

#### 4) Quelles sont les conséquences de l'annulation des créances d'une banque centrale sur l'Etat ?

François ECALLE

Environ 25 % des dettes publiques des pays de la zone euro étaient détenues par la BCE et les banques centrales nationales à la fin de 2020 ([source](#)). Un groupe d'économistes européens a demandé leur annulation dans une [tribune](#) publiée au début de 2021, les gouvernements devant en contrepartie s'engager à « investir les mêmes montants dans la reconstruction écologique et sociale ». L'utilité éventuelle et les risques d'une telle annulation sont d'abord examinés de manière générale avant de présenter les particularités de la zone euro qui la rendraient encore plus risquée.

##### A) Une annulation inutile

La dette publique est « soutenable » si l'Etat reste toujours capable d'honorer les engagements pris lorsqu'il contracte un emprunt, à savoir en payer les intérêts et en rembourser le principal<sup>1</sup>.

Si un Etat pouvait emprunter sans limite auprès de sa banque centrale et lui réemprunter automatiquement pour rembourser ses dettes, la dette publique serait toujours soutenable et l'annulation des créances de la banque centrale serait inutile. Elle serait également inutile si l'Etat pouvait se financer en émettant sans limite des obligations perpétuelles souscrites par la banque centrale.

Une banque centrale ne peut cependant pas financer indéfiniment un Etat, que ce soit en renouvelant automatiquement ses créances sur celui-ci ou en souscrivant à des obligations perpétuelles. Elle a en effet pour mandat de lutter contre l'inflation et, si celle-ci dépasse durablement sa cible, ce qui ne peut pas être exclu à plus ou moins long terme, elle doit réduire ses créances sur l'économie, y compris sur l'Etat.

L'annulation des créances de la banque centrale pourrait donc avoir éventuellement une utilité seulement parce que l'inflation risque de repartir durablement.

Un Etat doit, un jour ou l'autre, se passer des financements de sa banque centrale et emprunter sur les marchés financiers. Il doit donc convaincre en permanence les acteurs de ces marchés que l'endettement public est soutenable. Les conditions de cette soutenabilité sont multiples et varient d'un pays à l'autre et d'une période à l'autre. La crédibilité des politiques publiques est particulièrement nécessaire.

---

<sup>1</sup> La dette publique est la dette consolidée de l'ensemble des administrations publiques mais, par souci de simplification, on considère dans cette note qu'elle est portée par l'Etat seul.

Les économistes considèrent néanmoins en général que, pour assurer la soutenabilité de son endettement, l'Etat doit au moins convaincre ses créanciers privés que sa dette n'augmentera pas indéfiniment en pourcentage du PIB. Celui-ci est en effet une mesure approximative de l'assiette des prélèvements obligatoires et la possibilité de les augmenter constitue la garantie ultime des créanciers de l'Etat.

Pour stabiliser la dette publique en pourcentage du PIB, indépendamment du niveau des taux d'intérêt, il faut stabiliser le déficit public à un niveau égal au produit de la dette par le taux de croissance du PIB en valeur. Si, par exemple, celui-ci est de 3,0 %, le déficit doit être stabilisé à 3,6 % du PIB pour stabiliser la dette à 120 % du PIB. Une [note sur ce site](#) développe plus précisément les conditions de soutenabilité de la dette publique.

Pour stabiliser le déficit sans augmenter les prélèvements obligatoires, il faut que les dépenses publiques n'augmentent pas plus vite que le PIB. Ce sera mécaniquement le cas dans les années 2021 et 2022, voire 2023, car la croissance du PIB sera forte du fait du rebond de l'activité tandis que celle des dépenses sera faible du fait de la disparition des mesures ponctuelles d'urgence et de relance. Il s'agit donc de maîtriser les dépenses à un horizon plus éloigné.

Ce sera un objectif difficile à atteindre en France pour des raisons politiques et sociales, parce que toute tentative de maîtrise des dépenses publiques y est présentée comme excessivement « austéritaire ». C'est néanmoins techniquement et économiquement possible et souhaitable dans un pays qui se situait en 2019 à la première place de l'OCDE pour le montant de ses dépenses publiques et où les économies envisageables sont nombreuses.

