

2 L'argent est gratuit... pour le moment

D.B.

Le coup est parti d'où on ne s'attendait pas. Au début de l'année, dans son discours inaugural lors de l'assemblée annuelle de l'American Economic Association, l'ex-économiste en chef du Fonds monétaire international (FMI), Olivier Blanchard, a dénoncé l'idée largement répandue selon laquelle les niveaux de dette publique sont beaucoup trop élevés et doivent être réduits d'urgence.

« Non seulement les taux d'intérêt sont bas, mais ils sont également inférieurs aux taux de croissance. Si cette situation se maintient à l'avenir, alors la dette publique n'a pas de coût budgétaire. En d'autres termes, l'augmentation de la dette ne doit pas nécessairement entraîner une hausse ultérieure des impôts », expliquait celui qui, il faut le préciser, est professeur émérite au MIT et l'une des sommités mondiales en macroéconomie. Un permis de s'endetter, en quelque sorte.

Le message n'est pas passé de ce côté-ci de l'Atlantique. A la Commission comme à la Banque centrale européenne (BCE), le leitmotiv est inchangé : si les Etats qui disposent d'une marge de manœuvre – lisez : l'Allemagne, l'Autriche et les Pays-Bas – peuvent ou devraient dépenser plus, pour investir, les autres n'ont pas le choix : ils doivent poursuivre la « consolidation » de leurs finances publiques.

Autrement dit : même si l'Etat belge se finance à dix ans à taux négatif, la réduction de la dette publique doit demeurer l'objectif central de la politique budgétaire. C'est également l'avis de la Banque nationale de Belgique (BNB).

C'est que l'Etat, s'il ne rembourse jamais sa dette, doit la refinancer. C'est ce qu'il fait en permanence, remboursant les obligations arrivant à échéance en émettant de nouveaux titres. « Tant que les taux d'intérêt restent bas, le problème n'est pas très important. Mais sommes-nous sûrs que dans dix, quinze ou vingt ans, les investisseurs seront encore disposés à nous prêter à si bon compte ? », demande Giuseppe Pagano. Le risque de refinancement devrait donc nous inciter à la prudence.

David de la Croix partage ce point de

vue. « La situation budgétaire peut se dégrader très rapidement. On l'a vu dans les années 80. Le relèvement brutal des taux d'intérêt, dicté par la banque centrale américaine, s'est traduit par une explosion du ratio de dette publique, notamment en Belgique – pesant moins de 60 % du PIB en 1975, la dette en représentait plus de 130 % vingt ans plus tard. »

Cet effet « boule de neige » s'enclenche quand le taux d'intérêt effectif payé sur la dette publique est supérieur au taux de croissance (nominale) de l'économie. Logique : dans ce cas, l'augmentation spontanée de la dette via les charges d'intérêt est plus rapide que l'augmentation du PIB, de sorte que le ratio augmente.

Mais quelle est la situation « normale » : un taux d'intérêt supérieur à la croissance, ou bien l'inverse ? « Historiquement, des taux d'intérêt inférieurs aux taux de croissance ont plutôt constitué la norme que l'exception (...) pour un grand nombre de pays, sur de longues périodes », explique Olivier Blanchard, qui considère la période 1950-2018.

Mais ce n'est plus vrai si l'on établit la « norme » sur une période plus courte, depuis la fin des années 70, comme le fait la BNB. L'Histoire ne permettrait donc pas de trancher la question.

Mais s'agit-il simplement de mettre à jour une loi économique ? Ou bien est-ce aussi question d'un choix politique ?, demande David Cayla. « Les taux d'intérêt ne sont pas fixés uniquement par le marché. L'Etat, contrairement aux ménages et aux entreprises, a la capacité d'influencer les taux d'intérêt, via la politique monétaire », explique-t-il.

De fait, ces dernières années, la BCE a démontré qu'elle était capable de faire baisser considérablement les taux d'intérêt sur les emprunts des Etats membres de la zone euro, même pour un Etat membre très endetté comme l'Italie.

