

RÉPONSE DU BUREAU DU CESE AU HAUT-COMMISSARIAT À LA PROSPECTIVE ET AU PLAN.

Sur la note de problématique :
« Face à la dette Covid, une stratégie de reconquête »

Bureau du 23 mars 2021

Le CESE partage les préoccupations du Haut-Commissariat au Plan (HCP) quant à l'importance du sujet du traitement de la dette contractée par la France à l'occasion de l'épidémie de Covid. Pour éviter que ce sujet reste un élément d'inquiétude et de défiance dans les années à venir, qu'il n'altère les perspectives de reprise et les investissements indispensables pour l'avenir, il est essentiel de répondre clairement aux interrogations concernant les impacts sur le système économique et financier et aux préoccupations des acteurs économiques, sociaux et environnementaux. Pour rappel, dans son Rapport annuel sur l'état de la France 2020 adopté en juillet, le CESE s'était prononcé en faveur d'une monétisation de la dette Covid (annexe 1).

1- Éléments de contexte

Quelques éléments de contexte pour compléter la note du HCP :

- Le déficit public est attendu à 10,2 % du PIB en 2020 puis à 8,5 % du PIB en 2021. Dans cet ensemble, le solde structurel est prévu à -1,2 % en 2020 et -3,6 % du PIB en 2021.
- Le déficit public de la zone euro s'élèvera à environ -7% en 2020 et le FMI estime que le déficit public des économies avancées a augmenté de 20% en 2020 s'établissant à 124,2 % du PIB...
- Le taux de prélèvements obligatoires, après s'être établi à 44,1 % du PIB en 2019, augmenterait à 44,8 % en 2020 puis diminuerait fortement à 43,8 % en 2021.
- Le ratio de dépense publique augmenterait fortement en 2020 du fait des mesures adoptées face à l'épidémie et de l'effet dénominateur lié à la baisse du PIB. Il s'établirait à 62,8 % du PIB, hors crédits d'impôt, après 54,0 % en 2019 et à 58,5 % en 2021.
- Le ratio de dette publique au sens de Maastricht progresserait fortement, pour atteindre près de plus de 120 points de PIB en 2020, après 98,1 points en 2019 et 122% en 2021.
- Le déficit de la sécurité sociale se creuse ainsi que celui de l'Unedic/assurance chômage

- Le remboursement de la dette n'a porté depuis 40 ans que sur ses intérêts avec des charges de l'ordre de 40 Md€ par an
- Le taux moyen d'emprunt 2020 : -0,02% (- 0,56 à court terme, 0,467 sur 50 ans) et le taux moyen du portefeuille de dette émise par la France sur les marchés financiers serait de l'ordre de 1.4%
- A mi-janvier 2021 une OAT (obligation assimilable du Trésor) de 7 Md€ a été émise sur 50 ans, ce qui montre que les appétences des investisseurs sont présentes et la signature de la France solide (taux de spread)
- Les administrations publiques ont absorbé 63% de la baisse de revenus du pays (20% les entreprises et 12% les ménages)
- Le plan de sauvetage français en pourcentage de PIB représente en France 7,6%, 11,1% en Espagne, 8,4% en Allemagne, 9,1% au Royaume-Uni, 7,7 % aux Pays-Bas et 3,8 % pour l'Italie.

