

# LA DETTE PUBLIQUE : SES MÉCANISMES, SES ENJEUX, SES CONTROVERSES

de Bertrand BLANCHETON

Éditions Dunod, septembre 2022

En France tout spécialement, mais aussi dans bien d'autres États membres de la zone euro, la situation des finances publiques et plus précisément les montants vertigineux qu'atteignent les dettes publiques sont des sujets de préoccupation pour les responsables politiques et des sujets d'analyse théorique et pratique pour les économistes.

Comme l'écrit clairement le Professeur Blancheton dans son introduction, « le projet de [son] livre est de faire œuvre de clarification sur un sujet anxiogène et polémique. [Il] souhaite lever le voile sur certaines postures politiques et contribuer à dépassionner le débat. Il s'agit d'aider les citoyens à comprendre les causes profondes de cet endettement, de bien montrer en quoi il constitue un vrai danger mais aussi de rappeler que des solutions existent. (...) L'ouvrage entend aussi aider les citoyens à mieux saisir les enjeux liés au remboursement de la dette publique et rétablir clairement des vérités qui tiennent en une série d'affirmations claires.

- La dette de la France n'est ni odieuse, ni illégitime !
- Une bonne dette et une mauvaise dette peuvent être identifiées.
- La mauvaise doit être combattue.
- La France n'est pas en faillite !
- La dette française est un peu supérieure à la moyenne des pays développés.
- Responsables politiques et citoyens partagent la responsabilité de l'envolée de la dette.
- La loi de 1973 sur la Banque de France ne marque pas le début d'un complot visant à émettre des bons du Trésor sur les marchés afin d'en faire profiter le système financier.
- La dette française est aujourd'hui sous contrôle ; elle est soutenable !
- L'action de la BCE sur les taux obligataires a donné un répit salvateur.
- Certains pays ont réussi à réduire assez rapidement leur ratio de dette (Allemagne, Irlande) et leurs dépenses publiques (Canada, Suède).
- Faute de volonté politique, la France ne parvient toujours pas à équilibrer son solde budgétaire primaire.

La situation est fragile, une remontée des taux provoquerait, toutes choses égales par ailleurs, une hausse du ratio d'endettement. La dette française est largement aux mains d'opérateurs étrangers qui, à long terme, pourraient attenter à la souveraineté du pays. La France doit rééquilibrer son solde budgétaire primaires après la crise du Covid-19. L'annulation de la dette est une véritable mauvaise idée ! La dette est toujours payée ! (...) ».

Nous proposons comme extrait de ce bel ouvrage la présentation que fait Bertrand Blancheton de **l'équation de la soutenabilité de la dette** dans son 9<sup>ème</sup> chapitre, intitulé : « Quelle limite à la progression de la dette ? La question de la soutenabilité » :

« L'équation de soutenabilité de la dette est établie à partir de la contrainte budgétaire intertemporelle des administrations publiques, c'est-à-dire la nécessité pour elles d'assurer la continuité des paiements (voir l'équation 9.1). À chaque période les dépenses et les recettes sont égales même si certaines recettes proviennent d'un recours supplémentaire à la dette. Il s'agit d'un outil pédagogique qui met clairement en exergue les facteurs qui influencent l'évolution du ratio d'endettement : le solde budgétaire primaire, le taux d'intérêt servi sur la dette, le taux de croissance du PIB et le taux d'inflation. Établissons cette équation de soutenabilité.

Soit :

- $D_t$  la dette publique à la période courante  $t$  ;
- $G_t$  les dépenses publiques (hors charges d'intérêts) ;
- $T_t$  les recettes fiscales ;
- $i$  le taux d'intérêt nominal moyen servi sur la dette au cours de la période courante ;
- $p$  le taux de croissance du niveau général des prix sur la période courante (entre  $t - 1$  et  $t$ ) ;
- et  $p_t$  le niveau général des prix à la date  $t$ .

NB : les variables  $D_t$ ,  $G_t$  et  $T_t$  sont exprimées en termes nominaux.