Mais si une banque centrale peut en effet maintenir durablement les taux d'intérêt payés par les pouvoirs publics à un niveau suffisamment bas (sans nécessairement être négatif), « rien ne garantit que la BCE le fera », remarque Giuseppe Pagano.

3 Un vieux principe en or

D.B.

Pour 2020, la Région bruxelloise a dévoilé un budget en équilibre. Mais il y a un « truc » : des dépenses d'investissements, pour 500 millions, ont été soustraites du déficit. Ce n'est pas permis par les règles européennes. Cependant, le débat est ouvert...

« Dans mes cours d'économie », se souvient Eric Dor, directeur des études économiques à l'Isseg School of Management de Paris et Lille, « la distinction était faite entre le budget ordinaire de l'Etat et le budget extraordinaire, étant entendu que le premier, qui reprenait les dépenses de fonctionnement, devait être à l'équilibre, mais que les dépenses d'investissements, reprises dans le budget extraordinaire, pouvaient être financées par l'emprunt selon ce que l'on appelait alors la « règle d'or » des finances publiques. »

Les règles européennes de la comptabilité publique ne font pas cette distinction. Elles imposent d'enregistrer toute dépense, même d'investissement, au moment où l'obligation de payer devient irréversible – on appelle cela la « comptabilité d'exercice ». De sorte que les pouvoirs publics, à la différence des entreprises privées, ne peuvent pas amortir un investissement – par exemple un pont ou un tunnel – sur la durée de vie de l'ouvrage. Ni donc étaler la dépense, d'un point de vue comptable.

« Cela n'a pas de sens pour des investissements qui serviront très long-

temps », note Eric Dor, citant l'exemple du... pont du Gard, construit il y a 2.000 ans.

Giuseppe Pagano défend également la règle d'or, qui « permettrait aux Etats de relancer pratiquement à coût nul leurs investissements en infrastructures et bâtiments publics, ce qui paraît largement indispensable – pensons, par exemple, aux bâtiments scolaires. Et elle « parle » à Monsieur et Madame Tout-le-monde qui se sont endettés pour acheter leur maison ».

David Cayla renchérit : « L'Etat n'a pas pour rôle de garantir l'équilibre budgétaire, mais d'intervenir pour lisser les fluctuations conjoncturelles, pour répartir la richesse et pour assurer les grandes décisions stratégiques et les investissements à long terme. Le Portugal de Salazar a évité de s'endetter mais durant toute cette période, le pays s'est à peine développé. »

Sur le principe, David de la Croix ne voit pas d'objection : « Cette règle a du sens dans la mesure où l'investissement considéré génère un rendement supérieur au taux d'intérêt payé sur la dette », admet l'économiste néolouvaniste, qui reconnaît que « nos infrastructures publiques auraient bien besoin d'être remises à niveau, qu'il s'agisse, entre autres, du réseau routier en Wallonie, des tunnels bruxellois ou de la ligne de chemin de fer reliant Bruxelles à Luxembourg ».

Mais tout n'est pas si simple, comme on va le voir...

Les intervenants

David Cayla



David Cayla est maître de conférences à l'Université d'Angers et « Economiste atterré ». Il est notamment l'auteur de *L'économie du réel face aux modèles trompeurs* (De Boeck Supérieur, 2018).

David de la Croix



David de la Croix est professeur d'économie à l'UCLouvain et chercheur au CEPR (Centre for Economic Policy Research). Il est rédacteur en chef du *Journal of Demographic Economics*.

Giuseppe Pagano



Giuseppe Pagano est professeur ordinaire à l'UMons. Il a récemment publié une *Introduction à la pensée de Keynes. Le long terme... c'est maintenant* (Ellipses, 2019).

Eric Dor



Eric Dor est professeur et directeur des études économiques à l'Isseg School of Management de Paris et Lille.

