

ndre le débat



4

Ça ne rendrait les Etats ni plus riches ni moins riches. Est-ce vrai ? (2)

Lorsqu'elle rachète des titres souverains, la BCE crédite les comptes que détiennent auprès d'elle les banques commerciales. Cet argent ainsi créé – nommé « monnaie de base » ou « réserves bancaires » – représente une dette de la banque centrale envers les banques commerciales, expliquent les opposants. De sorte que si l'on considère les pouvoirs publics dans leur ensemble – Etat et banque centrale confondus – le rachat d'obligations souveraines par la BCE a simplement transformé une forme de dette (une obligation d'Etat) en une autre (une dette de la banque centrale).

L'annulation de la dette de l'Etat envers la banque centrale n'annulerait pas la dette de celle-ci envers les banques commerciales. Et le niveau de la dette des pouvoirs publics au sens large ne baisserait pas.

La force apparente de l'argument repose cependant sur ses zones d'ombre. Formellement, la monnaie de base peut certes être considérée comme une « dette » de la banque centrale envers les banques commerciales – tout comme les billets en euros qui sont dans votre portefeuille.

Vous pouvez en effet vous présenter à la BNB avec un billet de cinq euros en exigeant que la contre-valeur vous soit fournie. Mais que recevez-vous ? Un autre billet de 5 euros. Nous ne sommes plus au temps de l'étalon-or, quand le détenteur d'un billet de la banque centrale pouvait exiger la contre-valeur en or. Et cela vaut aussi pour les « réserves » des banques commerciales. Cette « dette » n'en est donc pas vraiment une.

Surtout, dès lors que les titres ont été rachetés par la banque centrale, c'est « comme s'ils » avaient été annulés. Pourquoi ? Parce que les intérêts sont versés à la banque centrale, qui les retourne à ses actionnaires – donc aux Etats – sous forme de dividendes. De facto, la dette acquise par la BCE a été mise « hors marché ».

Annuler la dette ne changerait donc rien à la situation actuelle. En revanche, elle ne permettrait plus, à l'avenir, à la banque centrale de remettre cette partie de la dette sur le marché. Voilà l'enjeu. D. B.

5

C'est inutile, car les taux d'intérêt sont très bas. Vraiment ?

Les Etats de la zone euro, même les plus endettés, empruntent à des taux d'intérêt très, très bas, voire négatifs – malgré la hausse impensable il y a moins d'un an de leurs besoins de financement. A quoi bon, dans ces conditions, proposer une mesure aussi contestée ?

On peut imaginer une première objection : le niveau actuel des taux ne préjuge pas de leur évolution future. Qui peut jurer qu'ils ne vont pas remonter demain, pour l'ensemble des Etats, ou pour certains d'entre eux (les plus endettés), dont les marchés financiers pourraient douter du caractère soutenable de la dette ?

De ce point de vue, alléger le poids de la dette apparaît comme une idée raisonnable. Sauf qu'on passe ainsi à côté du sujet. Si les taux auxquels s'endettent aujourd'hui les Etats de la zone euro sont au plancher, c'est l'effet des rachats massifs de titres souverains que mène la BCE depuis le printemps 2015.

Cette politique dite d'assouplissement quantitatif a aussi permis de conjurer le spectre d'un éclatement de la zone euro, en empêchant une explosion du coût de financement des pays les plus endettés. On peut penser que la BCE est condamnée à poursuivre – et durant longtemps – cette politique de contrôle des taux d'intérêt à long terme qui ne dit pas son nom.

Mais voilà : cette politique – qui génère des effets secondaires pervers, notamment sur les prix des actifs immobiliers – repose sur un compromis politique délicat, contesté en Allemagne. La BCE doit donc ruser en permanence – jurer, par exemple, que sa politique ne vise pas à réduire les charges d'intérêt des pays les plus endettés, tout en indiquant clairement, à destination des marchés financiers, qu'elle ne tolérera pas une hausse de l'écart de taux (du « spread ») entre, disons, l'Italie et l'Allemagne.

Et c'est pourquoi les dirigeants européens refusent *mordicus* de débattre de l'annulation – lisez : d'ouvrir la boîte de Pandore. D. B.