Exprimons la contrainte budgétaire de l'État en termes de flux (équilibre des recettes et des dépenses du Trésor).

$$\text{Équation 9.1 : } G_t + i \cdot D_t - 1 = T_t + (D_t - D_{t-1})$$

Notons  $SBP_t = G_t - T_t$  le solde budgétaire primaire (c'est-à-dire hors charges d'intérêts).

Il vient que :  $D_t = SBP_t + (1 + i) \cdot D_{t-1}$ .

Notons  $Y_t$  le produit intérieur brut en termes réels à la période  $t$  et posons  $Y_t = (1 + g) \cdot Y_{t-1}$ ,  $g$  représentant le taux de croissance du produit intérieur brut en volume.

Nous pouvons écrire :  $p_t \cdot Y_t = (1 + p) \cdot (1 + g) \cdot p_{t-1} \cdot Y_{t-1}$ .

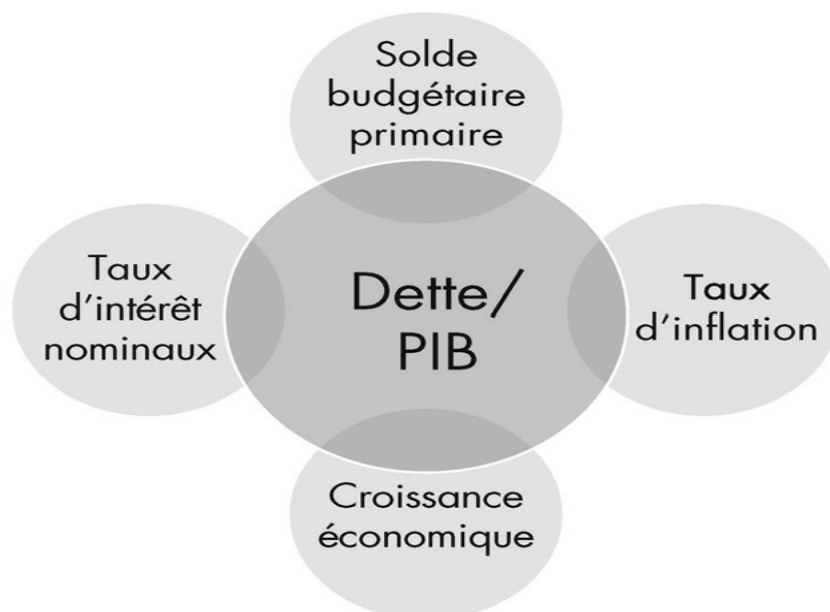
En divisant la contrainte budgétaire en termes de flux par le produit intérieur brut nominal et en réaménageant les termes, nous pouvons exprimer la relation précédente de la manière suivante.

Équation 9.2 :

$$\left( \frac{Dette}{PIB} \right)_t = \left( \frac{SBP}{PIB} \right)_t + \frac{1+i}{1+g+p} \cdot \left( \frac{Dette}{PIB} \right)_{t-1}$$

Un solde budgétaire primaire (SBP) négatif accroît le ratio. Les administrations expriment alors de nouveaux besoins de financement, indépendamment du service des intérêts de la dette. Le fait que le taux d'intérêt nominal moyen servi sur la dette ( $i$ ) progresse accroît le ratio d'endettement. Ici, en régime de basse inflation, le seuil de 5 % est considéré comme dangereux : il précipiterait l'économie vers des difficultés de paiements. Cependant, deux variables réduisent le ratio d'endettement : le taux de croissance du PIB réel de l'économie (noté  $g$  dans l'équation) et le taux d'inflation (noté  $p$ ). L'inflation joue donc un rôle important dans la dynamique du ratio, elle est susceptible d'amortir la dette.

