintiendra probablement les taux d'intérêt qu'elle contrôle à un très faible niveau et l'épargne restera sans doute très importante dans le monde, par précaution, alors que l'investissement pourrait ne pas augmenter, ce qui limitera la hausse des taux longs.

Lorsque les banques centrales remonteront leurs taux directeurs, les taux apparents des dettes publiques augmenteront mais plus lentement. Même si la croissance potentielle à l'issue de la crise est affaiblie, il est donc vraisemblable que le taux d'intérêt apparent des dettes publiques restera inférieur au taux de croissance en valeur du PIB dans les prochaines années. La dette publique paraît donc toujours soutenable.

2) Il n'est cependant pas sûr que le taux d'intérêt de la dette reste toujours inférieur au taux de croissance

Les perspectives d'évolution des taux d'intérêt et de la croissance ont toujours été incertaines et la crise renforce ces incertitudes. Il reste qu'on ne peut pas exclure le retour à une situation où le taux apparent de la dette publique est supérieur au taux de croissance du PIB, même si c'est peu probable dans les prochaines années.

La crise actuelle nous montre notamment que la croissance du PIB peut être beaucoup plus faible que le taux d'intérêt de la dette non parce que la croissance potentielle et ses déterminants habituels (progrès technique...) sont affaiblis mais parce que les gouvernements interdisent aux entreprises de produire pour des raisons sanitaires ou pour d'autres raisons. De nouveaux chocs de ce type ne peuvent pas être exclus.

Si le taux d'intérêt de la dette redevient supérieur au taux de croissance du PIB, en permanence ou en moyenne sur plusieurs années compte-tenu de nouveaux chocs, il faudra dégager un excédent primaire beaucoup plus important qu'avant la crise actuelle pour stabiliser la dette, ce qui pourrait être très difficile.

3) En outre, la possibilité de stabiliser la dette en pourcentage du PIB n'est pas une condition suffisante de sa soutenabilité

Comme il a été noté ci-dessus, si le déficit primaire est maintenu à 5 % du PIB et si l'écart entre le taux de croissance du PIB et le taux d'intérêt apparent de la dette reste égal à 0,02, la dette sera stabilisée à 250 % du PIB.

Il est toutefois probable que les créanciers de l'Etat s'inquiètent à partir d'un niveau d'endettement bien plus faible. Le cas échéant, le taux d'intérêt apparent de la dette augmentera. Si $(g - i)$ est, par exemple, ramené à 0,01 la dette ne pourra être stabilisée qu'à 500 % du PIB. Si les créanciers de l'Etat s'inquiètent de cette perspective, le taux d'intérêt de la dette risque de monter encore plus. Si l'écart entre i et g devient alors nul, il faut que le solde primaire soit lui-même nul pour stabiliser la dette.

Avec des anticipations auto réalisatrices de ce type, un pays peut passer très vite d'une situation où un déficit primaire de 5 % du PIB ne pose pas de problème, parce qu'il permet de stabiliser la dette, à une situation où il faut un excédent primaire pour la stabiliser. Si cet effort est impossible, la dette devient insoutenable, ce qui est arrivé à des pays comme la Grèce.

Il ne suffit donc pas de pouvoir stabiliser la dette ; encore faut-il qu'elle puisse être stabilisée à un niveau qui permette de garder la confiance des créanciers de l'Etat.

4) Enfin, quel que soit le taux d'intérêt, la dette augmente indéfiniment si la croissance des dépenses est toujours supérieure à celle du PIB

Pour stabiliser ou réduire la dette, il faut que le solde primaire reste égal ou supérieur au solde primaire stabilisant, que celui-ci soit un excédent ou un déficit. Cette condition de stabilisation de la dette est certes plus facile à remplir lorsqu'il s'agit d'un déficit primaire mais encore faut-il que le déficit primaire n'augmente pas lui-même indéfiniment.

Or il augmente indéfiniment si la croissance des dépenses primaires reste elle-même toujours supérieure à celle du PIB et si le gouvernement n'augmente pas les prélèvements obligatoires. En effet, à législation fiscale inchangée, les recettes publiques augmentent à peu près comme le PIB en valeur en moyenne sur plusieurs années. Si le déficit augmente indéfiniment en pourcentage du PIB, la dette explose quel que soit le niveau du taux d'intérêt.

La condition de stabilisation de la dette peut d'ailleurs s'écrire sans faire apparaître son taux d'intérêt : $ds / Y = g \times D / Y$ où ds est le déficit qui permet de stabiliser la dette D (et où D est le niveau auquel un déficit ds peut stabiliser la dette) et où les autres notations sont les mêmes que plus haut. Plus le déficit est élevé, plus la dette est stabilisée à un haut niveau.

Si le taux de croissance nominal du PIB est de 3 %, un déficit de 3 % du PIB permet de stabiliser la dette à 100 % du PIB et un déficit de 6 % la stabilise à 200 % du PIB.

Or le ratio déficit / PIB est la différence entre les ratios dépenses / PIB et recettes / PIB. Le ratio recettes / PIB est constant à législation fiscale inchangée et, si les dépenses publiques croissent toujours plus vite que le PIB, le ratio dépenses / PIB augmente indéfiniment.

