

N° 3124

---

# ASSEMBLÉE NATIONALE

CONSTITUTION DU 4 OCTOBRE 1958

QUINZIÈME LÉGISLATURE

---

---

Enregistré à la Présidence de l'Assemblée nationale le 23 juin 2020

## RAPPORT D'INFORMATION

DÉPOSÉ

*en application de l'article 145 du Règlement*

PAR LA COMMISSION DES FINANCES, DE L'ÉCONOMIE GÉNÉRALE  
ET DU CONTRÔLE BUDGÉTAIRE

en conclusion des travaux d'une mission d'information

*relative à la dette publique*

ET PRÉSENTÉ PAR

M. LAURENT SAINT-MARTIN  
Rapporteur

---



## SOMMAIRE

	Pages
<b>INTRODUCTION</b> .....	7
<b>I. L' AUGMENTATION DU NIVEAU DE LA DETTE PUBLIQUE EN RAISON DE LA CRISE ET SA SOUTENABILITÉ</b> .....	13
<b>A. L' ACCROISSEMENT IMPORTANT DU BESOIN DE FINANCEMENT EN RAISON DE LA CRISE</b> .....	13
1. L' impact majeur de la crise sur l' endettement public.....	13
a. Les facteurs de dégradation du ratio de dette publique.....	13
b. La situation pré-crise en France et l' impact sur l' endettement par sous-secteur d' administration publique .....	15
i. La stabilisation du ratio de dette publique en France depuis 2017.....	15
ii. L' impact massif de la crise sur l' endettement de tous les sous-secteurs d' administration publique en France .....	17
2. Le financement du surcroît d' endettement .....	19
a. Des émissions de dette supplémentaire en France.....	19
i. Pour l' État : une augmentation des émissions de l' Agence France Trésor.....	20
ii. Pour les administrations de sécurité sociale : un transfert supplémentaire à la CADES et le relèvement du programme d' émissions de l' Unédic.....	21
iii. L' impact incertain pour les collectivités territoriales .....	23
b. L' action décisive de la Banque centrale européenne.....	23
i. L' interprétation du mandat de la BCE par elle-même .....	23
ii. L' accroissement des opérations d' assouplissement quantitatif .....	25
iii. Une politique monétaire non conventionnelle nécessaire mais non exempte de critiques extérieures .....	26
c. L' intérêt maintenu pour les titres français.....	29
d. Un autre filet de sécurité : le recours au Mécanisme européen de stabilité .....	32

B. LA SOUTENABILITÉ DE LA DETTE PUBLIQUE PASSÉE ET À VENIR.....	32
1. La soutenabilité de la dette publique existante .....	33
a. Les critères de soutenabilité de la dette publique .....	33
b. Les conséquences d'une situation d'insoutenabilité.....	34
2. Les facteurs externes déterminants pour le futur .....	36
a. Les facteurs d'une augmentation supplémentaire de l'endettement.....	36
b. L'incertitude sur l'inflation .....	38
c. Le maintien probable d'un environnement de taux bas .....	40
3. L'endettement : une perte de souveraineté .....	42
a. L'endettement réduit les marges de manœuvre budgétaire.....	42
b. La diversification géographique : une amélioration du financement de la dette mais un risque supplémentaire en cas de défaut.....	43
c. L'identité et la provenance des détenteurs de la dette française.....	44
<b>II. LES SCÉNARIOS ENVISAGÉS POUR TRAITER UN ÉVENTUEL PROBLÈME DE LA DETTE .....</b>	<b>47</b>
<b>A. LE <i>STATU QUO</i> : UN REFINANCEMENT DES DETTES SOUVERAINES         À DES TAUX RELATIVEMENT BAS.....</b>	<b>47</b>
1. La situation actuelle : un refinancement assuré et à bas coût grâce à la politique monétaire.....	48
2. Cette situation est-elle durable ? .....	50
i. La BCE devrait-elle annoncer qu'elle ne réduira pas la taille de son bilan ?.....	50
ii. Prévoir une stratégie de désendettement et un cantonnement de la « dette covid » ?.....	51
<b>B. LA MUTUALISATION D'UNE PART DE LA DETTE PUBLIQUE DES         ÉTATS MEMBRES DE LA ZONE EURO.....</b>	<b>52</b>
1. L'intérêt d'une dette mutualisée au niveau européen .....	52
2. La concrétisation rapide d'un plan massif de relance européen financé par une dette mutualisée.....	54
<b>C. L'ÉMISSION DE DETTE À TRÈS LONG TERME .....</b>	<b>56</b>
1. Les horizons d'endettement actuels .....	56
2. Faut-il s'endetter à très long terme ?.....	57
a. Les propositions d'émissions de titres à très long terme.....	57
b. La question de la liquidité de la dette et de la profondeur du marché .....	58
<b>D. LA DETTE PERPÉTUELLE ET SON ACHAT PAR LA BANQUE         CENTRALE .....</b>	<b>59</b>
1. Les emprunts perpétuels : un mode de financement qui a été progressivement abandonné .....	59
2. Quels seraient les avantages à l'émission d'une dette perpétuelle ?.....	60
3. Une solution qui n'apparaît pas plus avantageuse que la situation actuelle et que l'émission de titres à long terme .....	61

E. LA MONÉTISATION DE LA DETTE PUBLIQUE.....	61
1. Qu’entend-on par la monétisation ?.....	61
2. Quels en seraient les avantages ?.....	62
3. Quels en seraient les risques ? .....	62
F. L’ANNULATION OU DE LA RESTRUCTURATION DE LA DETTE PUBLIQUE .....	63
1. Qu’entend-on par annuler ou restructurer la dette publique ?.....	63
a. Définition générique .....	63
b. La restructuration et l’annulation de la dette appliquées à la situation actuelle.....	64
2. Quels seraient les avantages pour la France ?.....	65
a. En cas d’annulation.....	65
b. En cas de restructuration.....	66
3. Quels risques ? .....	67
<b>EXAMEN EN COMMISSION .....</b>	<b>71</b>
<b>ANNEXE 1 : LISTE DES PERSONNES AUDITIONNÉES PAR LE RAPPORTEUR .....</b>	<b>81</b>
<b>ANNEXE 2 : CONTRIBUTION ÉCRITE DE MME CHRISTINE LAGARDE .....</b>	<b>83</b>



## INTRODUCTION

Dans l'urgence de la pandémie, nous avons fait le choix de l'emprunt. C'est ce qui nous a permis de combler les pertes de recettes fiscales liées au ralentissement de l'économie, comme de couvrir les dépenses nouvelles engagées face à la crise. Résultat : le ratio d'endettement de notre pays, qui rapporte le volume de la dette publique à la richesse nationale que nous produisons chaque année, a explosé. Bien qu'il soit délicat, à ce stade, de donner un chiffre définitif, on peut avancer sans trop de risque de se tromper qu'en 2020, notre pays sera endetté à plus de 120 % de son PIB. Et que le retour à la normale ne se fera pas du jour au lendemain, sauf à exiger des contribuables des sacrifices qui compromettraient aussitôt tout l'effort de soutien dont résulte notre niveau exceptionnel d'endettement, ou à sacrifier les services publics dont notre pays va avoir plus que jamais besoin. Mais à quoi l'impôt sert-il donc s'il est aussi facile de s'endetter autant et aussi rapidement ? La question mérite que l'on s'y attarde, tant il y a dans le recours massif à l'emprunt, à la suite de la pandémie, quelque chose qui interroge en profondeur le consentement à l'impôt. Faut-il ouvrir les vannes, renoncer à toute idée de sérieux budgétaire et profiter de la manne ?

Certains y songent – leurs propositions ont le mérite de la clarté : annuler la dette en envoyant souverainement paître nos créanciers pour mieux se réendetter, émettre de la dette perpétuelle, « monétiser » la dette... toutes propositions qui ont, certes, le mérite d'enrichir les débats que nous avons au Parlement. Mais ne visent-elles pas à régler un problème qui n'existe pas aujourd'hui ? L'État n'a, en effet, aucun mal à se financer par l'emprunt : les taux d'intérêt dont il doit s'acquitter auprès de ses créanciers restent extrêmement faibles, et tous les titres de dette souveraine émis ont, jusqu'ici, trouvé acquéreur.

D'autres, pourtant, n'avaient eu de cesse, avant la crise, de convoquer le spectre de la faillite de l'État et d'un effondrement généralisé de nos finances publiques pour nous exhorter à verser du sang et des larmes : si on ne réduisait pas le déficit, on allait rapidement se trouver en situation de ne plus pouvoir financer nos politiques publiques. S'endetter, c'était tantôt risquer la ruine de l'État, tantôt promettre aux Français que leurs impôts augmenteraient demain pour rembourser l'emprunt. Après le temps de la fête viendrait immanquablement celui du fisc... Loin des promesses catastrophistes, au cœur de la pire tempête économique que le monde ait connu depuis 1929 au moins, les marchés ont continué à prêter foi à la signature de la France. À accorder du crédit à la dette française et à la considérer comme un actif sûr et solide. Non seulement nous n'avons pas fait défaut mais, surtout, c'est bien l'emprunt qui nous aura permis de résister à la crise. L'endettement qui, des années durant, nous a été présenté comme l'incurable maladie de nos finances publiques, s'est avéré le meilleur remède face à la pandémie mondiale.

Il est rare qu'une réalité économique quantifiable au centime d'euro près présente le double visage d'une sombre menace et d'une réelle opportunité pour la collectivité. À l'heure où le stock de notre dette publique – actuellement équivalent à notre richesse nationale va augmenter, en une année, d'au moins un cinquième, il est normal, légitime et indispensable qu'un débat ait lieu. C'est un légitime motif d'inquiétude, alors que le paiement des intérêts de notre dette publique constitue d'ores et déjà, à environ 40 milliards d'euros chaque année, une dépense publique substantielle. Le programme d'émission de dettes françaises sur les marchés en 2020 est bien entendu exceptionnel, et soyons lucides : si notre pays finance aujourd'hui sans flancher ses fonctionnaires, les pensions, les prestations sociales et ses politiques régaliennes au cœur de notre pacte républicain, c'est, très concrètement, parce qu'il y a des prêteurs au rendez-vous des nombreuses adjudications sur les marchés financiers. L'excellence mondialement reconnue de notre administration chargée de préparer ces adjudications et d'y procéder n'explique pas tout.