### Graphique 9.1 – Facteurs explicatifs du ratio d'endettement



Si l'équation permet d'expliciter les facteurs qui influencent la dynamique du ratio, son message sur la soutenabilité est relativement pauvre. Elle ne permet pas d'identifier de seuil de danger, ni de fonder de norme à ne pas dépasser. Selon cette équation, dès que le ratio d'endettement progresse (même s'il a un niveau faible) et que rien ne change au sein de l'économie (c'est-à-dire que les quatre variables conservent les mêmes valeurs), la dette est sur une trajectoire insoutenable et le pays sera, à terme, en défaut de paiement. Dans cette perspective, on évoque une soutenabilité forte lorsqu'à long terme les recettes s'ajustent pleinement aux dépenses, ce qui implique une évolution stable du ratio déficit/PIB et un excédent primaire en hausse pour compenser l'accroissement de la charge de la dette. On évoque une soutenabilité faible lorsque les recettes s'ajustent partiellement aux dépenses, le ratio déficit/PIB n'est pas stable. Au sens étroit, la dette est soutenable si le principal et les intérêts peuvent être remboursés à un moment donné. Aujourd'hui, pour cela, la dette publique ne doit pas être supérieure à la somme actualisée des excédents primaires que les administrations pourront dégager. Mais la gestion de la dette consiste justement à faire évoluer les facteurs afin de la stabiliser ou de la réduire. L'État a aussi vocation à influencer les croyances des opérateurs quant à sa capacité future à gérer sa dette. En théorie, il a prise sur ces quatre variables qui sont autant de voies d'ajustements. Si l'on pose, en vertu de la relation de Fisher, que le taux d'intérêt réel ( $r$ ) est égal au taux d'intérêt nominal moins le taux d'inflation constaté ou anticipé ( $r = i - p$ ) et si le solde budgétaire primaire est équilibré, le fait que le taux de croissance  $g$  soit supérieur au taux d'intérêt réel servi sur la dette ( $r$ ) amorti celle-ci. Cette condition n'est pas très exigeante, elle est en tout cas remplie dans le cas français entre 2015 et 2022 (si l'on excepte le caractère exceptionnel de 2020).

Équation 9.3 :

$$\left(\frac{Dette}{PIB}\right)_t = \left(\frac{SBP}{PIB}\right)_t + \frac{r}{g} \cdot \left(\frac{Dette}{PIB}\right)_t - 1$$

Quelle prise les États ont-ils sur les variables ?

Responsables politiques et observateurs invoquent le retour de la croissance pour régler plus tard la question de la dette. La relance de la croissance est en théorie possible. Un effort d'innovation, une amélioration du niveau de l'éducation et une stratégie pertinente d'insertion dans la mondialisation sont des pistes crédibles à la portée d'un État stratège. Mais dans les faits la trajectoire de long terme de la croissance dans les pays avancés suggère un ralentissement de la croissance potentielle. Un rétablissement spectaculaire de la croissance ne paraît pas une piste réaliste pour amortir la dette.

La France présente les caractéristiques structurelles d'une économie qui peine à accroître sa croissance potentielle. Comme les vieux pays industrialisés, elle est une économie de services qui réalise peu de gains de productivité. Elle subit de front la concurrence des pays émergents et doit faire face à un vieillissement de sa population. Elle consacre trop peu de dépenses à la recherche et au développement (R&D) : seulement 2,2 % du PIB en 2019, contre 3,1 % pour ses voisins allemand et belge.

Les pays peuvent jouer sur les conditions de taux d'intérêt. Les banques centrales doivent ici prendre en compte la situation de la dette dans leur stratégie monétaire. Les taux nominaux sont liés à l'environnement monétaire international (une situation de surliquidité contribue ainsi à abaisser les taux). Les taux réels dépendent aussi des trajectoires inflationnistes. La France a renoncé à sa souveraineté monétaire depuis qu'elle fait partie de la zone euro. La Banque centrale européenne a pour objectif une stabilité des prix définie et une hausse de l'indice harmonisé des prix à la consommation proche de 2 % par an sur le moyen terme.

Enfin, l'État peut chercher à rétablir l'équilibre budgétaire soit en augmentant les prélèvements soit en réduisant les dépenses. Des annonces d'attachement à l'équilibre budgétaire et de réduction de dépenses sont de nature à rassurer les créanciers. Mais rétablir la situation budgétaire est délicat : revenir trop brutalement à l'équilibre ou faire émerger un excédent peut entraver la croissance en provoquant un effondrement de la demande globale. Il s'agit pour les responsables d'emprunter une ligne de crête. Pour la France, au regard de l'équation 9.2, les vraies marges de manœuvre nationales résident dans le contrôle du solde budgétaire primaire. L'autre partie de l'équation regroupant taux d'intérêt, croissance et inflation renvoie à une dépendance à un contexte monétaire et financier international ainsi qu'au cycle de l'activité, lui aussi global.