Une mesure nouvelle de hausse des impôts n'empêcherait pas la dette d'exploser. Le ratio recettes / PIB passerait à un niveau supérieur et le ratio déficit / PIB baisserait d'un cran, mais il retrouverait ensuite la même tendance haussière. Pour éviter une explosion de la dette, il faudrait prendre chaque année des mesures nouvelles de hausse des impôts de sorte que la croissance des recettes soit égale à celle des dépenses.

5) La dette publique de la France pourrait devenir insoutenable

S'agissant de la France, on peut craindre que la crise affaiblisse la croissance potentielle. Si elle est ramenée à 1,0 % par an, il faudra que la croissance des dépenses publiques en volume⁴ soit durablement égale ou inférieure à 1,0 % par an pour que le déficit public n'augmente pas en pourcentage du PIB, à législation fiscale inchangée⁵.

Une baisse de la croissance potentielle a pu conduire les gouvernements dans le passé à freiner les dépenses publiques pour limiter le déficit sans accroître les impôts. La progression des dépenses publiques a d'ailleurs ralenti en France au cours des 10 dernières années. Elle était de 2,5 % par an dans les années 1990, de 2,2 % dans les années 2000 et de 1,1 % par an de 2011 à 2019.

⁴ En déflatant leur croissance en valeur par l'indice du prix du PIB.

⁵ A partir de 2023 car la période 2020-2022 sera marquée par la montée puis la décrue des mesures d'urgence.

En 2017, la Cour des comptes estimait la croissance tendancielle des dépenses (sans économies) à 1,6 % par an. Pour la ramener à 1,0 %, il faut faire 8 Md€ d'économies chaque année, ce qui est possible et souhaitable et a été presque réalisé dans la dernière décennie⁶.

Cependant une grande partie de la population, des relais d'opinion et des hommes et femmes politiques considèrent que la dernière décennie a été marquée par une austérité dramatique. En outre, les mesures prises pour faire face à la crise peuvent donner l'impression qu'il n'y a aucune limite à la dépense publique. Dans ces conditions sociales et politiques, il est malheureusement probable que la croissance des dépenses publiques sera plus forte que celle du PIB et que le déficit et la dette augmenteront encore beaucoup.

C) Les limites de la dette publique quand elle est en grande partie détenue par la banque centrale

1) Le financement de l'Etat par la banque centrale repousse dans le temps le risque de crise, tant que l'inflation ne repart pas, sans l'éliminer

Depuis quelques années, les banques centrales détiennent beaucoup de titres émis par les Etats, ce qui était très rare avant la crise de 2009. La Banque de France détenait ainsi environ 18 % de la dette publique française à la fin de 2019 dans le cadre des instructions de la BCE.

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

Les banques centrales ont toutefois pour mandat d'assurer la stabilité des prix. En pratique, il s'agit de maintenir l'inflation à proximité d'un objectif qui est aujourd'hui souvent de 2 %. Or, si les économistes sont partagés sur les perspectives d'inflation, on ne peut pas exclure qu'elle reparte et qu'elle dépasse l'objectif des banques centrales, même si celui-ci est relevé. Le risque de reprise de l'inflation sera d'autant plus important que le déficit et la dette publics seront sur une trajectoire de hausse non maîtrisée, ce qui signifie que l'Etat distribue beaucoup plus de revenus qu'il n'en prélève. A plus ou moins long terme, les facteurs de production seront en effet pleinement utilisés ce qui poussera les prix et salaires à la hausse.

L'inflation facilite certes la gestion des finances publiques dans un premier temps. En effet, le taux de croissance nominal du PIB augmente alors plus vite que le taux d'intérêt apparent de la dette et celle-ci peut donc être stabilisée avec un solde primaire plus faible.

Toutefois, si l'inflation repart, les banques centrales devront utiliser les instruments dont elles disposent pour la maîtriser : augmenter les taux d'intérêt et réduire leurs actifs, y compris leurs créances sur les Etats. Ceux-ci risquent alors de se retrouver dans la situation décrite dans le cadre des analyses « traditionnelles » de l'endettement public présentées ci-dessus, à savoir un taux d'intérêt supérieur au taux de croissance du PIB exigeant un excédent primaire d'autant plus important que la dette est élevée pour la stabiliser. Si la dette est alors beaucoup plus importante qu'aujourd'hui, l'effort nécessaire risque d'être impossible. Dans ces conditions, la banque centrale ne pouvant plus prêter à l'Etat si elle reste indépendante et

⁶ En partie grâce à la baisse du taux d'intérêt apparent de la dette publique mais il est probable que celle-ci se poursuivra dans les prochaines années.

respecte son mandat, les créanciers de l'Etat risquent de prendre peur et de provoquer une crise en exigeant des taux d'intérêt encore plus forts.