6

Serait-ce contraire aux traités européens ?

Partisans et opposants d'une annulation de la dette détenue par la BCE s'opposent sur le caractère légal d'une telle mesure, relativement aux traités européens.

Pour les premiers, rien dans les textes ne l'interdit ; pour les seconds, ce serait tout bonnement contraire aux engagements pris par les Etats membres. Supposons que ces derniers aient raison – ce qui est sans doute le cas. Cela signifie-t-il que la messe est dite ? Pas nécessairement.

L'esprit de Maastricht (sinon la lettre des traités) n'est plus respecté depuis un bon bout de temps. La « discipline budgétaire », qui est au cœur de l'union monétaire, reposait sur deux piliers : des règles budgétaires européennes (renforcées dans la foulée de la crise dite « des dettes souveraines ») ; et la « discipline des marchés ».

Or, ce second pilier a été *de facto* « désactivé » par la politique de rachats d'obligations souveraines par la BCE. Sans doute la Cour de justice de l'Union européenne (CJUE) a-t-elle jugé l'action de l'institut d'émission compatible avec le droit européen – essentiellement parce que quand elle rachète des obligations souveraines sur le marché secondaire, la BCE ne fait pas crédit à l'Etat (le crédit a déjà été octroyé) et la détention d'obligations souveraines par la BCE est « temporaire ».

Mais, même en droit, le jugement de la CJUE ne fait pas l'unanimité. La Cour constitutionnelle allemande le conteste sans oser s'y opposer frontalement. Son fameux arrêt de mai dernier laissait en effet la décision finale au... gouvernement allemand.

Sans doute cela montre-t-il bien, comme le disent les partisans de l'annulation, que l'interprétation du droit peut s'adapter aux nécessités de l'heure et, fondamentalement, aux choix politiques. Sauf qu'au vu des rapports de forces politiques actuels, entre Etats membres et en leur sein, l'annulation a peu de chance d'être mise en œuvre. D. B.

7

Annuler la dette publique remettrait-il les compteurs à zéro ?

Imaginons que la BCE accepte d'effacer 20 ou 25 points de PIB de dette publique. Que se passerait-il pour les Etats membres de la zone euro ?

Considérons le cas de la Belgique, dont le ratio d'endettement devrait dépasser les 120 % du PIB à l'horizon 2026. Retirez 20 ou 25 points de pourcentage, et nous voilà revenus à la situation pré-pandémique d'une dette représentant un peu moins de 100 % du PIB.

Pensez-vous que la Banque nationale changerait son discours ? Le gouverneur dirait exactement la même chose qu'aujourd'hui : dès que la reprise sera suffisamment solide, il s'agira de réduire le déficit public, pour stabiliser le ratio d'endettement dans un premier temps, puis pour le faire baisser. La Commission européenne proposerait-elle de jeter définitivement au panier les règles budgétaires, qu'elle a suspendues temporairement ? Non. Ces règles, revues et corrigées, s'appliqueraient à nouveau (probablement) à partir de 2023.

Autrement dit : l'annulation de la dette détenue par la BCE, en tant que telle, ne dégagerait pas nécessairement de marge de manœuvre supplémentaire. D. B.

8

Est-ce que ça détruirait la réputation financière des Etats ?

Une telle opération ne risque-t-elle pas de faire fuir les investisseurs privés, redoutant de subir à leur tour le même sort ?

S'ils pensent que les Etats, après avoir annulé les obligations détenues par la BCE, pourraient être tentés d'imposer une restructuration de dette aux autres détenteurs d'obligations souveraines, les investisseurs exigeraient le versement de taux d'intérêt bien plus élevés, en particulier pour les pays les plus endettés.

Les Etats seraient ainsi, après l'annulation, bien plus mal lotis, puisqu'ils devraient payer plus cher les emprunts nécessaires pour financer les déficits futurs et pour « faire rouler » (refinancer) leurs dettes passées.

Dans le pire des scénarios, les investisseurs pourraient même refuser de prêter aux Etats. Privés de la capacité d'emprunt, ceux-ci devraient alors équilibrer brutalement les comptes publics, via une politique d'austérité sans commune mesure avec ce qui a été fait par le passé et, surtout, totalement à contretemps.