Alors pourquoi viennent-ils prêter à la France, et, en ce moment, plus ou moins gratuitement quand ce n'est pas à taux négatif en rémunérant l'État ? Pourquoi prêter à la France, ce vieux pays déjà un tant soit peu endetté, au modèle social particulier, associé, à tout le moins, à des dépenses publiques massives et des prélèvements obligatoires élevés ?

Soyons là aussi lucides : la politique de rachat massif des dettes souveraines mise en place par la Banque centrale européenne (BCE), avant la crise et a fortiori depuis que nous la traversons, rassure les marchés. Ces programmes de rachat de la BCE signifient que toute la nouvelle « dette Covid » de la zone euro a vocation à figurer en large partie dans son bilan ; c'est donc elle qui porte le risque associé. En second lieu, les marchés constatent une volonté puissante de renforcer la solidarité européenne, au travers d'un plan de relance sans précédent dans son montant, 750 milliards d'euros, et dans son financement, par de l'endettement mutualisé. L'initiative franco-allemande, la proposition de la Commission et le débat légitime de répartition entre États membres qui doit aboutir durant l'été 2020 ne sont pas qu'une avancée historique dans l'intégration européenne. C'est aussi et surtout la matérialisation de la cohérence et de la solidarité de la zone euro et de l'Europe, qui circonscrit au bénéfice de chaque État le niveau de prime de risque à payer sur les marchés de capitaux.

Enfin, tout montre que la capacité récente de notre pays à stabiliser son niveau d'endettement, en l'appuyant sur des réformes cohérentes, expliquées, documentées et réellement mises en œuvre a crédibilisé notre signature en matière d'émission de dette nouvelle.

Tout cela ne tombe pas du ciel, bien au contraire : c'est le fruit du choix de l'Europe en 1992, c'est aussi le fruit du sérieux budgétaire, des réformes du marché du travail, des allègements fiscaux, et des gains de compétitivité réalisés depuis 2017. C'est le fruit de notre système fiscal, dont l'efficacité permet à la collectivité de tirer les bénéfices des fondamentaux solides de notre économie qui, avant la

pandémie, était redevenue l'une des plus performantes de la zone euro. La confiance dont notre pays bénéficie aujourd'hui sur les marchés est la récompense de nos succès – et pourtant, la dette fait toujours écho, dans notre langage et dans notre société, à la culpabilité et à la défaite. Ce décalage entre la vision que notre pays a de lui-même et l'image que lui renvoient les marchés a en partie pour origine l'absence de débat national, notamment au Parlement, sur notre dette, son origine, sa signification, sa gestion, son financement, sa trajectoire. Ce débat doit désormais être régulier et le présent rapport souhaite donner quelques clés permettant de s'approprier certains éléments et concepts importants. Les Français peuvent s'emparer de ce que signifie leur « signature » collective sur les marchés, débattre de ses tenants et aboutissants. Je pense que les Français doivent mesurer sa valeur, et souhaiter la défendre. C'est cela aussi le patriotisme républicain.

Faut-il pour autant considérer qu'aujourd'hui tout va bien ? Que nous pouvons dépenser et nous endetter sans compter, sous prétexte que les marchés prêtent en ce moment à taux nul sinon négatif à 10 ans ? Certes, construire une solidarité européenne budgétaire sans budget, en s'appuyant uniquement sur un ratio d'endettement, est une idée obsolète. Il faut remettre sur le métier l'ouvrage d'un pacte de stabilité européen, qui puisse prendre en compte en matière d'endettement d'autres indicateurs que celui de ce seul ratio. Il s'agit collectivement de faire preuve de maîtrise dans l'évolution de l'endettement. Il faut adopter en la matière, dans l'année qui vient, une trajectoire raisonnable, crédible et documentée, montrant que nous serons capables de modérer notre endettement relatif une fois revenus en haut de cycle.

La présente mission avait également pour objet d'explorer les nombreuses idées qui nourrissent le débat public sur le sort de la dette et sur la politique monétaire de la BCE pour ce faire, j'ai entendu sans a priori de nombreux représentants institutionnels, praticiens privés et publics de la dette souveraine et économistes et penseurs de tous horizons. Monétisation, dette perpétuelle, annulation, le débat est vif et fructueux. Les partisans d'un renversement de la table, quelles qu'en seraient les modalités, considèrent la politique monétaire actuelle inefficace, à tout le moins insuffisante, face à ce qu'ils considèrent comme un mur de la dette dont le financement et le refinancement pèseront nécessairement sur nos capacités d'action et sur les générations futures.

Je n'ai rien contre la disruption dans le débat des idées et celles-ci contribuent à l'émergence d'une prise à bras-le-corps du sujet, que j'appelle précisément de mes vœux. Au demeurant, il est patent qu'une dette publique financée devra être refinancée le moment venu, et qu'on ne sait pas aujourd'hui ni auprès de qui, ni à quel prix (s'il reste quelqu'un pour en proposer un). Il est légitime de tenter de trouver des solutions pour limiter dès aujourd'hui ce risque, quand bien même celui-ci est pris en connaissance de cause et fait ainsi l'objet d'un contrat.

La BCE est donc conseillée aujourd'hui par de multiples voix, parfois par celles-là mêmes qui, dans le champ politique, considéraient il y a peu qu'il fallait sortir de l'euro. Mais la cohérence politique doit être séparée de la cohérence

intellectuelle et, encore une fois, ce débat est intellectuellement utile, et je m'efforce dans le présent rapport de restituer de façon neutre ces idées nouvelles. Ainsi, l'annulation des dettes publiques figurant dans le bilan de la BCE n'a sans doute rien d'impossible techniquement et permettrait de faire baisser le ratio d'endettement des États concernés. Resterait à considérer ce qu'est la capacité et la crédibilité d'une banque centrale dont les fonds propres sont négatifs, et la réaction des agents économiques face à une monnaie largement émise sans contrepartie. Sans compter le risque de voir certains de nos partenaires européens considérer qu'on met ainsi en cause le contrat juridique et politique passé ensemble il y a presque 30 ans.

L'examen de toutes ces solutions souvent innovantes m'a cependant souvent ramené à la même question : pourquoi faudrait-il annuler une dette qui, en tout état de cause, fait aujourd'hui l'objet d'une forme de monétisation de facto, avec l'avantage non négligeable de respecter les règles juridiques européennes ? Pourquoi bouleverser une politique monétaire qui aujourd'hui est satisfaisante et efficace sur bien des points ? Le débat sur la politique monétaire est ouvert et je ne doute pas qu'il va se poursuivre.

Il me paraît précieux qu'en matière de politique monétaire, l'action demeure à la main de la BCE, la banque centrale des Européens et des Français, celle qu'ils se sont choisie. Si la politique monétaire devient un sous-secteur de l'administration du Trésor, elle perd sa force et sa capacité à l'originalité, garanties par son indépendance. La politique monétaire est une forme de jeu, où tous les atouts sont au départ dans la main de la banque centrale. Personne ne sait combien il y en a et quelle est leur efficacité. Mais quand l'un est joué, aussi efficace soit-il, elle perd définitivement une capacité nouvelle à surprendre à l'avenir. La BCE a montré qu'elle avait des atouts insoupçonnables et savait les jouer avec justesse. Laissons-lui ce rôle dans le jeu et faisons notre part.

\*

\* \*

À l'issue des travaux de la mission, **le rapporteur général propose de suivre les recommandations suivantes** :

– prévoir un **débat parlementaire annuel sur la dette publique**, au moment ou en substitution du débat d'orientation des finances publiques ;

– saisir le Parlement dans les meilleurs délais, en vue de son approbation, d'une trajectoire pluriannuelle de **maîtrise de la dette** sur la base d'indicateurs complétés et révisés, afin de dépasser les insuffisances du ratio de dette sur produit intérieur brut (PIB) ;

– envisager un **allongement de la maturité** de la dette, notamment pour sa partie cantonnée « Covid » et liée à la relance, en fonction de l'appétence des investisseurs, par des émissions test de titres de dette de long terme (30 ans, 50 ans, voire 100 ans) ;

– proposer à l’examen de l’Assemblée nationale une **proposition de résolution** sur le financement de la dette française dans le cadre des Traités existants, qui ont prouvé qu’ils étaient un cadre satisfaisant pour permettre une politique monétaire accommodante ;

– **réviser le Pacte de stabilité et de croissance**, qui n’est plus adapté, en prévoyant des règles moins complexes, plus souples, prenant mieux en compte les investissements en faveur de la croissance potentielle.



## I. L'AUGMENTATION DU NIVEAU DE LA DETTE PUBLIQUE EN RAISON DE LA CRISE ET SA SOUTENABILITÉ

La crise économique actuelle, induite par la crise sanitaire liée à la pandémie de Covid-19, a conduit à une dégradation des finances publiques sans précédent depuis la Seconde Guerre mondiale. L'endettement des États dans le monde s'est donc rapidement et considérablement accru par l'effet de ce que certains appellent une « dette Covid ».

Cette croissance du stock de dette pose question pour des États membres de l'Union européenne notamment dont le niveau de dette publique alimentait déjà des débats sur sa soutenabilité avant la crise, alors que les taux d'intérêt sur les dettes souveraines ne se sont pas significativement accrus en zone euro par rapport à la période pré-crise. Ce constat doit amener à nous questionner avec un regard nouveau sur le caractère durable de cette situation.

### A. L'ACCROISSEMENT IMPORTANT DU BESOIN DE FINANCEMENT EN RAISON DE LA CRISE

#### 1. L'impact majeur de la crise sur l'endettement public

##### *a. Les facteurs de dégradation du ratio de dette publique*

Les finances publiques de la zone euro vont être fortement affectées par la crise de la Covid-19, dans des proportions historiques. L'endettement public va donc fortement augmenter.

