



Finance Watch

Making finance serve society

Les dettes indispensables

Renforcer la viabilité de la dette grâce à des règles
budgétaires tournées vers l'avenir

Ce texte est un extrait traduit. Pour continuer votre lecture
du texte original en anglais, cliquez [*ici*](#).



Juillet 2023

Résumé exécutif

Les craintes liées à la réaction des marchés financiers face à la dette publique freinent les ambitions des décideurs politiques. L'Europe se trouve confrontée à d'importants défis environnementaux, économiques et géopolitiques qui nécessitent des réformes et des investissements publics importants. Parallèlement, le spectre de la crise de la zone euro continue de peser sur notre perception de la dette publique et nous empêche de prendre les mesures qui s'imposent. Le présent rapport vise à faire disparaître certaines de ces craintes et propose d'aligner les règles budgétaires européennes sur la réalité des marchés financiers.

1. Les marchés financiers peuvent absorber les dettes dont nous avons besoin

L'augmentation de la dette souveraine est nécessaire pour financer les biens publics européens que les acteurs privés ne peuvent pas fournir. Alors que les marchés financiers et les banques centrales ont besoin d'actifs souverains sûrs pour fonctionner correctement, la demande des investisseurs pour les obligations souveraines de la zone euro est deux fois plus élevée que l'offre. **Les investisseurs peuvent facilement financer les nouveaux investissements publics verts nécessaires à l'atteinte des objectifs climatiques de l'UE**, qui représentent entre 1 et 3 % du PIB de l'UE par an. De surcroît, le rôle international de l'euro se verrait renforcé par l'extension et le reconduction de la dette de l'UE (au lieu de son remboursement), et par les efforts déployés pour améliorer la notation des États souverains les moins bien notés au moyen d'investissements et de réformes orientés vers l'avenir.

2. Les marchés financiers ne se soucient pas tant du niveau d'endettement d'un pays que de la robustesse et de la résilience de son économie

Les investisseurs se fient aux agences de notation pour évaluer le risque de défaut souverain. **Or, la notation de crédit d'un pays ne se calcule pas simplement sur son stock de dette, mais bien davantage sur la solidité et la résilience de son économie et de ses institutions, ainsi que sur la charge de sa dette.** Les agences de notation évaluent la soutenabilité de la dette publique d'un pays en pondérant le montant de sa dette (*le ratio dette/PIB*) en fonction de sa soutenabilité (*le ratio paiement d'intérêts/recettes*), de sa composition (*échéance moyenne, type de créanciers*), de sa tendance (*à la hausse, à la baisse*), de son origine (*investissement productif, mauvaise gestion*), des actifs financiers du pays, des risques budgétaires (*tel que le sauvetage des banques ou les risques climatiques*) et, surtout, du soutien de sa banque centrale.

3. Les États membres peuvent assumer la dette dont ils ont besoin

Les économies européennes, à l'exception de la Grèce, sont classées dans la **catégorie « investment grade » (note BBB et plus) en raison de la solidité et de la résilience de leurs économies et de leurs institutions, ainsi que de la soutenabilité de leur dette**. Malgré un niveau d'endettement relativement élevé, l'Italie maintient un coût de service de la dette modéré à 8,4 % de ses recettes publiques – il se situe à 8,1% au Royaume-Uni, à 14,3% aux États-Unis et à 23% en Inde. Dans les années 1990, l'Italie est parvenue à consacrer 27 % de ses recettes au service de la dette, sans défaut de paiement ni restructuration. Les récentes hausses des taux d'intérêt de la BCE ont eu un impact limité sur le coût du service de la dette des États, du fait que leur dette a généralement une échéance à long terme, ce qui limite la fréquence des refinancements. Le FMI prévoit que les taux d'intérêt européens reviennent à leurs faibles niveaux d'avant la pandémie une fois que l'inflation sera maîtrisée.

4. La Banque centrale européenne maîtrise le rendement et les craintes des marchés financiers

Les politiques de la BCE déterminent le rendement des obligations souveraines de la zone euro. Les écarts de rendement, ou spreads, augmentent en période de stress financier, car une plus forte aversion au risque renforce la crainte des investisseurs d'un défaut de paiement de l'État et d'une sortie de la zone euro, ce qui les incite à rééquilibrer leur portefeuille vers des dettes souveraines perçues comme plus sûres. Cette crainte résulte du péché originel consistant à établir une union monétaire sans prêteur en dernier ressort. La mise en place d'un **système européen de prêteurs en dernier ressort conditionnels** [le Mécanisme Européen de Stabilité (2012) et le programme d'Opérations Monétaires sur Titres de la BCE (2012)] a permis de **dissiper les craintes des investisseurs**.