(...)

Déterminer un seuil de danger de la dette publique est une gageure. Ni les 60 %, ni les 90 % ou 100 % ne constituent de limites au-delà desquelles l'activité serait freinée par la contrainte de l'endettement. Si l'équation de soutenabilité de la dette met bien en lumière les variables qui influencent le ratio d'endettement, son message est très pauvre quant à l'identification d'un seuil de danger et d'un moment fatidique. Il revient finalement aux acteurs de marché, c'est-à-dire aux créanciers, de fixer des limites à l'endettement des États. La question de la soutenabilité se déplace vers la crédibilité de l'émetteur et la confiance qu'il inspire, ou pas, au créancier ».

Dans le chapitre 12, « Une feuille de route pour équilibrer le solde budgétaire primaire et réduire la dette », Bertrand Blancheton traite de « la tentation de l'annulation de la dette ». Ce titre indique d'emblée la position de l'auteur. Celui-ci se fonde essentiellement sur des arguments institutionnels pour écarter cette solution qui, selon lui, « entretient l'idée fautive d'une magie de l'argent ».

À ce sujet, il semble utile de citer l'article de Mathieu Lehot-Couette paru le 24/02/2021, qui s'intitule précisément : « **L'article à lire pour comprendre le débat sur l'annulation de la dette** » :

« La question divise les économistes : les uns affirment que la manœuvre est le meilleur remède pour éviter un retour à l'austérité ; les autres dénoncent une mesure contre-productive.

La solution paraît tellement simple. Puisque le taux d'endettement de la France pulvérise tous les records – il pourrait bondir de 98,1% du PIB fin 2019 à 122,4% fin 2021 –, pourquoi ne pas effacer l'ardoise d'un simple coup de chiffon ? Cette idée, défendue depuis longtemps par des personnalités politiques de gauche, séduit désormais un grand nombre d'économistes.

Plus de 150 experts européens réputés, dont Thomas Piketty et l'ancien ministre belge Paul Mignette, viennent ainsi de lancer un appel pour l'annulation des dettes publiques détenues par la Banque centrale européenne (BCE). Mais cette proposition radicale est loin de faire l'unanimité. Des économistes, aussi bien libéraux que très à gauche, dénoncent une fautive bonne idée. Et les responsables des institutions financières opposent un non ferme et définitif à cette option. "*L'annulation est inenvisageable*", a coupé court Christine Lagarde, la patronne de la BCE, début février.

Mais pourquoi ce débat divise-t-il tant les économistes ? La perspective d'un grand soir de la dette est-elle une solution plausible ? Pourquoi des experts réputés très à gauche s'y opposent-ils ? Franceinfo fait le point sur les arguments des pour et des contre ainsi que sur ce que dit la réglementation.

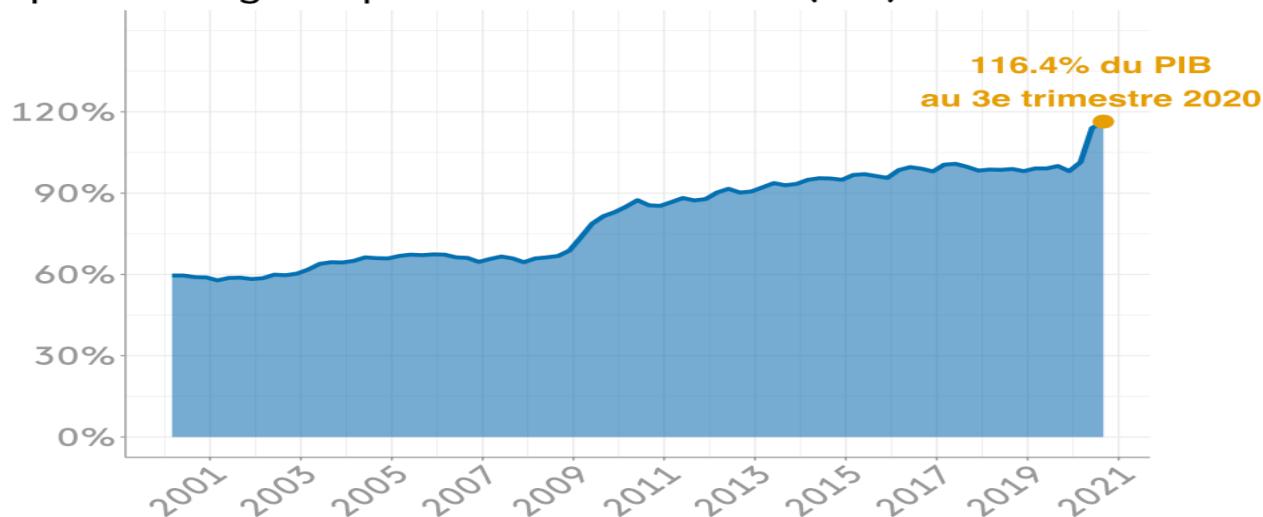
#### Comment un État s'endette-t-il ?