- D'une part, l'arrêt ou le fort ralentissement de l'activité dans la majeure partie du monde et singulièrement en zone euro dégrade mécaniquement les finances publiques nationales sous l'effet des **stabilisateurs automatiques**. Autrement dit, la chute d'activité entraîne mécaniquement une baisse des recettes issues des prélèvements obligatoires et une augmentation de certaines dépenses liées à la conjoncture, indépendamment de toute action publique nouvelle.

- D'autre part, les **mesures nouvelles de soutien** prises par les pouvoirs publics pour lutter contre la pandémie et ses conséquences économiques et sociales, à la fois en recettes et en dépenses, contribuent à dégrader fortement les déficits publics et corrélativement à augmenter le niveau d'endettement public. L'objet du présent rapport n'est pas de faire l'inventaire des mesures de soutien prises par la France et ses partenaires européens. On peut toutefois distinguer plusieurs types d'aides et plusieurs phases de mise en œuvre des mesures de soutien.

D'abord, les États ont dû immédiatement mobiliser des moyens dans le secteur sanitaire pour lutter contre l'épidémie, qu'il s'agisse de la réorganisation du système de soins ou de la constitution de stocks de masques, de gel et d'autres équipements sanitaires. Ils ont également mis en place des mesures générales d'urgence de soutien à l'économie qui ont notamment pris la forme de

renforcements des dispositifs d'activité partielle, de reports ou d'annulations de prélèvements sociaux et fiscaux, de subventions directes aux entreprises et de prêts garantis par l'État. D'autres mesures nouvelles ont concerné le soutien aux plus fragiles, comme le maintien ou l'augmentation de prestations sous condition de ressources ou le renforcement de dispositifs existants, comme l'hébergement d'urgence.

Ensuite, les pouvoirs publics ont instauré des dispositifs de soutien spécifique aux secteurs et acteurs les plus affectés par la crise.

Enfin, des propositions de mesures pour relancer l'économie ou réallouer des ressources à des secteurs considérés d'avenir ou comme négligés se sont fait jour et vont progressivement être mises en œuvre.

• **L'impact final de la crise sur les finances publiques sera massif mais demeure incertain dans son dimensionnement exact.** En premier lieu, plusieurs mesures de soutien n'ont pas de coût budgétaire à court terme, mais pèseront le cas échéant sur les finances publiques dans les années à venir. Tel est le cas des dispositifs de garantie de prêts par l'État, à l'impact peu prévisible et étalé dans le temps.

En deuxième lieu, l'impact de la crise sur les finances publiques dépendra de l'évolution de la situation sanitaire à court et moyen termes et du rebond des économies compte tenu de l'effet mécanique de la conjoncture sur les finances publiques.

En troisième lieu, il dépendra de l'effet de la crise sur la **croissance de long terme de l'économie**. Plusieurs des mesures prises par les États membres ont eu pour objet de ne pas dégrader le potentiel de croissance des économies <sup>(1)</sup>. Il en va ainsi des dispositifs d'activité partielle qui visent à éviter le chômage et ses effets qui pèsent à long terme sur la croissance. Par exemple, une crise brutale comme celle de la Covid-19 peut avoir pour effet une augmentation du nombre de chômeurs et, si la reprise tarde, une perte de compétences et d'employabilité se traduisant par une usure du capital humain, affectant le potentiel de croissance de l'économie <sup>(2)</sup>. Une baisse du potentiel de croissance de l'économie peut avoir un impact à long terme sur les finances publiques, selon des mécanismes décrits *infra*.

---

(1) Pour des précisions sur la notion de croissance potentielle s'agissant de la France, le lecteur pourra se référer, par exemple, à la note Trésor-éco n° 206 de septembre 2017, « La croissance potentielle en France » ([lien](#)).

(2) La théorie économique qualifie ce phénomène d'« hystérèse » du chômage.

**b. La situation pré-crise en France et l'impact sur l'endettement par sous-secteur d'administration publique**

i. La stabilisation du ratio de dette publique en France depuis 2017

● L'encours de dette publique est un « stock » qui résulte de l'accumulation des déficits publics passés. En 2019, le déficit public français s'est élevé à 3,0 % du PIB et à 2,1 % hors effet ponctuel de la transformation du crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi (CICE) en baisse de cotisations sociales.

**LE DÉFICIT PUBLIC DEPUIS 1974**

(en % du PIB)

(en grisé, les déficits supérieurs à 3 % du PIB)

<b>Année</b>	<b>1974</b>	<b>1975</b>	<b>1976</b>	<b>1977</b>	<b>1978</b>	<b>1979</b>	<b>1980</b>	<b>1981</b>	<b>1982</b>	<b>1983</b>	<b>1984</b>
<b>Solde</b>	+ 0,1	- 2,9	- 1,6	- 1,1	- 1,8	- 0,5	- 0,4	- 2,4	- 2,8	- 2,5	- 2,7
<b>Année</b>	<b>1985</b>	<b>1986</b>	<b>1987</b>	<b>1988</b>	<b>1989</b>	<b>1990</b>	<b>1991</b>	<b>1992</b>	<b>1993</b>	<b>1994</b>	<b>1995</b>
<b>Solde</b>	- 3,0	- 3,2	- 2,0	- 2,6	- 1,8	- 2,4	- 2,9	- 4,6	- 6,4	- 5,4	- 5,1
<b>Année</b>	<b>1996</b>	<b>1997</b>	<b>1998</b>	<b>1999</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>
<b>Solde</b>	- 3,9	- 3,7	- 2,4	- 1,6	- 1,3	- 1,4	- 3,2	- 4,0	- 3,6	- 3,4	- 2,4
<b>Année</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
<b>Solde</b>	- 2,6	- 3,3	- 7,2	- 6,9	- 5,2	- 5,0	- 4,1	- 3,9	- 3,6	- 3,5	- 2,9
<b>Année</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>									
<b>Solde</b>	- 2,3	- 3,0*									

\* En 2019, le déficit public hors impact de la transformation du CICE en baisse de cotisations sociales est de 2,1 % du PIB.

Source : INSEE, base 2014, loi de règlement pour 2019.

● L'indicateur le plus utilisé pour rendre compte du niveau de dette publique est le **ratio de la dette publique sur le produit intérieur brut (PIB)**. Il s'agit de rapporter le stock de dette publique à la production de biens et de services réalisée à l'intérieur d'un pays (ou d'une zone) en une année. Il rend l'analyse comparative des endettements des États plus aisée en intégrant le paramètre de la taille des économies.

Il convient de remarquer qu'une augmentation du stock de dette publique exprimé en euros, consécutif à l'enregistrement d'un déficit public, ne se traduit pas nécessairement par une augmentation du ratio de dette publique rapporté au PIB. En effet, l'évolution du ratio de dette publique dépend également du taux de croissance du PIB lui-même. À taux de croissance du PIB donné, il existe un niveau de déficit public qui permet de stabiliser le ratio de dette publique, appelé déficit stabilisant<sup>(1)</sup>. En 2018 et en 2019, le déficit public enregistré était suffisamment

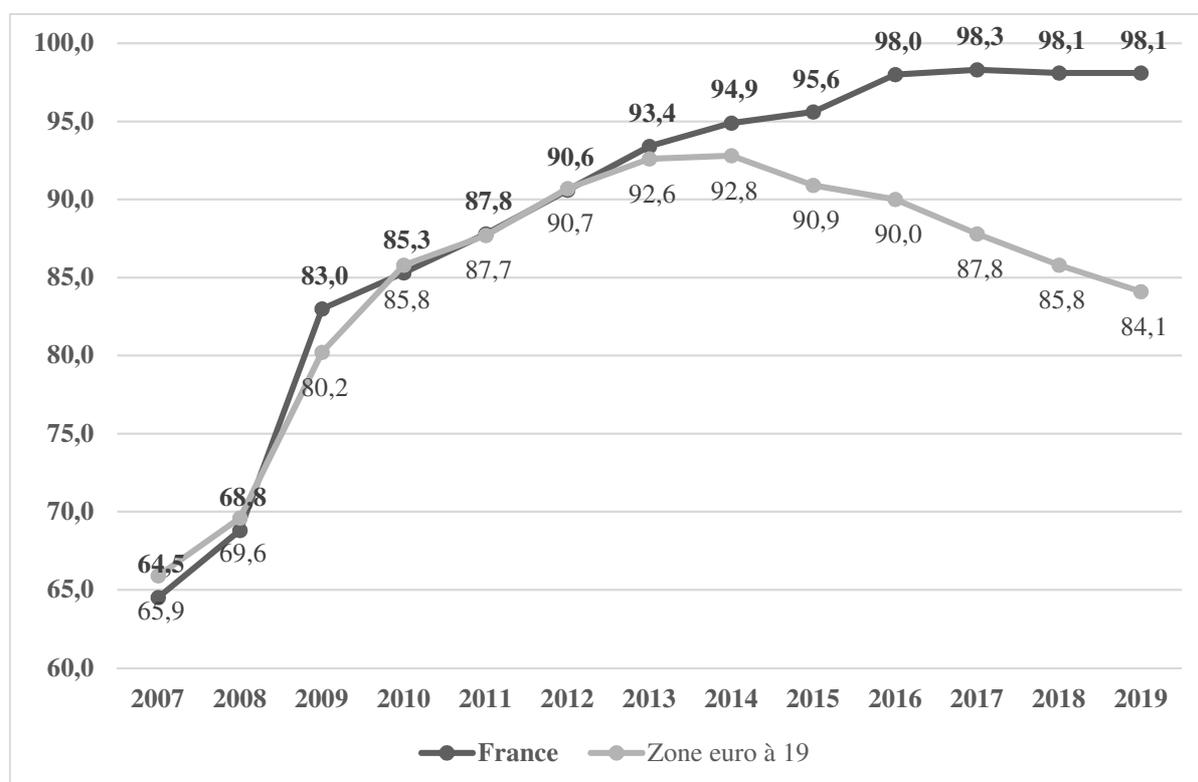
(1) Le ratio d'endettement, soit la dette exprimée en points de PIB, est exprimé en faisant le rapport du volume de la dette sur le volume du PIB. La croissance améliore le volume du PIB : si la France s'endette (numérateur) au même rythme qu'elle croît (dénominateur), le ratio d'endettement est stabilisé. Un État peut même continuer à augmenter son stock de dette et voir son ratio d'endettement se réduire, si la croissance est supérieure au déficit stabilisant. Au contraire, une croissance faible dans un contexte de poursuite de l'endettement accélère la hausse du ratio d'endettement.

faible en comparaison du taux de croissance du PIB pour permettre une stabilisation du ratio.