L'effort serait titanesque – en Belgique, par exemple, on s'attend cette année à un déficit public de 7 % du PIB – et étoufferait la reprise économique.

Mais peut-on sérieusement comparer la situation des pays de la zone euro avec celle de pays en développement s'endettant en devises étrangères ?

Certes, la monnaie unique est, d'une certaine manière, une monnaie étrangère pour les Etats membres de la zone euro – au sens où ils n'en sont qu'utilisateurs et non émetteurs, à la différence par exemple de l'Etat fédéral américain. Mais, pour le moment, la BCE garantit qu'elle rachètera leurs dettes – autrement dit : qu'elle remboursera les détenteurs privés si les Etats ne peuvent pas le faire.

Et on peut supposer que, parallèlement à l'annulation de la dette détenue par la BCE, les Etats s'engagent, de manière crédible, à ne pas répéter l'opération vis-à-vis des investisseurs privés.

Mais peut-on être sûr que tous les Etats membres pourraient investir un montant équivalent dans la reconstruction écologique et sociale ? Autrement dit : lever (en quelques années) des milliers de milliards sur les marchés financiers, à des taux bas ?

Les pays les plus endettés ne le pourraient probablement pas sans l'aide de la BCE, dont les rachats d'obligations souveraines sur le marché secondaire ont couvert une grande partie des nouveaux emprunts publics depuis un an. D. B.

9

Annuler la dette publique, n'est-ce pas un miroir aux alouettes ?

Les opposants à l'annulation auraient-ils donc raison de dire que tout ce débat est une perte de temps ? En réalité, deux logiques s'opposent, et c'est là un point essentiel – ne départagent pas simplement partisans et opposants de l'annulation.

Les uns – qui, logiquement, s'opposent à l'annulation – estiment que les Etats doivent se financer sur les marchés et que la banque centrale doit être « indépendante ». Sans doute la discipline des marchés, sur laquelle la zone euro est conçue, a-t-elle été suspendue, mais cela doit rester temporaire.

Si la BCE va continuer à racheter des titres souverains (au moins) jusqu'en mars 2022, et à réinvestir plus longtemps encore les montants arrivant à échéance, elle veut garder la possibilité de dégonfler son « portefeuille » – autrement dit : d'imposer à l'avenir aux Etats de refinancer cette partie de la dette sur les marchés.

Annuler la dette (ou la transformer en obligations perpétuelles) ne le lui permettrait plus. Elle ne perdrait pas *ipso facto* son « indépendance » ni sa capacité à éponger la « monnaie de base » émise lors du rachat des titres souverains – il lui suffirait d'émettre des obligations portant intérêt.

Mais l'annulation pourrait constituer un précédent. Si les Etats peuvent demander à la banque centrale de financer les déficits colossaux liés à la pandémie, pourquoi ne pourraient-ils pas ensuite lui demander de financer les grands programmes d'investissement nécessaires dans le cadre de la transition énergétique ? Une digue serait rompue.

Les autres jugent, au contraire, qu'il est nécessaire de libérer les Etats de la tutelle des marchés financiers. Mais ils sont divisés sur la stratégie à suivre. Certains estiment que l'annulation de la dette ouvrirait une brèche. D'autres non.

Ceux-ci y voient un jeu de dupes, expliquant par exemple que l'annulation de la dette, couplée à l'engagement des Etats d'investir le même montant dans la transition écologique, renforcerait le rôle central des marchés dans le financement des pouvoirs publics – puisqu'il s'agirait de remplacer une dette détenue hors marché par une dette plus verte mais recontractée sur les marchés financiers.

On s'y perdrait à moins ! Sauf à comprendre que l'enjeu fondamental de ce débat porte sur le rôle de la banque centrale (donc de la création monétaire) dans le financement des dépenses publiques.

Autrement dit, il ne faut pas se demander si l'on peut annuler la dette détenue par la BCE, mais bien s'il est nécessaire de remettre en cause l'« indépendance » de la BCE et lui ordonner de financer directement les dépenses publiques (ou certaines d'entre elles). Ce serait une révolution copernicienne... D. B.