Avant de porter un avis sur le traitement de la dette Covid, il faut, comme le rappelle le HCP, décider ce qui en relève et en estimer l'ampleur. Jusqu'à présent, les mesures d'urgence adoptées à travers les lois de finances rectificatives représentent selon le Rapport économique social et financier accompagnant le PLF 2021 un montant de 64 Md€ de mesures ayant un impact direct sur le solde public, auxquelles s'ajoutent les mesures visant à améliorer la trésorerie des entreprises, les interventions directes en capital pour les entreprises en difficulté, ainsi que les dispositifs de garanties en faveur des prêts bancaires aux entreprises et de l'assurance-crédit, soit un total d'intervention d'environ 470 Md€, total dont il serait également pertinent d'y ajouter la part des dettes CADES et UNEDIC générée par la crise sanitaire. En effet, le portage de la dette Covid a largement été fait par les organismes de protection sociale, que ce soit pour financer des coûts directs d'achats de matériel de santé ou des mesures d'accompagnements (activité partielle, exonérations et reports de cotisations sociales). Ce financement d'urgence est également à prendre en compte afin de rétablir une lecture des comptes sociaux normalisés, devant faire l'objet au préalable d'une définition et d'arbitrages collégiaux avec les parties prenantes dont les partenaires sociaux (sur le modèle de la commission des comptes de la Sécurité sociale). Les mesures de relance visant, selon le gouvernement, à accélérer le rebond de l'activité à court terme, moderniser l'appareil productif et décarboner l'économie, représentent quant à elles un montant total de 100 Md€, dont 40 Md€ seront financés par l'Union européenne. Il est cependant difficile dans les années à venir de prévoir et de définir ce qui sera la conséquence de la pandémie et ce qui n'en sera pas. Aussi, afin d'avoir un chiffre précis de la dette Covid, la rendre facilement accessible et légitime aux yeux du public, il serait utile que celui-ci soit effectué par un organe indépendant : **le CESE soutient donc la proposition du HCR de désigner la Cour des Comptes comme garante de l'objectivité et de la cohérence de ce travail de recensement de la dette Covid.** Le CESE rappelle cependant que des organismes comme le Haut conseil des finances publics, le Haut conseil du financement de la protection sociale et le ministère de l'économie, des finances et de la relance travaillent sur ce sujet, chacun selon ses angles d'expertise et de mission, et qu'un dialogue régulier enrichirait l'analyse et les propositions.

2- La dette publique contractée à l'occasion de la Covid doit être isolée : de l'utilité du cantonnement.

Selon le gouvernement¹, la nouvelle dette Covid levée pour faire face aux conséquences de la pandémie fera effectivement l'objet d'un cantonnement (et de propositions de financement par une « Commission sur l'avenir des finances publiques ») : la première étape décrite dans la note du HCP paraît ainsi déjà franchie.

Le CESE partage en partie l'analyse du HCP : le cantonnement en écriture comptable est utile car il participe de la meilleure appréciation et compréhension des comptes nationaux, ce qui peut être facteur de cohésion sociale. Il est en effet indispensable pour améliorer l'acceptabilité de l'impôt : nos concitoyens, par cette mesure, pourront se rendre compte que la politique du « quoi qu'il en coûte » était exceptionnelle et limitée à des circonstances d'une ampleur sans précédent. La nécessité d'une gestion prudente et raisonnée des finances publiques, doit s'articuler autour du rôle d'acteur économique majeur de l'Etat qui doit engager les investissements nécessaires à la croissance future, d'autant que le poids de la dette sera faible si le PIB est croissant.

Le cantonnement constitue la condition première d'un retour d'une croissance durable par la reprise des investissements et de la consommation : la confiance en l'avenir. Pour cela, les Français ont besoin de certitudes ou à tout le moins de réassurance sur les conditions de leurs vies futures. L'Etat se doit de répondre à ces demandes et de limiter au maximum les incertitudes en clarifiant les éléments constitutifs de la dette liée à la Covid, quantifiant son montant, et précisant les conditions de son remboursement. De surcroît, dans un contexte européen, il est important d'indiquer que la France n'est pas isolée puisque l'ensemble des Etats ont dû engager des dépenses exceptionnelles et qu'ils y répondront collectivement (par le Fonds de relance et de résilience européen NextGenerationEU, constitué en particulier de 390 milliards de subventions, dont 40 pour la France).

3- Modalités de remboursement : le respect des engagements de l'Etat.

Une fois son montant cantonné, faut-il rembourser la dette Covid et selon quelles modalités ? C'est la question principale et le HCP y répond par l'affirmative, en recommandant un différé d'amortissement et une maturité très longue. Il est à rappeler que la dette publique est essentiellement financée par des émissions de titres obligataires du Trésor et ne donne lieu qu'à des remboursements réguliers des intérêts (charge de la dette) et seulement in fine le capital via émission de nouveaux titres, suivant les conditions du marché. La maturité (durée) de l'emprunt est donc plutôt de moyen terme (8 ans) et de plus en plus de titres sont émis sur des durées longues de 30 ou 50 ans, il s'agit donc de profiter autant que possible des conditions du marché et de vérifier les diversités de dates d'échéance des titres encours.