Après une hausse continue depuis 2007, la dette publique rapportée au PIB a été stabilisée à compter de 2017. Elle atteignait 2 380 milliards d'euros à la fin de l'année 2019, soit 98,1 % du PIB à la fin de l'année 2019. En zone euro, la dette publique représentait **84,1 % de son PIB**, un niveau inférieur de 8,7 points à celui constaté en 2014, année à partir de laquelle la zone euro dans son ensemble s'est désendettée.

#### RATIOS DE DETTE PUBLIQUE / PIB EN FRANCE ET EN ZONE EURO

(en % du PIB)



Source : Eurostat, extraction du 25 mai 2020.

Elle était portée à 80 % par l'État, à 3 % par les organismes divers d'administration centrale <sup>(1)</sup>, à près de 9 % par les administrations publiques locales (APUL) <sup>(2)</sup> et à environ 8 % par les administrations de sécurité sociale (ASSO).

(1) Les organismes divers d'administration centrale (ODAC) définis par la comptabilité nationale recourent largement les opérateurs de l'État, notion de comptabilité budgétaire.

(2) Les administrations locales regroupent les collectivités territoriales et des organismes divers d'administration locale, notamment les établissements publics locaux.

## DÉCOMPOSITION DE LA DETTE PUBLIQUE FRANÇAISE

(en milliards d'euros)

Sous-secteur d'administration publique	Au 31/12/2018	Au 31/12/2019	En % de l'ensemble au 31/12/2019
État	1 841,8	1 911,8	80,3 %
Organismes divers d'administration centrale	63,3	64,9	2,7 %
Administrations locales	205,7	210,3	8,8 %
Administrations de sécurité sociale	204,1	193,1	8,1 %
<b>Ensemble des administrations publiques</b>	<b>2 314,9</b>	<b>2 380,1</b>	<b>100,0 %</b>
<b>En % du PIB</b>	<b>98,1</b>	<b>98,1</b>	<b>4,1 %</b>

Source : INSEE, « Les comptes des administrations publiques en 2019 », 29 mai 2019.

### La comptabilité nationale

Les informations relatives aux finances de l'ensemble des administrations publiques, c'est-à-dire non seulement l'État, mais aussi les autres entités publiques, sont présentées en comptabilité nationale.

La comptabilité nationale est établie par l'Institut national de la statistique et des études économiques (INSEE) et s'inscrit dans un champ d'analyse macroéconomique. Elle s'appréhende comme une représentation quantifiée du fonctionnement et des résultats d'une économie nationale. Il s'agit d'une comptabilité d'engagements établie selon les règles du Système européen de comptes nationaux et régionaux (SEC 2010) résultant du règlement (UE) n° 549/2013 du 21 mai 2013 relatif au système européen des comptes nationaux et régionaux dans l'Union européenne.

En comptabilité nationale, on distingue :

- les administrations publiques centrales, regroupant l'État et les organismes divers d'administration centrale (ODAC) ;
- les administrations de sécurité sociale (ASSO), couvrant un champ plus large que la seule sécurité sociale au sens des lois de financement de la sécurité sociale, puisqu'il inclut également les régimes complémentaires de retraite et l'assurance chômage ;
- les administrations publiques locales (APUL), correspondant aux collectivités territoriales, à leurs groupements et aux organismes divers d'administration locale (ODAL).

#### ii. L'impact massif de la crise sur l'endettement de tous les sous-secteurs d'administration publique en France

• Le projet de loi de finances (PLF) pour 2020 prévoyait un ratio de dette **publique de 98,7 % du PIB**. En l'absence de crise et toutes choses égales par ailleurs, ce niveau aurait sans doute dû être actualisé à la baisse, compte tenu du ratio enregistré en 2019 (98,1 % du PIB) à un niveau meilleur qu'attendu au moment de l'élaboration du PLF pour 2020 (98,8 % du PIB).

Le troisième projet de loi de finances rectificative pour 2020 (PLFR 3) déposé le 10 juin 2020 à l'Assemblée nationale prévoit désormais un **ratio de dette**

**publique à 120,9 % du PIB** – soit environ 2 650 milliards d’euros – résultant à la fois :

– d’un **effet sur le numérateur**, c’est-à-dire de l’augmentation de l’encours de dette, en raison d’un déficit public estimé à 11,4 % du PIB en 2020, niveau record depuis la Seconde guerre mondiale ;

– d’un **effet sur le dénominateur**, c’est-à-dire sur le niveau de PIB, la croissance pour 2020 étant attendue à – 11 %.

Le choc haussier sur le ratio de dette publique en raison de la crise de la Covid-19 peut donc être estimé pour 2020, à ce stade, à **22 points de PIB environ** pour la France.

Selon les projections macroéconomiques de la Banque de France <sup>(1)</sup>, le ratio de dette publique resterait aux alentours de 120 % pour les années 2021 et 2022. Dans son rapport préparatoire au débat d’orientation des finances publiques de juillet 2021, le Gouvernement prévoit qu’à politique inchangée, c’est-à-dire hors impact d’un plan de relance notamment, le ratio de dette publique diminuerait en 2021 pour s’établir à 117,5 % du PIB. Cette baisse sensible s’explique notamment par une croissance du PIB de 8 % en 2021 (hors impact du plan de relance) – c’est-à-dire par un effet dénominateur.

**Pour la zone euro dans son ensemble, le ratio de dette passerait de 84,1 % à 101,3 % (+ 17,2 points)** et diminuerait légèrement pour atteindre 100 % en 2022 <sup>(2)</sup>.

• L’ensemble des sous-secteurs d’administration publique subira financièrement les conséquences de la crise.

**S’agissant du budget de l’État**, d’après le PLFR 3, le déficit budgétaire s’élèverait à 222,1 milliards d’euros en 2020, soit une augmentation de 128,9 milliards d’euros environ (+ 137 %) par rapport à la prévision de la loi de finances initiale (LFI) pour 2020. Les opérateurs de l’État bénéficiant de taxes affectées verront également leurs recettes diminuer en règle générale et les dépenses de certains d’entre eux augmenteront significativement en raison de la mise en œuvre de plans d’urgence, par exemple dans le secteur culturel.

**S’agissant des administrations de sécurité sociale**, le déficit de la sécurité sociale a été évalué à **52,2 milliards d’euros en 2020**, selon les informations présentées par le ministre de l’action et des comptes publics devant la commission des finances <sup>(3)</sup>. Le projet de loi de financement de la sécurité sociale pour 2020 prévoyait qu’il atteigne **5,4 milliards d’euros**.

---

(1) Banque de France, projections macroéconomiques de juin 2020.

(2) Banque centrale européenne, projections macroéconomiques, 4 juin 2020.

(3) Audition de MM. Gérald Darmanin, ministre de l’action et des comptes publics et Olivier Dussopt, secrétaire d’État auprès du ministre, mardi 2 juin 2020.

L'assurance-chômage <sup>(1)</sup>, dont l'endettement atteignait 37 milliards d'euros à la fin de l'année 2019, subira un « effet ciseaux » particulièrement fort sur ses finances, car plus encore que les recettes de l'État et de la sécurité sociale, les recettes de l'assurance chômage sont très sensibles à la conjoncture. Le régime a pour particularité de financer des dépenses elles-mêmes particulièrement sensibles à la conjoncture économique, puisque l'essentiel est constitué des indemnités du chômage. Dans une note de synthèse du 27 mai 2020 <sup>(2)</sup>, l'Unédic rappelle qu'il était impossible à cette date d'estimer l'ampleur et la durée de la crise sanitaire, de sorte que l'association n'a pas fourni à ce stade d'estimation de l'impact total de la crise sur ses finances pour l'ensemble de l'année 2020. Des prévisions seront publiées à la fin du premier semestre.

Les finances de l'Unédic sont non seulement affectées par la **baisse d'activité** et par **l'évolution du chômage**, mais aussi par la prise en charge de **l'activité partielle à hauteur d'un tiers**, par les **reports d'échéances de versements des contributions** (et éventuellement leur annulation) et par les **mesures de prolongement des fins de droits** et de **report des règles de l'assurance chômage**.

Enfin, s'agissant des administrations publiques locales, l'impact financier de la crise est marqué par une grande incertitude, comme l'a rappelé le ministre de l'action et des comptes publics, devant la commission des finances <sup>(3)</sup>. M. Jean-René Cazeneuve, président de la délégation aux collectivités territoriales de l'Assemblée nationale a estimé la perte de recettes pour l'ensemble des collectivités à **7,5 milliards d'euros en 2020**, dans le cadre d'une mission que lui a confié le Gouvernement sur l'impact de la crise sur les finances locales. Le bloc communal serait affecté à hauteur de 3,2 milliards d'euros, les départements à hauteur de 3,4 milliards d'euros et les régions à hauteur de 0,9 milliard d'euros.

L'impact total sera plus élevé, car cette estimation ne prend pas en compte l'augmentation des dépenses qu'entraîne la crise.

## **2. Le financement du surcroît d'endettement**

### ***a. Des émissions de dette supplémentaire en France***

Le besoin de financement supplémentaire pour les administrations publiques va se traduire par un endettement supplémentaire et des émissions obligataires.

---

(1) L'assurance chômage n'est pas dans le champ de la sécurité sociale au sens des lois de financement de la sécurité sociale, mais est dans le champ des administrations de sécurité sociale en comptabilité nationale.

(2) Unédic, Dossier de synthèse, « l'assurance chômage », 27 mai 2020 ([lien](#)).