5. Les décideurs politiques devraient se concentrer sur des investissements et des réformes tournés vers l'avenir

Alors que les marchés financiers se soucient peu des ratios dette/PIB, le cadre de gouvernance économique européen en a fait sa principale préoccupation. La priorité de la nouvelle gouvernance économique européenne devrait plutôt être de **stimuler les investissements et les réformes tournés vers l'avenir afin d'améliorer la solidité et la résilience des économies européennes**.

Recommandations

La proposition de réforme de la gouvernance économique européenne a été présentée le 26 avril 2023. Selon cette proposition, les pays dont la dette dépasse 60 % de leur PIB devraient négocier un plan de réduction de leur dette sur quatre ans, sur la base d'une analyse de la durabilité de la dette, ce qui se traduirait par des plafonds de dépenses annuels. Ce plan peut être étendu à sept ans en contrepartie de réformes et d'investissements de nature à stimuler la croissance et à améliorer la soutenabilité de la dette, tout en répondant aux défis nationaux et aux priorités de l'UE, telles que la transition verte et la transition numérique.

Répondre aux préoccupations concernant la mise en place d'un cadre orienté vers l'avenir. Certains gouvernements craignent que les nouvelles règles budgétaires européennes proposées ne mènent à de trop nombreuses négociations politiques bilatérales et à des finances publiques insoutenables. Cette crainte a poussé la Commission à rétablir des objectifs quantitatifs de réduction de la dette et du déficit dans sa proposition. D'autres États, soutenus par les syndicats et la société civile, craignent un manque d'espace pour les investissements essentiels pour l'avenir de l'Europe. Répondre à ces deux préoccupations nécessite le développement d'une méthode d'analyse globale des risques liés à la dette ainsi que le renforcement des incitations aux investissements tournés vers l'avenir.

1. Prendre en compte des indicateurs relatifs au marché dans la détermination des risques liés à la dette

Les règles budgétaires actuelles sont construites sur d'arbitraires critères de dettes et déficits et des objectifs chiffrés de réduction de la dette. Or, des analyses de viabilité de la dette (AVD) plus détaillées et plus dynamiques peuvent s'avérer bien plus efficaces. Les analyses de viabilité de la dette menées par la Commission européenne sont toutefois encore trop axées sur le ratio dette/PIB. Un **groupe de travail sur les analyses de viabilité de la dette** devrait être mis en place afin d'améliorer la méthodologie de la Commission et la réviser de façon périodique. La méthodologie retenue devrait mieux inclure les **indicateurs pertinents pour les marchés financiers, tels que la charge de la dette** (ratio paiement d'intérêts/recettes), les flux de la dette (échéance moyenne de la dette, besoin en financement brut), la structure de la dette (intérieure ou étrangère; type d'échéances) et les risques budgétaires (passifs éventuels) liés à d'éventuels renflouements bancaires et aux changements climatiques. Ces indicateurs devraient avoir une plus grande incidence sur la détermination et la classification des risques à moyen terme (risque d'endettement faible, moyen ou élevé).

2. Promouvoir des investissements et des réformes tournés vers l'avenir

La dette résultant d'une mauvaise gestion budgétaire est un fardeau injuste pour les générations futures. En revanche, l'endettement résultant d'investissements qualitatifs destinés à relever les défis économiques, sociaux, environnementaux et géopolitiques auxquels l'Europe est confrontée pèserait moins sur les générations futures que le coût de l'inaction. Il est donc nécessaire d'améliorer le cadre de la Commission permettant d'évaluer la qualité des plans nationaux. Premièrement, le **principe consistant à « ne pas causer de préjudice important »** (*DNSH*) devrait être la pierre angulaire de ce cadre. Deuxièmement, le "renforcement de la résilience" doit être placé sur pied d'égalité avec « **renforcement de la croissance** » dans les critères d'évaluation, car les investissements et les réformes améliorant la résilience allègent les risques budgétaires (par exemple, atténuer et s'adapter au changement climatique réduit les risques budgétaires liés au climat). Troisièmement, il convient d'intégrer davantage la **budgetisation verte** dans les cadres budgétaires nationaux.

3. Affranchir les investissements tournés vers l'avenir de toute limite arbitraire

Les marchés financiers sont capables d'absorber davantage de dette européenne. **Les investissements d'avenir devraient être exemptés de limites de déficit et de dépenses** dans le cadre des plans budgétaires et structurels nationaux, en particulier en l'absence de nouveaux fonds d'investissement de l'UE et de risques liés à la soutenabilité de la dette. Cette décision devrait s'inscrire dans le cadre du processus de gouvernance plus vaste proposé par la Commission et qui prévoit qu'**une évaluation technique ex ante** soit menée par les institutions financières indépendantes nationales et par la Commission européenne (par exemple, l'analyse de la soutenabilité de la dette, les incidences budgétaires, le respect du principe consistant à « ne pas causer de préjudice important », ou *DNSH*, les objectifs de l'UE), et qu'une **validation politique** soit donnée par le Conseil. Les investisseurs et les agences de notation accueilleraient favorablement une telle réforme, car la mise en place de plans budgétaires globaux ambitieux et bien conçus permettrait d'accroître la force et la résilience de l'économie.

