



Rapport d'information

fait au nom de la Délégation à la prospective

L'AVENIR DES DETTES PUBLIQUES

par

Éric BOCQUET, sénateur, et Sylvie VERMEILLET, sénatrice

Version provisoire

SOMMAIRE

	<u>Pages</u>
<u>AVANT-PROPOS</u>	5
<u>I. LA DETTE : UNE INQUIÉTUDE HISTORIQUE</u>	7
<u>A. LA DETTE : UN MAL NÉCESSAIRE ?</u>	7
<u>1. Développement économique et endettement vont de pair</u>	7
<u>2. La dette, un outil de développement</u>	8
<u>3. S'endetter, c'est fauter ?</u>	10
<u>B. QUAND L'ENDETTEMENT FINIT MAL</u>	14
<u>1. La crainte de l'endettement hors de contrôle</u>	14
<u>2. Mais les crises de dettes ne se soldent pas nécessairement par des banqueroutes.</u>	15
<u>C. LA MAÎTRISE DE L'ENDETTEMENT PUBLIC : PARADIGME DES FINANCES PUBLIQUES</u>	17
<u>1. Théorie</u>	17
<u>2. La mise en œuvre de ces règles au niveau européen et par la France</u>	19
<u>3. Un cadre progressivement remis en cause</u>	21
<u>II. AU SORTIR DE LA CRISE DU COVID, LA QUESTION DE LA DETTE PUBLIQUE EN FRANCE ET EN EUROPE SE POSE DANS DE NOUVEAUX TERMES</u>	23
<u>A. LA PROGRESSION DES DETTES PUBLIQUES : UN MOUVEMENT DE FOND</u>	23
<u>1. Des pays riches de plus en plus endettés</u>	23
<u>2. Comment expliquer la hausse durable des encours de dette publique ?</u>	26
<u>B. DES DETTES DEVENUES FACILES À FINANCER</u>	29
<u>1. La baisse continue des taux d'intérêt allège la charge de la dette</u>	29
<u>2. Le rôle des politiques monétaires accommodantes</u>	33
<u>3. Un nouveau contexte macroéconomique qui réclame une nouvelle approche de l'endettement public</u>	36
<u>III. QUEL AVENIR POUR LA DETTE PUBLIQUE DE LA FRANCE ?</u>	40
<u>A. LA SOUTENABILITÉ DE NOTRE DETTE DÉPEND DE NOMBREUX PARAMÈTRES</u>	40
<u>1. Niveau et financement de la dette : deux questions distinctes</u>	40

<u>2. Des perspectives à long terme dépendant de nombreux paramètres</u>	45
<u>B. LES OUTILS DES GOUVERNEMENTS POUR GÉRER LA DETTE</u>	49
<u>1. Rouler la dette : une méthode classique mais qui impose une maîtrise à long terme des comptes publics</u>	49
<u>2. Cantonnement de la dette, mutualisation de la dette ; des pistes intéressantes ?</u>	53
<u>3. L'annulation ou la restructuration de la dette : arme utile ou dangereuse ?</u>	55
<u>4. Une alternative radicale : la monétisation de la dette</u>	58
<u>C. LES SCÉNARIOS : ÉVITER LE PIRE, SANS RENONCER AU MEILLEUR</u>	60
<u>1. Le scénario espéré : la stabilisation réussie</u>	60
<u>2. Le scénario redouté : la perte de confiance des marchés et l'éclatement de la solidarité européenne</u>	62
<u>3. Le scénario rêvé : la dette vertueuse</u>	64
<u>D. LES RECOMMANDATIONS DES RAPORTEURS : FAIRE DE LA DETTE UNE QUESTION POLITIQUE ET NON UNE QUESTION TECHNIQUE</u>	66
<u>LISTE DES PERSONNES ENTENDUES</u>	68

Version provisoire

AVANT-PROPOS

La crise sanitaire de 2020 a fortement sollicité les finances publiques en France et dans le monde. **Face à l'impératif de répondre à l'urgence sanitaire mais aussi de soutenir massivement l'économie en situation de confinement, les États ont déversé de grandes quantités d'argent public**, et augmenté substantiellement leur niveau d'endettement.

Cette nouvelle marche dans la progression vers des niveaux toujours plus hauts de dette publique a été franchie sans difficulté, sans crise financière, presque sans bruit. Dix-huit mois après le début de la crise du Covid, la pandémie s'est éloignée mais la dette reste, et suscite nombre d'interrogations.

L'inquiétude face à la dette n'est pas spécifique à la crise que nous connaissons actuellement. Elle s'enracine dans une philosophie de la dette qui influence fortement nos représentations et nos approches, autant sans doute que les paramètres purement économiques.

Les paliers successifs de dette que nous avons traversés depuis les années 1980 ont tous donné lieu à des **débats sur la gestion des finances publiques à long terme**, avec une interrogation fondamentale sur la soutenabilité de la trajectoire empruntée, et le spectre de l'incapacité à faire face aux échéances : paiement des intérêts et remboursement de la dette.

Paradoxalement, des niveaux d'endettement public que l'on jugeait autrefois insupportables sont devenus admissibles voire courants. Certains pays comme le Japon ont une dette qui dépasse allègrement le produit intérieur brut annuel (260 %) sans que cela ne soit inquiétant. Les États-Unis s'endettent massivement sans entraîner de défiance dans la solidité de la nation ni dans celle de sa monnaie, le dollar.

En Europe, la situation est contrastée : certains États membres de la zone euro comme l'Allemagne ont réduit leur endettement, mais la France, comme nombre de ses voisins du Sud, a vu progresser son endettement presque inexorablement.

La protection assurée par la gestion de la zone euro par la BCE depuis la crise du début des années 2010 a permis d'offrir aux États de l'eurozone des **conditions d'emprunt toujours plus favorables**. Emprunter plus et moins cher a d'ailleurs été possible dans l'ensemble des pays de l'OCDE car les taux d'intérêt mondiaux ont eu tendance à se réduire, le taux d'intérêt réel devenant parfois négatif. Les marchés financiers continuent à acheter de la dette publique, même si celle-ci ne rapporte plus grand chose.

Cette situation nouvelle conduit à s'interroger sur la stratégie à suivre sur le long terme : faut-il continuer à s'endetter, sans limite, sans carcans, avec comme seule boussole les besoins des citoyens à satisfaire ? Faut-il profiter de la situation pour doper la croissance, ce qui fera mécaniquement baisser le ratio dette/PIB ? Faut-il au contraire anticiper des difficultés futures de refinancement des dettes souveraines ? Avec un ratio d'endettement public désormais à 115 % du PIB, la France sera-t-elle encore en mesure de faire face en cas de nouvelle crise ?

Ce rapport de prospective n'a pas vocation à proposer une seule stratégie des finances publiques pour les années qui viennent. Il ne vise pas à définir des seuils, des ratios de référence ou des règles budgétaires revêtues d'une autorité scientifique indiscutable.

Au contraire, **ce rapport de prospective, en interrogeant d'abord le rapport historique et philosophique que nous entretenons avec la question de la dette**, puis en analysant la situation actuelle, assez paradoxale, de dettes abondantes et faciles à financer, en

particulier grâce à une politique monétaire européenne très accommodante, a pour objet de **mettre en exergue l'existence de plusieurs voies, plusieurs approches, entre lesquelles le politique doit trancher.**

Car si l'endettement est d'abord et avant tout une **question de confiance**, en l'État, en l'avenir, en la crédibilité des politiques publiques, les choix en la matière sont **éminemment des choix politiques**. Nous disposons d'un éventail **très large de solutions**. Les débats sur la dette qui ont agité les économistes ces derniers mois ont remis sur la table certaines options : la mutualisation des dettes à l'échelle de l'Union européenne, le cantonnement de la dette Covid, l'annulation ou le rééchelonnement des dettes. La stratégie consistant à rouler la dette comme nous l'avons fait pendant des décennies n'est pas non plus disqualifiée.

Les différents scénarios qui sont devant nous doivent être analysés avec lucidité, en sortant d'une approche anxigène qui s'attache au seul ratio dette/PIB et à l'injonction à ne pas faire peser sur nos enfants le fardeau d'une dette insupportable, mais **sans verser non plus dans l'indifférence** à un enjeu majeur pour l'avenir de notre économie et de notre État.

Version provisoire

I. LA DETTE : UNE INQUIÉTUDE HISTORIQUE

A. LA DETTE : UN MAL NÉCESSAIRE ?

1. Développement économique et endettement vont de pair

a) Une brève histoire de l'endettement des États : une pratique ancestrale ?

Si le prêt entre individus est bien une pratique ancestrale, l'emprunt public, lui, arrive bien plus tardivement au cours de l'histoire. Pendant longtemps en effet, les chefs empruntaient en leur nom propre et avaient pour devoir de rembourser leur dette pendant la durée de leur vie. Hérodote au Ve siècle raconte que pour construire la pyramide de Gizeh, le pharaon Khéops s'était fortement endetté. Incapable d'honorer sa dette il avait été contraint de prostituer sa fille pour la rembourser. Le caractère personnel du projet de construction funéraire pouvait justifier l'endettement personnel du pharaon, mais en réalité la notion d'endettement public, même pour le financement de projets d'intérêt public ou de grande envergure, n'existait pas encore. Comme le dit Earl J. Hamilton, historien et économiste américain, la dette publique est « l'un des quelques rares phénomènes économiques importants qui ne poussent pas leurs racines jusqu'au monde antique »¹

Sous l'Empire romain, l'endettement était rare. Les quelques phases d'endettement qu'a connues l'Empire, notamment lors des deux guerres puniques, ont été le fait de dettes contractées par l'empereur personnellement. Lors de la première guerre punique, l'empereur a reçu l'aide financière de riches sénateurs pour acheter une flotte de combat ; le remboursement n'était exigé que si les opérations étaient couronnées de succès.

Le premier phénomène d'endettement au nom d'une entité distincte des individus ne se produit que bien plus tard, au XIIIe siècle². C'est le fait du monastère d'Evesham en Angleterre, qui, pour payer les frais d'un procès contre l'évêque du comté voisin, imagine un emprunt au nom du monastère afin de disposer d'une somme plus importante. L'idée est née du raisonnement, aujourd'hui fondateur, que le monastère à une **durée de vie éternelle**, et que le remboursement de l'emprunt pouvait se faire au-delà de la vie des moines.

À l'échelle d'un État, **les premières formes d'endettement public sont apparues dans les cités italiennes** notamment à Florence, Gênes ou Venise, au XIIIe siècle, pour **financer les guerres**.³ Ces modes de financement se sont ensuite diffusés dans toute l'Europe.

¹ Andreau, J., Beaur G., Grenier, J.Y.(2006) *La dette publique dans l'histoire*. « Les Journées du Centre de Recherches Historique » des 26, 27 et 28 novembre.

² Ibid

³ Grenier, J. (2012). *La longue durée des dettes publiques : l'Europe et les autres*. Politique étrangère, 11-22. <https://doi.org/10.3917/pe.121.0011>.

Dans d'autres États développés du monde, on ne constate pas de phénomène d'endettement public important avant le XIXe siècle. Ni la Chine impériale, ni l'empire espagnol, ni l'Amérique avant cette période n'avaient utilisé l'endettement public comme l'ont fait les Européens.

Parmi **les principales raisons qui ont conduit les États à s'endetter**¹, il y a en premier lieu la **guerre**, en raison des dépenses extraordinaires qu'elle exige et qui sont difficilement finançables par l'impôt. Les États se sont également **endettés lors de révolutions ou de soulèvements**, ainsi que pour **financer de grands travaux** ou projets, plus ou moins rentables.

Les banques pouvaient également pousser les États à s'endetter plus que nécessaire, dans le but de s'enrichir, et la charge de la dette accumulée pouvait entraîner les États à s'endetter davantage. Après la Seconde Guerre mondiale, les dépenses liées à **l'État providence** ont été une nouvelle cause de l'accroissement de l'endettement de certains États.

2. La dette, un outil de développement

Le mécanisme de dettes a permis la création de la monnaie

L'anthropologue David Graeber² attribue la création de la monnaie au système d'endettement qui existait en Mésopotamie en 5000 av J.-C. On inscrivait sur une tablette d'argile des obligations de paiement scellées du sceau de l'empereur et **les individus s'échangeaient ces reconnaissances de dettes pour acquérir des biens auprès d'autres individus**. Cette « monnaie dette » et, de manière plus générale, le principe de l'endettement sont les premiers moyens d'échange de biens et de services que l'on connaisse. La création de la monnaie a permis aux grandes cités mésopotamiennes de se développer, en utilisant, dans un premier temps, cette monnaie pour construire des fortifications destinées à protéger les contours des cités. Dans un deuxième temps, la monnaie en circulation a permis les échanges et le commerce.

Les dettes et la monnaie ont été utilisées pour structurer les États

De manière plus générale, toutes les monnaies – c'est encore le cas aujourd'hui - sont des reconnaissances de dettes. Une pièce de monnaie est acceptée par un individu car il sait qu'il pourra l'utiliser à son tour et qu'elle sera acceptée d'autres individus.³

Selon l'économiste allemand Georg Friedrich Knapp, auteur de *Théorie étatique de la monnaie* publié en 1905, l'État fonde la légitimité de la monnaie. La monnaie acceptée en paiement d'obligations à l'État (impôts, amendes) sera la monnaie de la population. Pour

¹ Lutfalla, M. (2017) *Une histoire de la dette publique en France*, Classiques Garnier Paris, (p.2).

² Graeber, D. (2013) *Dette 5000 ans d'histoire*, traduit de l'anglais par Françoise et Paul Chemla, Paris, *Les liens qui Libèrent*, (p.263).

³ Graeber, D., *Dette 5000 ans d'histoire*, traduit de l'anglais par Françoise et Paul Chemla, Paris, *Les liens qui Libèrent*, 201 (p 60)

David Graeber, l'existence de la monnaie et de l'État vont de pair, les sociétés qui n'ont pas d'État n'ont en général pas de monnaie. La monnaie est le moyen pour l'État de créer une société et la monnaie existe grâce à l'État. Les États dans lesquels on a découvert des mines d'or et d'argent auraient simplement pu organiser le paiement des biens et services avec ces métaux. Pourtant ils ont décidé de frapper de la monnaie à l'effigie du souverain, de la distribuer à la population et ensuite d'en demander une partie en retour sous forme d'obligations. Cela s'explique par la volonté de créer une société et d'implanter un système d'échange et de marché dans le pays.

La création de la Banque d'Angleterre en 1694 s'est également faite grâce à un endettement public. Des banquiers londoniens ont accepté de prêter 1 200 000 livres au roi Guillaume III pour pouvoir bénéficier en contrepartie du droit d'émettre des billets de banque. Les banquiers ont ainsi mis en circulation des fractions de la dette que leur devait le roi, ce qui a fait office de monnaie. Ce système ne fonctionne que si le roi ne rembourse jamais cette dette, ce qui a été le cas.

L'endettement est favorable au développement économique

En plus de la structuration des États et de la monnaie, l'endettement apparaît comme un moyen de financement favorable à la croissance économique. Il permet de mettre en relation des individus disposant de capitaux avec d'autres qui ont la volonté de développer une activité économique mais n'ont pas les moyens de la financer. L'endettement évite d'avoir nécessairement besoin d'un capital de départ pour entreprendre un projet.¹ On constate d'ailleurs que le développement économique des sociétés ayant autorisé les prêts a été plus significatif que celui des sociétés où il était interdit. Dans une période plus récente, les partisans du micro-crédit, autour de Muhammad Yunus notamment, se sont appuyés sur ce constat, en arguant que la population des pays en développement était pauvre du fait de sa difficulté d'accès au crédit.²

La dette est un lien social puissant

Pour les anthropologues, la dette permet également de créer **un lien social puissant entre les générations et les individus**. En réglant une dette, on met fin à une relation entre deux parties. Pour s'en rendre compte, on peut se référer à l'exemple donné par Margaret Atwood dans son livre *Comptes et légendes : la dette et la face cachée de la richesse*. Elle y évoque l'histoire d'un père et de son fils : lorsque le fils quitte le foyer familial, le père lui présente la somme des dépenses qu'il a engagées pour lui depuis sa naissance, et lui en

¹ Sarthou-Lajus, N. (2012). *Le juste sens de la dette*. Dans : , N. Sarthou-Lajus, *Éloge de la dette* (pp. 7-13). Paris cedex 14, France: Presses Universitaires de France.

² Guérin, I. (2012). *La dette est-elle bonne ou mauvaise ? : Les leçons du microcrédit*. Multitudes, (p.49, p.192-197) <https://doi.org/10.3917/mult.049.0192>

demande le remboursement.¹ Le fils règle la facture mais ne parlera plus jamais à son père. L'idée sous-jacente est que ne plus rien devoir à quelqu'un signifie que l'on ne veut plus entretenir de relation avec cette personne.

Au-delà de la création d'un lien entre les individus, l'endettement peut également être considéré, dans un sens plus philosophique, comme à l'origine d'un lien entre les générations. C'est l'idée que développe Saint-Augustin dans *Les confessions* lorsqu'il demande : « *qu'avons-nous que nous n'ayons reçu de vous ?* »². Tout ce que nous avons aujourd'hui est le fruit du travail et des sacrifices des générations antérieures. En réalité on ne peut échapper à une forme d'héritage car dans tous les cas, **d'un point de vue anthropologique, nous avons une dette envers nos aînés** ; un enfant ne peut pas se construire seul. C'est en quelque sorte une dette non remboursable, mais qui ne doit pas forcément être vue négativement, car elle donne envie aux générations suivantes de donner autant qu'elles ont reçu aux générations futures. Cette vision anthropologique de la dette se distingue d'une vision négative de la dette dans laquelle on n'envisage la dette qu'associée à de la culpabilité alors que celle-ci peut se percevoir sous l'angle de la reconnaissance et de la transmission.³

3. S'endetter, c'est fauter ?

a) Un interdit religieux, moral et philosophique

L'endettement, tant individuel que public, est le plus souvent considéré de manière négative. Ce phénomène n'est pas récent et il est nécessaire de connaître son origine pour comprendre une partie des raisonnements actuels sur les dettes publiques. Les taux d'endettement connus par les pays développés depuis les années 1970 ont en effet donné lieu à des inquiétudes parfois démesurées et à la crainte de franchir le seuil d'insoutenabilité à tout instant.

L'étymologie bien connue du terme allemand *schuld*, qui signifie aussi bien la dette matérielle que la faute morale, illustre parfaitement le lien et la proximité entre les deux notions. De même, le mot *schuldig* désigne à la fois le coupable et le débiteur.⁴ En français, au Moyen Âge, le mot « failli » désignait à la fois la méchanceté et le manquement aux règles

¹ Graeber, D. (2013) *Dettes 5000 ans d'histoire*, traduit de l'anglais par Françoise et Paul Chemla, Paris, Les liens qui libèrent, 201, (p 112)

² Saint-Augustin, *Les Confessions*, I.13, chap.14, coll. « Folio » (p 309)

³ Sarthou-Lajus, N. (2012). *Le juste sens de la dette*. Dans : , N. Sarthou-Lajus, Éloge de la dette (pp. 7-13). Paris cedex 14, France: Presses Universitaires de France.

⁴ Sarthou-Lajus, N. (1997). *La dette, le devoir, la faute*. Dans : , N. Sarthou-Lajus, L'éthique de la dette (pp. 95-112). Paris, France: Presses Universitaires de France.

féodales¹. Pour tenter d'expliquer cette relation entre dette et culpabilité, la philosophie, la religion et l'histoire apportent des éléments de réponse.

Culpabilisation morale : esclavage pour dette

Comme l'évoque Nietzsche dans *Généalogie de la morale*, l'homme est amené à engager sa parole et à faire des promesses. **Nos civilisations n'ont pas hésité à inscrire par la violence, l'obligation pour tous les individus de tenir parole.** Les châtiments les plus violents ont pu être infligés à ceux qui essayaient de se soustraire à leurs promesses. Cette responsabilité ainsi imprimée au plus profond des individus est devenue indissociable du sentiment de culpabilité, celui d'une conscience de la faute par celui qui ne paye pas sa dette. Car, par définition, une dette se fonde sur une promesse entre un débiteur et un prêteur.

Le regard de culpabilité porté sur les débiteurs incapables de rembourser leurs dettes est bien antérieur à l'existence de l'endettement public. Un individu incapable de rembourser ses dettes est presque toujours considéré comme coupable. Plutarque décrit la coutume de la Crète antique qui veut que les débiteurs simulent dans une mise en scène le vol de la bourse des créanciers afin qu'ils puissent être reconnus comme entièrement coupables en cas de non-remboursement de leurs dettes².

Dans d'autres cas, on a observé le développement de phénomènes **d'esclavage pour dette**. François Tricaud indique ainsi : « *La servitude pour dette est une éventualité banale dans de nombreuses sociétés de l'antiquité. Et dans le monde occidental moderne, la prison pour dette n'a disparu qu'à une date assez récente. Pendant des millénaires, s'endetter a donc signifié risquer de perdre sa liberté, pour un temps ou à jamais* ». ³ Comme le montrent les recherches d'Alain Testart, l'importance de l'esclavage pour dettes dans les sociétés primitives a longtemps été sous-estimée. Différentes règles s'appliquaient pour les débiteurs incapables de rembourser, allant de l'esclavage au travail pour dette, en passant par la mise en gage d'un individu auprès d'un créancier en guise de garantie d'une dette.

Lorsqu'un individu devenait esclave, il était généralement exclu de la société, il perdait son nom, et ses enfants devenaient eux aussi esclaves. C'est une des raisons pour lesquelles le sentiment de transmettre un fardeau aux générations futures est toujours si prégnant aujourd'hui.

¹ Thiveaud Jean-Marie. *L'ordre primordial de la dette : Petite histoire panoramique de la faillite, des origines à nos jours*. In: *Revue d'économie financière*, n°25, 1993. *Droit et finance*. pp. 67-106.

² Graeber, D. (2013) *Dette 5000 ans d'histoire*, traduit de l'anglais par Françoise et Paul Chemla, Paris, Les liens qui Libèrent, (p 148).

³ Tricaud, F. (2001) *L'accusation, recherche sur les figures de l'agression éthique*, Dalloz (p.121).

L'existence même de ces pratiques de péonage montre que les sociétés ont très tôt admis le rôle fondamental de la richesse et que nul n'est libre puisque devenir esclave étant possible à tout moment de la vie.

Cependant, dans les sociétés occidentales comme dans les sociétés musulmanes, l'esclavage pour dette n'était pas admis. À Athènes, Solon a interdit cette pratique par refus d'asservir des membres de sa propre communauté. Mais, à l'inverse, il était tout à fait acceptable d'asservir des peuples vaincus. Avec cette même logique, l'islam a interdit l'esclavage pour dette, seuls les infidèles pouvant être asservis en cas de non-remboursement.

Culpabilisation religieuse

Dans les religions, la culpabilité liée à l'endettement peut être attribuée à l'idée que chaque individu, en naissant, porte sur lui une dette primordiale. Dans les textes sacrés de l'Inde ancienne, il y a 3000 ans, le dieu Mitra prête la vie aux hommes. **En naissant, un homme est donc obligatoirement endetté envers les dieux.** Ces dettes primordiales pourraient être à l'origine des ordres sociaux qui se sont développés dans la civilisation indo-européenne. Un certain nombre de contraintes ont été posées aux individus pour qu'ils tentent de rembourser les dettes qu'ils doivent aux dieux. Les ordres sociaux étant fondés sur l'idée de dette, le manquement au remboursement de celle-ci entraînait une remise en question de « l'équilibre du monde des hommes et des dieux » ainsi que la peur de représailles divines. Pour s'assurer la confiance des dieux, les sociétés se sont organisées pour que les individus remboursent bien leurs dettes et tout manquement à cette obligation était perçu comme un « manquement à l'engagement collectif »¹.