5 Une règle pour le XXI^e siècle

D.B.

ré y lit, en creux, la volonté de restreindre le rôle politique de l'Etat. « Ces règles se substituent à la décision collective et à la démocratie. Or, la politique publique doit être déterminée dans le cadre du débat démocratique. Quel avenir voulons-nous ? Quelle stratégie faut-il mettre en œuvre face aux défis que constitue, par exemple, le réchauffement climatique ? En quoi l'Etat, complémentarément au secteur privé, peut y contribuer ? Comment faire pour qu'il puisse pleinement jouer son rôle ? », insiste David Cayla, qui rappelle que certains Etats fonctionnent très bien avec des dépenses publiques (relativement) plus faibles ; d'autres, avec un niveau de dépenses publiques plus élevé. « Chaque société doit choisir son modèle économique – et, notamment, la place qu'y occupe l'Etat. »

Et si les règles budgétaires européennes étaient en effet d'un autre siècle, comme l'a suggéré récemment le président Macron ? Pas pour la raison qu'il a énoncée – à savoir que les seuils de 3 % et de 60 % sont arbitraires et n'ont aucune justification économique – mais parce qu'elles n'intègrent pas l'impératif du développement durable.

Dans cette optique, une règle budgétaire pour le XXI^e siècle pourrait être celle-ci : le niveau des dépenses publiques doit être tel que chaque génération transmette à la suivante un capital net – physique, financier, environnemental... – au moins équivalent à celui qu'elle a reçu. Qu'en pensent nos économistes ?

« Ce serait l'idéal », admet Giuseppe Pagano. « Mais cette belle idée se heurte à la difficulté que nous avons évoquée de quantifier l'héritage que nous lais-

sons à la génération suivante. Pour des raisons pratiques, je privilégierais la « règle d'or », assortie d'une clause qui protège de l'effet boule de neige. Le financement des investissements par l'emprunt serait autorisé, mais l'on se donnerait pour règle que le ratio des charges d'intérêt, relativement au PIB, ne peut pas augmenter. Cela relâcherait automatiquement la contrainte budgétaire en période de taux bas, qui signale généralement une conjoncture ralentie et une inflation très basse, et de la durcir en période de taux d'intérêt élevés, ce qui, symétriquement, correspond en général à une période de conjoncture plus favorable et d'inflation plus élevée. »

David de la Croix partage un point de vue similaire. « L'esprit de la règle doit certainement être celui que vous suggérez, mais les difficultés pratiques sont insurmontables. Je proposerais dès lors une approche plus large basée sur l'idée

de soutenabilité. Aux deux critères habituels – dette et déficit – on ajouterait, non seulement un critère de type boule de neige, mais également un critère de taux d'emploi, important pour le financement des pensions, et plusieurs critères environnementaux, notamment un objectif de réduction des gaz à effet de serre. »

« Mais il ne faut pas se leurrer », prévient Giuseppe Pagano. « Pour répondre aux défis auxquels nos sociétés font face, il faudra mobiliser des moyens importants : des dizaines de milliards d'euros, au niveau belge. Ce qui signifie que les dépenses de l'Etat devront augmenter – de même que les recettes. Mais il ne sera possible de lever plus d'impôts qu'à la condition de ne pas se tourner toujours vers le salarié moyen, l'indépendant et la PME. Il faudra taxer les grandes entreprises, en particulier les multinationales et les très grosses fortunes, et donc fermer toutes

les possibilités d'évasion fiscale existant aujourd'hui. »

L'Union européenne est-elle prête à une telle révolution copernicienne ? « Après Pearl Harbour, les Etats-Unis n'ont pas dit : désolé, on n'a pas de sou, on capitule », rappelle Eric Dor. « Ils ont financé un énorme effort de guerre, en partie par l'emprunt, en partie grâce à l'intervention de la banque centrale qui a maintenu les taux d'intérêt à bas niveau, en partie également via diverses mesures, notamment d'épargne forcée, visant à limiter les dépenses de consommation pour pouvoir consacrer un maximum de ressources à l'effort de guerre. Quand on prendra au sérieux le défi climatique, il faudra bien lutter vraiment contre l'évasion fiscale, mais revoir aussi les règles budgétaires et admettre officiellement un certain financement monétaire des dépenses publiques. Ou bien dira-t-on : désolé, on n'a pas de sou ? »