[Cliquer ici pour consulter le rapport en anglais](#)

Introduction

L'Europe se trouve confrontée à d'importants défis qui nécessitent des réformes et des investissements importants. L'Europe fait face à des crises multiples, telles que la hausse du coût de la vie, l'invasion de l'Ukraine par la Russie, les changements climatiques et la perte de biodiversité¹. Dans le même temps, l'Europe doit relever d'autres défis à long terme concernant la sécurité et la souveraineté économique, énergétique et numérique, la détérioration des infrastructures, le manque de cohésion et le vieillissement de la population. Faire face à ces défis exige des réformes législatives audacieuses et des investissements publics importants pour orienter les capitaux privés vers des objectifs socialement désirables².

Financer ces investissements par l'emprunt serait bénéfique pour les générations futures.

Les acteurs du secteur privé ne pourront pas combler à eux seuls les déficits de financement de l'Europe. D'importants investissements publics doivent être réalisés aujourd'hui pour garantir aux futures générations européennes un avenir durable, sûr et prospère. Ces investissements peuvent être financés par la fiscalité, l'emprunt ou la monétisation. Or, la fiscalité ferait peser la totalité du coût sur les contribuables actuels et pourrait avoir un effet dissuasif³, et la monétisation directe par la Banque centrale européenne est interdite par les traités européens. En revanche, le financement par l'emprunt offre une solution plus intéressante à court terme, car il permet de répartir les coûts entre les générations qui en bénéficieront. L'endettement résultant d'investissements qualitatifs destinés à relever les défis auxquels l'Europe est confrontée pèserait moins sur les générations futures que le coût de l'inaction.

Les craintes liées à la réaction des marchés financiers face à la dette publique freinent les ambitions des décideurs politiques.

Les générations actuelles de citoyens et de décideurs européens ont été profondément marquées par la crise de la zone euro de 2010-2012. Si les failles de l'architecture de la zone euro à l'origine de cette crise ont été en grande partie corrigées par la mise en place, en 2012, d'un système européen de prêteurs en dernier ressort⁴, les craintes persistent, sans doute de manière démesurée. Cela façonne considérablement le débat public sur la réforme du cadre européen de gouvernance économique et de ses règles budgétaires, et limite la perception de ce qui est considéré comme « responsable » d'un point de vue budgétaire.

Le présent rapport vise à apaiser les craintes injustifiées tout en proposant des moyens de réformer le cadre européen de gouvernance économique en tenant compte de la dynamique des marchés financiers.

1 Pour en savoir plus sur la perte de biodiversité et la dégradation de la nature, voir : SUTTOR-SOREL, L., HERCELIN, N.,(2020).

2 Les experts de la Commission européenne estiment que les déficits de financement s'élèvent à 520 milliards d'euros par an jusqu'en 2030 pour atteindre les objectifs environnementaux de l'UE, à 142 milliards d'euros par an pour les infrastructures sociales telles que les hôpitaux et les écoles, et à 190 milliards d'euros par an pour stabiliser les infrastructures publiques (routes, bâtiments, ponts et ports publics, par exemple).

3 La solution consisterait notamment à améliorer les recettes fiscales et l'efficacité des dépenses publiques, mais ce ne serait pas suffisant.

4 Mécanisme européen de stabilité et programme d'opérations monétaires sur titres de la BCE

Ce texte est un extrait traduit. Pour continuer votre lecture du texte original en anglais, cliquez [*ici*](#).

About Finance Watch

Finance Watch is an independently funded public interest association dedicated to making finance work for the good of society. Its mission is to strengthen the voice of society in the reform of financial regulation by conducting advocacy and presenting public interest arguments to lawmakers and the public. Finance Watch's members include consumer groups, housing associations, trade unions, NGOs, financial experts, academics and other civil society groups that collectively represent a large number of European citizens. Finance Watch's founding principles state that finance is essential for society in bringing capital to productive use in a transparent and sustainable manner, but that the legitimate pursuit of private interests by the financial industry should not be conducted to the detriment of society. For further information, see www.finance-watch.org

Finance Watch
Rue Ducale 67 b3
1000 Bruxelles
T: + 32 (0)2 880 0430

www.finance-watch.org



Finance Watch