En parallèle, **les religions ont également cherché à limiter voire interdire la violence exercée par les créanciers pour exiger le remboursement de leurs dettes.** Dans l'islam comme dans la chrétienté, il est bon de prêter de l'argent à ceux qui en ont besoin. Pour les chrétiens, « *la remise des dettes est une attitude fortement recommandée et impérative si le débiteur n'est pas en état de rembourser ou s'il l'est à un coût anormalement élevé notamment sur le plan humain* »². Le jubilé, chez les chrétiens, est une pratique ancienne, de tradition biblique, qui consiste à effacer les dettes.

b) L'endettement, un asservissement.

La relation de violence et d'asservissement qui s'est établie entre les créanciers et les débiteurs peut également s'observer, dans une certaine mesure, entre États. Bien que le droit

¹ Thiveaud, J.-M. (1993) L'ordre primordial de la dette : Petite histoire panoramique de la faillite, des origines à nos jours. In: Revue d'économie financière, n°25, Droit et finance. (pp. 67-106).

² https://www.lesedc.org/wp-content/uploads/2017/05/cahier_le_chretien_et_la_dette_2016_web_0.pdf

international interdise dès 1907, avec la Doctrine Drago, du nom d'un ministre argentin, de « *recourir à la force armée pour le recouvrement de dettes contractuelles réclamées au gouvernement d'un pays par le gouvernement d'un autre pays comme dues à ses nationaux* »¹, cela ne signifie pas qu'un État endetté ne puisse pas être contrôlé pas d'autres puissances.

La dette et la colonisation

Selon Éric Toussaint, **la dette a été un moyen utilisé par les États pour prendre le contrôle d'autres territoires**. Dans son livre *Le système dette*, il indique que « *dans la seconde moitié du XIX^e siècle, plusieurs pays tels que la Tunisie et l'Égypte, dans l'incapacité de rembourser leur dette, passent sous domination coloniale française ou anglaise* »². En prenant l'exemple de l'endettement de la Tunisie, on constate que celui-ci s'est même fait contre l'intérêt de la population, car seuls les chefs corrompus profitaient de l'argent emprunté pour financer leurs dépenses personnelles. Les prêteurs, principalement la France, n'étaient pas en reste car les titres de dettes émis pour le compte des pays débiteurs étaient vendus en dessous de leur valeur faciale. Ainsi pour un emprunt de 10 000 livres par exemple, la Tunisie n'en recevait que 7 000 mais devait tout de même rembourser les 10 000 du principal ainsi qu'une charge d'intérêts. Dans ces conditions, la dette s'est révélée rapidement insoutenable, ce qui a conduit à la mise sous tutelle du pays. Cette logique s'applique également à d'autres pays colonisés par les puissances européennes et c'est en ce sens qu'Éric Toussaint considère la dette comme « *un puissant relais des politiques impérialistes* ».

David Graeber explique également dans son livre *Dette : 5000 ans d'histoire* que lors de l'invasion de Madagascar en 1895, la France a instauré une lourde imposition sur la population pour lui faire payer le coût de l'invasion et la construction des infrastructures nécessaires aux colons. Cette dette que devait rembourser Madagascar a fortement ralenti le développement du pays. David Graeber parle également de la situation d'Haïti : après la proclamation de son indépendance en 1804 et après deux décennies de négociation, la France réclame 150 millions de francs-or à son ancienne colonie pour dédommager les anciens colons. Haïti ne se débarrassa de cette dette qu'au milieu du XXe siècle ; elle aura pesé lourdement sur son développement.³

Dette et perte de souveraineté

Sans qu'elle n'implique nécessairement un processus de colonisation, **la relation débiteur-créancier peut amener les États à perdre leur souveraineté**.

Comme le montre Anne-Laure Kiechel dans une publication récente, l'endettement peut constituer une vraie menace pour la souveraineté des États. Elle donne l'exemple de

¹ Article 1er de la seconde Convention de La Haye

² Toussaint, E. (2017) *Le système dette, histoire des dettes souveraines et de leur répudiation, Les Liens qui Libèrent*

³ Graeber, D. (2013) *Dette 5000 ans d'histoire, traduit de l'anglais par Françoise et Paul Chemla, Paris, Les Liens qui Libèrent (p 12-13)*.

l'Autriche¹ à la fin de la Première Guerre mondiale qui connaissait disette et hyperinflation. Sa demande de rattachement à l'Allemagne est refusée par la Société des Nations, qui à la place, lui accorde des prêts à la condition que l'Autriche effectue un certain nombre de restructurations sous la supervision d'un gouverneur non autrichien.

Cette situation n'est pas sans rappeler la perte de souveraineté connue par **l'Argentine** ou la **Grèce**, respectivement dans les années 1990 et 2012. Les aides financières ont été conditionnées au respect de règles strictes édictées notamment par le FMI. Dans le cas de la Grèce, Éric Toussaint montre d'ailleurs que la perte de souveraineté de la Grèce sur sa politique économique en raison d'un endettement important n'est pas récente. Dès son indépendance dans les années 1820, les puissances européennes créancières de la Grèce ont exigé des augmentations d'impôts et des programmes d'austérité pour assurer le remboursement de leur dette.²

B. QUAND L'ENDETTEMENT FINIT MAL

1. La crainte de l'endettement hors de contrôle

L'endettement public est aujourd'hui souvent considéré comme un actif sans risque mais cette situation est très récente. Et d'ailleurs, si le risque pour un pays de faire défaut est rare, il n'est toutefois pas impossible. En revanche, en remontant dans le temps, de nombreux exemples de défauts souverains peuvent être évoqués. Les conditions dans lesquelles les États font défaut sont souvent les mêmes : la crainte des marchés financiers de ne pas obtenir de remboursement fait augmenter les taux d'intérêt. Le service de la dette pèse alors de plus en plus lourd dans les budgets des États, ce qui augmente encore le risque de défaut et donc les taux d'intérêt. Cette perte de contrôle sur l'endettement, aussi appelée « **effet boule de neige** », est redoutée par tous les États.

a) Les défauts souverains à la préhistoire de la dette

Lors de la « préhistoire de la dette » comme la nomme Michel Lutfalla, les défauts souverains étaient fréquents. Les souverains français utilisaient différentes manières pour spolier les créanciers tout en veillant à **ne pas les ruiner totalement afin d'éviter le risque qu'il n'y ait plus de prêteur**.³ Il n'est donc pas rare de voir des créanciers être **menacés de mort ou d'emprisonnement** sous la monarchie. Ces spoliations récurrentes ont pour conséquence de

¹ Kiechel, A.-L. (2020) *Dettes et souveraineté in Le cercle Turgot : la dette, potion magique ou poison mortel, Télémaque.*

² Toussaint, E. (2017) *Le système dette, histoire des dettes souveraines et de leur répudiation, Les Liens qui Libèrent.*

³ Michel Lutfalla, *Une histoire de la dette publique en France, Classiques Garnier, Paris, 2017, p 42*

rendre les taux d'intérêt particulièrement élevés. Sous la surintendance de Fouquet, les taux d'intérêt ont pu atteindre 50%. Sous le règne de Louis XIV, les nombreuses guerres conjuguées aux aléas climatiques et à la construction du château de Versailles ont fait exploser la dette, qui a atteint l'équivalent actuel de 250% du revenu national. Sous Louis XVI, Necker emprunte des sommes considérables, principalement pour financer la guerre d'Amérique. À la veille de la Révolution française, la situation des finances publiques est catastrophique. Après les années d'agitation révolutionnaire, malgré la vente des biens du clergé et la création des assignats, la situation économique et financière continue de se dégrader. Le Directoire vote alors la **dernière banqueroute française en 1797: la banqueroute des deux tiers.**

b) Les défauts souverains depuis le XXe siècle

Même si depuis le XXe siècle la dette publique est considérée comme un actif plus sûr dans les pays développés, il existe encore de nombreux cas de défauts. Selon Reinhart et Rogoff, **au cours du XXe siècle, on ne dénombre pas moins de 320 défauts souverains**¹ dans le monde. Parmi ces pays il y a l'Allemagne qui, après la Seconde Guerre mondiale, a utilisé une palette variée d'outils pour résorber son endettement. Néanmoins, pour favoriser sa croissance économique alors que la guerre froide se mettait en place et que les États-Unis avaient besoin de pouvoir s'appuyer sur des alliés solides, un accord est signé à Londres en 1953 lui permettant de réduire sa dette de 50 %² afin de lui laisser la possibilité de se développer économiquement. Un autre exemple de défaut est celui de la Russie en 1998. Les titres à court terme émis par le pays depuis 1993, appelés GKO, étaient très intéressants pour les investisseurs en raison de leur rendement à court terme. Cependant, leurs taux d'intérêt n'ont fait qu'augmenter sur la période 1993 – 1998, obligeant la Russie à emprunter toujours plus cher pour rembourser ses dettes précédentes.³ Le choc économique de la crise asiatique en 1997 ainsi que les déficits excessifs russes ont conduit à la banqueroute en 1998.

2. Mais les crises de dettes ne se soldent pas nécessairement par des banqueroutes.

a) L'utilisation d'outils divers a permis aux États de ne pas connaître de banqueroute

Il existe des cas de surendettement qui ne se sont pas soldés par un défaut souverain. Cela ne veut pas dire que les créanciers n'ont pas été spoliés ou que la situation économique et sociale du pays a été meilleure mais que d'autres issues que la banqueroute ont été trouvées.

¹ C.-M. Reinhart et K.-S. Rogoff, *This Time is Different. Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton and Oxford, Princeton University Press, 2009, p. 99 et p. 100.

² [1953, la dette allemande est divisée par deux | Alternatives Economiques \(alternatives-economiques.fr\)](#)

³ Boudet, J. (2015). *Essai sur le défaut souverain*. Revue internationale de droit économique, XXIX, 373- 395. <https://doi.org/10.3917/ride.293.0373>

En France, sous la monarchie, une méthode de spoliation plus élaborée que la banqueroute a été utilisée par les Rois de France : **la dévaluation monétaire**. La valeur de la monnaie était fixée par le roi car les pièces n'étaient pas frappées d'une valeur faciale, il pouvait ainsi décider qu'une même quantité de métal précieux avait plus de valeur « en monnaie ». Au moment de rembourser, le roi fixait une valeur « en monnaie » très élevée pour une même quantité de métal, il était alors bien plus aisé de rembourser. Après le remboursement de la dette aux créanciers, le roi fixait de nouveau la valeur du métal précieux au niveau initial. Ainsi, entre 1686 et 1709, le Louis d'or a changé de valeur quarante fois dans les deux sens.

La méthode de **l'inflation** a également été utilisée par la France après la Seconde Guerre mondiale. Alors qu'en 1950, le ratio de dette sur PIB était de 30%, six ans plus tôt, en 1944, il s'élevait à plus de 250%.¹ Les prix ont quadruplé entre 1945 et 1948 et les détenteurs de la dette qui étaient très majoritairement des épargnants français, obligés durant la guerre d'acheter des obligations d'État, ont perdu ce que l'État a gagné.

Une autre pratique a été mise en place par François 1er : le système de **rente perpétuelle**. L'État n'avait pas de date butoir pour rembourser le principal, il devait seulement verser des intérêts aux créanciers.

Une autre méthode, plus vertueuse, est celle qui consiste à dégager des **excédents budgétaires**, dont la pratique la plus marquante a été celle du Royaume Uni. En 1819 le ratio entre le niveau de dette et le PIB du pays était de 260%. Cet endettement était pour l'essentiel issu des nombreux conflits dans lesquels était engagé le Royaume Uni depuis le milieu du XVIIIe siècle. Le pays pouvait difficilement faire défaut car les dettes étaient détenues par l'aristocratie de l'époque qui ne voulait pas voir sa fortune spoliée. Après avoir restructuré certains taux d'intérêt à la baisse ainsi qu'en transformant les titres de court terme en titres de long terme, le pays connut d'abord une période de stabilisation du ratio de la dette. Puis, le ratio a diminué à partir de 1860 pour atteindre 30% du PIB en 1900. La réduction de la dette britannique aura donc pris presque un siècle grâce à deux facteurs principaux : d'une part, une forte croissance démographique (multiplication de la population par 2,4 en un siècle), d'autre part, une forte augmentation de la croissance économique lors de la révolution industrielle.²

b) L'importance de la confiance des créanciers dans le remboursement de la dette

La capacité de financement des États a pour ainsi dire toujours reposé sur la confiance qu'avaient les créanciers dans le remboursement de leur dette. Aussi, les États ont cherché à envoyer des signaux de confiance pour maintenir leur capacité d'endettement. Selon l'économiste Jean-Marc Daniel³, les États ont depuis longtemps cherché à donner de la **crédibilité à leur signature**. Charles Quint en Espagne avait juré sur la Bible de ne pas faire

¹ [Quand la France remboursait sa dette \(lemonde.fr\)](http://lemonde.fr)

² [L'après-1815 : un siècle de convalescence pour la dette britannique | Les Échos](#)

³ *Le cercle Turgot : la dette, potion magique ou poison mortel, Télémaque, 2020*

défaut et les titres de dettes émis à ce moment s'appelaient des *juros*. Dans le but de redonner confiance aux investisseurs, Necker était convaincu de l'importance de la transparence des comptes publics et il a publié en 1781 le *Compte rendu au Roi*, listant toutes les dépenses et créances du royaume. Après la Révolution française, dans la Charte constitutionnelle de 1814 est inscrit à l'article 70 : « *La dette est garantie. Toute espèce d'engagement pris par l'État avec ses créanciers est inviolable* ».

Aujourd'hui, la logique est toujours la même, la notion de confiance est primordiale dans la capacité des États à s'endetter et à s'endetter à un taux d'intérêt faible. Cette confiance se traduit notamment dans l'appréciation des dettes souveraines faites par les agences de notation.

C. LA MAÎTRISE DE L'ENDETTEMENT PUBLIC : PARADIGME DES FINANCES PUBLIQUES

1. Théorie

Pourquoi s'endetter ?

a) Dans les années 1920, l'endettement est considéré comme une mauvaise gestion des dépenses publiques

Au début du XIXe siècle, la dette servait principalement à financer les guerres et n'était pas tournée vers le financement d'activités productives. C'est la raison pour laquelle, selon Thomas Grjebine, les économistes de cette époque, notamment l'économiste classique David Ricardo, pensaient que **la dette était un frein pour l'économie** et que la meilleure manière de gérer la dette était de la **rembourser via des excédents primaires**.

Selon les économistes classiques en effet, l'endettement de l'État restreint la quantité d'épargne disponible car avec une quantité d'épargne limitée, la fraction utilisée par l'État ne va pas pouvoir être utilisée par les ménages et les entreprises pour réaliser des investissements productifs. De plus, si la demande de prêts de la part des ménages, des entreprises et de l'État est supérieure à la quantité d'épargne disponible, cela va entraîner une augmentation des taux d'intérêt qui pénalisera une nouvelle fois les investissements productifs.¹

b) La théorie keynésienne fait évoluer le regard porté sur l'endettement

Après la crise de 1929, le regard sur l'endettement change sous l'impulsion des nouvelles théories économiques de Keynes. Celui-ci développe l'idée que la dépense publique a un **effet multiplicateur** et que lors d'une relance, la hausse du PIB est plus importante que le montant dépensé par l'État. Sa vision sur l'épargne diffère également de celle des économistes classiques car, pour lui, ce sont **les crédits qui font les dépôts**, c'est-à-dire qu'en investissant,

¹ Grjebine, T. (2021). III/ Comment (di)gérer des dettes publiques élevées ?. Dans : CEPII éd., L'économie mondiale 2022 (pp. 41-56). Paris: La Découverte.

les entreprises et les ménages génèrent des revenus qui constitueront l'épargne future. Selon Keynes, l'endettement peut permettre à l'État d'assurer la **stabilisation des cycles économiques** en lui permettant de financer des dépenses exceptionnelles qu'il ne peut pas financer par l'augmentation des prélèvements obligatoires au risque d'annuler l'effet de la dépense. À l'inverse, pour éviter une augmentation infinie de l'endettement il est préférable que les dépenses courantes soient financées par des prélèvements obligatoires. Par ailleurs **la dette contractée dans les moments de crise doit être consolidée dans les moments de forte croissance**.

c) Aujourd'hui, l'objectif est de stabiliser le ratio d'endettement

Aujourd'hui, l'endettement des États est admis et la priorité n'est plus tant le niveau de dette que la stabilisation du ratio d'endettement par rapport au PIB. Ce ratio dépend d'abord du **niveau de déficit primaire**, c'est-à-dire du solde du budget hors charge d'intérêt de la dette. Si celui-ci augmente, alors que la croissance reste identique, le ratio d'endettement augmentera. La deuxième variable qui influence la dynamique de l'endettement est **le niveau de croissance**, si celle-ci ralentit et que le déficit primaire reste constant, il en résultera également une augmentation du ratio d'endettement par rapport au PIB. Le troisième facteur est **le rapport entre le taux d'intérêt et le taux de croissance du PIB**. Si les taux d'intérêt sont supérieurs au taux de croissance, les dépenses publiques s'alourdiront plus rapidement que l'amélioration du solde public issu de la croissance.¹

La nécessité de fixer des règles en union monétaire

L'idée de créer une monnaie commune au sein de la Communauté économique européenne (CEE), alors nouvellement créée, apparaît dès 1960. L'écroulement du système de Bretton Woods en 1971, provoqua une grande instabilité monétaire au niveau mondial et conforta les pays membres de la CEE dans l'idée de mettre en place une monnaie stable². Le Système monétaire européen, entré en vigueur en 1979, a établi des conditions favorables à la création d'une monnaie unique en limitant les fluctuations trop importantes entre les monnaies des pays membres de la CEE. En 1988, l'annonce de la création de l'Union par le Conseil européen amorça le début de longs travaux préparatoires jusqu'en 1999.

Plusieurs raisons expliquent la volonté des États de créer une union monétaire. D'abord, les fluctuations monétaires trop importantes au sein de la CEE étaient néfastes pour les échanges économiques en raison de l'imprévisibilité qu'elles créaient pour les entreprises et, dans ce contexte, une union monétaire permettait de faire l'économie des opérations de change. Plus symboliquement ensuite, la politique monétaire commune opérait un transfert

¹ Huart, F. (2016). 11. La dynamique de la dette publique. Dans : , F. Huart, *Économie des finances publiques: Cours* (pp. 231-245). Paris: Dunod.

² <https://www.touteurope.eu/histoire/histoire-de-l-union-economique-et-monetaire-et-de-l-euro/>

de souveraineté nationale au niveau communautaire et cela permettrait de poser une nouvelle pierre dans la construction européenne, dans la poursuite de la vision de Jean Monnet. ¹

Dans l'Union économique et monétaire, la Banque centrale européenne (BCE) ne gère pas une seule dette comme le font les autres banques centrales, mais les 19 dettes des pays ayant adopté l'euro. L'augmentation du ratio de dette d'un seul pays de la zone euro peut alors avoir des conséquences néfastes pour les autres États membres. Il est donc nécessaire de mettre en place des règles budgétaires car un État pourrait être tenté de monétiser sa dette par la banque centrale, c'est-à-dire de l'obliger à lui accorder des prêts, ce qui correspond en réalité à créer de la monnaie. L'État qui recourt à la monétisation de sa dette n'a pas à augmenter les prélèvements obligatoires, mais il fait planer le risque de l'inflation qui agit comme une taxe sur les ménages. Dans une union monétaire, l'inflation touche tous les États utilisant la même monnaie, ainsi l'endettement d'un pays peut pénaliser tous les autres.

Cette situation illustre la raison pour laquelle l'indépendance des banques centrales a été instituée. Les interférences du pouvoir politique peuvent nuire à leurs missions consistant à assurer la stabilité de l'économie et de l'inflation.

2. La mise en œuvre de ces règles au niveau européen et par la France

a) Une politique monétaire commune...

La politique monétaire commune européenne implique en premier lieu l'indépendance de la banque centrale. L'unique objectif de la BCE étant de maintenir la stabilité des prix, il est donc nécessaire qu'elle assure cette mission en étant préservée de l'influence politique de l'un ou l'autre des pays membres de la zone euro. Cela permet ainsi d'assurer une égalité de traitement entre les pays et une stabilité plus fiable de l'inflation et des fluctuations économiques.

Deux textes principaux régissent son fonctionnement et assurent son indépendance : les statuts du Système européen de banques centrales (SEBC) et le Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne (TFUE). Selon ces textes, la BCE n'est pas autorisée à accepter des instructions venant d'organismes extérieurs, les membres de son directoire sont nommés pour huit ans et ne peuvent être révoqués que pour faute grave afin d'éviter toute pression sur leurs décisions. De plus, son seul objectif est la stabilité des prix et elle n'est pas autorisée à monétiser la dette d'un pays membre de la zone euro (article 123 du TFUE). Par ailleurs, la BCE et les banques centrales sont autonomes financièrement et la BCE dispose de la personnalité juridique qui lui permet de déposer des recours devant la Cour de justice de l'Union européenne (CJUE) si son indépendance venait à être compromise. ² Selon Gaël Giraud,

¹ <https://www.vie-publique.fr/fiches/21796-pourquoi-lunion-europeenne-t-elle-instaure-une-monnaie-unique>

² [Pourquoi la BCE est-elle indépendante ? \(europa.eu\)](#)

un tel niveau d'indépendance de la banque centrale n'a aucun équivalent dans l'histoire ni dans un autre pays.

b) ...Implique une politique budgétaire contrainte

Comme les États n'ont pas la main sur leur politique monétaire, ils ne peuvent monétiser leurs dettes, dévaluer ou susciter de l'inflation pour résoudre les crises d'endettement. Ils doivent donc, le cas échéant, mettre en place les règles budgétaires nécessaires pour faire face à une situation de crise.

Le traité de Maastricht, fondateur de l'Union économique et monétaire, signé en 1992 a instauré un certain nombre de règles de maîtrise de l'endettement de la zone euro. En application de ce traité, le Pacte de Stabilité et de Croissance (PSC) a été institué en 1997. Par la suite, d'autres textes sont venus modifier et compléter le PSC, d'abord en 2005 puis en 2011 avec les règlements du « six pack », en 2012 avec le Traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance (TSCG) et en 2013 avec les règlements du « two pack ».

Sur le fondement de ces textes, plusieurs règles fondamentales ont été mises en place. D'abord, au nom de la coordination des politiques économiques, le Conseil européen fixe, sur recommandation de la Commission européenne, les grandes orientations de la politique économique. **L'Union européenne est ainsi juridiquement autorisée à surveiller le budget des États (article 121 du TFUE)**

Par ailleurs, l'article 126 du TFUE stipule que « **les États évitent les déficits excessifs** ». Ainsi un plafond de 3% de déficit et de 60% de PIB pour la dette publique est imposé aux États. À moyen terme le déficit public des États doit également atteindre « une position proche de l'équilibre ou excédentaire ». Des sanctions sont prévues contre les États en situation de déficit excessif sur l'appréciation du Conseil européen.

Les modifications apportées **après la crise financière** ont également permis de renforcer les règles préexistantes : depuis le TSCG en 2012, des **Objectifs de moyen terme (OMT)** ont été mis en place, les États doivent avoir un solde structurel supérieur à **-0,5% du PIB** si leur niveau d'endettement est supérieur à 60%. Dans le cas où le niveau d'endettement d'un pays est inférieur à 60 %, son solde structurel ne peut descendre en dessous de -1%. Si les OMT ne sont pas atteints, les « efforts structurels » c'est-à-dire les mesures mises en place pour l'atteindre sont toutefois pris en compte par l'Union européenne lorsqu'elle analyse la trajectoire de l'endettement des pays en vue de formuler des recommandations ou d'imposer des sanctions.