Lorsque la France a besoin d'emprunter, elle émet des titres de dette sur les marchés financiers. Des investisseurs privés prêtent alors à l'État de l'argent en échange de ces titres. En retour, celui-ci s'engage à payer des intérêts annuels et à rembourser la somme prêtée au terme d'une certaine période pouvant aller de quelques mois jusqu'à cinquante ans.

La France est aujourd'hui endettée à hauteur de près de 2 700 milliards d'euros. Cette somme dépasse notre produit intérieur brut annuel (PIB), c'est-à-dire la valeur totale des richesses que nous générons chaque année. Avant la pandémie de Covid-19, la France était parvenue à stabiliser son taux d'endettement à un peu moins de 100% de son PIB.

Mais l'effet combiné des aides étatiques pour faire face à la crise économique et de la baisse d'activité a fait bondir ce taux en 2020. Au mois de septembre, il a atteint le chiffre record de 116,4% du PIB.

## L'évolution du taux d'endettement de la France en pourcentage du produit intérieur brut (PIB)



Source. Insee - Crédits. franceinfo

### Quel est l'intérêt d'annuler la dette ?

Notre dette n'est plus seulement détenue par des investisseurs privés. Depuis 2015, la BCE et les banques centrales nationales (comme la Banque de France ou la Bundesbank en Allemagne) rachètent les titres de dette des États auprès des acteurs privés (banques, assureurs, fonds d'investissement...). Au total, près de 3 245 milliards d'euros d'emprunts ont ainsi été rachetés, dont 768 milliards en lien avec le Covid-19.

Or, les banques centrales nationales (BCN) ont pour unique actionnaire leur État. Quant à la BCE, il s'agit d'une filiale des BCN. Cela veut donc dire que nous devons désormais une certaine part de notre dette à nous-mêmes. Et c'est ce qui fait dire à certains économistes que nous pourrions donc décider d'effacer notre propre ardoise. La manœuvre offrirait à la France un rabot de près de 626,7 milliards d'euros, soit près d'un quart de notre dette.

### Mais ça ne coûterait rien à la France ?

Derrière le raisonnement des pro-annulation, il y a aussi l'idée que les banques centrales ne peuvent pas faire faillite. Ce sont en effet ces institutions qui créent la monnaie. Donc par définition elles ne peuvent pas manquer d'argent. En réalité, l'effacement de la dette ne serait pas une opération blanche. Car les banques centrales versent des dividendes à leurs États actionnaires. Or, si les dettes sont annulées, elles ne seront plus en mesure de le faire.

*"Les partisans de l'annulation [expliquent] que la Banque de France peut faire des pertes, cela n'a pas d'importance car elle ne fera pas faillite. C'est vrai, explique la cheffe économiste du Trésor Agnès Bénassy-Quéré dans Le Parisien. Sauf qu'avec des fonds propres négatifs, elle ne versera plus annuellement à l'État les milliards d'impôts sur les sociétés et dividendes. Il faudra trouver cet argent ailleurs."* En 2019, cette manne financière avait rapporté six milliards d'euros à la France.