(3) Audition du mercredi 29 avril 2020.

i. Pour l'État : une augmentation des émissions de l'Agence France Trésor

Pour l'État, le PLFR 3 propose de rehausser à **361,2 milliards d'euros** le besoin de financement pour 2020, soit une augmentation de 130,7 milliards d'euros par rapport à la prévision de la LFI. Les ressources de financement pour combler ce besoin seront principalement composées d'émissions à moyen et long terme. Elles atteindraient un total de **260 milliards d'euros en 2020**, soit 60 milliards d'euros de plus que ce que prévoyait la LFI.

La crise a aussi un impact sur le montant des émissions de court terme dont l'encours devrait augmenter de **79,9 milliards d'euros**, un montant supérieur de **69,9 milliards d'euros** à celui prévu en LFI.

LE BESOIN DE FINANCEMENT DE L'ÉTAT

(en milliards d'euros)

	Exécution 2019	LFI 2020	PLFR 2020 (3)	Écart PLFR/ exécution 2019	Écart PLFR / LFI
<b>Besoin de financement</b>	<b>220,5</b>	<b>230,5</b>	<b>361,2</b>	<b>+ 140,7</b>	<b>+ 130,7</b>
Amortissement de titres d'État à moyen et long terme	130,2	136,4	136,2	+ 6,0	- 0,2
Amortissement de dettes reprises par l'État	-	2,3	2,2	+ 2,2	- 0,1
Déficit à financer (*)	92,7	93,1	222,1	+ 129,4	+ 129,0
Autres besoins de trésorerie	- 2,4	- 1,3	0,7	+ 3,1	+ 2,0
<b>Ressources de financement</b>	<b>220,5</b>	<b>230,5</b>	<b>361,2</b>	<b>+ 155,7</b>	<b>+ 130,7</b>
Émissions à moyen et long terme (OAT et BTAN) nettes des rachats	200,0	205,0	260	+ 60,0	+ 55
Ressources affectées à la Caisse de la dette publique et consacrées au désendettement	-	2,0	-	-	- 2,0
Variation des BTF (+ si augmentation de l'encours ; - sinon)	- 6,0	+ 10,0	79,9	+ 85,9	+ 69,9
Variation des dépôts des correspondants (+ si augmentation de l'encours ; - sinon)	+ 11,5	+ 6,4	1,8	- 9,7	- 4,6
Variation des disponibilités (+ si diminution ; - sinon)	- 5,7	+ 3,6	+ 9,0	+ 14,7	+ 5,4
Autres ressources de trésorerie	20,6	3,5	10,5	- 10,1	- 7,0

(\*) Hors dépenses affectées au Programme d'Investissements d'Avenir (PIA).

Source : loi de règlement pour 2019, loi de finances pour 2020, troisième projet de loi de finances rectificative pour 2020.

L'AFT a adapté sa politique d'émission aux besoins, en augmentant les montants émis hebdomadairement. Lors de son audition par la commission des finances le 13 mai dernier, M. Anthony Requin, son directeur général, a indiqué que l'AFT émettait 10 à 11 milliards d'euros tous les quinze jours, contre 8,5 à

9 milliards d'euros auparavant. Le montant total des émissions à moyen ou long terme en 2020 pourrait ne pas être significativement supérieur à celui de 2019. En 2019, l'AFT a émis **246 milliards d'euros bruts des rachats** de titres existants et 200 milliards d'euros nets de ces rachats. En effet, l'AFT a racheté 46 milliards d'euros de titres qui étaient proches de l'échéance pour diminuer le montant des remboursements à effectuer en 2020 et 2021.

En 2020, le PLFR 3 prévoit que le montant des émissions à moyen et long terme net des rachats de titres s'élèverait à 260 milliards d'euros. Il est probable que compte tenu de l'augmentation des émissions nettes à effectuer, l'AFT rachète moins de titres arrivant à échéance en 2021 ou 2022 que ce qu'elle aurait fait en l'absence de crise, ce qui alourdira le programme d'amortissement pour ces deux années.

ii. Pour les administrations de sécurité sociale : un transfert supplémentaire à la CADES et le relèvement du programme d'émissions de l'Unédic

- Certaines sources de financement des administrations de sécurité sociale ont été temporairement mises en tension en raison de la crise. Cela a été le cas pour l'Agence centrale des organismes de sécurité sociale (ACOSS), qui gère la trésorerie des caisses du régime général de sécurité sociale et finance les besoins de trésorerie des régimes sociaux autorisés à emprunter. L'ACOSS émet des titres sur les marchés financiers pour financer des **besoins de financement à court terme**. Elle ne peut émettre des titres d'une maturité supérieure à un an.

Au 31 décembre 2019, les déficits cumulés de l'ACOSS s'élevaient à **31 milliards d'euros**. L'augmentation brutale des besoins de financement a entraîné des difficultés pour l'ACOSS à se financer sur les marchés durant le mois de mars 2020. Auditionné par la commission des affaires sociales du Sénat, M. Yann-Gaël Amghar, directeur général de l'ACOSS, a fait état d'une difficulté ponctuelle au début du mois d'avril d'accès à la liquidité portant sur 4 à 5 milliards d'euros pour financer l'anticipation du paiement des prestations payées par les caisses d'allocation familiales (CAF) <sup>(1)</sup>. Il a indiqué qu'il convenait d'être vigilant quant à l'accès aux liquidités compte tenu du niveau des besoins à financer et de la maturité de cette dette.

Le gel des canaux de financement de l'ACOSS a rendu nécessaire une aide de l'AFT <sup>(2)</sup>, avant que la situation ne se normalise au mois d'avril.

Pour limiter les risques de tension à venir sur le financement de l'ACOSS, le Gouvernement a déposé un projet de loi organique et un projet de loi ordinaire <sup>(3)</sup> pour **transférer progressivement à la Caisse d'amortissement de la dette sociale**

---

(1) *Audition de M. Yann-Gaël Amghar, directeur de l'ACOSS, par la commission des affaires sociales du Sénat, 29 avril 2020.*

(2) *Comme l'a confirmé M. Anthony Requin, directeur général de l'AFT, lors de son audition par la commission des finances le mercredi 13 mai 2020.*

(3) *Projet de loi organique n° 3018 et projet de loi n° 3019 relatifs à la dette sociale et à l'autonomie enregistrés à la présidence de l'Assemblée nationale le 27 mai 2020.*

(CADES) les déficits passés et à venir de l'ACOSS, dans la limite de 136 milliards d'euros, entre 2020 et 2023. La CADES emprunte en effet à moyen et long terme sur les marchés financiers pour apurer la dette qui lui a été transférée. L'intérêt du transfert de ces déficits cumulés à la CADES est la substitution de financements de moyen/long terme à des financements de court terme, permettant de réduire le risque de liquidités tout en bénéficiant de taux bas. La durée d'amortissement de la dette transférée à la CADES serait allongée en conséquence. Alors qu'il était prévu que la CADES achève d'apurer la dette qui lui a été transférée en 2024, le Gouvernement propose de reporter cette échéance à 2033.

### La CADES et les transferts de dette

La Caisse d'amortissement de la dette sociale (CADES), créée par l'ordonnance du 24 janvier 1996 relative au remboursement de la dette sociale <sup>(1)</sup>, est un établissement public chargé d'apurer la dette qui lui a été transférée et de payer les intérêts correspondants.

Pour ce faire, la CADES emprunte à moyen et à long terme et elle dispose de ressources propres : le produit de 0,6 point de pourcentage de la contribution sociale généralisée (CSG), soit 8,6 milliards d'euros en 2019 ; le produit de la contribution au remboursement de la dette sociale (CRDS), soit 7,6 milliards d'euros en 2019 ; un versement annuel de 2,1 milliards d'euros du Fonds de réserve des retraites (FRR).

La durée d'apurement de la dette transférée à la CADES est limitée dans le temps. Pour ne pas que la durée d'amortissement de la dette soit allongée, l'article 4 *bis* de l'ordonnance du 24 janvier 1996, qui a une valeur organique, impose que tout nouveau transfert de dette à la CADES s'accompagne du transfert de recettes permettant de ne pas allonger la durée d'amortissement.

Au 31 décembre 2019, la CADES avait repris un montant de 260 milliards d'euros de dette depuis sa création, dont 171 milliards d'euros ont été amortis et 89 milliards d'euros restaient à amortir.

● Pour faire face à l'augmentation de ses besoins de financement, l'Unédic a modifié son programme d'émissions.

L'Unédic a recours à des financements bancaires classiques, mais également :

– à des titres de créance négociables de court terme (programme « NEU CP »), d'une maturité inférieure à un an, pour la couverture des besoins de trésorerie ;

– à des titres de créance négociables de moyen terme (programme « NEU MTN ») d'une maturité comprise entre 1 et 7 ans ;

– à des emprunts obligataires à moyen terme (à horizon 10 ou 15 ans) d'une maturité comprise entre 8 et 15 ans.

---

(1) Ordonnance n° 96-50 du 24 janvier 1996 relative au remboursement de la dette sociale.

Le bureau de l'Unédic du 28 avril a décidé d'augmenter le plafond d'émission de dette de court terme de 10 à 18 milliards d'euros et le plafond du programme obligataire de 34 à 50 milliards d'euros. Ce dernier programme est toutefois d'abord limité par le plafond de la garantie de l'État qui est rendue nécessaire par le code monétaire et financier pour que l'Unédic, dont le statut est associatif, puisse émettre ses obligations à moyen terme. Ce dernier, initialement fixé à 2 milliards d'euros en loi de finances pour 2020, a été relevé à 10 milliards d'euros par la deuxième LFR pour 2020.

iii. L'impact incertain pour les collectivités territoriales

Comme évoqué, l'impact sur l'endettement des collectivités territoriales et sur les modalités de financement est incertain. D'ailleurs, comme l'a relevé la Cour des comptes <sup>(1)</sup>, il n'existe pas d'information traitée et consolidée sur la nature et l'étendue de la dette des collectivités territoriales, de sorte que l'information disponible est une information imprécise selon l'expression utilisée par la Cour. Elle a donc recommandé la création d'une base de données sur la dette publique locale.