Dans le cas où la trajectoire diverge de manière **importante, le mécanisme de correction est déclenché automatiquement**. Les États doivent alors mettre en place des dispositions pour réduire les écarts avec les OMT. Il est également imposé aux États de transposer dans les législations nationales les règles européennes et de créer au niveau

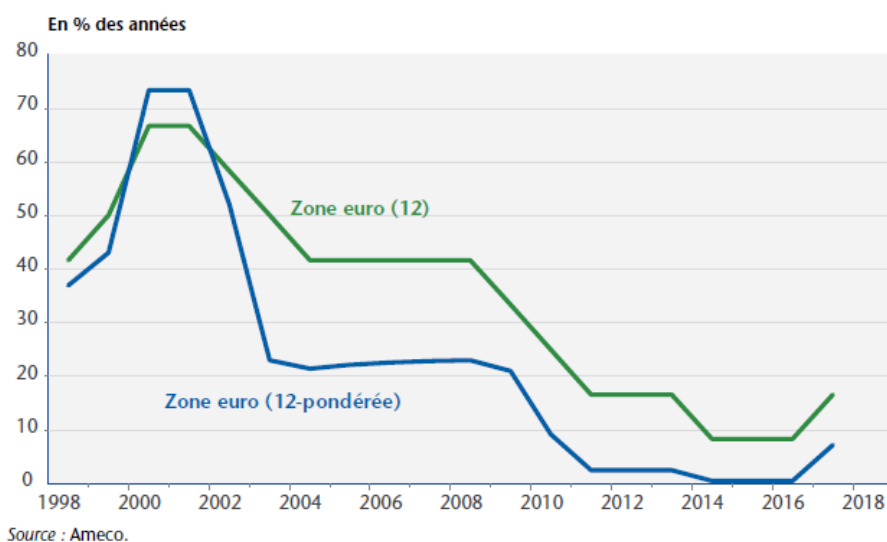
national des « comités budgétaires nationaux » chargés de surveiller l'évolution du solde structurel.¹

3. Un cadre progressivement remis en cause

Depuis la crise de 2008, le cadre européen des finances publiques a été remis en cause pour plusieurs raisons.

D'abord, de nombreux États se sont retrouvés dans l'incapacité de respecter les traités. L'augmentation du déficit public causé par la crise financière a remis en question la possibilité pour certains pays membres de respecter les critères de 3 % de déficit et 60% de dette/PIB.²

Graphique 2. Respect de la règle des 60 % de dette publique (1999-2017)



Source graph : OFCE³

L'absence de sanction imposée aux États s'écartant des critères a fortement dégradé la crédibilité des règles européennes. La décision d'adopter des sanctions étant prise

¹ [Fipeco - Fiche](#)

² Ducoudré, B., Plane, M., Ragot, X., Sampognaro, R., Saraceno, F. & Timbeau, X. (2018). Refonte des règles budgétaires européennes. Revue de l'OFCE, 158, 307-330. <https://doi.org/10.3917/reof.158.0307>

³ Ducoudré, B., Plane, M., Ragot, X., Sampognaro, R., Saraceno, F. & Timbeau, X. (2018). Refonte des règles budgétaires européennes. Revue de l'OFCE, 158, 307-330. <https://doi.org/10.3917/reof.158.0307>

par le Conseil européen, une certaine flexibilité concernant les situations particulières justifiant les dépassements temporaires des critères, a été acceptée. Jusqu'à présent, aucun pays n'a été placé en procédure de déficit excessif s'il dépassait la règle des 60% d'endettement.¹

Les **règles européennes** ont également été remises en cause en raison de leur **caractère jugé procyclique et récessives** par une partie des économistes. La volonté de réduction des déficits et de l'endettement après la crise financière de 2008 a été jugée trop rapide par certains. Dès 2012, la consolidation budgétaire a fortement réduit la croissance économique que d'autres pays en dehors de l'Union européenne ont retrouvée plus tôt grâce à la relance permise par les déficits.

De manière générale, pour certains économistes, l'impossibilité de creuser les déficits empêche les États de réaliser les dépenses d'investissement nécessaires à la construction de la croissance de demain. Selon l'OFCE : « *sur l'ensemble de la période 1999-2017, le déficit moyen de la zone euro à 12 s'établit à 2,6 % de PIB, un niveau nettement inférieur à celui observé aux États-Unis (5,4 %), au Japon (6,1 %) et dans une moindre mesure à celui observé au Royaume-Uni (3,9 %) ».*²

La rigidité des règles européennes, mise en cause après la crise financière de 2008, a eu pour effet de faire revenir partiellement la BCE sur l'interdiction de monétisation de la dette des pays de la zone euro avec le rachat des titres de dettes en 2015.

Dans le contexte particulier de la crise sanitaire, la suspension des règles budgétaires européennes a été décidée afin de laisser aux États les marges de manœuvre nécessaires pour faire face à la crise d'une ampleur sans précédent

¹ Blanchard, O., Leandro, A. & Zettelmeyer, J. (2021). Comment réformer la discipline budgétaire européenne ?. *Commentaire*, 174, 295-308. <https://doi-org.acces-distant.sciencespo.fr/10.3917/comm.174.0295>

² Ducoudré, B., Plane, M., Ragot, X., Sampognaro, R., Saraceno, F. & Timbeau, X. (2018). *Refonte des règles budgétaires européennes*. *Revue de l'OFCE*, 158, 307-330. <https://doi.org/10.3917/reof.158.0307>

II. AU SORTIR DE LA CRISE DU COVID, LA QUESTION DE LA DETTE PUBLIQUE EN FRANCE ET EN EUROPE SE POSE DANS DE NOUVEAUX TERMES

A. LA PROGRESSION DES DETTES PUBLIQUES : UN MOUVEMENT DE FOND

1. Des pays riches de plus en plus endettés

a) La progression rapide des dettes publiques dans l'ensemble des grandes zones économiques

Depuis les années 1980, les pays développés ont connu une tendance lourde à l'augmentation de l'endettement public, appréhendé à travers le ratio dette/PIB.

Compte tenu de la progression du PIB, l'augmentation en valeur absolue des montants de dette publique a été encore plus rapide. Ainsi, aux États-Unis, la dette publique totale est passée d'un peu plus de 5 000 milliards de dollars au début des années 2000 à plus de 25 000 milliards aujourd'hui, avec des débats récurrents sur le relèvement du plafond de la dette fédérale que doit autoriser régulièrement le Congrès américain pour éviter un défaut de paiement.

Après avoir été relativement stable autour de 60 % du PIB de 2000 à 2008, le taux d'endettement des États membres de l'Union européenne a fortement augmenté pour atteindre 87 % en 2014, cette hausse étant l'une des conséquences de la crise financière de 2008. Le taux d'endettement a ensuite diminué pour tomber à 80 % juste avant la crise du Covid.

La crise financière de 2008 a conduit à une augmentation d'environ 20 points des ratios d'endettement public dans l'ensemble des pays de l'OCDE¹. **Cependant, dans ce mouvement globalement haussier, tous les grands États n'ont pas suivi la même stratégie.** Ainsi, l'Allemagne se singularise par une première phase de progression de son endettement suite à la crise financière de 2008, suivie d'une forte baisse, à rebours du mouvement observé sur toute la décennie 2010 en moyenne dans l'OCDE. Quelques autres pays européens ont également suivi cette trajectoire baissière : Pays-Bas, Pays Baltes.

On distingue en réalité plusieurs situations au sein de l'OCDE :

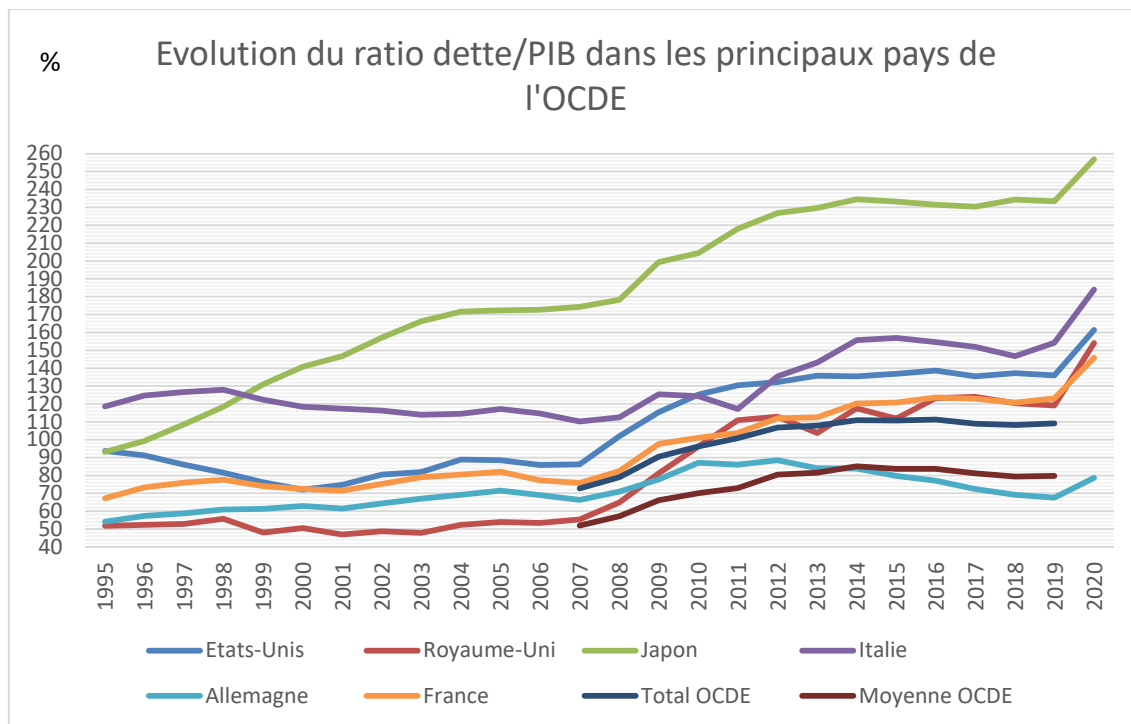
- endetté à la même hauteur que les États-Unis au milieu des années 1990, à hauteur d'environ 100 % du PIB, **le Japon** a vu ses déficits et sa dette exploser de manière quasi-continue depuis 25 ans, pour atteindre aujourd'hui près de 260 % du PIB, sans d'ailleurs que le financement de sa dette pose problème ni que le sujet suscite de grandes interrogations des citoyens japonais ;

- particulièrement touché par la crise financière de 2008, **le Royaume-Uni** a vu son ratio d'endettement doubler au début des années 2000, avant de le stabiliser, sous l'effet notamment d'une croissance forte, un peu au-dessus des 100 % ;

- **dans la zone euro**, certains pays ont connu une explosion de leur endettement public : celui de l'Espagne était à environ 40 % à la fin des années 2000 avant que celle-ci soit touchée par la crise financière et que son taux d'endettement monte à près de 120 %. Le Portugal maintenait aussi sa dette à environ 70 % du PIB avant la crise de 2008, avant de la voir

¹ Source : <https://data.oecd.org/gga/general-government-debt.htm>

atteindre les 150 % tandis que l'Irlande passait de 30 % à 130 %, avant de revenir à la veille de la crise sanitaire à 70 %. La Grèce et l'Italie ont vu leur endettement, déjà élevé, encore augmenter. Les pays de l'Union européenne hors eurozone ont un endettement légèrement plus faible que les pays de l'eurozone.



Source : OCDE – Traitement de données par le Sénat

Dans ce mouvement de hausse globale de l'endettement public, la France ne s'est pas particulièrement distinguée : à l'instar de la moyenne de nombre d'autres pays de l'OCDE, après la hausse de ses ratios d'endettement lors de la crise financière de 2008, la dette s'est stabilisée mais sur un plateau haut, avec une divergence croissante entre les trajectoires des finances publiques française et allemande¹, mais sans connaître l'explosion des ratios d'endettement public des pays particulièrement attaqués au sein de la zone euro lors de la crise de 2008.

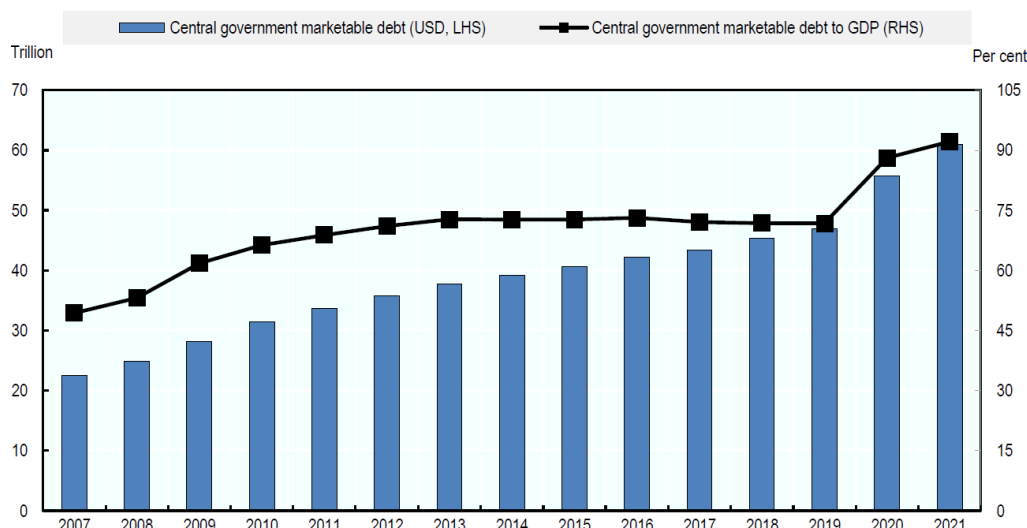
b) Une nouvelle marche de l'endettement avec la crise du Covid

La crise du Covid a conduit à une **nouvelle marche en avant de l'endettement public**. Mécaniquement, la baisse du PIB a fait monter les ratios d'endettement (effet dénominateur). Mais l'endettement a aussi fortement augmenté en valeur absolue avec une stratégie de soutien massif à l'économie mise en œuvre par les Gouvernements des pays développés à travers leurs politiques budgétaires.

¹ <https://www.fipeco.fr/commentaire/Les%20finances%20publiques%20en%20France%20et%20en%20Allemagne%20de%201996%20%C3%A0%202020>

L'étude 2021 de l'OCDE portant sur les dettes souveraines¹ montre que l'on est passé d'un montant total des dettes publiques dans l'OCDE de **47 trillions de dollars en 2019** à **55,7 trillions en 2020** et on devrait monter jusqu'à **61 trillions de dollars en 2021**.

En Europe, le ratio de dette publique/PIB qui était respectivement de 86,4 % dans l'eurozone et 80,5 % dans l'UE28 fin 2019², est passé au-dessus des 100 % avec la crise du Covid³, pour s'établir fin 2021 à respectivement 98,3 % et 90,9 %, soit un effet de la crise Covid de plus de 10 points⁴.



Montants et ratios de dette dans l'OCDE (source OCDE)

Il n'y a pas eu de symétrie entre les phases d'endettement et les phases de désendettement. En réalité, chaque nouvelle crise économique a conduit à un niveau d'endettement public global plus haut.

Questions de définition : comment mesurer la dette publique ?

Il est important d'utiliser un référentiel commun de calcul des dettes publiques afin de faciliter les comparaisons dans l'espace et dans le temps. Or, il existe plusieurs manières de calculer la dette publique et le ratio d'endettement.

Première approche : la dette brute des comptes nationaux. Il s'agit de la somme de l'ensemble du passif figurant dans les comptes de patrimoine des administrations publiques

¹ <https://www.oecd.org/daf/fin/public-debt/Sovereign-Borrowing-Outlook-in-OECD-Countries-2021.pdf>

² <https://ec.europa.eu/eurostat/documents/2995521/11563335/2-22102021-AP-FR.pdf/63061764-1229-3ff0-3f30-f39e22880f63?t=1634889919043>

³ <https://ec.europa.eu/eurostat/documents/2995521/11563191/2-22072021-AP-FR.pdf/9eab0ce7-116f-8600-1dea-4873f2f09cb1?t=1626942673542>

⁴ <https://ec.europa.eu/eurostat/documents/2995521/11563335/2-22102021-AP-FR.pdf/63061764-1229-3ff0-3f30-f39e22880f63?t=1634889919043>

(APU), calculé en valeur de marché. C'est un calcul de la **dettes brute et non consolidée** : les actifs financiers des États et les dettes que se doivent les administrations entre elles ne sont pas déduits du calcul. L'approche par la dette brute est très large. Même les dettes de certains organismes situés en dehors du champ des administrations sont comptabilisées : cela s'explique par le fait que si ces dettes ne sont pas remboursées par les organismes débiteurs, elles le seront par l'État. À la fin de l'année 2020, la dette brute des administrations publiques françaises était estimée à 3 766 Md€, soit 163% du PIB¹.

Deuxième approche : la dette au sens de Maastricht². Ce calcul est défini par l'article 126 du traité de Maastricht et le protocole n°12 qui lui est annexé ainsi que par le règlement n° 479/2009. Il donne le niveau de la **dettes brute consolidée**. On ne déduit pas du calcul les actifs financiers que possède l'État, mais l'on soustrait les dettes que se doivent les administrations entre elles. Par ailleurs, tous les passifs ne sont pas pris en compte, seuls le passif numéraire et de dépôt, les titres de créances et les crédits le sont. Ce calcul ne prend en compte que le principal, en valeur nominale, cela signifie que les intérêts futurs de la dette ne sont pas intégrés dans le calcul de la dette au sens de Maastricht. À la fin du premier trimestre 2021, la dette française au sens de Maastricht s'élevait à 2 739 Md€, soit 118% du PIB.

Troisième approche : la dette publique nette. C'est le mode de calcul retenu par l'INSEE³. Ce calcul part de celui de Maastricht, mais il déduit les actifs financiers tels que les dépôts, les titres de créances négociables et les prêts, évalués à la valeur de marché, détenus par les administrations publiques sur d'autres acteurs, ce qui permet d'obtenir une dette nette de l'État. Au sens de l'OCDE et d'Eurostat, la mesure de l'endettement des États se fait à partir de la dette brute des comptes nationaux en déduisant tous les actifs financiers que possèdent les États. À la fin du premier trimestre 2021, la dette publique nette des administrations publiques en France s'élevait à 2 410 Md€, soit 104 % du PIB.

2. Comment expliquer la hausse durable des encours de dette publique ?

a) L'hypothèse du laxisme budgétaire

La hausse des dettes publiques s'explique essentiellement sur la période récente par l'**accumulation des déficits budgétaires**. En France, c'est le déficit de l'État et celui des comptes sociaux qui expliquent la progression de l'endettement. S'il n'est pas négligeable, l'endettement des collectivités territoriales, désignées sous le vocable d'administrations publiques locales (APUL) au sens européen, est stable en France, à un peu plus de 200 milliards d'euros par an, et ne contribue donc pas à la progression du ratio d'endettement du pays.

La France n'a plus connu de budget en excédent depuis 1974. Depuis le début des années 2000, le déficit des administrations publiques n'a été inférieur à 3 % qu'en 2006, 2007 et 2018, année où le déficit de l'État (66 milliards d'euros) était atténué par un excédent des régimes de sécurité sociale (près de 12 milliards d'euros), pour réduire le déficit global au sens

¹ Source : <https://www.fipeco.fr/fiche/Les-d%C3%A9finitions-du-d%C3%A9ficit-et-de-la-dette-publics>

² [Définition - Dette au sens de Maastricht \(comptabilité nationale\) / Dette publique notifiée / Dette publique notifiée | Insee](#)

³ <https://www.insee.fr/fr/metadonnees/definition/c2189>

de Maastricht à 54 milliards d'euros¹. Sans prise en compte du déficit record de 2020 de plus de 9 % du PIB, lié à la crise du Covid, **le déficit public moyen enregistré sur la période 2002-2019 s'est élevé à 3,6 %**.

Or, l'accumulation des déficits creuse mécaniquement l'endettement public, même si le ratio dette/PIB dépend aussi du rythme de progression du PIB. Un PIB élevé rétroagit en effet sur le solde public en gonflant les recettes fiscales et en réduisant certaines dépenses, en particulier les dépenses sociales. Mais la relative faiblesse de la croissance sur la dernière décennie en France et en Europe (croissance moyenne du PIB de 1,6 % par an en France sur la période 2010-2019 et de 1,8 % dans l'UE sur la même période) n'a pas fait de la croissance un critère déterminant de l'évolution des ratios d'endettement public. L'inflation est une autre variable qui aurait pu jouer pour réduire l'endettement. Mais celle-ci est globalement faible et rogne peu la valeur réelle du stock de dette.

C'est donc bien le solde budgétaire qui est le déterminant principal de la progression de l'endettement. Celui-ci résulte de la différence entre recettes et dépenses.

Or, un peu partout s'impose l'idée **de ne pas alourdir la fiscalité** pour ne pas pénaliser la compétitivité de l'économie. Dans un rapport relatif à la dette souveraine des États de la zone euro publié en 2015², le député Nicolas Sansu chiffrait les pertes de recettes de l'État entre 2000 et 2009 de 100 à 120 milliards d'euros. Soulignons toutefois, que la part des recettes publiques dans le PIB a eu tendance à progresser sur longue période, stagnant certes à 50 % du PIB durant toute la décennie 2000 mais progressant ensuite jusqu'à 53 % à partir de 2013³. Sans cette hausse, le déficit et l'endettement auraient certainement été encore plus élevés en France.

L'attention est donc portée aujourd'hui de manière prioritaire sur les dépenses publiques pour piloter le solde budgétaire. C'est en effet sur les dépenses que les Gouvernements successifs ont affirmé vouloir faire reposer la charge de l'ajustement des comptes publics. Celles-ci avaient baissé durant la décennie 2010 de 3 points de PIB dans l'ensemble de l'UE, passant de 49,7 % du PIB en 2012 à 46,7 % en 2019, à la veille du déclenchement de la crise du Covid⁴. Sur la même période, les dépenses publiques sont passées en France de 57 % du PIB à 55,5 %.

L'analyse de ces données montre bien que pour avoir un effet massif sur les déficits et la dette publique, les ajustements budgétaires doivent être d'une grande ampleur, en tout cas d'une ampleur supérieure à la pratique actuelle. Or, la rigidité à la baisse des dépenses comme la rigidité à la hausse des recettes compliquent l'équation visant à améliorer les soldes publics et freinent le retour à l'équilibre budgétaire. Seule l'application d'un « remède de cheval » consistant à contracter brutalement les dépenses ou à alourdir considérablement la fiscalité, voire la combinaison des deux, pourraient réduire fortement les déficits publics, mais en comportant des risques sociaux, politiques, mais aussi économiques, à travers une contraction de la demande intérieure.

¹ <https://www.insee.fr/fr/statistiques/2381402>

² <https://www.assemblee-nationale.fr/14/rapports/r2738.asp>

³ <https://www.insee.fr/fr/statistiques/2381414>

⁴ <https://ec.europa.eu/eurostat/documents/2995521/10474887/2-27022020-AP-FR.pdf/c5611035-670a-bfc2-7acd-80bbe9c1291c>

b) Une réponse aux déséquilibres macroéconomiques mondiaux ?

Cette explication comptable de la hausse tendancielle de l'endettement public en France par l'accumulation des déficits peut être complétée par une explication macroéconomique plus globale.

D'abord, **l'endettement correspond à la mise en œuvre de procédés keynésiens de soutien public à l'activité économique**, par la croissance des dépenses publiques ou par la baisse de la fiscalité. L'objectif, à travers l'effet multiplicateur de la dépense publique ou des baisses d'impôt, consiste à stimuler la demande pour obtenir une croissance économique plus forte. Malgré toutes les limites des politiques de relance par la demande dans une économie de plus en plus ouverte où la hausse des revenus dans un pays peut profiter surtout à ses partenaires commerciaux, celles-ci ne sont pas totalement disqualifiées. On peut néanmoins constater le **caractère asymétrique du pilotage du cycle par des politiques budgétaires keynésiennes classiques : l'endettement se creuse fortement dans la période basse du cycle, mais il ne se réduit pas ou peu dans sa phase haute**. La mise en œuvre des politiques conjoncturelles classiques, qui passe notamment par les stabilisateurs automatiques, conduit donc à creuser sans cesse la dette publique.

Mais la progression de l'endettement public pourrait tenir à un autre facteur : **l'excès d'épargne mondiale**. En s'enrichissant, les ménages ne trouvent plus à dépenser la totalité de leurs revenus. Ils doivent donc placer leur épargne. Une partie de cette épargne s'oriente vers le secteur privé. Mais lorsque la demande de créances dépasse les émissions de dette privée, les États sont donc conduits à jouer le rôle « d'emprunteur en dernier ressort ». C'est ce phénomène que tentent de mettre en évidence trois économistes dans un ouvrage récent intitulé : *L'économie de la dette*¹. Ils rappellent que la dette de l'État constitue pour les agents privés un support privilégié de leurs transferts de pouvoir d'achat dans le temps. Dans cette approche, le niveau de la dette serait la conséquence d'un excès d'épargne plutôt que la cause de déséquilibres macroéconomiques, et les taux d'intérêt indiqueraient un certain degré de préférence des agents économiques pour le présent : forte lorsque les taux sont élevés, faible lorsque les taux sont bas.