Le CESE appuie la problématique posée par le HCP : trois options principales sont en effet à envisager en ce qui concerne les modalités de remboursement de cette dette Covid, soit l'annulation de la dette, le changement des conditions de remboursement ou son remboursement aux conditions d'emprunt :

- **L'annulation des dettes détenues par la BCE :** Cette option est portée par certains économistes qui mettent en avant ses avantages, notamment pour les futures générations. Si elle était mise en place, l'annulation des dettes des Etats résoudrait par un jeu d'écriture la question du remboursement de la dette Covid auprès de la BCE et donnerait des marges de

¹ Audition de M. Bruno Le Maire, ministre de l'économie, des finances et de la relance, et de M. Olivier Dussopt, ministre délégué auprès du ministre de l'économie des finances et de la relance, chargé des comptes public devant la Commission des finances de l'Assemblée Nationale du 28 septembre 2020.

manœuvre aux Etats pour investir dans des secteurs d'avenir et la transition écologique. Cependant, pour être indolore, c'est-à-dire ne pas affaiblir la qualité de la signature française, cette solution devrait être étendue à tous les Etats membres emprunteurs, ce qui *de facto* profiterait aux Etats les plus endettés. Elle nécessiterait de plus une révision des traités européens, qui interdisent une telle pratique, et un accord de l'ensemble des Etats Membres. Or, un consensus en ce sens entre les 27 Etats membres de l'UE est fort peu probable, en témoignent les tensions qui ont prévalu entre les pays du Nord de l'UE dits frugaux (Pays-Bas, Autriche) et du Sud (dont la France, l'Italie et l'Espagne) notamment au sujet du financement de l'instrument de relance et de résilience (plan de relance européen) par mutualisation de la dette. L'annulation risquerait d'altérer la confiance dans la solidité de la Banque Centrale Européenne (BCE) et donc dans la monnaie, ce qui gripperait le financement de l'économie. D'autant que les Etats n'ont aucune difficulté à se financer à bas coût. L'important est plutôt de savoir dans quels buts les Etats utiliseraient ces nouvelles marges de manœuvre.

- Plus globalement, une telle mesure pourrait mettre en péril les discussions sur l'approfondissement de la construction européenne (ressources fiscales propres, solidarités, la transition écologique, etc.), mais aussi mettre en péril l'existence même de la zone Euro. Ainsi, si l'annulation permet de résoudre les questions de financement de la dette, en l'état actuel, c'est une option difficile à mettre en œuvre concrètement en raison de profondes divergences d'approche entre Etats membres.
- **Le changement des conditions de remboursement.** C'est l'option privilégiée par le HCP, qui demande un différé d'amortissement de 10 ans et un allongement de la maturité, afin de permettre à la France de retrouver le chemin de la croissance sans le poids du remboursement dès les premières années, et par la suite d'avoir des annuités raisonnables au regard des projections de croissance. Dans le contexte actuel, un tel changement des conditions d'emprunt enverrait cependant un message très négatif aux marchés, qui pourraient y voir un revirement, voire de remise en cause de la parole de l'Etat. Comme il a déjà été rappelé, le meilleur ingrédient pour une reprise rapide et durable de la croissance est l'absence d'incertitude, une confiance en l'avenir : en ce sens, revenir sur des conditions d'emprunt négocié par l'Etat et sur lesquelles celui-ci s'est engagé ne paraît pas aller dans la bonne direction. De plus, cela reviendrait à une remise en cause des conditions de remboursement négociées par la BCE avec l'ensemble des Etats Membres de la zone euro, il faudrait donc un accord de ceux-ci et de la BCE, puisque cette dernière est un organisme indépendant. La France ne pourrait pas être seule à obtenir de nouvelles conditions, sous peine de remettre en cause de la qualité de sa signature : une telle solution, étendue à la zone euro, serait concrètement très difficile à mettre en place. Si toutefois le contexte macroéconomique venait à changer, les conditions de remboursement devront être adaptées, ainsi qu'il est proposé dans la dernière partie de cette note.
- **Le remboursement de la dette aux conditions définies.** Le remboursement classique serait l'option la plus vertueuse. Par ailleurs, c'est dans les faits l'option la moins coûteuse. En effet, à l'heure actuelle, la BCE crée de la monnaie lorsqu'elle porte dans son bilan les obligations des Etats-Membres ; lorsque celles-ci arrivent à échéance, c'est-à-dire lorsque l'Etat doit rembourser, la BCE n'en demande pas le remboursement mais en acquiert de nouvelles. L'Etat s'endette à nouveau pour les mêmes montants, jusqu'à présent à des taux d'intérêts encore plus bas. Quant aux intérêts des emprunts auprès de la BCE, ils sont perçus par la Banque de France (pour le compte de la BCE) qui les reverse au budget français. Dès lors, **la France n'a aujourd'hui pas intérêt à renégocier les conditions de remboursement de la dette contractée auprès de la BCE**. Pour le CESE la continuité de la pratique actuelle de remboursement et de roulement de la dette reste l'option la plus avantageuse pour les finances publiques, qui ne