*b. L'action décisive de la Banque centrale européenne*

i. L'interprétation du mandat de la BCE par elle-même

Le mandat de la Banque centrale européenne, fixé par les traités (*cf.* encadré ci-dessous) est de maintenir la stabilité des prix. Selon la doctrine fixée par le Conseil des gouverneurs de la BCE dès la création de l'Eurosystème, en 1998, ce mandat s'interprète concrètement par une politique **monétaire ayant pour objectif de maintenir l'inflation à un niveau proche de, mais inférieur à 2 %**.

Depuis 2015, le taux d'inflation moyen n'a pas dépassé 1 % dans la zone euro. La dernière prévision d'inflation de la BCE pour 2020 et 2021 est de 0,3 % et 0,8 % respectivement.

Conformément aux traités, la Banque centrale européenne poursuit ensuite d'autres objectifs, subordonnés au respect de son objectif principal. Dans les faits, de façon encore plus nette en période de crise, la politique monétaire mobilise de nombreux outils contracycliques – c'est-à-dire ayant pour objet d'atténuer les effets du cycle économique.

---

(1) Cour des comptes, communication à la commission des finances du Sénat, « La dette des entités publiques, périmètres et risques », janvier 2019, p. 88.

### Le mandat de la BCE d'après les traités européens

L'article 127 du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne (TFUE) dispose :

*« L'objectif principal du Système européen de banques centrales, ci-après dénommé SEBC, est de maintenir la stabilité des prix. Sans préjudice de l'objectif de stabilité des prix, le SEBC apporte son soutien aux politiques économiques générales dans l'Union, en vue de contribuer à la réalisation des objectifs de l'Union ».*

Ces objectifs de l'Union sont définis à l'article 3 du Traité sur l'Union européenne (TUE). En matière économique, l'UE « œuvre pour le développement durable de l'Europe fondé sur une croissance économique équilibrée et sur la stabilité des prix, une économie sociale de marché hautement compétitive, qui tend au plein-emploi et au progrès social, et un niveau élevé de protection et d'amélioration de la qualité de l'environnement. Elle promeut le progrès scientifique et technique ». En outre, elle « promeut la cohésion économique, sociale et territoriale, et la solidarité entre les États membres ».

À titre d'exemple, la BCE joue déjà un rôle de **prêteur en dernier ressort** des banques commerciales – appelées banques de second rang : lorsque le marché interbancaire dysfonctionne, les banques peuvent toujours se refinancer auprès de la BCE, de façon illimitée et désormais à des conditions très avantageuses, pour obtenir les liquidités dont elles ont besoin pour assurer leur activité de crédit.

Toutefois, la BCE n'est pas prêteuse en dernier ressort des États membres de la zone euro, c'est-à-dire qu'elle ne garantit pas *de jure* aux États l'achat de leur dette souveraine en cas d'attaque des marchés financiers – par exemple, en cas de brusque et importante remontée des taux d'intérêt, comme cela s'est observé lors de la crise des dettes souveraines de 2010. *De facto*, la BCE rachète déjà pourtant massivement la dette publique des États, non pas pour monétiser leurs dépenses publiques mais pour garantir de bonnes conditions de financement des ménages et des entreprises dans un contexte de faible inflation.

Cette différence entre l'absence d'engagement ferme de monétisation directe de la dette et une pratique sur les marchés qui s'en rapproche est analysée comme la gestion d'une impossibilité juridique : la monétisation directe de la dette publique, qui se définit par l'achat par la banque centrale des titres de dette au moment de leur émission par l'État membre, est proscrite par l'article 123 du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne (TFUE) <sup>(1)</sup>. **La BCE n'acquiert donc de titres de dette publique que sur le marché secondaire** <sup>(2)</sup>, et dans des limites qu'elle s'est fixées elle-même :

---

(1) « Il est interdit à la Banque centrale européenne et aux banques centrales des États membres (...), 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 ».

(2) *Le marché secondaire est le « marché de l'occasion » des actifs financiers. Concrètement, la BCE rachète ces titres aux investisseurs privés ou publics qui s'étaient manifestés au moment de leur émission.*

– les programmes d’achats de titres publics (décrits ci-dessous) sont toujours limités dans le temps et dans leur montant ;

– les achats de titres respectent un plafond de détention par émetteur public, fixé à 33 % : chaque banque centrale nationale, en tant que membre de l’Eurosystème dans la zone euro, s’engage donc à ne pas détenir plus du tiers du stock de dette publique de son État membre ;

– les achats de titres par la BCE respectent une clé de répartition qui s’appuie sur la part que chaque État membre détient dans le capital de la BCE, part elle-même fixée au prorata de leur PIB et de leur population dans l’Union européenne.

## ii. L’accroissement des opérations d’assouplissement quantitatif

La politique monétaire de la BCE, en particulier son intervention sur le marché des obligations souveraines, est décisive dans l’efficacité de la réponse publique à la crise économique. Elle garantit un niveau suffisant de liquidités en circulation pour maintenir les taux d’intérêt à un niveau bas et pour préserver la stabilité financière et le bon fonctionnement du système bancaire. Elle facilite le refinancement de la dette publique des États et, partant, la confiance des marchés dans leur capacité à financer cette dette publique, pourtant en fort accroissement du fait de l’ampleur de la crise.

La lutte contre la crise actuelle a conduit la BCE à renforcer significativement les instruments de soutien à l’économie européenne qu’elle déployait déjà avant la crise.

*Les opérations de refinancement des banques.* Pour les inciter à assurer le financement des entreprises, les banques bénéficient d’opérations de refinancement de moyen et long terme (trois programmes de TLTRO – *targeted long-term refinancing operations*), sous la forme de prêts à trois ans à des taux très attractifs. Les conditions de ces opérations ont été assouplies face à la crise : les taux pratiqués ont été abaissés à – 0,75 % si la banque maintient ses encours de crédits par rapport à la période précédente et, depuis le 30 avril, – 1 % <sup>(1)</sup>. En outre, les actifs pouvant être apportés en collatéral de ces prêts sont étendus – en d’autres termes, des actifs moins bien notés sont acceptés en contrepartie du financement de la banque centrale. D’autres opérations de refinancement, moins préférentielles mais non ciblées et non conditionnelles seront mises en place dans les prochains mois <sup>(2)</sup>.

*Les opérations d’achats d’actifs*, principalement de dette publique, sur le marché secondaire (assouplissement quantitatif ou QE – *quantitative easing*). Le

---

(1) La BCE rémunère donc les banques qui font appel à ses prêts à hauteur de 1 %, sachant que les banques disposent d’une facilité illimitée de dépôt de leurs liquidités auprès de la BCE, à un taux de – 0,5 % (elles rémunèrent la BCE à un taux de 0,5 % pour disposer de la faculté d’y déposer leurs avoirs). L’incitation financière « nette » à prêter, pour les banques, est donc de 0,5 %.

(2) Il s’agit de nouveaux instruments annoncés le 30 avril dernier : sept opérations non ciblées de refinancement à long terme d’urgence pandémique (PELTRO), séquencées entre mai 2020 et septembre 2021.

programme d'achat d'actifs (APP<sup>(1)</sup>) porte sur le rachat de 20 milliards d'euros d'actifs par an ; une enveloppe temporaire supplémentaire de 120 milliards d'euros de rachats d'ici fin 2020 a été annoncée dès le début de la crise.

*L'assouplissement prudentiel.* Face au constat que les banques sont correctement capitalisées grâce aux ratios de fonds propres imposés par les accords de Bâle, le coussin contracyclique qu'elles doivent respecter est abaissé de 0,25 % à 0 %<sup>(2)</sup>. En outre, l'entrée en vigueur du dernier paquet « Bâle 3 » est repoussée d'un an, à 2023.

Parmi ces outils, celui qui mobilise le plus d'attention, en raison des volumes déployés, est celui des opérations d'achats d'actifs, aussi appelés opérations d'assouplissement quantitatif, car elles conduisent à augmenter la quantité de monnaie dans l'économie, et donc à « assouplir » la contrainte de liquidité des agents économiques. En plus du programme APP existant, la BCE a décidé, le 18 mars 2020, de lancer un nouveau programme d'assouplissement quantitatif : le **programme d'achat urgence pandémie (PEPP – *pandemic emergency purchase programme*)**. Il porte sur 750 milliards d'euros d'actifs, publics et privés (les mêmes actifs éligibles à l'APP), un volume d'actifs sans commune mesure avec le programme existant.

Cette première décision a été complétée, le 4 juin 2020, par l'annonce d'un quasi-doublement de cette enveloppe. Le PEPP est augmenté de 600 milliards d'euros d'actifs pouvant être rachetés, soit un **total de 1 350 milliards d'euros**. En outre, le PEPP est prolongé jusqu'à, au moins, juin 2021, mais pourra continuer tant que le Conseil des gouverneurs ne juge pas la crise de la Covid-19 terminée.

**Désormais, la politique monétaire de la BCE constitue, en volume, la principale politique économique de la zone euro pour riposter à la crise.**

- iii. Une politique monétaire non conventionnelle nécessaire mais non exempte de critiques extérieures

Cette politique monétaire est qualifiée de « **non conventionnelle** », car elle se développe sur une base empirique et semble s'écarter de la seule recherche de maîtrise de l'inflation qui borne traditionnellement l'action de la BCE. Cela se justifie par la force de la crise économique, qui nécessite une réponse appropriée. L'action de la BCE est ainsi très largement saluée, à un moment où la cohésion économique, sinon l'existence, de la zone euro est mise à l'épreuve.

---

(1) Au sein de ce programme, le programme de rachat de titres de dette publique (PSPP – public sector purchase programme) est le plus important. Il totalise, en mai 2020, 80 % du total du programme APP, soit 2 200 milliards d'euros de titres publics détenus par l'Eurosystème sur 2 800 milliards d'euros.

(2) Il s'agit d'une obligation recommandée par le Haut Conseil de la stabilité financière en 2018 : face à l'augmentation des encours de crédit, les banques ont dû mettre de côté un « coussin » de fonds propres correspondant à 0,25 % de leurs actifs (pourcentage pondéré par le risque associé).