La conjonction de taux bas et de volumes encore importants d'épargne disponible traduirait aussi un **déficit de projets d'investissements** offrant des perspectives de rendement intéressants, ou encore une aversion au risque des détenteurs de capitaux, qui préféreraient des placements sûrs. Ce faisant, l'endettement public remplace l'endettement privé, ce qui peut être négatif si le secteur privé trouve plus difficilement à se financer.

La progression des inégalités de revenu peut contribuer enfin à alimenter le phénomène d'excès d'épargne, **les agents économiques ayant les revenus les plus élevés ayant aussi une plus forte propension à épargner**. Le vieillissement de la population est de son côté susceptible d'entraîner une hausse du taux d'épargne. Cette thèse de l'État emprunteur en dernier ressort invite à ne pas se focaliser sur le niveau atteint par l'endettement public, qui serait une conséquence de déséquilibres macroéconomiques, mais à déplacer le débat sur les dépenses publiques utiles, celles-ci devant viser à préparer l'avenir efficacement.

¹ Brender, A., Pisani, F. & Gagna, É. (2021). *Économie de la dette*. Paris: La Découverte.

B. DES DETTES DEVENUES FACILES À FINANCER

1. La baisse continue des taux d'intérêt allège la charge de la dette

a) Des taux de plus en plus bas pour tous.

En règle générale, plus un agent économique est endetté et plus son risque de défaut s'accroît, sauf à ce que le rythme de ses revenus progresse lui aussi en parallèle. Or, si les dettes publiques ont augmenté, les recettes publiques ou encore le PIB n'ont pas suivi la même courbe. On aurait pu s'attendre à ce que les taux d'intérêt réclamés par les marchés financiers sur les dettes souveraines s'accroissent. Il n'en a rien été, bien au contraire.

Depuis le début des années 2000, les taux d'intérêts nominaux à long terme n'ont cessé de baisser. Les taux à long terme sont supérieurs aux taux à court terme car ils intègrent une « prime de terme ». Leur observation sur longue période montre que la baisse est générale et concerne tous les pays développés.

Cette baisse des taux d'intérêt a des raisons structurelles. Elle peut s'expliquer par la baisse du rendement des investissements et la réduction tendancielle des gains de productivité, dans une économie de plus en plus tournée vers les services. Le progrès technique pourrait désormais s'intégrer sous forme de baisse des prix à la consommation plutôt que dans la hausse de la profitabilité des investissements, expliquant à la fois les taux bas, la croissance faible et l'inflation maîtrisée. D'autres facteurs comme le vieillissement de la population ou encore la propension à épargner plus élevée lorsqu'on s'enrichit jouent également. Une note de 2016 du Conseil d'analyse économique présentait les raisons profondes de la baisse tendancielle des taux d'intérêt, provenant tant de l'offre de prêts que de la demande de prêts. **Enfin, seul l'endettement des États était susceptible de contrecarrer le mouvement de baisse tendancielle des taux¹ :**

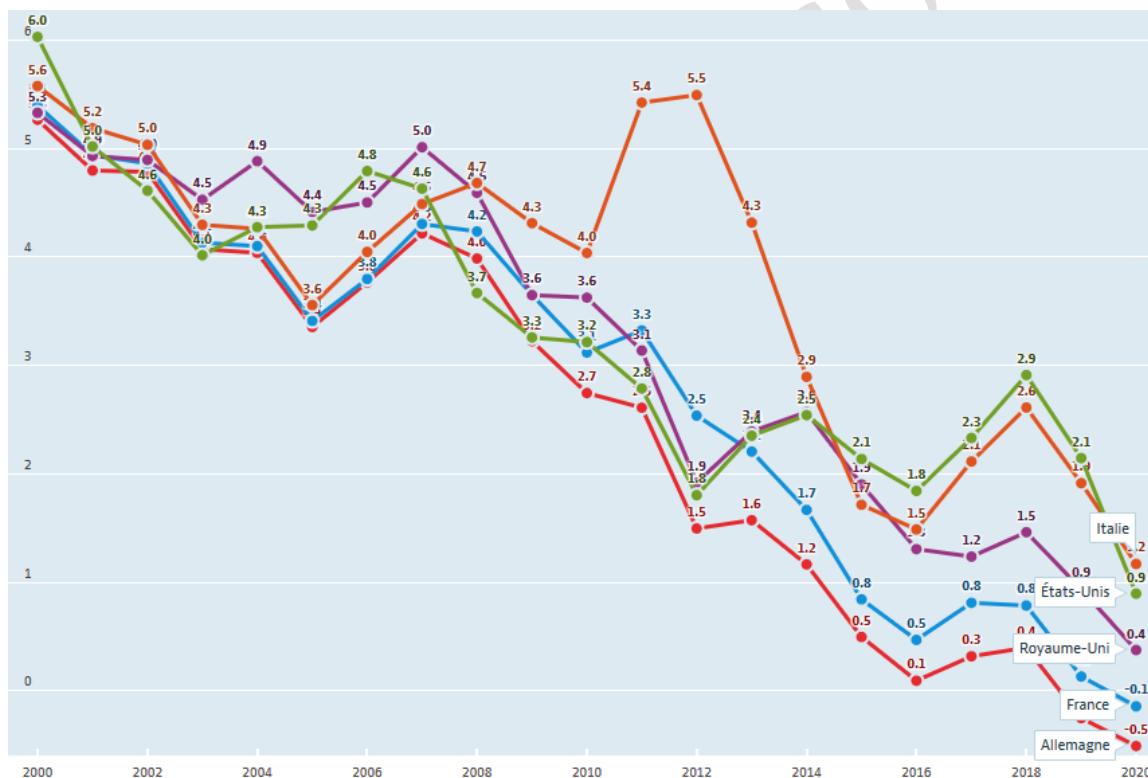
Les déterminants de long terme des taux d'intérêt réels des actifs « sans risque »			
Demande de fonds (de la part des emprunteurs)	Effet sur les taux	Offre de fonds (de la part des épargnants)	Effet sur les taux
Ralentissement de la productivité	↓	Accroissement de l'incertitude	↓
Désendettement privé	↓	Vieillesse de la population	↓
Hausse des dettes publiques	↑	Intégration financière des émergents	↓
Moins de débiteurs « sûrs »	↓	Augmentation des inégalités	↓
		Re-réglementation financière	↓

¹ <https://www.cae-eco.fr/staticfiles/pdf/cae-note036v2.pdf>

Mais la baisse des taux a aussi été entretenue activement par la politique monétaire des banques centrales, de plus en plus accommodante : ainsi les taux directeurs de la Réserve fédérale américaine (Fed) qui avaient pu dépasser 6 % au début des années 2000, sont tombés à moins de 1 % dès 2009, et ne sont remontés à 2 % qu'en 2019, pour revenir à 0 % avec la crise du Covid. La BCE partait de taux moins élevés, entre 2 et 5 % durant les années 2000, avant de les baisser suite à la crise financière de 2008 à 1 % puis 0 %.

La politique de soutien monétaire en Europe a également conduit à réduire les écarts de taux d'emprunt entre États membres de l'eurozone, appelés « *spreads* ». Ces écarts peuvent être analysés comme des primes de risque exigées par les prêteurs du fait de l'inégale qualité de signature des États membres de l'eurozone. Ces *spreads* sur les dettes souveraines, qui avaient pu atteindre 400 à 500 points de base en 2012 entre l'Allemagne, dont la signature est considérée comme la plus sûre, et l'Italie, dont le taux d'endettement et le déficit sont bien plus élevés, se sont réduits pour atteindre 150 points. La dette souveraine de la France a aussi bénéficié de ce phénomène, malgré une hausse de son endettement durant la même période bien plus élevée que l'Allemagne.

Taux d'intérêt sur les OAT à 10 ans dans l'OCDE (source OCDE)



Les « *spreads* » de taux entre dettes souveraines

Dans le vocabulaire financier, « *spread* » est un terme général qui désigne un « écart » entre un taux d'intérêt dit « de référence », appliqué sur une obligation sans risque et le taux réellement appliqué pour une obligation d'un emprunteur déterminé.

On observe ainsi des *spreads* entre les taux d'intérêt appliqués aux différents États qui souhaitent emprunter sur les marchés financiers. Les comparaisons portent sur des obligations à 10 ans. Au sein de la zone euro, les obligations émises par l'Allemagne se voient reconnaître la confiance maximale de la part des marchés. C'est donc le pays qui emprunte au taux le plus

bas de la zone euro. Le taux des emprunts d'État allemands est donc la valeur de référence pour le taux dit « sans risque » et le *spread*, dans la zone euro, est la différence entre le taux d'intérêt pour un prêt sur 10 ans accordé à l'Allemagne et le taux appliqué à un autre pays pour la même maturité.

Les *spreads* peuvent donc être assimilés à des primes de risque appliquées aux États. Lorsqu'un pays est identifié par les marchés comme susceptible de faire défaut sur sa dette souveraine, les taux d'intérêt qui lui sont appliqués augmentent. L'augmentation des *spreads* est donc un reflet d'une inquiétude asymétrique des marchés envers la capacité de remboursement des pays européens. Les *spreads* augmentent d'ailleurs en raison d'un double mouvement : en se repliant sur les titres de dette allemands, plus sûrs, les marchés font baisser leur taux d'intérêt en même temps qu'ils augmentent les taux d'intérêt des autres pays européens. L'Italie, l'Espagne, le Portugal ou encore la Grèce ont connu des situations de *spreads* très importants après la crise financière de 2008.

La politique de rachat de titres publics mise en place par la BCE a eu pour effet de faire baisser les taux d'intérêt mais aussi de réduire les écarts de taux entre les États de la zone euro. Les programmes de rachats d'actifs furent très avantageux pour les pays du sud de l'Europe, plus endettés. Aujourd'hui encore ils permettent aux pays européens de se financer sur les marchés à taux faibles voire négatifs.

Toutefois, même avec l'action de la BCE, des différences de taux peuvent être observées reflétant des différences dans la confiance que les marchés accordent aux titres de dette de certains pays européens. L'apparition de *spreads* importants serait alors préoccupante, car les pays obligés de se refinancer à des taux élevés entreraient dans une spirale d'endettement pouvant conduire à la banqueroute. La mise en difficulté d'un seul pays de la zone euro pourrait alors entraîner une déstabilisation des autres pays en raison des nombreux prêts accordés les uns aux autres.

b) Une baisse des taux qui allège la charge de la dette

Malgré une inflation en légère baisse sur la dernière décennie, la chute continue du taux d'intérêt nominal a conduit à une chute significative du taux d'intérêt réel¹, permettant d'alléger considérablement la charge de la dette publique et donc les dépenses budgétaires correspondant aux intérêts à verser aux détenteurs de titres de dette publique.

En France, en 1980, la dette s'élevait à 30 % du PIB et le taux d'intérêt moyen sur l'encours de la dette s'élevait à 9 %. En 2020, l'encours de la dette dépassait les 100 % pour un taux moyen en-dessous de 1,5 %.

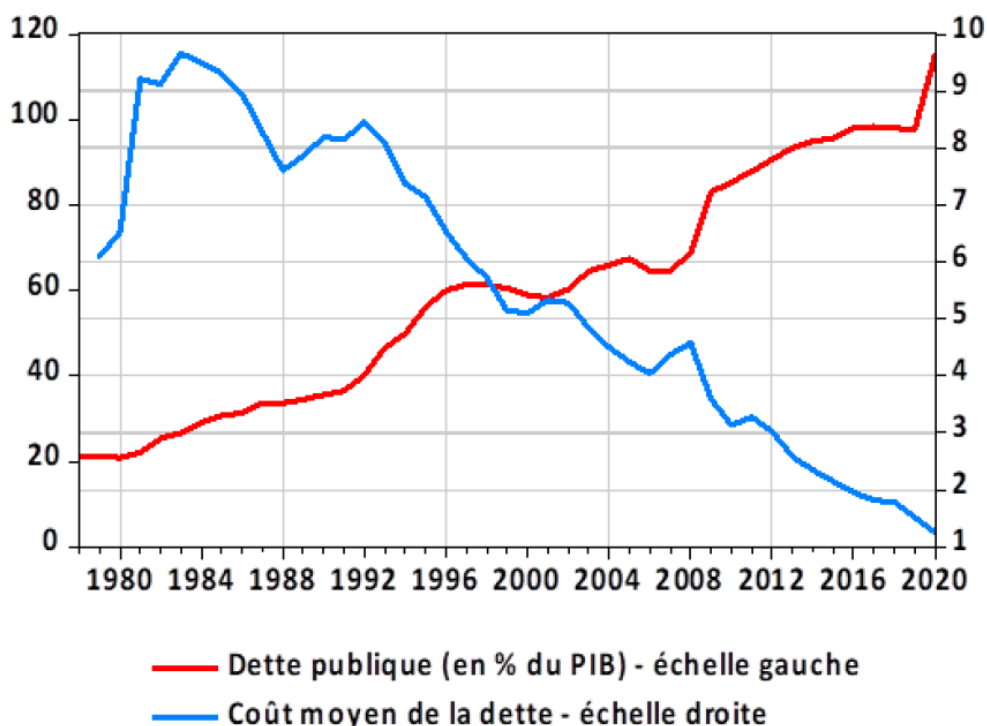
Les emprunts à court terme se font même désormais à des taux nominaux négatifs, les détenteurs de capitaux acceptant un remboursement moins élevé que le montant prêté. Une telle situation s'explique par la volonté des détenteurs de capitaux de sécuriser leurs avoirs en les plaçant en titres de dette publique, considérés comme sûrs. La dette souveraine joue ainsi un rôle de « coffre-fort », du fait de l'absence de risque pris par l'investisseur par rapport à d'autres types de placements financiers. Les titres de dette souveraine entrent donc dans une logique de gestion de patrimoine, en constituant le segment le moins rémunérateur, certes, mais aussi le moins risqué. En situation de forte incertitude sur l'avenir de l'économie,

¹ Le taux d'intérêt réel est le taux d'intérêt nominal minoré du taux d'inflation. Lorsque le taux nominal est à 2 % et l'inflation à 2 %, le taux d'intérêt réel est nul.

la demande de placements sûrs et sans risques peut avoir tendance à augmenter, rendant possible la poursuite de l'émission de dettes à taux faible.

Avec un taux d'intérêt devenu de plus en plus faible, la charge budgétaire de la dette a été d'abord contenue puis a baissé sur la dernière décennie, alors même que l'encours de dette ne cessait de croître. Le solde primaire¹ qu'il fallait dégager pour stabiliser le ratio dette/PIB a donc fortement diminué : alors qu'il fallait dégager un excédent budgétaire au début des années 2000 pour obtenir cette stabilisation, on peut maintenant se permettre d'être en léger déficit.

On a donc connu un mouvement inverse entre la progression de la dette publique et le coût de la dette, qui explique le paradoxe que nous connaissons aujourd'hui : les dettes publiques n'ont jamais été aussi élevées et n'ont jamais été aussi peu coûteuses. Cette situation peut-elle être durable, avec un coût de la dette qui deviendrait quasi-nul sur longue période ? Cette question est particulièrement sensible pour la France, qui est l'une des grandes gagnantes de cette situation, puisqu'elle connaît un stock de dettes élevé.



Source : Banque de France

c) Une condition : disposer d'une monnaie forte

¹ Le solde primaire est le solde budgétaire (excédent ou déficit calculé hors paiement des intérêts de la dette).

S'endetter à taux bas nécessite cependant de garantir la solidité de la monnaie dans le temps. La confiance dans la solidité de l'euro ou du dollar prévient les crises de dettes souveraines.

Si un pays s'endette dans une monnaie susceptible de perdre de la valeur par rapport à ces deux devises de référence, le taux d'intérêt qui lui sera appliqué intégrera un risque de change, qui peut être très élevé.

En outre, leur capacité de création monétaire pour financer d'éventuels déficits publics est fortement contenue. Ils disposent ainsi d'une souveraineté monétaire limitée, sauf s'ils sont très peu ouverts sur l'extérieur, avec une non-convertibilité de leur monnaie et une faible dépendance aux approvisionnements extérieurs.

Certains pays émergents ont ainsi dû, pour financer leur dette, émettre des titres libellés en monnaie étrangère. Or, lorsqu'un pays s'endette dans une devise extérieure, par exemple en dollars, la dévaluation de la monnaie nationale peut conduire à une explosion de l'endettement extérieur. C'est ce qu'a connu l'Argentine dans les années 1990, conduisant à faire défaut sur sa dette souveraine en 2001.

2. Le rôle des politiques monétaires accommodantes

a) La mise en œuvre par la BCE d'une politique monétaire accommodante pendant une décennie

La crise des *subprimes* aux États-Unis à partir de 2007-2008 avait mis en tension le secteur bancaire mondial. La défiance envers les capacités de remboursement des établissements financiers faisait alors craindre une raréfaction du crédit, touchant les ménages et les entreprises. Les banques centrales, à commencer par la Réserve fédérale américaine, ont alors dû jouer un rôle de prêteur en dernier ressort pour fournir suffisamment de liquidités afin d'éviter une crise systémique engendrée par une défiance généralisée des banques les unes vis-à-vis des autres et des clients vis-à-vis de leurs banques. La BCE a suivi la même stratégie à partir du début des années 2010, en particulier pour faire face à la crise de la dette grecque en 2012.

Les banques centrales ont utilisé des outils classiques, en particulier la fixation de leurs taux directeurs¹, par une politique de taux bas incitant les banques à prêter aux ménages et aux entreprises. Mais ces outils se sont révélés insuffisants pour relancer l'investissement et la consommation. Les canaux classiques de transmission de la politique monétaire ont été bloqués par de nombreux phénomènes : volonté de désendettement des agents économiques, pressions déflationnistes, phénomène de « trappe à liquidité » à l'approche d'un taux zéro.

¹ On peut distinguer 3 types de taux directeurs :

- Le taux de refinancement des banques commerciales qui est le taux auquel elles peuvent obtenir des liquidités auprès de la banque centrale.
- Le taux de rémunération des dépôts qui est le taux appliqué aux dépôts dont disposent les banques commerciales auprès de la banque centrale, notamment au titre des réserves obligatoires que les banques doivent détenir.
- Le taux d'escompte (ou taux de prêt marginal), qui est le taux auquel les banques commerciales empruntent des liquidités en échange d'apports de créances.

Les banques centrales, notamment la BCE, ont été amenées à mettre en œuvre des mesures dites « non conventionnelles » renforçant leur rôle de prêteur en dernier ressort et facilitant le financement des dettes, privées comme publiques. Ainsi, la BCE a mis en place plusieurs programmes de LTRO (*long term refinancing operations*) consistant en des prêts de trois ans aux banques à des taux attractifs, et appliqué à partir de 2015 des mesures d'assouplissement quantitatif (*quantitative easing*) consistant à racheter aux banques des obligations, principalement de dette publique.

Ces politiques ont contribué à maintenir les taux d'intérêt à des niveaux historiquement bas, aujourd'hui proche de 0 %, alors que sur longue période, les taux réels mondiaux avaient été plutôt de 2 à 4 %¹. Elles auraient permis de soutenir la croissance et l'emploi, et de faire remonter le taux d'inflation, qui, sans cela, aurait probablement été négatif sur la période. En cela, la mise en œuvre d'une politique monétaire accommodante a répondu aux objectifs fixés en Europe à la BCE. Celle-ci n'a pas à répondre à un objectif de financement des États à bas coût, qui a été l'une des conséquences majeures des baisses de taux. Néanmoins, les niveaux élevés atteints par les dettes publiques ainsi que l'importance de l'encours de titres de dette souveraine qui figurent dans le bilan des banques centrales de l'eurozone oblige à prendre en compte ce paramètre dans la conduite des politiques monétaires.

¹ Source : <https://www.banque-france.fr/intervention/les-taux-bas-quelles-causes-et-queles-effets-pour-la-france>

L'assouplissement quantitatif (*quantitative easing*)

L'assouplissement quantitatif est un instrument de politique monétaire non-conventionnel utilisé par les banques centrales. Il sert à compléter les instruments conventionnels lorsqu'ils ne sont plus suffisants, c'est le cas lorsque les taux d'intérêt directs sont déjà fixés au plus bas (*effective lower bound*) mais que la cible d'inflation à 2 % n'est pas atteinte. La BCE peut alors racheter aux banques commerciales des actifs financiers, principalement des titres de dettes publiques de long terme. Cela a pour effet de donner aux banques davantage de liquidités qu'elles pourront prêter aux ménages et aux entreprises à taux bas. Le but de cette opération est de favoriser le crédit pour faire repartir l'économie et donc l'inflation. La banque centrale, en achetant des titres de dettes publiques sur le marché secondaire, augmente ainsi la masse monétaire.

L'effet collatéral de ce mécanisme est très avantageux pour les États, car cela leur permet de placer de grandes quantités d'obligations à des taux particulièrement bas. Les marchés financiers n'hésitent pas à prêter aux États de la zone euro, car ils savent que leurs titres de dettes seront rachetés par la BCE.

Déjà expérimenté entre 2001 et 2006 par la Banque du Japon et par la Fed américaine dès 2008, le *quantitative easing* n'a été adopté par la BCE qu'à partir de 2015 avec son programme *Asset Purchase Programme* (APP). Selon la Banque de France « à la fin juin 2021, l'ensemble des achats réalisés au titre de l'APP s'élève à 3 169 milliards d'euros ». Avec la crise sanitaire, un nouveau plan appelé *Pandemic Emergency Purchase Programme* (PEPP) a été mis en place pour acheter à hauteur de 1 850 milliards d'euros d'actifs financiers aux banques. Au total avec ces deux programmes, à la fin de l'année 2020, la BCE détenait 21 % du stock de dettes publiques de la zone euro. La fin du programme PEPP est prévue pour le mois de mars 2022 mais la décision d'arrêter ou de poursuivre cette politique fait l'objet de débats au sein des autorités monétaires.

b) Les risques des politiques monétaires accommodantes

Conçues comme temporaires, les politiques monétaires accommodantes sont devenues la norme. Mais est-ce une solution pérenne ? Le maintien de taux bas par les banques centrales n'est pas exempt de risques.

Le premier d'entre eux, si les projets d'investissements des ménages ou des entreprises ne sont pas au rendez-vous, réside dans **l'inflation des prix des actifs**, réels comme financiers, pouvant former des **phénomènes de bulles** de crédit ou alimentées par le crédit. Ce ne sont pas alors les prix à la consommation et l'inflation qui sont stimulés par la création monétaire, mais l'acquisition de titres ou de biens, dont la valorisation augmente sans rapport avec leur valeur réelle, mais uniquement par le jeu des anticipations de hausse de prix, et sans aucune contrainte en matière de distribution de crédits. Les bulles créent un effet de richesse artificiel qui s'évanouit lorsque la bulle éclate, provoquant des défauts de paiement en cascade.

Les taux très bas **fragilisent aussi le secteur financier**, dont la marge d'intermédiation se réduit. D'ailleurs, pour éviter que les banques commerciales déposant leurs liquidités auprès de la banque centrale ne soient pénalisées par des taux négatifs, il existe désormais un mécanisme dit de « *tiering* », qui en exempte une partie de leurs dépôts auprès de la BCE. Fin 2020. Cette exemption concernait 855 milliards d'euros de dépôts dans l'eurozone, soit un peu plus d'un tiers des réserves des banques auprès des banques

centrales¹. Le secteur de l'assurance est aussi affecté, car il ne peut compter sur la rémunération du capital collecté pour financer les engagements futurs.

Un autre risque est celui de la **perte d'efficacité de la politique monétaire** au voisinage de taux négatifs : la banque a épuisé ses marges de manœuvre pour stimuler la demande en cas de crise conjoncturelle. On ne peut alors plus compter que sur l'outil budgétaire.