nécessite pas de dégager des ressources supplémentaires ou de mesures d'économies qui pourraient entraîner une hausse des inégalités.

4- Financement de la dette en cas de retour de tensions inflationnistes

Les mesures de soutien et de relance, associées à l'abondance d'épargne (estimée par la banque de France à 200 Md€ fin 2021), aux mesures des autres Etats et en particulier des Etats-Unis, dont la nouvelle administration a annoncé un nouveau plan de relance à 1.900 milliards de dollars, pourraient contribuer à une poussée inflationniste en Europe, ce qui aurait des conséquences importantes au regard du mandat de la BCE. En effet, si l'inflation dépassait 2%, la BCE devrait, dans le respect de son mandat, augmenter ses taux : son programme de rachat d'actifs ou de prêts directs aux Etats membres pourrait être remis en cause² et avec lui le roulement de la dette appliqué jusque-là. La BCE devrait réduire le volume de son bilan et les Etats membres devraient alors rembourser leurs dettes.

Le premier axe à privilégier afin de se prémunir en cas de retournement de situation serait d'élargir le mandat de la BCE au-delà du seul contrôle de l'inflation et de la bonne transmission de la politique monétaire pour y ajouter la solvabilité budgétaire des Etats membres (ce qui permettrait à la BCE de ne pas transmettre l'inflation à ses taux d'intérêts), l'emploi et la transition écologique. Cette solution nécessite un accord de l'ensemble des Etats membres : il conviendrait d'entamer dès maintenant des négociations sur ce sujet qui pour l'instant ne fait pas consensus entre Etats membres.

Le deuxième axe consisterait dans l'adoption de nouvelles modalités de remboursement de la dette Covid en cas de retour de l'inflation et sous conditions d'une croissance potentielle inférieure. Le cantonnement financier s'accompagne d'un financement spécifique via des ressources fléchées, temporaires ou définitives. La première solution serait une augmentation des prélèvements obligatoires : l'Etat augmente ses prélèvements ou diminue ses dépenses et investissements. En plus des conséquences importantes en matière de redistribution et une possible remise en cause des dépenses liées à la protection sociale, à l'éducation, à la culture ou aux services publics, le risque serait de « casser » la croissance et de dissuader les ménages de réinjecter leur épargne dans l'économie.

Le CESE rappelle à cet égard qu'il est favorable à la mise en place, au niveau européen, d'une taxe dite GAFSA sur les revenus des plateformes numériques à partir d'un seuil d'imposition ne pénalisant pas les PME ou les jeunes pousses (startups). Avec une administration Biden plus ouverte à ce sujet, la période est propice à la relance des discussions dans le cadre de l'OCDE, sur la taxe GAFSA et la taxation des firmes multinationales³. L'instauration de cette taxe GAFSA pose les jalons d'une réflexion plus large, internationale, pour lutter contre le dumping fiscal. Sur le plan national, le CESE rappelle plus généralement que les efforts demandés doivent être équitablement partagés. Au-delà des mesures ponctuelles, il préconise une réforme globale de la fiscalité, répondant mieux aux enjeux de justice sociale, axée notamment sur une plus grande progressivité de l'impôt sur le revenu. Il a rappelé

² En effet, la BCE n'a pas de mandat pour procéder à ses rachats mais elle le fait en s'appuyant sur sa mission de ramener l'inflation à 2%. L'arrêt de la Cour de Karlsruhe du 5 mai 2020 a rappelé que l'objectif de la BCE est la stabilité des prix et non la solvabilité budgétaire des Etats de la zone euro.