Mais cette politique monétaire non conventionnelle, supposée se « normaliser » <sup>(1)</sup> en sortie de crise, dure en réalité depuis de nombreuses années. Elle se traduit par une dissipation de la frontière, autrefois très étanche, entre politique monétaire et politique budgétaire. La politique monétaire, indépendante des États et concentrée sur la gestion de la masse monétaire et de la stabilité du système bancaire, n'a du point de vue des Traités pas de rapport avec la politique budgétaire, issue de la compétence souveraine et discrétionnaire des États-membres, sous réserve de la discipline budgétaire commune fixée par les traités. Le financement des politiques budgétaires qu'autorise le rachat, par la BCE, de titres de dette publique, fragilise cette séparation.

C'est l'estompement de cette frontière qui suscite d'ailleurs largement les débats actuels sur le financement de la dette publique : si la BCE n'avait pas franchi le premier pas puis accru significativement ses opérations de rachat de la dette publique des États membres, il est vraisemblable que les débats l'incitant à aller plus loin – à annuler cette dette, à la transformer en dette perpétuelle – n'auraient pas percé avec tant d'acuité.

C'est l'estompement de cette frontière qui suscite, également, la critique des partisans d'un retour à l'orthodoxie monétaire et au respect de la lettre des traités. L'orthodoxie monétaire signifie l'indépendance ferme de la politique monétaire, certes au sens de l'indépendance de la BCE mais surtout au sens d'une séparation nette avec les opérations de politique économique, comme la stabilisation de l'activité économique en période de crise ou en période de surchauffe. La BCE devrait, dans cette optique, se limiter à contrôler la masse monétaire en circulation et laisser aux États le soin de juguler eux-mêmes les effets négatifs des crises. Cette critique a connu un fort rebond au moment où, le 5 mai 2020, la Cour constitutionnelle allemande a jugé que le programme historique de rachats d'actifs de la BCE, le PSPP, n'était non pas illégal, mais pourrait bien le devenir selon elle si la BCE persistait à accroître ses interventions monétaires et si la proportionnalité de son action n'était pas démontrée avec davantage de soin.

---

(1) *La normalisation de la politique monétaire suppose le retour à ses standards d'intervention antérieurs, et nécessite une remontée des taux directeurs, actuellement nuls, ainsi qu'un dégonflement du bilan de la BCE, par le ralentissement ou l'arrêt des politiques de rachats d'actifs, notamment publics. Le nouveau contexte macroéconomique, suscité par une crise sanitaire aux impacts inédits, rend la perspective de cette normalisation lointaine. Certains observateurs relèvent que, vu le contexte, la politique monétaire actuelle est le nouveau standard d'intervention de la BCE : elle devient la nouvelle norme.*

### **La critique de l'action de la BCE par la Cour constitutionnelle allemande**

Le 5 mai 2020, la Cour constitutionnelle fédérale allemande (*Bundesverfassungsgericht*, BVerfG), l'équivalent de notre Conseil constitutionnel, a rendu une décision retentissante d'un point de vue juridique, politique et économique.

#### *Le contexte*

Le 4 mars 2015, la BCE a adopté un programme d'achats d'actifs, principalement publics (le PSPP), dans le but de maintenir les taux d'intérêt à un niveau faible dans un contexte alors marqué par un risque déflationniste. Ce programme, prévu pour durer jusqu'en 2016, a été prorogé à plusieurs reprises et fonctionne encore aujourd'hui.

Plusieurs recours constitutionnels ont été introduits en Allemagne, notamment par des épargnants s'estimant lésés par le maintien de taux bas du fait de la politique monétaire, au moyen que les décisions de la BCE enfreignent le principe de proportionnalité (fixé par l'article 5 du traité sur l'Union européenne) qui prévoit que les actions de l'Union européenne doivent s'en tenir à ce qui est nécessaire à la concrétisation des objectifs des traités.

Dans sa décision, la BVerfG a jugé que le PSPP n'était pas contraire au droit de l'Union européenne et aux principes constitutionnels allemands. Toutefois, la Cour a émis de fortes réserves sur le jugement de la Cour de justice de l'Union européenne (CJUE), à qui elle avait antérieurement soumis ce contentieux.

La Cour a également réclamé à la BCE de démontrer, sous trois mois, qu'elle agit avec proportionnalité en mettant en œuvre ces programmes, faute de quoi la Bundesbank (la Banque nationale allemande) n'aurait plus le droit d'y participer. Elle réclame aussi que certains critères d'intervention soient respectés à l'avenir.

#### *Les implications pour la politique monétaire européenne actuelle*

La décision de la BVerfG ne porte certes pas sur le programme de soutien de la BCE lancé dans le cadre de la crise de la Covid-19, mais sur un programme d'achat d'actifs préexistant, le PSPP. Les prérequis qu'elle pose à la légalité de ce programme sont cependant transposables au nouveau PEPP, du fait de sa nature semblable

Le commentaire du jugement précise que la BCE dépasse ses compétences lorsqu'elle effectue des actions de politique économique, au lieu des seules actions de politique monétaire. Des limites devraient, selon la Cour, lui être imposées :

- le respect du plafond de 33 % de détention de dette nationale par la banque centrale nationale de chaque État membre ;
- le respect d'une acquisition de titres publics respectant la clé de répartition au prorata du capital de la BCE ;
- l'absence de mutualisation des pertes éventuelles entre banques centrales nationales.

Ces critères font partie de la doctrine actuelle de la BCE : ils sont issus de décisions du Conseil des gouverneurs pour le programme PSPP. Elles sont donc également susceptibles d'être modifiées par lui. Mais l'effet direct du jugement allemand est d'adresser un avertissement à la BCE, qui a jusqu'ici su étendre empiriquement ses marges de manœuvre en matière de politique d'achat d'actifs pour mieux répondre à la crise économique. En d'autres termes, **le jugement peut s'analyser comme une forme d'ultimatum peu déguisé adressé à la BCE, visant à la dissuader d'outrepasser sa doctrine d'intervention actuelle.**

En réalité, la BCE intervient, comme les traités le prévoient, de façon indépendante. Paradoxalement, le jugement allemand, qui porte en creux le souhaite d'un retour à une indépendance plus stricte de la politique monétaire européenne, est une forme d'ingérence dans les décisions du Conseil des gouverneurs, immédiatement critiquée par la Commission européenne puis écartée par la BCE.

L'annonce de l'extension du PEPP à 1 350 milliards d'euros a d'ailleurs été faite postérieurement au jugement de la Cour constitutionnelle allemande, tout comme la publication, par la BCE, des rachats de dette publique, par pays, pratiqués dans le cadre du PEPP entre avril et mai 2020 <sup>(1)</sup> : c'est le signe que l'orientation de la politique monétaire ne dépend pas d'injonctions nationales mais de ce que la BCE juge nécessaire pour juguler les effets de la crise.

Finalement, le 29 juin 2020, le ministre allemand des finances, Olaf Scholz, a estimé pouvoir considérer que la BCE agissait effectivement de façon proportionnée et avait, en outre, donné suffisamment de preuves de transparence l'attestant pour que la décision de la Cour de Karlsruhe puisse être considérée comme respectée. Dès lors, après le vote le 2 juillet du Parlement allemand confirmant cette position, la Bundesbank peut poursuivre sa participation au PSPP.

### *c. L'intérêt maintenu pour les titres français*

En dépit du choc sur le niveau du ratio de dette publique sur PIB, les émissions obligataires françaises restent actuellement largement souscrites à taux bas sinon négatifs par les investisseurs, comme le rapporteur l'a constaté lors des auditions qu'il a menées. Comme les autres dettes souveraines de la zone euro, la dette française bénéficie de la politique monétaire de la BCE et de la bonne perception par les investisseurs de projets européens conduisant à davantage de solidarité entre les États membres. Mais la qualité de la dette française est en outre reconnue en soi au sein de la zone euro, comme en témoignent la forte demande pour les émissions opérées par l'AFT et le faible écart constaté entre le taux de la dette française et le taux de la dette allemande.

---

(1) Cette publique montre que les rachats effectués par la BCE ne respectent pas la clé de répartition de son capital, comme cela est le cas dans son programme de rachats « pré-crise », le PSPP. Si la clé de répartition avait été respectée, le volume de rachat de dette italienne serait passé de 37,4 milliards d'euros rachetés en deux mois à 29,4 milliards. La France, dont le poids dans le PIB et dans la population de l'UE est supérieur à l'Italie, aurait au contraire davantage profité du programme (35,2 milliards d'euros au lieu de 23,5 milliards rachetés).

Les adjudications et syndications de l’AFT sont réalisées avec succès. À titre d’exemple, le volume de titres demandés pour l’OAT émise le 4 juin 2020 à 0 % arrivant à échéance en 2030 a été 1,9 fois supérieur au volume de titres émis.

### Adjudications et syndications

L’AFT utilise principalement deux techniques d’émission des valeurs du Trésor.

L’**adjudication au prix demandé** permet d’assurer les conditions d’une parfaite concurrence entre les souscripteurs. Les offres dont les prix sont les plus élevés sont servies en premier. Celles de niveau inférieur le sont ensuite, jusqu’à hauteur du montant souhaité par l’AFT. Les participants dont les offres ont été retenues paient donc des prix différents, correspondant exactement aux prix qu’ils ont demandés.

La **syndication** est un engagement précis entre les banques (souscripteurs réunis dans un syndicat bancaire) et l’émetteur, d’acquérir des titres à un prix défini avec l’émetteur. Cette technique est utilisée pour le lancement de titres innovants ou sur des segments de marché moins profonds, notamment sur la partie longue de la courbe (15 ans et plus).

*Source : AFT.*

La France continue de s’endetter à des taux relativement faibles. L’écart de taux des émissions obligataires françaises avec les taux des émissions allemandes est faible lui aussi. Au 12 juin 2020, le taux de l’OAT 10 ans française était de 0,01 %, supérieur de 35 points de base au taux allemand.

Les titres de dette française bénéficient d’un grand intérêt de la part des investisseurs pour plusieurs raisons.