Enfin, le niveau élevé atteint par les dettes publiques, surtout après l'épisode du Covid, pourrait conduire à considérer comme insupportable pour les États sur le plan budgétaire une remontée des taux d'intérêt. La politique monétaire serait donc contrainte de prendre l'impératif de maintien de taux bas pour faciliter le financement de leur dette par les États. On parle de « **dominance budgétaire** », qui mettrait fin à une logique d'indépendance des banques centrales, au risque de peser sur la confiance dans l'euro.

Or, si le maintien à long terme d'une politique de taux bas comporte des risques, la sortie de cette politique de taux bas est aussi extrêmement risquée. D'abord, l'inversion de tendance d'une politique monétaire peut produire des **effets d'emballement**. La lourdeur de paquebot de la politique monétaire explique pourquoi les annonces, tant de la BCE que de la Fed, sont aujourd'hui effectuées avec la plus grande prudence. Un resserrement des conditions d'accès au crédit, même modéré, pourrait en effet modifier en profondeur les anticipations des agents économiques et les conduire à sur-réagir. Ensuite, la remontée des taux fera peser une **énorme pression sur les comptes publics**, les États étant bien plus endettés aujourd'hui qu'il y a dix ans, les plaçant devant un grave dilemme : soit laisser filer encore plus l'endettement sous l'effet de la charge de la dette, soit réaliser un ajustement budgétaire et fiscal extrêmement brutal, au risque de casser la croissance.

3. Un nouveau contexte macroéconomique qui réclame une nouvelle approche de l'endettement public

a) Éviter des politiques publiques récessives

La France connaît **une situation de stabilité paradoxale** : la dette a atteint un niveau historiquement élevé, mais avec des taux bas, une inflation basse et une croissance faible. Les paramètres qui pourraient conduire à basculer dans le surendettement ou à améliorer mécaniquement le ratio dette/PIB sont tous au point mort.

Dès lors, le débat s'engage entre deux écoles : les rassuristes et les inquiets :

- **les « rassuristes »** voient dans l'absence de difficultés rencontrées par la France pour financer un surcroît d'endettement lié au Covid la preuve que le niveau atteint par l'endettement n'est en soi pas un problème ;

- à l'inverse, **les inquiets**, partant du même constat, soulignent que des variations mêmes faibles des paramètres précités pourraient avoir des effets considérables sur la soutenabilité de la dette à long terme, dans la mesure où le stock de dette a atteint un niveau particulièrement élevé, la France, qui était dans le groupe central des pays européens moyennement endettés au début des années 2000, étant désormais passée dans le groupe des pays européens les plus endettés.

¹ <https://blocnotesdeleco.banque-france.fr/billet-de-blog/quel-bilan-tirer-de-la-mise-en-oeuvre-du-mecanisme-de-tiering>

Alors que les paramètres externes de la dette sont bloqués, les paramètres nous permettant de gérer la dette sont aussi à manier avec précaution. La question du bon calibrage des politiques budgétaires se pose inévitablement dans le débat public, en lien avec la question de la croissance économique.

Or, par le passé, pour limiter la progression de l'endettement, la France a mené des politiques destinées à limiter les déséquilibres de ses comptes en réduisant petit à petit le déficit public. Cette méthode n'a pas été couronnée d'un grand succès. Une des raisons avancées est que ces politiques ont des effets récessifs, pénalisant la croissance. La recherche d'un ajustement budgétaire entraîne alors dans une spirale négative : on se retrouve à la fin avec un taux d'endettement identique voire supérieur, un taux de croissance plus faible et un chômage plus élevé. Il serait donc contreproductif de réaliser des excédents pour rembourser sa dette et rétablir les comptes publics.

Avec des taux très faibles, on pourrait être tenté de profiter de la situation pour s'endetter davantage afin de financer des dépenses publiques supplémentaires et en espérer une croissance plus forte ou plus vertueuse. Mais en augmentant le volume de dette on s'exposerait toujours plus à des retournements de tendance brutaux. Il y a donc un sérieux dilemme.

L'idée que l'endettement, c'est-à-dire une politique budgétaire expansionniste, stimule mécaniquement la croissance est au demeurant battue en brèche par certains économistes : en 2010, les économistes américains Reinhart et Rogoff estimaient ainsi que la relation entre endettement et croissance était faible, et même négative au-delà de 90 % d'endettement. De son côté, l'économiste François Facchini indiquait qu'au-delà d'un certain seuil, estimé à environ 30 % du PIB, soit bien en deçà de notre niveau actuel (55 % en 2019, avant la crise du Covid), la dépense publique a un effet négatif sur la croissance, du fait de sa tendance à financer des dépenses improductives.

Compte tenu des liens économiques étroits des pays de la zone euro, le bon calibrage de la politique budgétaire doit être trouvé à cette échelle, afin que les choix macroéconomiques ne rentrent pas en contradiction. Or, en matière de politiques budgétaires, les approches des uns et des autres sont très différentes. Entre frugaux et dépensiers, seule est commune la préoccupation d'une plus forte croissance, mais les moyens d'y parvenir à travers la politique budgétaire ne sont pas partagés.

b) La dette : outil d'égalité ou facteur de tensions ?

La dette et la manière de la traiter ne sont pas neutres à l'égard des différentes catégories de la population. **L'idée que la dette serait un « fardeau » qu'on laisserait aux générations futures est bien installée dans l'imaginaire collectif.**

Cette idée est en réalité assez fragile : si les générations futures auront à gérer l'ensemble de l'héritage de la génération précédente, **la dette procède en réalité à une redistribution au sein d'une même génération.** Ainsi, avec des taux élevés, les détenteurs de capitaux bénéficient de transferts financiers de la part du budget de l'État. Les contempteurs de la dette soulignent d'ailleurs que la dette devrait être combattue car, par nature, elle accroît les inégalités, en permettant aux détenteurs de patrimoine de recevoir une rente de l'État. Karl Marx lui-même se méfiait de l'endettement public, vu comme un instrument au service de l'accumulation du capital privé. La dette publique, lorsqu'elle est détenue par les

résidents, « redistribue des ressources de la totalité de la base taxable vers les ménages les plus aisés, qui détiennent la plus grande part de la dette publique »¹.

Un autre effet redistributif de la dette intervient au moment des consolidations budgétaires. Ainsi, les choix des modalités de remboursement de la dette, à travers la fiscalité, deviennent des questions de répartition et pas seulement des questions techniques. Augmenter les impôts pour financer un plan de désendettement n'entre ainsi plus dans une logique de gestion technique d'un cycle économique, mais introduit l'idée d'une redistribution entre agents économiques, sous l'égide de l'État.

Au final « il ressort que le diagnostic sur les effets redistributifs de la dette est difficile à rendre. La dette ne semble pas avoir d'effet redistributif évident en elle-même. Ce qui compte, du point de vue de la redistribution, n'est pas tant l'existence ou non d'une dette ou son montant, mais la nature des dépenses qu'elle finance et la façon dont la charge des intérêts est répartie sur la population. Si la dette finance des économies d'impôts dont bénéficient en priorité les ménages les plus aisés, elle est fortement anti-redistributive. Si au contraire elle finance des transferts vers les plus pauvres et que la charge des intérêts s'adosse à un système fiscal très progressif, elle ne l'est pas »².

¹ Pierre-Yves Cusset, *Regards sur l'économie*, 2015.

² Pierre-Yves Cusset, *Regards sur l'économie*, 2015.

La dette et les générations futures

Une des critiques faites à la dette publique repose sur l'idée qu'elle pénalisera les générations futures, qui auront à la rembourser. Cette idée part d'une analogie entre les ménages et l'État : ce dernier devrait donc se comporter en bon père de famille, assurant une gestion rigoureuse de ses finances, interdisant tout déséquilibre. Or, cette analogie est peu pertinente.

D'abord, l'horizon de temps d'une personne physique et de l'État n'est pas identique. Réputé éternel, l'État a un horizon d'emprunt illimité.

En pratique, la durée moyenne des emprunts est bien plus courte qu'une génération : un peu plus de 8 ans pour la dette française. C'est donc à brève échéance qu'il faut rembourser ses dettes, ou décider d'en réémettre.

Ensuite, la dette a pour contrepartie un actif (financier et non financier)¹. En 2002, alors Premier ministre, Jean-Pierre Raffarin indiquait que « pendant que nous parlons, il y a sans doute un bébé qui est en train de naître dans une clinique, quelque part. Sur ses épaules, dès qu'il va commencer à respirer, il y aura déjà 100 000 francs de dette (15 000€) »². Depuis, la dette par habitant a plus que triplé. Or, d'après l'OFCE « en 2020, chaque habitant en France devait assumer une dette publique équivalente à 56 000 euros, mais possédait en contrepartie 35 200 euros d'actifs non financiers publics et 23 600 d'actifs financiers publics. Le patrimoine net public par habitant s'élevait donc à 2 800 euros »³.

Tableau 1. Situation patrimoniale des APU

En % du PIB	1978	2020	2020 (en euros / h)
Acifs non financiers	60,8	102,8	35 210
Actifs financiers	62,7	69,0	23 620
Passif financier	78,6	163,5	56 020
Valeur nette	49,6	8,2	2 810

Sources : INSEE, calculs auteurs.

En outre, si l'État émet une dette aujourd'hui, il la remboursera demain auprès des héritiers des créanciers. La dette est donc un héritage pour les débiteurs, mais aussi pour les créanciers.

¹ Les actifs financiers sont constitués des dépôts, du numéraire, des actions que détiennent les collectivités et les actifs non financiers sont les terrains, infrastructures, souvent évalués de manière imprécise et surtout incomplète.

² Guerrien, B. (2003). 15. "L'endettement public est le fardeau des générations futures". Dans : Les éconoclastes éd., Petit bréviaire des idées reçues en économie (pp. 152-160). Paris: La Découverte

³ Jérôme Creel, Eric Heyer, Mathieu Plane, Côme Poirier, Xavier Ragot, Francesco Saraceno, Xavier Timbeau, Dette publique : un changement de paradigme et après, OFCE policy brief n°92, 6 octobre 2021

Enfin, en attendant le remboursement, l'État pourra utiliser cet argent, c'est-à-dire de l'épargne de certains individus, pour faire des transferts à ceux qui en auraient une utilité plus forte pour une activité productive ou pour dépenser et ainsi permettre la croissance. Ainsi comme le disait Ricardo, « *la dette de l'État est une dette de la main droite à la main gauche* ». Le remboursement de la dette à long terme se fera par les impôts que payeront les enfants des individus ayant reçu des transferts mais aussi les détenteurs de capitaux.

III. QUEL AVENIR POUR LA DETTE PUBLIQUE DE LA FRANCE ?

A. LA SOUTENABILITÉ DE NOTRE DETTE DÉPEND DE NOMBREUX PARAMÈTRES

1. Niveau et financement de la dette : deux questions distinctes

a) L'inquiétude sur le niveau de dette

Le débat public se focalise essentiellement sur la question du niveau de la dette publique, et **plus précisément du ratio dette/PIB**. Le phénomène n'est pas nouveau. Déjà en septembre 2007, lors d'un déplacement en Corse, le Premier ministre François Fillon déclarait « *je suis à la tête d'un État qui est en situation de faillite sur le plan financier* ».

Depuis, **cette faillite ne s'est pas matérialisée, pourtant la dette publique est passée de 1 200 milliards d'euros fin 2007 à 2 762 milliards d'euros au milieu de l'année 2021¹**.

Selon le rapport économique social et financier (RESF) qui accompagne le projet de loi de finances pour 2022, le ratio de dette/PIB, qui avait légèrement baissé en 2017, 2018 et 2019 pour rester en dessous des 100 %, a grimpé avec la crise au-dessus de 115 % et devrait se stabiliser en 2022 à 114 %, soit tout de même 15 points de plus qu'avant la crise sanitaire. La dette française connaît ainsi des marches successives vers un ratio toujours plus élevé de dette/PIB.

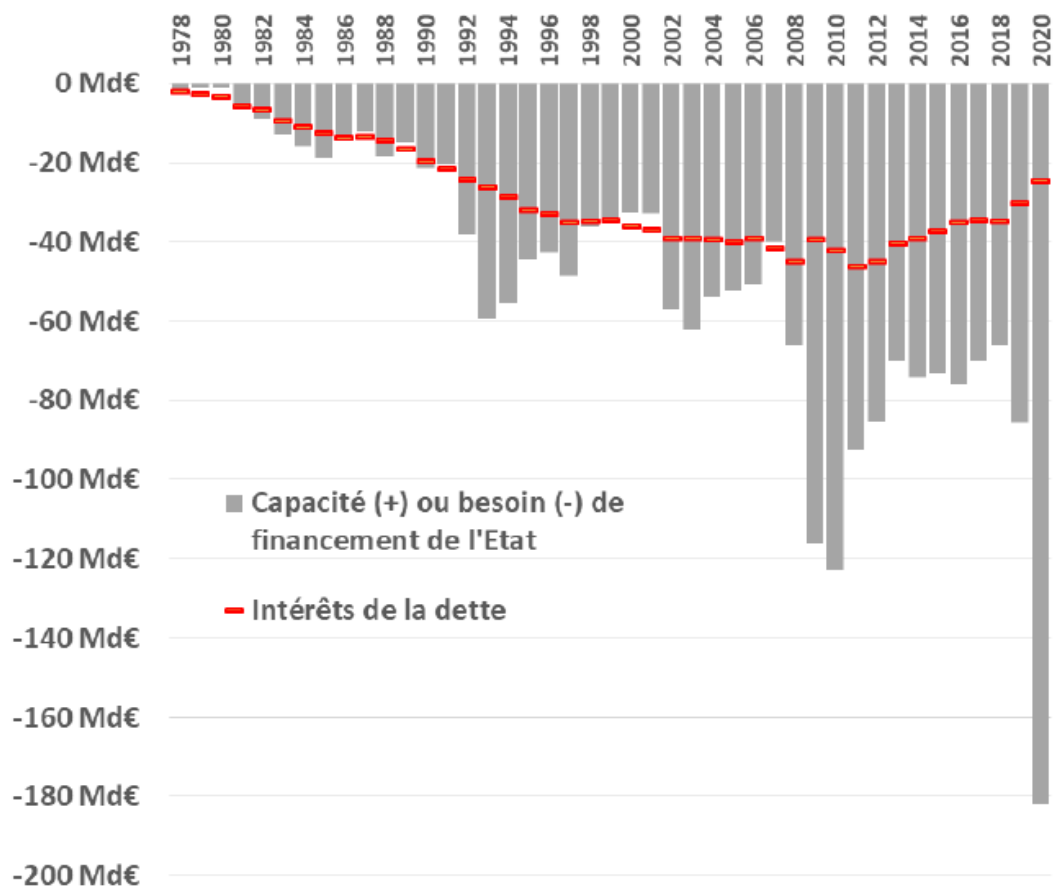
Si l'on s'inquiète de la progression de la dette publique en France, cela n'est pas pour une raison budgétaire immédiate. À taux d'intérêt constant, plus de dette signifie plus de frais financiers à payer par la puissance publique. Or, les intérêts d'emprunt, c'est-à-dire la charge de la dette, n'ont cessé de baisser, faisant plus que compenser l'augmentation de l'encours de la dette et permettant de stabiliser le service de la dette à moins de 36 milliards d'euros en 2020, contre 46 milliards en 2011².

Contrairement à ce qui prévalait jusqu'aux années 1990 et même encore un peu dans les années 2000, ce n'est plus la charge de la dette qui est la cause prépondérante voire

¹ <https://www.insee.fr/fr/statistiques/5427345>

² Voir le rapport d'information n° 3124 sur la dette publique du rapporteur général de l'Assemblée nationale, Laurent Saint-Marti, publié en juin 2020 : https://www.assemblee-nationale.fr/dyn/15/rapports/cion_fin/l15b3124_rapport-information#_Toc256000032

exclusive de la progression de l'endettement public. Il y aurait même un anti-effet boule de neige sur la période récente, comme le montre le graphique ci-après.



Source : Agence France Trésor

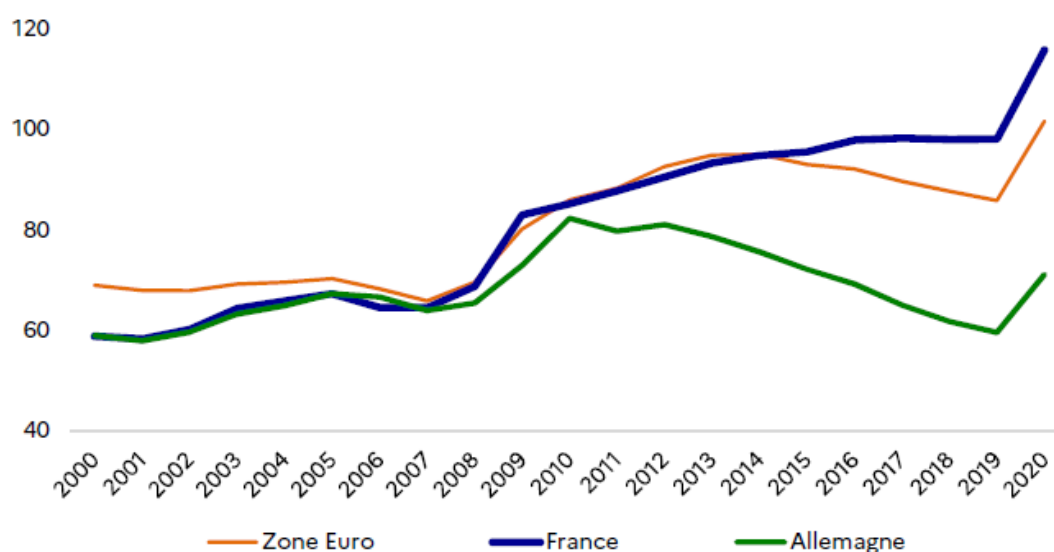
En réalité, l'inquiétude sur le niveau de la dette repose sur deux observations :

- D'abord, **le ratio de dette/PIB n'a cessé de progresser sur longue période** et sa progression semble inéluctable. Les phases de stabilisation (en 2000-2007, autour de 60 % du PIB, puis de 2014 à 2019, un peu en dessous de 100 % du PIB) ont été suivies de crises faisant franchir brutalement une marche à l'endettement public : près de 40 points de PIB après la crise de 2008, puis à nouveau 20 points de PIB après la crise du Covid-19. Chaque crise est l'occasion du franchissement d'une nouvelle marche vers un plus haut niveau d'endettement, sans retour en arrière. Dès lors, notre pays semble condamné à être de plus en plus endetté.

- Ensuite, **l'écart se creuse entre la France et ses principaux voisins européens**, notamment l'Allemagne. Faisant partie avec l'Allemagne du « club » des États endettés à hauteur d'environ 60 % du PIB au début des années 2010, la France tend à rejoindre désormais le « club » des États européens aux plus forts ratios d'endettement. Le rapport Arthuis de mars

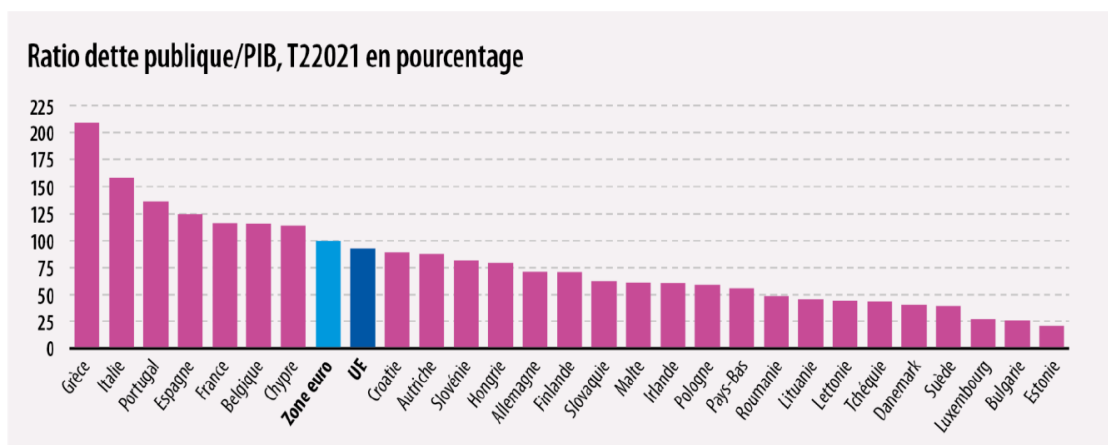
2021¹ pointe cette divergence, vue comme un facteur de fragilisation de la France. À terme, on pourrait s'interroger dans les mêmes termes que pour l'Italie, le Portugal ou l'Espagne quant à la soutenabilité à long terme de la dette publique française.

Cependant, ces inquiétudes sur le niveau de la dette peuvent aujourd'hui paraître sinon infondées, du moins prématurées. Le niveau historiquement élevé atteint par la dette publique française **n'empêche aucunement la France de se financer et à des taux très faibles**. D'autres pays développés comme le Japon ou les Etats-Unis connaissent également des niveaux d'endettement élevés sans rencontrer de difficultés à trouver des ressources. Le niveau de l'endettement public ne peut donc pas constituer le critère d'appréciation principal de la soutenabilité de la dette publique. **La vraie question serait plutôt celle de la capacité à financer son endettement public.**



Évolution de la dette (en points de PIB) – Rapport Arthuis

¹ <https://www.vie-publique.fr/rapport/279092-commission-sur-lavenir-des-finances-publiques>



Source : Eurostat – octobre 2021

b) La question des modalités de financement de la dette

Au-delà de la question du niveau atteint par la dette publique, se pose à long terme la question du financement de celle-ci. **En réalité, tant que l'on trouve des solutions de financement, la dette n'est pas un problème, même pour un pays très endetté.** Il faut donc trouver des instruments sûrs et peu coûteux de financement.

La France dispose d'un tel premier instrument de financement à travers le circuit du Trésor : administrations de l'État, collectivités, établissements publics mais aussi institutions financières comme la Caisse des dépôts et les Caisses d'épargne déposent leurs liquidités auprès du Trésor public, qui draine ainsi de grandes quantités de liquidités et couvre ses besoins de financement.

Dans les années 1950, les besoins de financement de l'État étaient également couverts par la **souscription forcée de bons du Trésor par le système bancaire**, les banques devant détenir un volume plancher d'effets publics, en proportion de l'ensemble de leurs dépôts. L'État a donc maîtrisé les conditions du financement de son déficit et de sa dette en obligeant de nombreux acteurs économiques à lui prêter l'argent dont il a besoin.

Jugé fondamentalement inflationniste, le financement administré du déficit et de la dette publique a été progressivement démantelé à partir du début des années 1960, pour aboutir à un financement recherché de manière prépondérante sur les marchés à partir du milieu des années 1980¹. **Pour l'État, il s'agit donc d'être attractif pour « vendre la dette » à des investisseurs volontaires, qui peuvent à tout moment se désengager ou demander une rémunération plus élevée pour couvrir le risque qu'ils estiment prendre en souscrivant des emprunts d'État.** Comme l'indique le sociologue Benjamin Lemoine dans un ouvrage récent intitulé *L'ordre de la dette*, le recours aux marchés financiers s'est imposé comme la « *seule solution possible* » pour financer la dette.

Aujourd'hui, si les correspondants du Trésor existent toujours, mais constituent une source stable mais modeste de financement de l'État, avec des liquidités qui représentent au 31 décembre de chaque année environ 120 milliards d'euros, soit seulement 5 % de l'encours de la dette publique. Ce n'est donc pas à travers eux mais bien par les marchés financiers

¹ <https://laviedesidees.fr/Dette-publique-debat-confisque.html>

qu'est assuré l'essentiel du financement de la dette publique de la France et ceux-ci n'ont jusqu'à présent jamais fait défaut.