³ « Aux Etats-Unis, la secrétaire au Trésor, Janet Yellen, lève un préalable décisif pour une taxation des multinationales », Le Monde, 27/02/2021

également lors de récents avis l'importance d'organiser le fléchage de l'épargne par une fiscalité plus incitative vers des projets répondant à des critères sociaux et environnementaux⁴.

5. Un nouvel usage de la dette

L'une des questions fondamentales a trait à l'usage de la dette. Les fonds empruntés peuvent financer des investissements publics productifs, régénérant par exemple des infrastructures, ou des innovations technologiques, ou encore la recherche. S'agit-il aujourd'hui de soutenir des secteurs qui étaient, pour certains, déjà en difficulté avant la crise, ou de promouvoir des investissements d'avenir qui pourraient accélérer les transitions vers le numérique et l'écologie ? L'essentiel réside dans la stratégie de la France d'investir dans des domaines qui garantiront sa croissance, la souveraineté alimentaire et des secteurs stratégiques, l'emploi et le rang du pays dans les années à venir.

Le CESE souligne ainsi que le remboursement de la dette ne doit pas remettre en cause les investissements d'avenir, matériels et immatériels dans des actifs réels à la fois bas carbone et à fort potentiel de croissance. C'est le développement de ces secteurs d'avenir qui engendreront à la fois croissance et revenus fiscaux, qui permettront de réduire le poids des intérêts de la dette et *in fine* de faciliter son remboursement. La dette restera soutenable tant que son taux d'intérêt est inférieur au taux de croissance nominale. Les investissements immatériels constituent un pilier essentiel à la préparation de l'avenir : comme le CESE l'a maintes fois souligné, sans les investissements dans l'éducation, la formation continue, les reconversions, la recherche et développement, les autres formes d'investissement n'auront qu'une portée limitée. **Aussi le CESE propose de ne pas comptabiliser la dette contractée à l'occasion de cette crise sanitaire exceptionnelle dans le montant de la dette et du déficit défini par les critères de Maastricht : ces emprunts constituent des moyens exceptionnels en des circonstances exceptionnelles et ne doivent pas obérer les capacités d'investissement des Etats.**

- - -

En conclusion, si le CESE partage le constat du HCP sur l'importance vis-à-vis de la cohésion sociale des questions liées à la dette Covid et à son cantonnement, il questionne les modalités de remboursement de cette dette spécifique déjà émise, telles que proposées par le HCP, notamment du fait du cadre européen s'y appliquant. Concernant la dette liée à la Covid mais également aux dépenses de long terme, le CESE rejoint le HCP dans sa volonté de lui fixer une maturité longue. Par ailleurs, **afin de ne pas altérer les engagements du seul Etat français et si la situation l'exige, il faudra penser dans un cadre européen des réponses nouvelles tel que proposées par le HCP.**

Ces propositions nécessitent d'engager dès maintenant des discussions avec les Etats-membres de la zone euro pour anticiper une exigence éventuelle de remboursement. Par ailleurs, sur la problématique plus générale de financement de la dette Covid, il serait intéressant de se rapprocher du Comité économique et social européen pour mettre en place une plate-forme de débat public.