Les partisans d'une annulation des créances des banques centrales sur les Etats craignent que la maîtrise des dépenses publiques fasse obstacle à la hausse des investissements publics nécessaire pour relever le potentiel de production de l'économie et assurer la transition énergétique. Toutefois, comme le montre une [note sur ce site](#), les besoins d'investissements publics supplémentaires, qui ne sont pas documentés en-dehors du champ de la transition énergétique, peuvent être financés, d'abord en évitant de retenir des projets dont le bénéfice socio-économique est insuffisant et ensuite en redéployant des dépenses de fonctionnement vers les dépenses d'investissement.

En outre, l'annulation des créances actuelles de la banque centrale sur l'Etat ne donnerait aucun moyen supplémentaire à celui-ci pour financer des investissements, ou toute autre mesure budgétaire, dans les prochaines années. La banque centrale a déjà créé de la monnaie quand elle a prêté à l'Etat et n'en créerait pas plus en annulant sa créance.

Cette annulation se traduirait par le jeu d'écritures suivantes dans les comptes de l'Etat et de la banque centrale : la dette de l'Etat diminuerait mais la valeur de ses actifs (ses actions de la banque centrale dont il est l'unique actionnaire) diminuerait d'autant (la [dette nette](#) des administrations publiques ne changerait pas) ; les actifs de la banque centrale diminueraient également, tout comme ses fonds propres qui deviendraient fortement négatifs (si la banque centrale ne peut pas avoir des fonds propres négatifs, l'Etat doit la recapitaliser en empruntant sur les marchés) ; le bilan consolidé de l'Etat et de la banque centrale ne changerait pas. La Banque centrale recevrait moins d'intérêts de l'Etat au cours des années suivantes mais lui verserait moins d'impôt sur les sociétés et de dividendes.

Il est certes vrai que l'Etat n'aurait pas à rembourser ses dettes envers la banque centrale, à l'échéance de leur remboursement dans quelques années, ce qui lui éviterait de faire appel au marché financier si la reprise de l'inflation conduisait la banque centrale à ne plus lui prêter. L'annulation des créances de la banque centrale reste cependant inutile si la soutenabilité de la dette publique est préservée et si l'Etat peut donc continuer à emprunter et faire rouler sa dette sur les marchés financiers.

## **B) Une annulation dangereuse**

Les partisans de l'annulation avancent généralement qu'elle serait exceptionnelle car justifiée par une crise elle-même exceptionnelle. Il n'y a cependant aucune raison pour qu'elle reste exceptionnelle. Les besoins d'investissements (transition climatique, nouvelles technologies...), de services publics (santé, sécurité, éducation...) et de prestations sociales en faveur des plus démunis sont illimités. Si l'Etat peut les financer en empruntant à la banque centrale et si celle-ci peut annuler aussitôt cette dette par un simple jeu d'écritures comptables, la pression politique et sociale sur la banque centrale sera irrésistible pour financer ainsi une forte augmentation des dépenses publiques et une réduction tout aussi forte des impôts, comme la TVA, qui aujourd'hui financent les services publics.

Cette forte aggravation du déficit public aurait certes un impact favorable à court terme sur l'activité économique mais les ressources supplémentaires versées aux ménages et entreprises les conduiraient également à acheter beaucoup plus de produits importés. L'endettement du pays vis-à-vis des non-résidents s'accroîtrait et il deviendrait difficile de leur emprunter en monnaie nationale, ce qui se traduirait en pratique par une hausse des taux d'intérêt et/ou une dépréciation du change.

Celle-ci amplifierait les effets inflationnistes qu'une telle politique entraînerait plus ou moins vite. Si l'inflation a été maîtrisée dans les pays de l'OCDE depuis une trentaine d'années et a pu paraître insuffisante au cours de la dernière décennie, on ne peut pas exclure qu'elle reparte fortement, en raison de politiques budgétaires très expansionnistes mais aussi de facteurs plus structurels comme une réduction de la pression concurrentielle des pays émergents du fait de mesures protectionnistes. Si elle ne devait jamais repartir, l'annulation des créances de la banque centrale sur l'Etat n'aurait d'ailleurs aucune utilité comme on l'a vu plus haut.