En effet, malgré des besoins ne cessant de croître année après année, à la fois sous l'effet du déficit public annuel et des besoins croissants d'amortissement de la dette à moyen et long terme, au volume sans cesse en augmentation, le financement par les marchés a toujours été possible, attirant des capitaux nationaux mais aussi, de plus en plus, des capitaux étrangers. Ainsi, le besoin prévisionnel de financement de l'État pour 2022, atteint le niveau record fixé de 292,7 milliards d'euros dans le projet de loi de finances pour 2022 et correspondant pour moitié au déficit budgétaire et pour moitié au refinancement de la dette. Il devrait être couvert principalement par la souscription d'emprunts sur les marchés. **Une émission record de 260 milliards d'euros de titres à moyen et long terme est envisagée.**

Le choix de faire financer la dette par des mécanismes de marché expose à des retournements de tendance des marchés financiers. En cas de crise de confiance, dont la manifestation serait l'incapacité de l'Agence France Trésor (AFT) à faire souscrire la totalité de ses emprunts lors de ses adjudications, ou encore une hausse considérable des taux exigés par les marchés pour souscrire ces emprunts, l'État pourrait se retrouver face à un **mur de dette infranchissable**. Grâce à un accès facile au crédit et des taux directeurs extrêmement bas garantis par la BCE, les marchés ont pu répondre aisément à une demande croissante de placement de titres publics et ce à des conditions de moins en moins coûteuses, du fait de la quasi-disparition des primes de risques. Mais cette situation peut-elle perdurer ? Le défi des années à venir sera celui du financement d'une dette encore croissante à des conditions qui restent favorables pour les États.

Qui sont les détenteurs de la dette française : vraie question ou fausse inquiétude ?

On ne connaît pas les détenteurs de la dette française. Au moment de l'émission d'une dette, l'AFT connaît les souscripteurs, puisque seulement 15 spécialistes en valeurs du trésor (SVT) sont admis à acheter de la dette publique lors des adjudications. Mais ces SVT, organismes bancaires, collectent une épargne provenant de très nombreuses sources, notamment d'investisseurs non-résidents.

Les titres de dette française sont des titres négociables. En réponse à une question parlementaire, le ministère de l'économie et des finances indiquait en mai 2021 : « *on estime à 20 Mds€ (soit 1 % de la totalité de la dette) le montant moyen de titres changeant de détenteurs chaque jour, via de multiples canaux (transactions de gré à gré ou sur diverses plateformes multi-acteurs)* ». Il est donc impossible de connaître à tout instant l'identité précise de l'ensemble des détenteurs de titres de dette publique française. Néanmoins, on dispose d'informations sur les catégories de détenteurs à travers une enquête trimestrielle de la Banque de France et une enquête semestrielle du FMI.

L'AFT indique ainsi dans son bulletin mensuel d'octobre 2021¹ que **49,5 % des détenteurs de titres de dette négociable de l'État au deuxième trimestre 2021 étaient des non-résidents**. Par ailleurs, près d'un quart de la dette est détenue par des compagnies d'assurances, banques et OPCVM français. La part des détenteurs résidents a eu tendance à se renforcer ces dernières années en raison de l'achat de titres par la Banque de France dans le cadre du

¹ https://www.aft.gouv.fr/files/medias-aft/7_Publications/7.2_BM/377_Bulletin%20mensuel%20octobre%202021.pdf

programme d'achat de l'Eurosystème. Selon les chiffres du FMI, plus de la moitié des détenteurs de titres français non-résidents sont européens.

Cette question a-t-elle une importance ? **La diversification géographique de la détention de la dette publique constitue un indicateur d'attractivité** des obligations émises par la France. L'accès à une grande diversité de créanciers permet d'accéder à des taux d'intérêt plus faibles. Ayant confiance dans la qualité de la signature de l'État et dans la solidité de l'euro, des détenteurs de capitaux étrangers peuvent même considérer que la détention de titres de dette souveraine française constitue une valeur refuge, toujours liquide et non risquée. De ce point de vue, on pourrait donc se réjouir que des non-résidents acceptent de prêter de l'argent pour des montants très faibles, voire négatifs.

Mais la **détention de titres de dette par des non-résidents peut aussi présenter des risques, en cas de nécessité de renégocier la dette**. Les investisseurs résidents sont en effet plus « captifs » que les non-résidents. Ils sont moins susceptibles de chercher à vendre leurs titres en cas de crise ou d'incertitudes économiques. Et en cas de crise, l'État dispose d'un plus grand pouvoir coercitif à leur égard, par exemple en modifiant la réglementation financière ou en jouant sur le levier fiscal.

Le rapport d'information de Laurent Saint-Martin de juin 2020 sur la dette publique recommandait de mieux connaître les détenteurs de la dette publique. À l'inverse, lors de son audition au Sénat, l'économiste Jean-Marc Daniel affirmait : « *quant à savoir qui détient notre dette, cela n'a aucune importance. Celui qui détient notre dette n'a pas de pouvoir sur l'État* ».

2. Des perspectives à long terme dépendant de nombreux paramètres

L'évolution de l'endettement de la France à moyen et long terme dépend de paramètres que nous maîtrisons, comme le niveau des déficits publics que nous nous autorisons chaque année en loi de finances, mais aussi largement de notre environnement macroéconomique et de paramètres que nous ne maîtrisons pas. La soutenabilité des dettes publiques pourrait notamment être impactée par un ajustement des politiques monétaires en réponse au risque de retour de l'inflation.

a) *Le spectre du retour de l'inflation, un défi pour les politiques monétaires*

L'inflation a des effets contrastés sur la dette publique :

- Elle peut **faciliter une stratégie de désendettement** : avec une hausse de l'inflation, le PIB nominal augmente, faisant baisser mécaniquement le ratio dette/PIB. Elle conduit aussi, dans un premier temps, à réduire le taux d'intérêt réel payé sur la dette, lorsque ce taux n'est pas indexé sur l'inflation, ce qui est le cas pour près de 90 % de la dette française.

- Mais la **hausse de l'inflation peut entraîner ensuite un alourdissement de la charge de la dette**, à travers une remontée des taux d'intérêts, au fur et à mesure des besoins de refinancement de la dette publique. Si le taux d'intérêt réel s'établit après le retour de l'inflation à un niveau supérieur à ce qu'il était lors de la période précédente, la charge de la dette peut vite exploser. Le RESF annexé au projet de loi de finances pour 2022 estime qu'une hausse de taux de 1 % (100 points de base) aurait un impact sur la dette française de

2,5 milliards d'euros la première année, de 15 milliards d'euros la cinquième année et de presque 30 milliards d'euros la dixième année (p.36).

Depuis le passage du franc à l'euro, la France connaît une inflation très modérée¹, inférieure à 2 % par an. L'ensemble de la zone euro est dans une situation similaire, avec des taux d'inflation encore plus faibles après la crise de 2008.

La maîtrise de l'inflation est l'objectif premier désormais assigné à la politique monétaire, placée sous le pilotage de la BCE. L'article 127 du TFUE dispose en effet que « *l'objectif principal du Système européen de banques centrales, ci-après dénommé "SEBC", est de maintenir la stabilité des prix* ». En 2003, la BCE a précisé son interprétation de la stabilité des prix : il s'agit d'atteindre un **taux d'inflation à moyen terme inférieur mais proche de 2 %**. Une note du Conseil d'analyse économique de juin 2021² constate que « *depuis 2015, le taux d'inflation annuel a été environ 90 % du temps inférieur à 1,9 %*. En outre, les prévisions de la BCE ont constamment surestimé l'inflation : entre 2015 et la crise du Covid-19, la BCE prévoyait chaque trimestre un retour à un taux d'inflation proche de 2 % à un horizon d'un an ou un an et demi. Autrement dit, la BCE ne cesse de manquer sa cible tout en prévoyant de l'atteindre ».

Toute cette architecture repose sur la théorie quantitative de la monnaie (la fameuse équation $MV=PT$), qui postule que la création monétaire altère le niveau général des prix. Dans cette optique, il convient de limiter l'émission de monnaie par la banque centrale pour éviter que la valeur de la monnaie se déprécie et que les prix augmentent pour compenser cette dépréciation. En application de ce modèle, si les prix montent, il est nécessaire, pour enrayer ce mouvement, de ralentir la création monétaire.

Depuis le début de l'année 2021, avec la reprise économique, l'inflation a fortement augmenté aux États-Unis et en Europe³, mais **la plupart des économistes s'accordent à penser qu'il ne s'agit pas d'un phénomène durable**, et que cette hausse correspond à une sortie de crise classique. Le rapport économique social et financier (RESF) accompagnant le projet de loi de finances pour 2022⁴ anticipe un taux d'inflation en France d'1,5 % en 2022, comme en 2021 et d'1,75 % à l'horizon 2027 (p.76).

Plusieurs facteurs expliquent le maintien de l'inflation à un bas niveau sur longue période⁵⁶ :

- l'inflation basse pourrait s'expliquer d'abord par une **persistance d'un déséquilibre entre l'offre et la demande mondiale**, résultant à la fois d'une faiblesse de la demande

¹ <https://www.insee.fr/fr/statistiques/4268033> et
<https://www.insee.fr/fr/statistiques/2854085>

² <https://www.cae-eco.fr/que-peut-encore-faire-la-banque-centrale-europeenne>

³ <https://www.lesechos.fr/monde/europe/l'inflation-a-3-en-zone-euro-au-plus-haut-depuis-10-ans-1342026>

⁴ <https://www.tresor.economie.gouv.fr/Articles/2021/10/05/publication-du-rapport-economique-social-et-financier-plf-pour-2022>

⁵ <https://www.tresor.economie.gouv.fr/Articles/4d8d835e-2d71-4467-8a46-28f83adef2e1/files/b70905e6-ff3a-4948-8710-be29862027b1>

⁶ <https://www.ofce.sciences-po.fr/blog/la-bce-doit-elle-sinquieter-de-l'augmentation-recente-de-l'inflation/#more-12462>

mondiale depuis la crise de 2008, mais aussi de surcapacités de production, en particulier en Chine, qui maintiennent les prix bas ;

- ensuite, la **stimulation de la demande pourrait avoir un effet moindre que par le passé sur l'inflation**. On parle d'aplatissement de la courbe de Phillips au sein des économies avancées car la baisse du taux de chômage ne se traduirait plus par des augmentations fortes de salaires entraînant des hausses de coûts de production. Une note de la direction du Trésor explique ce phénomène par l'existence de capacités excédentaires sur le marché du travail, la réduction du pouvoir de négociation des salariés et l'ouverture aux échanges mondiaux à des pays à faible coût de main d'œuvre. On peut d'ailleurs s'interroger sur la capacité des politiques monétaires expansives à faire remonter le taux d'inflation : malgré des baisses continues des taux, les prix ne sont pas repartis à la hausse ;

- en outre, le **vieillesse démographique** mondial entraînerait une hausse globale de l'épargne, au détriment de la consommation, contribuant structurellement à comprimer la demande mondiale ;

- enfin, le **progrès technique** aurait désormais tendance à faire baisser les prix plutôt que de se répercuter sous forme de hausse de la valeur ajoutée. Certains économistes soutiennent que l'innovation a désormais un effet déflationniste, ce qui expliquerait que la révolution numérique ne se soit pas accompagnée de gains significatifs de productivité (paradoxe de Solow).

Plusieurs paramètres sont toutefois à surveiller car ils pourraient de nouveau entraîner l'inflation dans un mouvement haussier durable :

- **les coûts de l'énergie** constituent un sujet d'inquiétude, au-delà de la flambée conjoncturelle des prix du pétrole et du gaz : l'impératif de transition énergétique pourrait conduire demain à payer plus cher notre énergie. Le renchérissement des prix des denrées alimentaires pourrait aussi être observé, sous l'effet de l'épuisement des ressources naturelles ;

- **la mise en œuvre de politiques protectionnistes** pourrait aussi rendre moins fluides les échanges commerciaux, renchérissant l'approvisionnement en biens d'équipement ou de consommation.

La politique monétaire dans la zone euro pourrait donc être durcie par la BCE en cas de retour de l'inflation, compliquant du même coup l'équation budgétaire des Etats très endettés comme la France. Même si cette perspective paraît aujourd'hui improbable, et même si l'on peut légitimement s'interroger sur la capacité des politiques monétaires actuelles à piloter l'inflation (voir ci-après), le risque d'un resserrement de la politique monétaire n'est pas à écarter.

Politique monétaire et inflation : un lien à réinventer ?

*La politique monétaire a joué un rôle important dans la maîtrise de l'inflation dans les pays développés. Mais alors que la BCE n'a cessé de mener des politiques monétaires expansionnistes depuis une dizaine d'années, **l'inflation n'est pas repartie**. Une étude de la Banque de France¹ avance deux explications : une conjoncture économique durablement*

¹ <https://publications.banque-france.fr/comment-expliquer-la-faiblesse-de-linflation-en-zone-euro-depuis-2013>

dégradée et des prix des matières premières, notamment du pétrole, restés faibles durant la période 2013-2019. Cette étude indique que sans la politique monétaire accommodante menée par la BCE, les prix auraient encore plus baissé et nous aurions connu une situation de déflation.

Cette politique monétaire expansionniste menée sur plusieurs années présente certains effets pervers, mis en avant par la note précitée du Conseil d'analyse économique : inflation des prix des actifs, contribuant à un accroissement des inégalités de patrimoine, traitement privilégié des dépôts des banques auprès de la BCE pour éviter de leur appliquer un taux d'intérêt négatif, achats d'actifs polluants par la BCE, incitation à une politique budgétaire laxiste, l'Etat n'ayant aucun intérêt à se désendetter, voire susceptible de gagner de l'argent en s'endettant, avec des taux négatifs.

La note du Conseil d'analyse économique suggère donc d'utiliser un nouvel outil de politique monétaire pour créer de la monnaie non par l'intermédiaire du système bancaire et sans aller jusqu'à monétiser la dette publique : il s'agirait de distribuer directement la monnaie auprès des citoyens, ce que l'on appelle la « **monnaie hélicoptère** ». Cette injection monétaire pourrait se faire jusqu'à atteindre la cible des 2 % d'inflation annuelle et serait stoppée une fois la cible atteinte, comme le propose François-Xavier Oliveau dans une note de l'Institut Sapiens¹. La distribution directe d'argent aux citoyens plutôt qu'aux gouvernements à travers le rachat de titres publics par la BCE auprès des banques et organismes financiers est d'ailleurs considérée comme plus vertueuse car elle n'encourage pas l'endettement public et permet d'avoir un effet plus direct sur la consommation. A l'inverse des prêts accordés aux banques dans le cadre de la mise en œuvre classique de la politique monétaire par la banque centrale, la distribution directe de liquidités serait définitive, créant pour la banque centrale un passif permanent.

Extrêmement disruptive par rapport aux instruments actuels de politique monétaire, la « monnaie hélicoptère » est une option pourtant défendue par plusieurs économistes. Devant les difficultés de la politique monétaire traditionnelle à produire ses effets, le recours à un tel instrument doit être sérieusement étudié.

b) La zone euro et la dette française restent attractives pour les détenteurs de capitaux.

La zone euro a connu une croissance molle durant les années 2010. La France se situe parmi les Etats membres ayant connu la croissance la plus faible. Dans un tel environnement, il a été difficile de réduire les déficits publics, mais cela n'a pas détérioré la confiance des investisseurs dans les titres de dette publique.

Dans une situation où l'épargne mondiale reste abondante, et où les détenteurs de capitaux cherchent à sécuriser une partie de leurs avoirs financiers, la France est considérée comme présentant une signature sûre. Le précédent de la Grèce, dont les difficultés à faire

¹ <https://www.institutsapiens.fr/wp-content/uploads/2019/04/Rapport-dividende-monetaire-1.pdf>

face à ses échéances ont été couvertes par la mise en œuvre d'un mécanisme européen de solidarité financière, rassure les investisseurs, qui estiment que la zone euro reste solide.

Un taux d'intérêt faible voire négatif est consenti par les détenteurs de capitaux, qui considèrent qu'acheter de la dette publique est aussi fiable que de placer son argent dans un coffre-fort. L'existence d'une libre convertibilité de l'euro et la confiance dans la solidité de l'euro facilitent grandement le financement à bas coût de la dette publique européenne.

La crise du Covid aurait pu voir réapparaître des écarts importants de taux entre Etats membres de l'eurozone. Il n'en a rien été, preuve que la solidité financière de l'édifice paraît aujourd'hui assurée, malgré les soubresauts de la conjoncture.

B. LES OUTILS DES GOUVERNEMENTS POUR GÉRER LA DETTE

1. Rouler la dette : une méthode classique mais qui impose une maîtrise à long terme des comptes publics

a) Emprunter pour rembourser : une méthode classique

On dit souvent que l'État ne rembourse jamais ses dettes, car l'endettement ne cesse de progresser. En réalité, l'État rembourse toujours ses dettes, en faisant rouler la dette. **Rouler la dette consiste à rembourser les emprunts arrivés à échéance grâce à de nouveaux emprunts.**

Avec la progression du niveau de la dette publique, **les montants à financer chaque année pour rouler la dette ont tendance à progresser eux aussi.** Selon les derniers chiffres de l'Agence France Trésor (AFT), service de l'État chargé de gérer la dette publique, la France a emprunté à moyen et long terme¹ 309,5 milliards d'euros en 2020, empruntera 313,5 milliards d'euros en 2021 et 292,7 milliards d'euros en 2022. En 2020, 178 milliards correspondaient au déficit supplémentaire à financer et 136 milliards correspondaient à l'amortissement de la dette à moyen et long terme. En 2022, ce devrait être plus de la moitié de la dette émise, soit presque 150 milliards d'euros, qui correspondraient à l'amortissement des dettes passées.

La durée de vie moyenne de la dette a une influence non négligeable sur les montants à faire rouler chaque année. Elle s'élève aujourd'hui à près de 8 ans et demi, en hausse tendancielle. Selon le dernier rapport d'activité de l'AFT², en 2020, plus de la moitié des dettes émises l'ont été sur des titres d'une durée de vie supérieure à 10 ans. Une durée longue de maturité de la dette permet d'être moins exposé à des retournements de tendance des marchés, car les montants à collecter chaque année ne correspondent qu'à une petite partie de la dette totale.

Dans un contexte de taux bas, il peut être souhaitable de profiter de la situation pour **allonger la durée de la dette** et ainsi bénéficier à long terme de conditions de financement favorables. La France a ainsi émis en janvier 2021 pour 7 milliards d'euros une

¹ Les emprunts à moyen et long terme sont souscrits sous la forme d'Obligations assimilables du trésor (OAT), titres négociables d'une durée supérieure à un an, tandis que la gestion de trésorerie à court terme est assurée par l'émission de Bons du Trésor à taux fixe et intérêts précomptés (BTF), d'une maturité inférieure à un an.

² <https://www.aft.gouv.fr/fr/rapports-activite>

obligation à 50 ans au taux particulièrement bas de 0,5 %. Mais l'émission d'obligations à très long terme semble ne pouvoir concerner qu'une part réduite de la dette publique, la demande des investisseurs étant plus limitée à des échéances aussi lointaines. En 2020, sur les 289,5 milliards d'euros d'émissions brutes de l'AFT, seulement 33,4 milliards l'ont été sur des titres de maturité supérieure ou égale à 30 ans.

Rouler la dette constitue la méthode classique, mise en œuvre depuis des décennies, faisant ainsi appel de manière croissante aux marchés financiers pour couvrir le besoin de financement de l'État. La baisse spectaculaire des taux d'intérêt permet aujourd'hui de refinancer la dette de manière plus avantageuse que lors des émissions initiales, mais cette situation pourrait changer et il convient de maîtriser l'ensemble des paramètres permettant de continuer à rouler la dette sans anicroche.

b) Une condition : convaincre de la soutenabilité à long terme de la dette pour conserver la confiance des marchés

Cette méthode implique en réalité d'accepter à tout moment les conditions dictées par les marchés financiers, car elle ne fonctionne que tant que des investisseurs souhaitent placer leurs avoirs en titres de dette publique. C'est aujourd'hui le cas, et l'AFT ne rencontre aucune difficulté pour que les emprunts qu'elle émet soient souscrits par les 15 banques spécialistes en valeurs du trésor (SVT) qui sont les intermédiaires admis à intervenir pour acheter de la dette publique en France. Par ailleurs, le marché secondaire des obligations d'État est liquide et les titres s'échangent sans difficulté. La dette publique française est aujourd'hui considérée comme attractive, malgré un taux d'intérêt très faible, car les marchés n'anticipent pas de risque de défaut de la France. Acheter de la dette française c'est aujourd'hui faire un placement sûr.

La baisse tendancielle des taux a grandement facilité la stratégie consistant à rouler la dette, car le refinancement de chaque tranche venant à échéance est de moins en moins coûteux. Cela se traduit d'ailleurs par l'existence de primes d'émission, lors de l'adjudication d'anciennes souches d'obligations assorties de taux plus élevées que le taux actuel de marché.

Prime et décote d'émission : un mécanisme mal connu

Les primes et décotes d'émission sont enregistrées lors du placement sur le marché de souches supplémentaires d'anciennes obligations. Lorsque les taux du marché sont devenus inférieurs au coupon (taux) qui avait été défini lors de l'émission initiale de l'obligation, son prix de marché s'élève au-dessus de sa valeur faciale, qui est celle à laquelle l'obligation sera remboursée. C'est ici un mécanisme classique des marchés obligataires. L'obligation est alors placée en étant assortie d'une prime d'émission : le souscripteur achète l'obligation à son cours actuel, c'est-à-dire à une valeur plus élevée que lors de l'émission initiale. La prime d'émission correspond au différentiel.

On enregistre une décote d'émission si la situation est inverse, c'est-à-dire si les taux ont augmenté depuis le lancement de l'obligation faisant l'objet d'une nouvelle émission.

En contrepartie des primes d'émission, la charge d'intérêt qui pèse sur le budget de l'État est plus élevée puisque l'État s'engage à régler un coupon plus élevé que ce qu'exigerait aujourd'hui le marché à travers la création d'une nouvelle obligation.

L'existence de primes et décotes résulte de la nécessité, pour assurer une certaine liquidité au marché des obligations, de réémettre des titres assortis des mêmes caractéristiques de coupon et de maturité, plutôt que d'émettre de nouveaux titres aux caractéristiques différentes.

Pour autant, rouler la dette dans des conditions favorables et sans difficulté nécessite de maintenir en permanence un environnement favorable aux investisseurs, et de faire la preuve que la dette reste soutenable à long terme, faute de quoi on peut s'exposer à une remontée des taux, provenant d'un resserrement de la politique monétaire, ou d'une prime de risque qui peut augmenter, indépendamment de la politique monétaire menée par la banque centrale. Elle impose donc de rechercher la stabilisation, voire la réduction du ratio dette/PIB. Toute dérive suscite une inquiétude susceptible de remettre en cause la facilité à rouler la dette, à travers une détérioration de la crédibilité de la trajectoire des finances publiques.

La dynamique de l'endettement public dépend de trois paramètres liés entre eux :

- **la croissance** : lorsque le PIB s'accroît rapidement, le rapport dette/PIB s'améliore mécaniquement. À l'inverse, en cas de récession, le ratio dette/PIB peut se dégrader tout aussi mécaniquement. C'est ce que nous avons connu en 2020 ;

- **le taux d'intérêt réel** : s'il est faible, la dette s'autoalimente peu, à l'inverse, s'il est élevé, le refinancement de la dette est coûteux et l'on entre dans l'effet « boule de neige » : on emprunte de plus en plus pour faire face non pas au remboursement du capital de la dette, mais pour pouvoir payer les intérêts ;

- enfin, le **solde public** a un impact majeur sur l'évolution de la dette d'une année sur l'autre. Un déficit public important alimente la croissance de la dette.

Tous ces paramètres se combinent. Une annexe au rapport Arthuis¹ explique bien la relation entre eux : « pour que le ratio de dette sur PIB soit stable, le solde public primaire en % du PIB doit être égal à $(r-g)$ multiplié par D/Y , avec r le taux d'intérêt apparent de la dette, g la croissance économique, et D/Y le ratio de dette sur PIB ». Lorsque le taux d'intérêt réel est inférieur à la croissance nominale, on peut stabiliser la dette tout en enregistrant un déficit public. A l'inverse, si le différentiel est positif (taux d'intérêt supérieur au taux de croissance), alors la dette peut connaître une trajectoire explosive.