Enfin, au plan européen, si une révision des traités semble à l'heure actuelle peu envisageable, le CESE relève tout de même les progrès accomplis face à la pandémie : la mise au point, en dépit des difficultés, d'un plan de relance doté de 750 milliards d'euros et financé par mutualisation de la dette, et le relatif « changement de logiciel » de la Commission européenne qui semble prête à prolonger la

⁴ Avis "Fractures et transitions: réconcilier la France" Michel Badré et Dominique Gillier, mars 2019 ; "Génération nouvelles" Danielle Dubras et Djamel Teskouk, juillet 2020 ; « Le financement des investissements d'avenir : enjeux et déclinaisons » Patricia Blancard et Didier Gardinal, février 2021

suspension du pacte de stabilité et de croissance jusqu'à fin 2022. Le CESE est bien sûr favorable à cette dernière mesure et à une réflexion visant à assouplir les critères de convergence budgétaire au-delà de cette date, le CESE soutient en cela le CES Européen qui « plaide pour instaurer de nouvelles règles budgétaires qui tiennent compte des réalités économiques et sociales qui prévaudront lorsque prendra fin la pandémie »⁵.

⁵ Avis de CES européen sur la stratégie annuelle 2021 pour une croissance durable - ECO/537.

Annexe 1

Extrait du « Rapport annuel sur l'état de la France 2020 : vers un nouveau cap », p.24

Traitement de la dette : quelles options ?

Annulation de tout ou partie de la dette : cela pourrait entraîner une perte de confiance de certains investisseurs dans la signature de la France et pourrait détériorer ses capacités d'emprunt. La charge de la dette dans le contexte actuel coûte environ 35 Mds par an : c'est un montant soutenable, qui ne semble pas nécessiter une telle mesure.

Financement de la dette par une hausse des prélèvements : l'Etat augmente ses prélèvements ou diminue ses dépenses et investissements. Hormis les conséquences importantes en matière de redistribution et une possible remise en cause des dépenses liées à la protection sociale, à l'éducation, à la culture ou aux services publics, le risque serait de « casser » la croissance et de dissuader les ménages de réinjecter leur épargne dans l'économie.

Annulation des dettes détenues par la BCE : solution en théorie indolore mais qui de facto profiterait aux Etats les plus endettés. A ce stade, la BCE ne promeut pas une telle solution qui est loin de faire l'unanimité entre les pays membres de l'Union européenne.

Effets bénéfiques de la relance : dans ce cas de figure, les rentrées fiscales remontent, le PIB également, ce qui réduit mécaniquement le poids relatif de la dette, à condition que les taux d'intérêt restent faibles. Toutefois les dépenses de l'Etat devant demeurer très sélectives, certains investissements d'avenir indispensables, en équipements et en emplois, pourraient être remis en cause.

Monétisation de la dette : il pourrait s'agir d'une part du rachat de la dette nouvelle par la BCE à taux nul voire négatif à un rythme plus élevé que le programme d'achats d'obligations souveraines lancé en 2015, ou de prêts directs de la BCE aux Etats Membres, sans échéance de remboursement. Mais aussi d'autre part du rachat de la dette passée accumulée en pratiquant un taux zéro par rétrocession aux Etats de la rémunération des titres de dettes passées. Cette création monétaire serait une option avantageuse pour le budget des Etats. Ces mesures pourraient contribuer à une poussée inflationniste en Europe ce qui aurait des conséquences importantes au regard du mandat de la BCE. En effet, si l'inflation dépassait 2%, la BCE devrait augmenter ses taux et son programme de rachat d'actifs ou de prêts directs aux Etats membres pourrait être remis en cause. La BCE devrait réduire le volume de son bilan, les Etats membres devant alors rembourser leurs dettes. De tels scénarii rendraient souhaitable d'élargir le mandat de la BCE au-delà du seul contrôle de l'inflation et de la bonne transmission de la politique monétaire, en faveur de la solvabilité budgétaire des Etats membres.

Le scénario de monétisation de la dette par la BCE paraît le plus adapté, associé à une politique de relance coordonnée au plan européen, sous réserve que soit desserrées les règles de discipline budgétaire pratiquées depuis plusieurs décennies, afin de permettre aux Etats membres de financer les investissements indispensables à la réorientation de leur développement en faveur de la transition écologique et de la sécurisation des emplois. À moyen terme, il est également nécessaire de pratiquer une politique budgétaire plus juste et plus efficace, en privilégiant de manière sélective les investissements porteurs d'avenir, en faveur notamment de l'éducation, de la formation, de la recherche ainsi que d'un travail qualifié et sécurisé.