### Est-ce une alternative à l'austérité ?

Les partisans de l'annulation affirment que leur solution est pourtant la seule qui puisse nous prévenir du retour des politiques d'austérité. Si, pour l'heure, les règles européennes sont suspendues, dont celle limitant le déficit public à 3% du PIB et la dette à 60%, leur retour sera discutée dès la mi-2021. Or les défenseurs de la stratégie de l'effacement ne croient pas au discours du ministre de l'Economie, Bruno Le Maire, qui affirme que la croissance suffira à rétablir l'équilibre des finances publiques.

Pour Jézabel Coupepy-Soubeyran, économiste à la Sorbonne et membre de l'institut Veblen, un cercle de pensée marqué à gauche, si la dette n'est pas annulée, les Français seront alors exposés à deux risques majeurs : *"Celui d'un retour à l'austérité souhaitée par les partisans de règles budgétaires qui ont bridé l'économie de la zone euro pendant deux décennies [et] celui de nouvelles hausses d'impôts qui, sous prétexte de rembourser la dette, assommeront ménages et entreprises, et ralentiraient la reprise"*.

### Où est le problème alors ?

Pour d'autres économistes, dont certains tout aussi marqués à gauche, la stratégie de l'effacement serait en réalité peu utile. Henri Sterdyniak, pourtant fervent opposant à la "doctrine néolibérale", juge que l'annulation de la dette détenue par les banques centrales aurait le même effet qu'"un coup d'épée dans l'eau". Elle serait même contre-

productive. Car les rachats massifs des emprunts opérés par les banques centrales permettent de maintenir les intérêts au plus bas, voire en dessous de zéro. La France a en effet pu emprunter à des taux négatifs en 2020. Ce qui veut dire que les marchés financiers sont prêts à payer pour prêter leur argent.

Résultat, la dette publique, bien que grandissante, coûte de moins en moins cher à l'État. D'après *La Croix*, "la France ne devrait ainsi payer 'que' 35,8 milliards d'euros d'intérêts en 2020". C'est 10 milliards de moins par rapport à une décennie plus tôt. Certains économistes pensent même qu'il faut en profiter pour s'endetter davantage. Dans une étude publiée fin janvier, les experts de l'Observatoire français des conjonctures économiques (OFCE) appellent ainsi à doubler le plan de relance de 100 milliards d'euros supplémentaires.

### Quels seraient les autres inconvénients ?

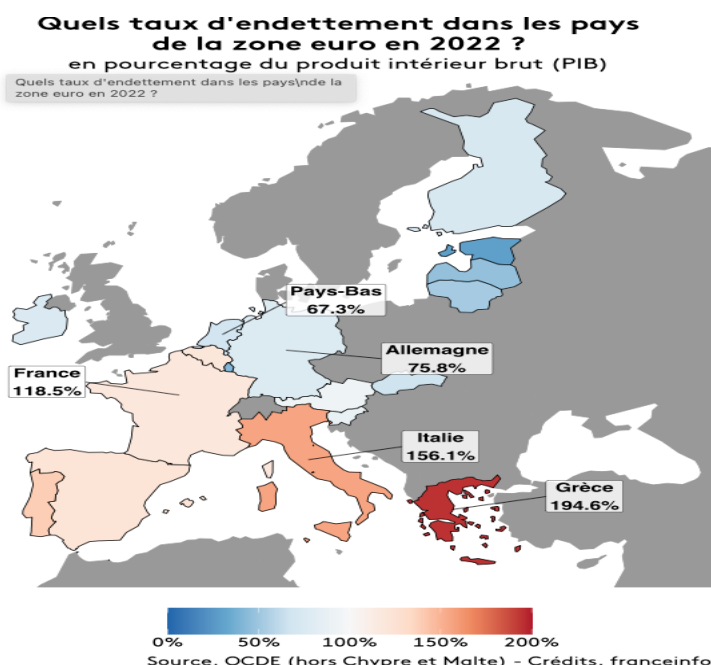
Pour beaucoup d'experts, le choix de l'annulation conduirait aussi à priver les États européens de ces facilités de financement. Un éventuel effacement de la dette, même cantonné aux seules créances détenues par les banques centrales, pourrait braquer les investisseurs privés. "La raison pour laquelle les taux d'intérêts sont à zéro, c'est parce que le marché financier est absolument persuadé que cette dette sera remboursée. (...) Donc si cette dette n'est pas remboursée, on n'aura plus cette possibilité dans le futur", avertit le prix Nobel d'économie Esther Duflo.