Naturellement, plus le niveau d'endettement est élevé, plus l'équilibre des finances publiques est sensible à une modification de ces paramètres de soutenabilité de la dette.

L'OFCE a développé un modèle économique² destiné à analyser la soutenabilité à long terme de la dette publique en prenant en compte ces paramètres. Dans son programme de stabilité 2021-2027 présenté en avril 2021³, le Gouvernement avait estimé que le solde stabilisant⁴ dans un contexte de croissance nominale du PIB de 3 % et en retenant une remontée des taux longs jusqu'à 2,7 % en 2027 avec une inflation moyenne de 1,75 % par an sur la période, se situerait autour d'un déficit public contenu à environ 3 ½ % du PIB.

Une stratégie consistant à « rouler la dette » impose donc de combiner plusieurs leviers. Selon le premier sous-gouverneur de la Banque de France, Denis Beau, entendu par les rapporteurs, aucun de ces leviers ne suffit à lui seul :

- connaître une situation de croissance ;
- poursuivre une stratégie de maîtrise de l'endettement sur le long terme ;
- rechercher une meilleure maîtrise de la dépense publique.

Ce constat rejoint les conclusions du rapport Arthuis : « une stratégie de désendettement rapide qui fixerait un horizon pour la baisse de la dette d'ici 2025 est largement inatteignable. L'horizon de 2030 est plus réaliste, tout en étant exigeant sur le ralentissement de l'évolution des dépenses. Plus qu'un reflux rapide de notre endettement, le véritable enjeu, pour assurer la soutenabilité de notre dette et notre crédibilité vis-à-vis de ceux qui la financent, est plutôt de démontrer notre capacité à contenir dans le temps le rythme des dépenses en deçà des recettes et de garantir l'efficacité de chaque dépense publique ».

Pour rouler la dette, il faut donc davantage maîtriser le déficit public que ce que nous avons connu sur la dernière décennie. C'est le chemin proposé aujourd'hui par le gouvernement dans le programme de stabilité 2021-2027.

¹ <https://www.igf.finances.gouv.fr/files/live/sites/igf/files/contributed/IGF%20internet/2.RapportsPublics/2021/PJ%20n%C2%B01%20-%20Trajectoires%20et%20soutenabilit%C3%A9%20de%20la%20dette%20Bcov.pdf>

² <https://www.ofce.sciences-po.fr/pdf/pbrief/2021/OFCEpbrief93.pdf>

³ <https://www.budget.gouv.fr/reperes/finances-publiques/articles/presentation-du-programme-de-stabilite-2021-2027>

⁴ Le solde stabilisant (SPS) est le déficit ou l'excédent budgétaire qu'il faut dégager pour maintenir stable le ratio de dette/PIB d'une année sur l'autre. En prenant en compte le taux d'intérêt réel (i), le taux de croissance réel (g) et le stock de dette initial (d), il peut être ainsi calculé : $SPS = (i-g)xd$.

en % du PIB	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Ratio d'endettement au sens de Maastricht	115,7	117,8	116,3	117,2	118,0	118,3	118,2	117,7
Ratio d'endettement hors soutien financier aux États de la zone euro	112,9	115,1	113,8	114,7	115,6	116,1	116,0	115,7
Variation du ratio d'endettement	18,1	2,0	-1,4	0,8	0,8	0,3	-0,1	-0,4
Ecart au solde stabilisant	15,5	3,2	-0,3	0,5	0,5	0,1	-0,3	-0,6
<i>Solde stabilisant le ratio d'endettement (hors flux de créances)</i>	6,3	-5,9	-5,7	-4,0	-3,4	-3,4	-3,4	-3,4
<i>Solde effectif</i>	-9,2	-9,0	-5,3	-4,4	-3,9	-3,5	-3,2	-2,8
Flux de créances	2,6	-1,1	-1,1	0,4	0,3	0,2	0,2	0,2
<i>Pm : croissance nominale du PIB (en %)</i>	-6,1	5,3	5,1	3,5	3,0	3,0	3,0	3,0

Source : Programme de stabilité 2021-2027

2. Cantonnement de la dette, mutualisation de la dette ; des pistes intéressantes ?

La progression rapide de l'endettement public lors de la crise du Covid-19 a conduit à mettre dans le débat public une série de propositions visant à faire face à la question de la dette, en sortant du cadre actuel privilégiant le roulement de la dette.

a) Le cantonnement de la dette

L'idée de cantonner la dette publique issue de la crise du Covid-19 avait été avancée dès la mi-2020 par le Gouvernement. Lors de la séance du 2 mars 2021 au Sénat¹, Bruno Le Maire déclarait : « nous estimons aujourd'hui la dette Covid à 215 milliards d'euros, dont 75 milliards d'euros pour la sécurité sociale et 140 milliards d'euros pour l'État. Je suis favorable à un cantonnement de la dette. Il y en a déjà eu un pour la dette sociale, et je crois qu'il en faut un aussi pour la dette de l'État, tout simplement dans un souci de transparence à l'égard des Français. Il s'agit de marquer la singularité de la part de la dette liée à la crise et de garantir que celle-ci sera effectivement remboursée, en réfléchissant [...] à des ressources spécifiques ».

La France a déjà procédé à un cantonnement de dette publique issue des déficits des régimes sociaux, en créant en 1996 la Caisse d'amortissement de la dette sociale (CADES).

La mise en place d'un système de cantonnement de la dette s'accompagne nécessairement de **l'affectation d'une ressource**, permettant de régler les intérêts de la dette cantonnée, et permettant aussi de rembourser progressivement le capital. C'est le cas de la CADES, qui dès sa création s'est vu affecter une recette, la contribution à la réduction de la dette sociale (CRDS). L'objectif de cette affectation de ressource est d'apporter des garanties aux investisseurs sur la trajectoire d'endettement sur le long terme.

Le cantonnement de la dette ne change toutefois rien aux montants globaux de la dette publique et à l'appréciation du niveau de la dette publique française au regard des traités européens (critères de Maastricht). Il s'agit donc **d'avantage d'un enjeu d'affichage et de communication**, visant à identifier une part de dette publique devant faire l'objet d'un traitement particulier. Le financement de la dette « cantonnée » ne présente pas non plus d'intérêt économique car elle passe aussi par l'émission d'emprunts. Or, les conditions des

¹ <https://www.senat.fr/seances/s202103/s20210302/s20210302004.html>

emprunts rendus nécessaires par la dette « cantonnée » sont les mêmes que pour la dette « banale » de l'État. Au demeurant, en France, la gestion de la dette sociale de la CADES est effectuée par les mêmes équipes, intégrées au sein de l'AFT.

Le cantonnement de la dette Covid pourrait conduire à augmenter le niveau des prélèvements obligatoires, à travers la création d'une nouvelle taxe affectée, ou à retirer à l'État une recette pour la transférer à la structure chargée de gérer la dette ainsi cantonnée. Dans une note de l'Institut Rousseau, Gaël Giraud indique que le cantonnement constitue un instrument de culpabilisation du corps social, permettant de renforcer l'injonction à la maîtrise des dépenses publiques¹.

b) La mutualisation des dettes publiques à l'échelle de l'Union européenne

Une autre piste est avancée : celle de la souscription d'emprunts à l'échelle de l'Union européenne, créant ainsi une dette mutualisée. La proposition de créer un « emprunt européen » n'est pas totalement nouvelle et avait déjà été avancée au début des années 2010, alors que les taux applicables aux emprunts des pays fortement endettés étaient très supérieurs à ceux constatés en moyenne dans l'Union.

Un tel dispositif aurait un double intérêt :

- il **permettrait de financer des dépenses publiques indispensables** pour faire face à la crise et pour répondre aux engagements pris par l'Europe en matière de transition écologique **sans alourdir la dette publique individuelle de chaque État-membre** et donc sans être freiné par les capacités nationales d'emprunt, très variables selon les taux d'endettement atteints par chacun des États membres de l'Union européenne. Les pays déjà endettés pourraient donc s'engager davantage dans la transformation de leur économie et de leur système énergétique ;

- ces emprunts se feraient aux **taux les plus faibles**, puisque l'ensemble des États se porteraient garant, faisant diminuer voire disparaître le risque de défaut. L'emprunt européen serait celui ayant la meilleure signature et il mettrait fin aux écarts de taux (*spread*) entre États membres. L'emprunt mutualisé est donc une manière de bénéficier des conditions d'emprunt les plus favorables et de se prémunir contre le retour des écarts de taux.

Mais l'emprunt mutualisé européen a aussi d'autres conséquences :

- il constituerait une étape importante vers le **fédéralisme budgétaire et l'intégration des politiques budgétaires**. Il imposerait également de trouver de nouvelles ressources au budget européen, aujourd'hui limité à moins de 1,2 % du PIB européen, pour financer le service de la dette et son amortissement. La mise en place d'une véritable fiscalité européenne pourrait être ainsi accélérée et l'utilisation du budget européen comme un outil contracyclique pourrait désormais être envisagée ;

- il **ouvrirait le débat sur la nature des dépenses publiques à financer et la manière de répartir les interventions budgétaires entre États membres**. Les dépenses à mutualiser seraient d'abord les dépenses publiques d'intérêt commun (infrastructures de transport, réseaux d'énergie), qu'il conviendrait de définir. Il faudrait aussi, beaucoup plus que nous le faisons aujourd'hui à travers les fonds structurels, moduler les dépenses publiques européennes en fonction des besoins d'investissements des États membres, avec l'objectif de

¹ https://www.institut-rousseau.fr/dette-publique-qui-gardera-les-gardiens/?utm_source=briefeco&referrer=briefeco

rattraper les retards de développement, et non pas de distribuer les soutiens budgétaires de manière aveugle selon une clef de répartition par habitant ou en fonction du PIB ;

- enfin, dans le but d'éviter que certains États membres profitent de conditions de financement plus avantageuses pour retarder le redressement de leurs finances publiques, la mutualisation des emprunts pourrait s'accompagner d'une **discipline budgétaire plus stricte au sein de l'Union européenne**. Il est en effet probable que les États « frugaux », qui aujourd'hui ont des niveaux d'endettement faibles, conditionnent leur acceptation d'un dispositif pérenne de mutualisation à un durcissement du pacte de stabilité et de croissance (PSC), suspendu pendant la crise du Covid mais qui était déjà largement obsolète auparavant, avec des États qui ont allégrement franchi les plafonds de 3 % de déficit public et 60 % d'endettement public.

La mutualisation des dettes de l'Union européenne est désormais mise en œuvre à travers le financement du plan de relance européen baptisé NextGenerationEU. Doté de plus de 800 milliards d'euros, dont près de la moitié seront distribués aux États membres sous forme de prêts, donc remboursables, ce plan doit être financé essentiellement par la souscription d'emprunts directement par la Commission européenne, ce que permettent les traités. Ce sont environ 150 milliards d'emprunts par an qui devraient être émis entre 2021 et 2026¹.

3. L'annulation ou la restructuration de la dette : arme utile ou dangereuse ?

a) L'annulation de dette : une arme de crise

Lorsqu'un État emprunte de l'argent pour se financer, il prend un double engagement :

- verser au prêteur un intérêt, qui s'analyse comme une sorte de loyer de l'argent prêté, selon des modalités définies au contrat très variables, l'ingénierie financière pouvant être inventive (paiement des intérêts à échéance régulière, au moment du remboursement de l'emprunt, prépaiement des intérêts) ;

- rembourser la somme d'argent empruntée à l'arrivée à échéance de l'emprunt souscrit.

Comme pour tout agent économique, lorsque la capacité à tenir l'un ou l'autre de ces engagements est remise en cause, se pose alors la question de la cessation de paiement de l'État et de la restructuration voire de l'annulation de la dette. Mais à l'inverse des acteurs privés, la cessation de paiement n'aboutit pas à la liquidation et oblige à intervenir pour trouver des solutions.

Les annulations ou restructurations de dettes souveraines interviennent alors, dans l'urgence, pour sortir de l'impasse, et peuvent être très douloureuses sur le plan macroéconomique pour les États concernés à qui les créanciers internationaux imposent des plans d'ajustement structurels (PAS). Prêteurs en dernier ressort des États désargentés, le Fonds monétaire international (FMI) et la Banque mondiale (BM) ont mis en œuvre de

¹ https://ec.europa.eu/info/files/nextgenerationeu-funding-strategy_fr

nombreux « sauvetages financiers » échangeant le rééchelonnement voire l'annulation de dettes contre des réformes structurelles sensées rendre la situation des finances publiques de ces États plus saine. Il existe des exemples d'annulations de dette « réussies », ayant permis un redressement économique spectaculaire : l'accord de Londres en 1953 a ainsi conduit à l'effacement des deux tiers de la dette allemande, contribuant à son redressement économique spectaculaire.

b) La proposition d'annuler partiellement la dette publique française

La France n'est pas, au sortir de la crise du Covid-19, qui a pourtant considérablement détérioré les comptes publics, dans une situation d'urgence nécessitant une annulation ou une restructuration de dette. Mais certaines voix d'économistes s'élèvent depuis le début de l'année 2021 pour préconiser cette solution, au moins partiellement¹.

La proposition d'annulation de la dette porte non pas sur l'ensemble de celle-ci mais sur la part détenue par le système européen des banques centrales (SEBC). En effet, à travers les achats massifs de titres de dette publique effectués auprès des banques venues se refinancer au guichet de la banque centrale, la BCE détient désormais par l'intermédiaire des banques centrales des pays de l'eurogroupe, environ 25 % de la dette publique des États de la zone euro². **Les défenseurs de l'annulation partielle de la dette souveraine détenue par les banques centrales de la zone euro soutiennent que celle-ci est à la fois possible et souhaitable.**

- Elle est **techniquement possible car la dette souveraine française est détenue par la Banque de France, dont l'État est le seul actionnaire**. Contrairement à l'annulation d'une dette publique détenue par un créancier privé, celle-ci ne lèserait personne. L'annulation de dette à l'actif de la Banque de France la conduirait comptablement à avoir des fonds propres négatifs, mais cette situation est considérée comme non problématique. Lors de son audition au Sénat du 7 octobre 2021, Jézabel Couppey-Soubeyran expliquait ainsi « *qu'une banque centrale n'étant ni une entreprise ni une banque commerciale, elle peut tout à fait fonctionner en ayant à son bilan des fonds propres négatifs [...]. Pourquoi les fonds propres négatifs ne sont-ils pas un problème pour une banque centrale ? Pour la raison suivante : la banque centrale n'a de passif qu'en monnaie centrale ; or, cette monnaie centrale, elle peut la créer autant que de besoin dès lors que la confiance dans la monnaie est maintenue* ». Elle ajoutait « *qu'il est possible, le cas échéant, d'être innovant sur le plan comptable en créant un poste d'actifs non exigibles où imputer cette annulation* » ;

- Les économistes qui défendent l'annulation de la dette vont même plus loin, estimant que celle-ci est souhaitable car, portant essentiellement sur les dettes émises récemment pour faire face aux conséquences économiques de la crise du Covid-19, elle permettrait de réduire le ratio dette/PIB et **dégagerait ainsi des marges de manœuvre nouvelles** pour financer (par de nouveaux emprunts) les investissements publics

¹ <https://annulation-dette-publique-bce.com/>

² <https://www.ofce.sciences-po.fr/blog/dettes-publiques-les-banques-centrales-a-la-rescousse/>

indispensables à la transition écologique et sociale. La réalisation d'investissements publics est considérée comme essentielle pour respecter les engagements internationaux pris en matière de lutte contre le changement climatique. En outre, l'annulation de dette réduirait l'exposition au risque de remontée des taux d'intérêt en cas de durcissement de la politique monétaire de la banque centrale. Des taux plus élevés renchérissent en effet mécaniquement le refinancement de la dette lorsque l'on adopte la stratégie classique consistant à « rouler » la dette.

c) L'annulation des créances de la banque centrale sur l'État : une fausse bonne idée ?

Plusieurs arguments sont toutefois opposés à l'idée de l'annulation pure et simple de la fraction de dette publique détenue par les banques centrales. Tout d'abord, la **faisabilité juridique et politique** d'une telle opération est douteuse. L'article 123 du TFUE dispose en effet qu'il est « *interdit à la Banque centrale européenne et aux banques centrales des États membres, ci-après dénommées "banques centrales nationales", d'accorder des découverts ou tout autre type de crédit aux institutions, organes ou organismes de l'Union, aux administrations centrales, aux autorités régionales ou locales, aux autres autorités publiques, aux autres organismes ou entreprises publics des États membres ; l'acquisition directe, auprès d'eux, par la Banque centrale européenne ou les banques centrales nationales, des instruments de leur dette est également interdite* ». Cet article interdit toute monétisation directe de la dette publique. Elle ne prohibe pas formellement l'annulation des créances sur l'État détenues par les banques centrales mais on peut raisonnablement penser qu'il faudrait un accord politique au moins à l'échelle de l'eurogroupe pour contourner cette règle.

Les partisans d'une annulation de dette soulignent toutefois qu'en matière de politique monétaire, l'esprit, sinon la lettre des traités européens, a déjà fait l'objet d'importantes entorses : en achetant massivement aux banques des titres de dette publique sur le marché secondaire, la BCE procède bien à de la création monétaire pour répondre aux besoins financiers des États. En assumant au grand jour une politique de monétisation de la dette publique, on agirait ainsi de manière plus transparente et intellectuellement plus honnête. C'est néanmoins oublier que les achats de titres de dette publique sur le marché secondaire par les banques centrales constituent une opération temporaire et réversible et que c'est seulement à ce titre qu'elles ont été considérées comme acceptables.

Une autre solution, moins radicale, pourrait consister à transformer la dette publique actuellement détenue par les banques centrales en une dette perpétuelle, ce qui allégerait la contrainte de son refinancement à échéance. Mais l'avantage d'un tel dispositif est probablement faible : si la dette perpétuelle est assortie d'un taux d'intérêt élevé, elle peut aisément être cédée par la banque centrale lorsque celle-ci souhaite mener une politique de resserrement monétaire, mais des taux élevés pénalisent les finances publiques. À l'inverse, si le taux de la dette perpétuelle est faible, il est probable qu'elle intéresse peu les investisseurs et que le marché d'échange de la dette soit très étroit. En enterrant dans leurs comptes une dette perpétuelle, assortie ou non d'intérêt – ce qui n'a pas d'importance car l'intérêt versé par l'État constitue un bénéfice pour la banque centrale qui est ensuite reversé à l'État – les banques centrales se priveraient alors de la possibilité d'influer sur la création monétaire, en ne pouvant pas vendre leurs titres.

En tout état de cause, toutes ces solutions ne pourraient être mises en œuvre de manière unilatérale, sauf à prendre le risque de voir les pays du Nord de l'Europe, moins endettés et dont les comptes publics sont plus équilibrés, remettre en question l'appartenance à l'euro.

Au-delà des considérations juridiques et politiques, **l'annulation de dette se heurte à des arguments économiques forts**. D'abord, couplée à la réémission de montants importants de dette publique, l'annulation peut conduire à une création monétaire trop forte, relançant les tensions inflationnistes et, potentiellement, faisant baisser la valeur de l'euro sur le marché des changes. Un tel risque apparaît aujourd'hui faible mais ne peut être totalement exclu.

Ensuite, certains économistes soulignent l'absence d'intérêt aujourd'hui des opérations d'annulation de dette : l'État s'endette actuellement à des taux très bas, voire négatifs pour l'endettement à court terme, et n'a aucune difficulté à trouver des financements sur les marchés. Pire, si l'annulation de la dette détenue par la Banque de France conduisait les investisseurs à imaginer la possibilité d'annulation ultérieure de la part de dette qu'eux-mêmes détiennent, ils pourraient intégrer dans leurs calculs une « prime de risque de défaut », qui ferait remonter les taux auxquels ils acceptent de prêter à l'État. Le risque serait alors de déclencher une crise de confiance dans la dette souveraine de la France et de s'exposer à une remontée des taux, renchérissant rapidement le service de la dette.

4. Une alternative radicale : la monétisation de la dette.

a) La monétisation de la dette : une pratique dangereuse interdite

La monétisation de la dette publique (ou des déficits publics) intervient lorsque la **banque centrale prête de l'argent à l'État et émet ainsi les liquidités qui lui manquent pour boucler son besoin de financement**.

La mise en œuvre de la monétisation de la dette publique, expérimentée dans l'histoire par de nombreux pays connaissant des difficultés financières, est considérée dans la théorie monétaire classique comme **vecteur de risques inflationnistes, voire comme l'une des causes principales de l'hyperinflation**. La monétisation alimente en effet la défiance dans la valeur de la monnaie qui fait l'objet de nouvelles émissions massives, enclenchant, si la monnaie est librement convertible sur le marché des devises, une baisse des cours qui entretient l'inflation par le renchérissement des produits importés.

Afin de se prémunir contre le retour de l'inflation et la tentation d'utiliser la banque centrale comme un instrument de financement des déficits publics, **l'Union européenne s'est dotée d'un arsenal verrouillant les possibilités de monétisation de la dette publique** :

- d'abord, sur le modèle de la banque centrale allemande et à l'instar des réformes entreprises pour les banques centrales nationales avant la création de l'euro, la Banque centrale européenne (BCE) s'est vue dotée d'un statut garantissant son indépendance vis-à-vis du pouvoir politique. Avec une banque centrale indépendante, la politique monétaire n'est plus placée sous la responsabilité des Gouvernements, ni même des organes de gouvernance de l'Union européenne, Commission, Conseil ou Parlement européen. La monétisation de la dette ne peut pas être imposée d'une quelconque manière à la banque centrale. La création monétaire relève de sa seule initiative et de sa seule responsabilité ;

- ensuite, l'article 123 du TFUE interdit formellement à la BCE de prêter aux États par l'acquisition directe auprès d'eux de titres de dette publique.

Cet édifice a cependant été sérieusement ébranlé à la suite de la crise financière de 2008, et plus encore avec la crise du Covid.

b) Le retour en grâce de la monétisation de la dette ?

Le 26 juillet 2012, lors d'une conférence à Londres, Mario Draghi, alors Président de la BCE, indique que celle-ci interviendra pour sauvegarder l'euro « *quoi qu'il en coûte* » (*whatever it takes*), alors que les marchés financiers, ayant une confiance limitée dans la capacité de la Grèce, mais aussi de l'Italie, de l'Espagne ou encore du Portugal à faire face à leurs engagements, exigeaient des taux de plus en plus élevés sur leurs titres de dette publique (7,5 à 10 %). Les écarts de taux (*spread*) avec l'Allemagne étaient à leur plus haut. L'intervention de la BCE, consistant à baisser les taux directeurs et à racheter des titres publics aux banques, a mis fin à la crise de confiance. Le maintien d'une politique monétaire très accommodante, permettant de financer les déficits publics importants dus à la crise du Covid, a eu le même effet positif en 2020.

Mais ces achats massifs de titres publics par la BCE, même s'ils le sont sur le marché secondaire, constituent une **sérieuse entorse au principe de non monétisation des dettes publiques**, conforme à la lettre des traités européens mais absolument pas à l'esprit initial.

Cette pratique a été considérée comme **acceptable car elle est présentée comme temporaire et réversible** : la BCE pourrait à l'avenir vendre les titres publics achetés durant la crise, qui n'ont pas vocation à figurer indéfiniment dans son bilan.

Faut-il s'en inquiéter ou à l'inverse s'en réjouir ? La peur d'une reprise de l'inflation ne s'est pas concrétisée. Malgré l'injection massive de liquidités dans l'eurozone depuis presque une décennie, l'inflation sur les biens et services est restée faible. En revanche, les prix des actifs ont considérablement augmenté, si bien que la politique monétaire accommodante peut être soupçonnée d'alimenter une bulle financière dont l'éclatement en cas de resserrement de la politique monétaire dans les années qui viennent pourrait causer d'importants dommages. Cette perspective laisse donc penser que les **titres de dette publique acquis par la BCE à travers l'Eurosystème ne seront pas massivement remis sur le marché et resteront dans son bilan**, la BCE ne pouvant prendre un tel risque. Nous aurions alors monétisé la quasi-totalité de la dette publique supplémentaire émise par les Etats de la zone euro en une dizaine d'années.