L'anticipation des effets inflationnistes d'une annulation des dettes publiques détenues par la banque centrale pourrait entraîner très vite une hausse des taux d'intérêt supportés par les entreprises et les ménages, au détriment de l'investissement privé.

La perte de confiance dans la monnaie nationale pourrait faciliter le développement de moyens électroniques privés de paiement adossés à un panier de monnaies internationales comme le propose Facebook.

Les partisans de la « théorie monétaire moderne », auxquels les défenseurs de l'annulation se réfèrent souvent, considèrent que le gouvernement pourra toujours augmenter les impôts ou baisser les dépenses publiques pour réduire le déficit budgétaire et ainsi maîtriser l'inflation ou rétablir l'équilibre de la balance des paiements. Ce « tournant de la rigueur » serait toutefois très difficile à faire accepter à une population qui aura pris l'habitude de voir toutes les revendications sociales satisfaites en recourant à la « planche à billets ».

Les banques centrales ont été rendues indépendantes avec pour mandat de lutter contre l'inflation parce que les Etats qui les contrôlaient ont souvent été incapables de prendre suffisamment vite les mesures nécessaires pour arrêter l'inflation et la dépréciation de la monnaie. Dans certains pays, cette « domination budgétaire de la politique monétaire » a provoqué une hyperinflation.

L'annulation des créances de la banque centrale sur l'Etat risque de conduire sur cette voie périlleuse.

### **C) Des risques particuliers dans la zone euro**

Les banques centrales nationales des pays de la zone euro mettent en œuvre la politique monétaire décidée par les instances dirigeantes de la BCE, conseil des gouverneurs et directoire, pour atteindre des objectifs et en respectant des règles qui ont été fixés par le traité de Maastricht. Une annulation des créances d'une banque centrale nationale sur un Etat, ou de toutes les banques centrales nationales sur leur Etat, devrait être décidée par la BCE et ne pourrait l'être que si elle était conforme au traité.

Une telle annulation n'est pas expressément interdite par le traité, car ceux qui l'ont négocié et rédigé ne l'avaient certainement pas imaginée, mais elle est manifestement contraire à son esprit. Le traité interdit en effet le financement d'un Etat par sa banque centrale ou la BCE pour en éviter les effets inflationnistes. Or une première annulation de dettes publiques conduirait inévitablement à une remise en cause de l'indépendance de la BCE pour qu'elle finance en permanence les Etats en annulant aussitôt ses créances et à une inflation que la BCE n'aurait plus les moyens de maîtriser, ce qui est incompatible avec le traité.

Les partisans de l'annulation des dettes publiques font observer que les achats de titres publics par la BCE sur le marché secondaire, économiquement équivalents à des souscriptions directes d'emprunts publics, pouvaient également paraître contraires à l'esprit du traité avant la crise de 2009 et ont finalement été mis en œuvre à très grande échelle.

Cependant, en achetant des obligations publiques, la BCE garde la possibilité de ne pas renouveler cette opération lorsqu'elles arrivent à maturité et donc de réduire ses créances en fonction des perspectives d'évolution de l'inflation. En annulant ces créances, elle se priverait d'un instrument lui permettant de remplir son mandat et elle s'exposerait à une pression politique très forte pouvant conduire à remettre en cause son indépendance.

En outre, les mesures non conventionnelles mises en œuvre par la BCE ont souvent été décidées à la majorité de son conseil et malgré l'opposition des gouverneurs des banques centrales d'Allemagne et des pays dits frugaux. Elles sont souvent contestées dans ces pays et la Cour de Karlsruhe, l'équivalent allemand du Conseil constitutionnel, a envoyé un avertissement en 2020 à la BCE et à la Cour de justice de l'Union européenne en leur rappelant qu'elles ne sont pas au-dessus du traité et qu'elles doivent le respecter.