Une perspective qui pourrait conduire au scénario du pire. "Si demain les investisseurs refusent d'acheter nos titres de dette, alors nous ne pourrions plus rembourser nos emprunts déjà contractés. Car chaque année, nous payons nos dettes avec de nouveaux crédits", rappelle François Ecalte, ancien magistrat à la Cour des comptes et président de l'association Finances publiques et économie (Fipeco), interrogé par franceinfo.

### Est-ce légal d'effacer une dette publique ?

Pour les responsables des institutions financières, la réponse est non. "Nous n'en avons pas le droit" affirmait Agnès Bénassy-Quéré dès le mois de janvier. "Ce serait une violation du traité de Lisbonne qui interdit strictement le financement monétaire des États", a confirmé Christine Lagarde, la présidente de la BCE, début février.

Les partisans de l'annulation sont moins catégoriques. Selon eux, la manœuvre ne serait pas interdite stricto sensu, mais ils reconnaissent qu'elle a de grandes chances d'être interprétée comme "contraire à l'esprit du traité". La seule solution serait dès lors de réécrire les textes. Mais cela implique que tous les pays membres valident ce choix. Mais tous les États de la zone euro ne sont pas égaux face à la dette...



Certains membres de l'UE y sont d'ailleurs opposés, à commencer par l'Allemagne. Traumatisé par les années 1920, période durant laquelle les citoyens allemands payaient leur pain avec des brouettes de billets, Berlin a toujours refusé que les États de la zone euro puissent se financer directement auprès des banques centrales.

### Qu'en pensent les politiques ?

L'issue du débat pourrait bien se jouer pendant la campagne présidentielle, qui approche à grands pas. Plusieurs hommes politiques en ont déjà fait un marqueur. Le leader de La France insoumise, Jean-Luc Mélenchon, a même

préparé le terrain. Une proposition de résolution pour annuler la dette a ainsi été déposée par les députés LFI à l'Assemblée nationale au mois de mai. L'ex-ministre Arnaud Montebourg, qui se rêve à la tête d'une coalition transpartisane, s'est également approprié le sujet : *"Est-ce qu'une telle dette publique est soutenable ? La réponse est non"*, a tranché l'ancien socialiste dans *L'Obs*.

Si les partisans de l'effacement de la dette parviennent à convaincre l'opinion, les marchés financiers pourraient d'ailleurs ne pas attendre l'issue du scrutin pour réagir. Ce scénario s'est déjà produit pendant la campagne de 2017. *"Les taux d'intérêts avaient connu un sursaut dans le courant des mois de janvier et février, lorsqu'il était devenu quasi-certain que Marine Le Pen serait au second tour"*, rappelle François Ecalle. Or, si les taux devaient remonter demain, la charge de la dette deviendrait beaucoup moins soutenable. Et les partisans d'une annulation pourront alors se targuer d'avoir eu raison avant tout le monde.

J'ai eu la flemme de tout lire, vous me faites un résumé ?

Près d'un quart de notre dette est détenue par la Banque de France et la Banque centrale européenne (BCE), qui sont des organismes publics. Des économistes et des hommes politiques, plutôt de gauche, affirment que nous pouvons annuler ces crédits. Selon eux, cette solution serait la seule qui puisse empêcher un retour des politiques d'austérité.

En face, d'autres économistes, dont certains tout aussi marqués à gauche, dénoncent une idée contre-productive. Car grâce aux rachats massifs des emprunts opérés par les banques centrales, la dette n'a jamais été aussi peu coûteuse. Et annuler des crédits pourrait braquer les investisseurs privés. Ce qui entraînerait une hausse des taux.

C'est l'élection présidentielle de 2022 qui pourrait finalement décider de l'issue de ce débat. Plusieurs prétendants à l'Élysée ont déjà fait de l'annulation de la dette un de leurs marqueurs. Mais quand bien même le prochain président serait favorable à l'annulation, cette décision ne se prendra pas seul. L'opération demanderait probablement de modifier les traités européens. Mais plusieurs pays, dont l'Allemagne, ne sont pas d'accord ».

Christu