Certains économistes, adeptes de la théorie monétaire moderne (MMT), soutiennent d'ailleurs que la monétisation des déficits est une solution pertinente pour tout État disposant de la souveraineté monétaire. Dans son ouvrage *Le mythe du déficit, la théorie monétaire de la monnaie et la naissance de l'économie du peuple*, Stéphanie Kelton souligne qu'à l'inverse d'un ménage ou d'une entreprise, qui doit disposer de monnaie avant de dépenser, un État crée de la monnaie à travers toute dépense publique, et peut donc être en déficit. La taxation n'intervient qu'ensuite. Mais ce schéma n'est possible que dès lors que l'on dispose de la souveraineté monétaire. Ce n'est pas le cas au sein de l'eurozone, où une monnaie unique a été créée sans gouvernance étatique. **Une monétisation de la dette publique en Europe n'est donc juridiquement pas possible. Accepter un tel principe nécessiterait une révision des traités.**

C. LES SCÉNARIOS : ÉVITER LE PIRE, SANS RENONCER AU MEILLEUR

Prospective et prévision

L'exercice de prospective sur la dette publique n'est pas un exercice de prévision économique. Il consiste à identifier les différents chemins que nous pourrions prendre, selon nos capacités à générer de la croissance, à approfondir la solidarité européenne, à maîtriser les comptes publics, dans un environnement économique mais aussi écologique et géopolitique que nous ne maîtrisons pas.

Un paramètre apparaît en tout état de cause fondamental pour permettre de faire face à la question des dettes publiques dans les années qui viennent : la confiance. C'est essentiellement parce que les détenteurs de capitaux ont confiance dans l'euro que la BCE a pu mener une politique du « quoi qu'il en coûte » tout en ne connaissant pas de remontée rapide des taux d'intérêt. C'est parce que l'on a confiance dans la capacité de la zone euro à rester solidaire que les attaques spéculatives contre les dettes publiques des Etats membres les plus endettés n'ont pas réapparu. C'est parce que l'on a confiance dans la capacité de l'Europe à retrouver le chemin d'une croissance plus forte et plus vertueuse, s'appuyant notamment sur la transition écologique, que la question de la dette nous paraît aujourd'hui parfaitement gérable et surmontable.

Mais pour que la confiance résiste, **il faut oser débattre publiquement de la dette, en posant toutes les options sur la table, en évitant le catastrophisme mais aussi en sortant du déni.** Les trois scénarios imaginés ci-après visent à alimenter ce débat plus que jamais nécessaire.

1. Le scénario espéré : la stabilisation réussie

La sortie de la crise du Covid se caractérise par une **reprise économique vigoureuse mais assortie d'une interrogation sur son caractère durable.** Une partie de cette croissance correspond à un effet de rattrapage. Et ce rattrapage pourrait ne pas être total : dans certains secteurs d'activité, les niveaux d'avant la crise ne seront pas forcément atteints voire dépassés rapidement. Ainsi, le secteur automobile continue de voir ses ventes reculer, l'aéronautique, secteur industriel clef en France et en Europe, pourrait aussi ne pas retrouver le même dynamisme qu'avant 2020.

La crise du Covid a mis en évidence une **dépendance forte de l'Europe à des approvisionnements extérieurs dans des secteurs clefs,** comme par exemple l'industrie pharmaceutique, encourageant à un mouvement de relocalisation industrielle et à la recherche d'une localisation des activités d'avenir sur le territoire français et européen¹. Quelle sera l'ampleur de ce mouvement et son effet réel sur la croissance ? De nombreuses incertitudes planent sur les possibilités de relocalisation industrielle. Il ne faut pas oublier au passage que tous les pays européens ne sont pas logés à la même enseigne en matière de déficit de la balance commerciale. La balance commerciale européenne est ainsi globalement

¹ Voir sur le sujet une note de la Fondapol : <https://www.fondapol.org/etude/relocaliser-la-production-apres-la-pandemie/>

excédentaire avec le reste du monde, de l'ordre de 200 milliards d'euros par an¹, ce qui n'est pas le cas de la France, dont le commerce extérieur est depuis plus de 10 ans constamment déficitaire, entre 50 et 70 milliards d'euros par an. La capacité de la France à mettre en œuvre un mouvement de relocalisations n'est donc pas garantie et **passé vraisemblablement par la recherche d'une meilleure compétitivité.**

La reprise économique pourrait alléger mécaniquement le ratio de dette/PIB, par le simple effet de l'accroissement du PIB. Dans un tel contexte, **la poursuite d'une politique de taux bas par la banque centrale est nécessaire**, pour conserver les conditions d'emprunt particulièrement favorables que nous connaissons aujourd'hui. Plus l'écart est important entre croissance et taux d'intérêt, plus les efforts de stabilisation voire de réduction du déficit publics ont un effet rapide sur le niveau de dette. L'Allemagne est parvenue à se désendetter très rapidement durant la dernière décennie en bénéficiant d'un taux de croissance supérieur aux taux d'intérêt et en menant parallèlement une politique de réduction des déficits publics.

Dans un tel contexte, **la France pourrait se contenter de « rouler la dette »** comme elle l'a fait jusqu'à présent, en profitant du contexte pour allonger autant que possible la maturité de la dette publique et en recourant, pour financer les investissements publics d'avenir, aux crédits issus de l'endettement de l'Union européenne.

Mais l'amélioration de la situation économique du pays en contexte de taux bas ne peut pas avoir d'effet sur l'endettement si, en parallèle, il n'y a pas de **recherche de réduction des déficits publics**. Un solde primaire trop dégradé conduirait tout juste à une stabilisation de la dette, voire encore à une augmentation de celle-ci. La question qui se pose est donc bien de savoir si nous pouvons nous engager dans une telle voie, et ce de manière durable.

Or, il existe de forts besoins d'investissements publics, en particulier dans la transition écologique, dont le secteur privé ne peut pas être le seul financeur. L'impulsion de la puissance publique paraît indispensable pour atteindre les objectifs de l'Accord de Paris sur le climat. Le maintien de mécanismes de solidarité pour faire face aux conséquences sociales de la crise rend aussi difficile la réduction de nombreuses dépenses de solidarité, auxquelles les citoyens sont attachés. Toute stratégie de coupe massive dans les dépenses publiques entraîne une réaction vigoureuse du corps social. La réduction du déficit public ne pourra donc pas être massive et rapide.

Finalement, seule la conjonction d'une croissance forte, de taux faibles et d'une maîtrise des comptes publics pourrait permettre de rouler la dette de plus en plus facilement.

Mais une telle stratégie ne peut fonctionner que si elle est mise en œuvre sur la durée, pendant de nombreuses années, et pas seulement de manière transitoire. Rouler la dette sans accroc ne sera possible que si les trois conditions restent réunies en même temps, et sur une période longue.

¹https://ec.europa.eu/eurostat/documents/portlet_file_entry/2995521/6-15022021-BP-FR.pdf/a96fc403-0616-3111-22ef-d0635cecf19f

Scénario espéré : la stabilisation réussie

C'est le scénario le plus optimiste. Grâce à une croissance forte, des taux d'intérêt faibles et une maîtrise des comptes publics, il permet une réduction progressive du taux d'endettement public, indolore économiquement et socialement, il renforce par la preuve la confiance des partenaires européens de la France et des marchés, et auto-entretient la facilité à emprunter pour faire rouler la dette.

2. Le scénario redouté : la perte de confiance des marchés et l'éclatement de la solidarité européenne

S'il est établi que le niveau de la dette n'est pas le déterminant premier de sa soutenabilité, il est évident que **le risque de crise de dette se renforce lorsque la dette publique s'accroît**. Lorsqu'un pays doit refinancer chaque année des montants croissants de dette, les variations de faible ampleur des paramètres déterminants comme la croissance, l'inflation ou le solde primaire, peuvent avoir un très fort impact.

Or, les conditions actuelles particulièrement favorables de refinancement des dettes publiques en Europe pourraient se dégrader rapidement. Les taux bas ont habitué les pays fortement endettés, notamment la France, à supporter une charge d'intérêt de plus en plus réduite. On pourrait en conclure qu'il ne faut rien changer, voire s'endetter davantage. Comme dans la « *fable de la grenouille* »¹, l'endettement croissant pourrait être considéré comme indolore, mais finir par être insupportable faute d'avoir su mettre en œuvre les bonnes mesures avant d'atteindre une situation explosive.

Un **premier risque réside pourtant dans une remontée durable des taux** pour faire face à des tensions inflationnistes. La Réserve fédérale américaine envisage dès 2022 de réduire ses achats d'actifs et remonter ses taux. Si la BCE n'envisage pas de faire de même avant 2023, il est difficile d'imaginer des taux nuls ou négatifs sur longue durée. Les programmes exceptionnels d'achats d'actifs devraient aussi prendre fin. La remontée des taux n'a d'effet que sur la fraction de dette publique remise sur le marché, mais elle renchérit progressivement le coût de son refinancement. Le mouvement de réduction continue de la charge de la dette pourrait être stoppé puis inversé, obligeant à consacrer des montants d'intérêts de plus en plus importants, ce qui dégraderait mécaniquement le déficit budgétaire.

Un autre risque réside dans une **croissance économique peu vigoureuse**, qui installerait l'Europe dans une période de reprise molle, voire d'absence de reprise économique, entraînant une stagnation des recettes fiscales.

L'équilibre des comptes publics serait aussi particulièrement observé. Le rapport Arthuis montre que sur la période 2011-2019, malgré l'objectif sans cesse affiché de réduire la dépense publique, les dépenses primaires de l'Etat avaient augmenté en volume de 1 % par an en moyenne. Il indique qu'avec une croissance annuelle moyenne de 1,35 %, l'endettement de la France ne serait stabilisé à l'horizon 2030 que si les dépenses publiques ne progressaient

1 *La fable de la grenouille postule qu'une grenouille jetée dans un bocal d'eau bouillante saute en dehors du bocal immédiatement pour sauver sa vie, alors que si elle est installée dans une eau froide portée progressivement à ébullition, elle s'habitue peu à peu à la chaleur et finira morte ébouillantée*

que de 0,65 % par an, toutes choses égales par ailleurs. Le rapport Arthuis considère par ailleurs que le niveau des prélèvements obligatoires ayant atteint en France 45 %, contre 40 % en moyenne dans l'Union européenne, il n'est pas envisageable de jouer sur ce levier pour améliorer le solde public. Il met également en garde contre la tentation de couper dans les dépenses publiques qui soutiennent la croissance et préparent l'avenir, ce qui limite l'éventail des possibilités en matière d'amélioration du solde public.

Un **quatrième risque est à prendre en compte** : il s'agit de la possibilité de divergence des trajectoires des pays de l'eurozone en matière de comptes publics. Si en sortie de crise du Covid, certains se désendettaient tandis que d'autres continuaient à voir progresser leurs ratios de dette/PIB et leurs déficits, sans pour autant bénéficier d'une croissance plus forte, des doutes pourraient de nouveau apparaître sur la pérennité de l'eurozone.

Dans un tel contexte, une nouvelle crise des dettes souveraines, telle que celle connue par la Grèce à partir de 2008, pourrait apparaître, mais cette fois, touchant de grands Etats européens fortement endettés : Espagne, Italie, France. La dette deviendrait insoutenable, ou en tout cas non finançable par les marchés financiers, et pourrait poser la question de la survie de l'euro, qui ne serait sauvé que par une volonté politique forte des « Etats frugaux » de sauvegarder la zone euro, combinée à l'acceptabilité des plans de sauvetage des Etats concernés par la crise de leur dette publique.

La réalisation de ce « scénario catastrophe » mettrait les pays européens devant un dilemme : accepter de garantir les dettes des autres Etats membres et mettre en place un véritable fédéralisme budgétaire, ou alors accepter l'explosion de l'eurozone.

De son côté, la France aurait aussi un choix difficile à faire pour surmonter une crise de dette majeure :

- soit choisir de faire défaut sur tout ou partie de la dette publique, reprendre son autonomie monétaire, mais s'exposer à des conditions dégradées d'accès aux marchés financiers et de devises. Or, la France étant un pays importateur net, ayant besoin de recourir à des approvisionnements extérieurs, et son économie étant fortement internationalisée, cette voie paraît totalement impraticable, sauf à risquer une crise économique sans précédent ;

- soit se lancer dans un désendettement massif à travers des politiques d'austérité, dont les conséquences sociales voire politiques sont potentiellement explosives.

Clairement, ce scénario est un épouvantail, mais la crainte de la perte de contrôle n'a aujourd'hui pas disparu. Il est mis en avant pour insister sur la nécessité de rechercher un meilleur équilibre des comptes publics et en particulier une réduction des dépenses publiques, qui ont encore augmenté avec la crise sanitaire.

Scénario redouté : la perte de confiance des marchés

et l'éclatement de la solidarité européenne

C'est le scénario catastrophe de la perte de contrôle. Une remontée durable des taux d'intérêt liée à de fortes tensions inflationnistes, une croissance économique en berne, un équilibre des comptes publics de plus en plus dégradé, une divergence accentuée des trajectoires des pays de l'eurozone conduisent à la faillite et à l'éclatement européen.

Pour faire face à cette crise de la dette, il n'y aurait que deux mauvais choix : faire défaut et s'enfoncer dans une crise économique sans précédent, ou bien se désendetter massivement par une politique d'austérité aux conséquences sociales et politiques redoutables.

3. Le scénario rêvé : la dette vertueuse

Il apparaît en réalité que le jugement sur la soutenabilité de la dette publique est largement subjectif. **Il n'existe pas de consensus sur des critères objectifs permettant de statuer sur le caractère excessif de l'endettement public.** Avec la crise du Covid, la dette a même été une solution, pour maintenir à flot entreprises et ménages. La dette peut donc être vertueuse.

C'est la confiance que l'on a à la fois sur l'utilité de la dette et sur ses perspectives de remboursement, qui font qu'elle demeure acceptable. Et ces deux aspects sont liés : si l'endettement est pertinent car il permet de garantir la solidité des structures économiques et sociales d'un pays, les craintes quant à une incapacité à faire face aux échéances futures sont vite balayées. On peut continuer à s'endetter pour financer des dépenses publiques utiles voire nécessaires. La stabilité sociale d'un pays pourrait être la meilleure garantie dont disposent ses créanciers.

L'endettement peut être considéré comme utile lorsqu'il contribue à la création d'un capital collectif, qui constitue l'actif de la nation. On peut retenir une **approche patrimoniale de la question** : la dette (passif) de l'Etat a comme contrepartie un patrimoine (actif) qui est retracé dans les comptes de l'Etat. Pour 2020, l'actif net de l'Etat était estimé à l'occasion de la présentation de la loi de règlement mi-2021 à 1 169 milliards d'euros, pour un passif évalué à 2 705 milliards d'euros. La dette a donc pour contrepartie, à hauteur d'environ 40 %, un patrimoine. Mais l'approche patrimoniale est assez approximative car l'évaluation de l'actif de l'Etat reste difficile, celui-ci étant notamment composé d'actifs inestimables (œuvres d'art, monuments historiques). Par ailleurs, cette approche patrimoniale peut être restrictive quant à l'appréciation de l'utilité de la dette : ainsi, on pourrait considérer que seules les dépenses publiques d'investissement contribuent à alimenter l'actif. C'est ce schéma qui est retenu pour les finances locales. Or, comme le notait Jean-Marc Daniel lors de son audition au Sénat le 7 octobre 2021, la distinction entre ces catégories est assez artificielle, et certaines dépenses classées comme dépenses d'investissement (par exemple la construction de ponts au-dessus de rivières qui n'existent pas) peuvent ne pas être très utiles.

L'endettement peut en réalité être **considéré comme utile lorsqu'il permet de financer des dépenses collectives** assurant un meilleur niveau d'éducation, ou offrant un environnement favorable au développement des entreprises et de leurs activités. Or, ces dépenses sont comptabilisées essentiellement comme des dépenses de fonctionnement : les crédits en faveur de l'éducation et de la recherche contribuent pourtant à l'accumulation d'un capital immatériel utile au développement du pays.

On peut encore élargir l'approche en considérant que **l'endettement est utile lorsqu'il permet de réduire des déséquilibres autres que financiers**, notamment sociaux ou environnementaux. Ainsi, assurer un haut niveau de protection de la santé des populations, réduire les atteintes à l'environnement ou encore assurer une plus grande cohésion sociale pourraient être considérés comme des causes légitimes d'une augmentation de l'endettement des Etats. C'est précisément pour éviter les tensions sociales et politiques qui auraient pu conduire à l'éclatement de l'euro puis de l'Union européenne qu'une politique monétaire nouvelle a été mise en place par la BCE au début des années 2010, afin de rassurer les marchés financiers sur la soutenabilité de la dette publique des pays fortement endettés, à commencer par la Grèce.

Finalement, c'est moins le niveau de la dette qui interroge, que l'utilité de celle-ci, la pertinence des dépenses publiques qui sont permises par la souscription d'emprunts, et l'équilibre recherché entre les différents modes de financement de la dépense publique : par la taxation ou par l'emprunt. Ces questions doivent être tranchées dans le cadre d'un débat démocratique le plus transparent possible, portant sur les conséquences de nos choix collectifs. **Il convient donc de renforcer les outils démocratiques de contrôle de notre stratégie d'endettement.**

Ce débat doit aussi être mené au niveau européen, puisque la gestion des dettes publiques est intimement liée à la question de la politique monétaire, confiée à la BCE. Une **nouvelle approche des dettes publiques ne peut fonctionner que si elle est partagée avec les partenaires de l'eurozone et la BCE**. La période récente a montré que, devant une situation nouvelle et non prévue par les traités, la BCE pouvait faire preuve d'inventivité et aller plus loin que ce que permet la lecture stricte des textes. Or, il n'est pas certain que l'ensemble des parties prenantes partage une approche de la dette allant au-delà des seules considérations financières. Entre les tenants de l'orthodoxie, pour qui un endettement élevé est le symptôme d'une mauvaise santé économique et ceux qui considèrent que la dette n'est plus un problème puisqu'elle est aujourd'hui facilement financée, le risque est celui du dialogue de sourd.

Si nous ne pouvons pas rester indifférents à l'augmentation récente des dettes publiques et au niveau élevé du déficit, le taux d'endettement ne nous semble en soi ni bon ni mauvais. La question fondamentale qu'il faut se poser est celle de l'utilité collective des dépenses publiques et de la pertinence du système fiscal et de la collecte par l'Etat de ses recettes.

Le scénario rêvé : la dette vertueuse

C'est le scénario de la dette utile qui permet de constituer un patrimoine collectif, de financer des dépenses collectives d'avenir, de réduire des déséquilibres autres que financiers, notamment sociaux ou environnementaux.

Ce scénario s'appuie sur une nouvelle approche des dettes publiques au niveau européen et sur un débat démocratique transparent au sujet de la stratégie nationale d'endettement et ses conséquences en termes de choix collectifs.

D. LES RECOMMANDATIONS DES RAPPORTEURS : FAIRE DE LA DETTE UNE QUESTION POLITIQUE ET NON UNE QUESTION TECHNIQUE

Au final, deux approches s'opposent pour traiter la question de la dette publique sur le long terme.

Soit on retient une approche technique, en confiant le pilotage de l'endettement à des acteurs technocratiques qui définiraient une fois pour toutes le bon niveau d'endettement qu'il conviendrait de suivre. Cette démarche, qui avait abouti dans le passé à la fixation d'un seuil de 60 % de ratio de dette/PIB admissible au sein de l'Union européenne, est aujourd'hui obsolète, car les crises successives ont déplacé les curseurs et brouillé les repères. Quel que soit le seuil retenu, il n'aurait d'ailleurs pas de pertinence absolue, dans la mesure où la stabilisation de la dette dépend d'au moins trois autres paramètres : croissance, taux d'intérêt de la dette et déficit ou excédent primaire.

Soit on accepte une vision politique de la dette, faisant trancher la question du niveau de dette admissible de manière démocratique, mais en posant toutes les options sur la table et en présentant les choix de manière complète et transparente. Et une fois les choix collectifs faits, il convient de s'y tenir, plutôt que d'afficher des ambitions irréalistes et intenables en matière de désendettement qui décrédibilisent la parole publique.

Ces choix ne pourront être faits que dans la recherche d'une cohérence des stratégies économiques, allant même au-delà de la tenue des finances publiques des pays membres de l'Union européenne, et plus encore des pays de l'eurozone, car l'euro est l'outil commun de notre politique monétaire, et sa gestion devient impossible si les divergences s'accroissent sans cesse au sein des pays de la zone en matière de tissu économique ou encore de capacité à exporter.

Et la gestion de l'euro, qui a été menée par la BCE depuis près de dix ans en prenant de très grandes libertés avec les principes initiaux donnant pour mission première la lutte contre l'inflation, doit faire l'objet d'une renégociation à l'échelle de l'Union européenne, pour ne pas risquer la mise en œuvre d'une politique monétaire ne prenant pas en compte l'objectif de soutien au redressement économique de l'Union, et revenant au critère prépondérant de la maîtrise de l'inflation.

Cinq propositions pourraient être avancées :

Proposition n°1 : organiser un **débat démocratique ouvert et transparent** sur la stratégie d'endettement de la France à moyen terme, et définir des signaux d'alerte (taux d'intérêt, croissance) qui nécessiteraient un nouveau débat au Parlement ;

Proposition n°2 : **mieux évaluer les actifs publics** qui peuvent être mis en regard de la dette ;

Proposition n°3 : **construire de nouveaux outils de suivi des détenteurs de la dette publique**, résidents et non-résidents ;

Proposition n°4 : effectuer une veille approfondie des débats et stratégies relatifs à la dette dans tous les pays de l'Union européenne et peser pour une **meilleure coordination visant à prévenir la défiance** vis-à-vis de la dette souveraine d'un ou plusieurs Etats membres, qui pourrait rejaillir sur la crédibilité de l'euro.

Proposition n°5 : ouvrir le débat à l'échelle européenne sur les **buts de la politique monétaire européenne** : lutter contre l'inflation mais aussi soutenir la croissance et éviter les crises.

Version provisoire

LISTE DES PERSONNES ENTENDUES

Auditions des rapporteurs

- Université de Lille : **M. Laurent Cordonnier**, économiste et professeur (mardi 29 juin 2021)
- Institut Montaigne : **M. Eric Chaney**, conseiller économique (mardi 29 juin 2021)
- Centre National de Recherche Scientifique (CNRS) : **M. Benjamin Lemoine**, sociologue et chercheur (mercredi 30 juin)
- Observatoire Français des Conjonctures Économiques (OFCE) : **M. Raoul Sampognaro**, économiste (mercredi 30 juin)
- Fipeco : **M. François Ecalle**, Président de Fipeco et ancien conseiller maître à la Cour des Comptes (mercredi 30 juin)
- Observatoire Français des Conjonctures Économiques (OFCE) : **M. Xavier Ragot**, Président de l'Observatoire des Conjonctures Économiques (mardi 6 juillet)
- Paris-Sorbonne : **M. François Facchini**, économiste et professeur (mardi 6 juillet)
- AF2I : **M. Hubert Rodarie**, essayiste et Président de l'AF2I (mardi 21 septembre)
- Cour des comptes : **M. Jacques Rigaudiat**, conseiller maître à la Cour des Comptes et essayiste (mardi 21 septembre)
- Sciences politiques de Bordeaux : **M. Edwin Le Heron** (mardi 28 septembre)
- Initiative-finance : **M. François-Xavier Oliveau**, Directeur associé (mardi 28 septembre)
- Banque de France : **M. Daniel Beau**, Sous-Gouverneur (12 octobre)
- Paris-Sorbonne : **M. Gael Giraud**, professeur à la Sorbonne et chercheur au CNRS (jeudi 14 octobre).
- Université Paris 1 : **Mme Jézabel Couppey-Soubeyran**, économiste (jeudi 7 octobre)
- ESCP Business School : **M. Jean-Marc Daniel**, économiste français, professeur émérite à l'ESCP (jeudi 7 octobre)

Déplacement :

- Agence France-Trésor (lundi 25 octobre), **Cyril Rousseau**, Directeur général et **Julika Courtade-Gross**, Directrice générale adjointe.