Les Anglais ont voté pour la sortie de l'Union européenne, entre autres raisons, parce qu'ils ont été convaincus de trop payer pour les autres pays européens. Les provinces de certains pays demandent leur indépendance parce qu'elles estiment trop payer pour les autres. On ne peut pas exclure que des pays du nord veuillent sortir de la zone euro parce que leur population aura été persuadée que les dettes des pays du sud ont été effacées à leur détriment. C'est la France qui a voulu l'euro parce que sa politique monétaire devait suivre en

permanence celle de l'Allemagne pour éviter les dévaluations à répétition. L'Allemagne et les Pays-Bas n'avaient pas besoin de l'euro pour exporter avant sa création et n'en ont toujours pas besoin. La zone euro ne peut pas être considérée comme éternelle.

Une négociation très importante devrait avoir lieu dans les prochains mois sur les règles budgétaires européennes. S'il semble assez largement admis que la priorité devrait être donnée à une règle d'évolution des dépenses publiques tenant compte de la croissance potentielle et des mesures relatives aux prélèvements obligatoires, c'est-à-dire une règle d'effort structurel, il reste à décider ce que deviendront les seuils de 3 % et 60 % du PIB. Juridiquement, un effort structurel minimal doit en effet être réalisé si le déficit est supérieur à 3 % du PIB ou si la dette n'est pas sur une pente descendante quand elle est supérieur à 60 %. Or une dette publique supérieure à 60 % du PIB peut être soutenable et certains pays ne pourront jamais revenir au-dessous de ce seuil.

Ces seuils de 3 et 60 % du PIB ne sont pas dans le traité mais dans un protocole qui lui est annexé et dont la procédure de modification lui est particulière. Il reste qu'une telle modification requiert l'unanimité du Conseil de l'Union européenne, qui sera très difficile à obtenir. Il serait contre-productif d'engager ces négociations en irritant nos partenaires avec des propositions d'annulation des dettes publiques.

## **D) Conclusion**

Si l'inflation ne devait jamais repartir, la banque centrale pourrait financer l'Etat indéfiniment et l'annulation de ses créances serait inutile. L'inflation peut toutefois repartir et le financement de l'Etat par la banque centrale est donc limité. La dette publique peut néanmoins rester soutenable si l'Etat montre à ses créanciers privés qu'il peut la stabiliser à un niveau qui n'est pas trop élevé. Pour y arriver, quel que soit le taux d'intérêt de la dette, il faut stabiliser le déficit public en pourcentage du PIB.

Pour stabiliser le déficit sans augmenter les prélèvements obligatoires, il faut que les dépenses publiques n'augmentent pas plus que le PIB en valeur. Ce sera sans doute difficile en France pour des raisons sociales et politiques mais c'est possible et compatible avec le financement des investissements publics supplémentaires ayant une utilité socio-économique suffisante. En outre, l'annulation de créances de la banque centrale sur l'Etat est un jeu d'écritures comptables qui n'apporterait en lui-même aucun moyen supplémentaire de financement de l'économie. La monnaie en circulation a déjà été accrue quand l'Etat a emprunté à la banque centrale pour payer ses dépenses.

Si une créance de la banque centrale sur l'Etat était annulée, la pression politique et sociale pour financer ainsi beaucoup de dépenses publiques et baisser les impôts serait irrésistible. L'activité serait stimulée à court terme mais une telle politique conduirait tôt ou tard à une dépréciation de la monnaie, associée à un endettement vis-à-vis des pays étrangers, et à une reprise de l'inflation qu'il serait très difficile d'arrêter. Les banques centrales ont été rendues indépendantes avec interdiction de financer les Etats parce que les gouvernements interviennent souvent trop tard pour arrêter l'inflation.

L'annulation des créances d'une banque centrale sur l'Etat risque donc d'avoir des effets inflationnistes très difficiles à maîtriser et elle n'a aucune utilité si on considère que l'inflation ne repartira jamais.

L'annulation des créances des banques centrales sur les Etats de la zone euro n'est pas expressément interdite par le traité de Maastricht mais elle clairement contraire à son esprit, bien plus que les achats de titres publics sur le marché secondaire. Si la BCE envisageait une telle annulation, les tensions entre les membres de la zone seraient très fortes et pourraient conduire à son éclatement. Une négociation difficile devrait bientôt commencer pour réformer les règles budgétaires européennes et pourrait conduire à fixer de nouveaux plafonds au déficit et à la dette publics. Il serait contreproductif de l'engager en irritant certains de nos partenaires avec des propositions d'annulation de dettes publiques.