Au total, le financement de l'Etat par la banque centrale repousse dans le temps le risque de crise des finances publiques, tant que l'inflation ne repart pas, mais sans l'éliminer. En réduisant le risque de crise à court terme et en incitant à augmenter la dette, le financement par la banque centrale peut même augmenter le risque de crise à plus long terme

2) L'annulation des créances de la banque centrale sur l'Etat présente surtout des risques

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

Selon certains économistes, l'Etat ne devrait pas recapitaliser la banque centrale. Celle-ci aurait donc des fonds propres négatifs et une partie de la monnaie (le passif de la banque centrale) n'aurait plus de contrepartie (son actif). Une telle situation serait totalement inédite. A l'origine du système bancaire, la contrepartie de la monnaie était le stock d'or de la banque centrale. Il a ensuite été remplacé par des devises convertibles en or, puis par un portefeuille de créances sur les banques et récemment par des actifs très divers.

L'étape suivante serait l'absence de toute contrepartie, ce qui n'est pas inimaginable puisque le véritable actif d'une banque centrale est le caractère libératoire de la monnaie qu'elle émet et la confiance de ceux qui l'acceptent. Cette confiance pourrait toutefois s'éroder, ce qui entraînerait une dépréciation de la monnaie par rapport aux devises étrangères et des effets inflationnistes, voire la concurrence de crypto-monnaies privées.

D) Les limites spécifiques de l'endettement public dans la zone euro

1) Les contraintes juridiques sur l'endettement des Etats membres

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

L'article 126 du TFUE prévoit que les valeurs de référence pour le déficit et la dette sont précisées dans un protocole annexé au traité. Celui-ci précise que la dette publique est la dette brute consolidée en valeur nominale des administrations publiques en comptabilité nationale à l'exclusion des dettes commerciales ou liées aux retraites. Il fixe la valeur de référence de la dette à 60 % du PIB.

L'article 126, dernier paragraphe, prévoit que « le Conseil statuant à l'unanimité selon une procédure législative spéciale, et après consultation du Parlement européen et de la BCE,

arrête les dispositions appropriées qui remplaceront ledit protocole ». Celui-ci n'a jamais été ni modifié ni remplacé.

L'article 123 interdit à la BCE et aux banques centrales nationales « tout type de crédits » et « l'acquisition directe des instruments de la dette » des administrations publiques des pays membres de la zone euro.

2) Les limites de l'endettement de l'Union européenne

A la suite du Conseil européen de juillet 2020, l'Union européenne devrait disposer d'une capacité d'emprunt de 750 Md€ sur la période 2021-2023 pour accorder des subventions et des prêts aux états membres. La France pourrait recevoir environ 40 Md€ de subventions, ce qui représente seulement 1,7 point de PIB.

Cette capacité d'emprunt de l'Union n'a été décidée, avec le soutien de l'Allemagne, qu'en surmontant difficilement les réticences des pays dits frugaux. Obtenue dans un contexte de crise sanitaire, cette manifestation de solidarité pourrait rester exceptionnelle. Il est donc probable que ces emprunts seront remboursés sans que l'Union ne réemprunte.

Ils devraient être remboursés grâce à de nouveaux impôts européens, par exemple une « taxe carbone aux frontières » de l'Europe, mais leur mise en œuvre se heurtera à des obstacles techniques et politiques importants et nécessitera l'unanimité des Etats de l'Union. Sinon, les contributions nationales au budget européen et les dettes des Etats membres seront majorées.

3) Les limites du financement des Etats par la BCE

Comme toutes les banques centrales, la BCE devra remonter ses taux d'intérêt et réduire son financement de l'économie, y compris des Etats, si l'inflation repart. Ce retour à une politique monétaire plus restrictive pourrait diviser profondément les Etats membres. En effet, les pays du sud de l'Europe (pour simplifier) voudront plus d'inflation car ils y verront un moyen de réduire leurs dettes et les pays du nord en voudront moins car ils seront bien moins endettés et craignent particulièrement l'inflation pour des raisons culturelles historiques.

Les primes de risque sur les emprunts des Etats de la zone euro sont aujourd'hui limitées parce que les acteurs des marchés financiers comptent sur l'intervention de la BCE pour empêcher toute hausse de ces primes susceptible d'entraîner un défaut de paiement et de mettre ainsi en danger la zone euro. La BCE dispose en effet d'un programme d'achat de titres publics en quantités illimitées, jamais encore utilisé mais dont l'existence suffit à les rassurer. Ce programme ne peut cependant être actionné qu'en faveur d'un pays bénéficiant du soutien des autres membres de la zone euro par l'intermédiaire du « *mécanisme européen de stabilité* » (MES) dans le cadre d'un programme de redressement de ses comptes publics.

Les achats actuels de titres publics de la BCE sont limités en volume et dans le temps et font l'objet de clés de répartition entre les Etats bénéficiaires qui en limitent le bénéfice pour chacun d'eux, même si ces clés sont utilisées avec souplesse dans le cadre du programme lancé en réaction à la pandémie.

Les traités ne prévoient pas que la BCE puisse financer sans limite un Etat dont la dette est sur une trajectoire incontrôlée et la Cour constitutionnelle allemande de Karlsruhe a récemment rappelé que ni la BCE ni la Cour de justice de l'Union européenne ne sont au-dessus des traités même si cette dernière peut les interpréter avec souplesse.