Tout d’abord, d’un point de vue conjoncturel, à court terme, **la crise n’a pas affecté la signature de la France par rapport aux autres pays**. La crise de la Covid-19 est mondiale et a eu pour effet des politiques massives de soutien budgétaire dans quasiment l’ensemble des pays touchés. Le marché a favorablement perçu ces politiques de soutien indispensables dans un contexte de chute exceptionnelle de l’activité.

Structurellement, les **titres de dette française sont l’un des seuls actifs considérés comme sûrs dans le monde**, avec les titres de dette des États-Unis et les titres de dette de l’Allemagne. La signature française est reconnue de grande qualité par le marché. Ce dernier est confiant dans la capacité de la France à honorer ses engagements en raison des **fondamentaux de son économie**, de la capacité des administrations publiques à lever l’impôt et de la solidité de ses institutions. M. Gilles Moëc <sup>(1)</sup>, économiste en chef du groupe AXA, a également souligné le facteur déterminant du **consentement à l’impôt** en France dans la perception de la qualité de la signature française, soulignant qu’il fallait par conséquent être vigilant à ne pas l’effriter.

---

(1) *Audition du 5 juin 2020.*

Un investisseur souhaitant porter des actifs sûrs en euros sera donc incité à acheter des titres de dette française. L'avantage comparatif des titres de dette française par rapport aux titres allemands est qu'ils offrent un **rendement supplémentaire**, bien que relativement peu élevé. Par ailleurs, compte tenu de la situation plus favorable de ses finances publiques, la dette allemande est plus rare que la dette française puisque l'Allemagne était – jusqu'à récemment – en situation de désendettement. Dans ces conditions de pénurie de l'actif allemand, la demande se tourne vers la dette française, ses qualités étant considérées comme proches de celles caractérisant la dette allemande.

Les caractéristiques des titres de dette française les rendent incontournables pour les investisseurs institutionnels soumis à des **contraintes réglementaires** en matière de fonds propres et de risques. Outre les banques centrales, les banques commerciales, les assurances et les fonds de pension alimentent aussi la demande de titres français pour satisfaire à leurs obligations juridiques.

De plus, d'après les auditions, les investisseurs valorisent la **cohérence de la politique économique** menée par les émetteurs souverains. La clarté des choix opérés par la France semble donc avoir convaincu les créanciers de la France.

Enfin, plusieurs des personnes auditionnées ont insisté sur le rôle de la bonne gestion de la dette française en faveur de son attractivité. Elle s'explique largement par la **grande qualité du travail de l'AFT** que le rapporteur souhaite souligner. L'AFT est unanimement reconnue comme l'un des tout meilleurs gestionnaires de dette souveraine. Les investisseurs valorisent sa **crédibilité, la transparence de sa politique d'émission, sa compréhension du marché** grâce au lien étroit qu'elle a tissé avec les investisseurs en dette et la liquidité des titres sur l'ensemble de la courbe de taux qu'elle assure grâce à sa gestion. Ils constatent ainsi la capacité de l'AFT à s'adapter aux évolutions de la demande des investisseurs, au moyen parfois de produits innovants, comme l'obligation souveraine verte lancée en janvier 2017, adossée à des dépenses vertes éligibles. Pour obtenir des précisions sur l'OAT verte, on pourra se reporter aux travaux de Mme Bénédicte Peyrol, rapporteure spéciale de la mission « Engagements financiers de l'État », dans le cadre du printemps de l'évaluation 2019 <sup>(1)</sup>.

L'AFT s'appuie sur quinze banques de réseau et établissements spécialisés, dont la liste est publique, qui la conseillent sur sa politique d'émission et de gestion de la dette et sur toute question relative au bon fonctionnement des marchés. Appelés spécialistes en valeur du trésor (SVT), ils ont la responsabilité de participer aux adjudications, de placer les valeurs du Trésor et d'assurer la liquidité du marché secondaire.

---

(1) Mme Bénédicte Peyrol, Annexe n° 23 sur la mission « Engagements financiers de l'État » au rapport n° 1990 de M. Joël Giraud, rapporteur général de la commission des finances de l'Assemblée nationale, juin 2019, pp. 31 et suivantes ([lien](#)).

#### *d. Un autre filet de sécurité : le recours au Mécanisme européen de stabilité*

Le MES, entré en vigueur le 27 septembre 2012, est une institution financière européenne qui dispose de plusieurs outils (crédits, rachats d'obligations, recapitalisations d'établissements financiers) pour venir en aide à un État membre de la zone euro dont la stabilité financière est compromise.

Selon l'article 12 du traité qui l'institut <sup>(1)</sup>, « *le MES peut fournir (...) un soutien à la stabilité, subordonné à une stricte conditionnalité adaptée à l'instrument d'assistance financière choisi. Cette conditionnalité peut prendre la forme, notamment, d'un programme d'ajustement macroéconomique ou de l'obligation de continuer à respecter des conditions d'éligibilité préétablies* ». **Cette conditionnalité est un élément central de la philosophie et du fonctionnement initiaux du MES** : le recours à l'entraide financière européenne est soumis à l'acceptation de mesures drastiques de rétablissement des comptes publics.

Le MES dispose d'une capacité de prêt totale de 410 milliards d'euros, grâce à des capitaux publics apportés par les États membres. À ce jour, les fonds du MES n'ont encore jamais été sollicités, ce qui se justifie par plusieurs raisons :

- il n'y a pas eu de crise financière majeure entre 2012 et 2020 ;
- le MES a une dimension préventive : son existence envoie un signal de solidarité financière de la zone euro aux marchés financiers, qui contribue à faciliter le refinancement de la dette des États sur ces marchés ;
- la conditionnalité importante associée à l'aide du MES porte le stigmate d'une « mise sous tutelle » de la souveraineté budgétaire de l'État secouru.

De façon inédite, face à l'ampleur de la crise, la réunion de l'Eurogroupe du 15 mai 2020 a permis de dévier de la logique première du MES : **une ligne de trésorerie de 240 milliards d'euros est ouverte au profit des États, en contrepartie d'un degré de conditionnalité quasi nul** : la seule condition est que les dépenses financées par le MES soient des dépenses de santé ayant un lien direct ou indirect avec la lutte contre la Covid-19.

## **B. LA SOUTENABILITÉ DE LA DETTE PUBLIQUE PASSÉE ET À VENIR**

La **soutenabilité** de la dette publique désigne la capacité pour un État à honorer ses engagements financiers dans le futur. La situation des finances publiques est soutenable si l'on ne projette pas, dans le futur, une situation d'**insolvabilité**, c'est-à-dire une situation dans laquelle l'État ne pourrait pas faire face à ses échéances.

---

(1) *Traité instituant le mécanisme européen de stabilité, signé le 2 février 2012 et ratifié par la France par la loi n° 2012-324 du 7 mars 2012.*

La solvabilité et la soutenabilité d'un État se différencient de celles d'une entreprise ou d'un ménage en ce que l'État a une durée de vie infinie – en théorie du moins – et la capacité à mobiliser des ressources par l'impôt. Les situations d'insolvabilité ou de défaut d'un État ne sont toutefois pas seulement théoriques. Plusieurs exemples de défaut et de nécessité de restructurer les dettes publiques en témoignent.

## 1. La soutenabilité de la dette publique existante

### *a. Les critères de soutenabilité de la dette publique*

- L'appréciation de la soutenabilité des finances publiques, notamment par les investisseurs potentiels dans la dette française, se fonde sur un grand nombre de paramètres.

L'indicateur le plus commenté est le **ratio de la dette publique sur le PIB**. **Il n'existe pas de niveau déterminé et unique du ratio caractéristique d'une situation d'insoutenabilité**. Il n'y a pas non plus de ratio d'endettement public optimal <sup>(1)</sup>. Un ratio de dette publique élevé peut notamment être la conséquence d'un soutien nécessaire à l'activité en période de crise ou d'une politique de répartition de la charge d'investissement entre générations.

Toutefois, une hausse du ratio de dette publique constitue un risque pour l'État emprunteur puisqu'il traduit l'alourdissement du stock de dette par rapport à la richesse nationale et peut donc être interprétée par les créanciers potentiels comme un accroissement du risque d'insolvabilité dans le futur, c'est-à-dire un signe d'insoutenabilité. Plusieurs des personnes auditionnées ont ainsi indiqué que moins que le niveau du ratio d'endettement public, les investisseurs en dette qui, *in fine*, décident du prix de la dette française, sont sensibles à la **trajectoire de ce ratio** et à la **crédibilité de la politique économique et financière de l'État en question**. De même, la trajectoire du ratio de dette publique peut avoir une influence sur la consommation des ménages et l'investissement des entreprises par le jeu des anticipations. Un ratio élevé et ascendant peut conduire ces agents économiques à anticiper une hausse d'impôts future et à épargner, au détriment de la croissance de l'économie.

Le marché a intégré la nécessité d'un soutien massif à l'économie dans cette période de crise exceptionnelle. Lors de son audition, M. Gilles Moëc, économiste en chef du groupe AXA, a indiqué que le consensus actuel des économistes est beaucoup moins « austéritaire » que lors de l'après-crise de 2008-2010, période durant laquelle de nombreux économistes minimisaient les effets des consolidations budgétaires sur la croissance économique.

---

(1) Les économistes tendent à s'accorder sur le fait qu'il n'est pas utile, pour un État, de rechercher un ratio d'endettement nul. Au contraire, détenir une dette publique présente plusieurs vertus macroéconomiques, dont certaines ont été mentionnées supra.

Cela ne signifie pas que le choc sur le ratio de dette publique est sans importance. Dans son avis relatif au PLFR 3, le Haut Conseil des finances publiques souligne à ce titre que ce choc sur le ratio, « *qui s'ajoute à une croissance quasi interrompue depuis 10 ans, fragilise la soutenabilité à moyen terme des finances publiques et appelle une vigilance particulière* »<sup>(1)</sup>.

- La perception de la soutenabilité de la dette publique par le marché peut également être influencée par les agences de notation. Ces agences donnent des notes de crédit, selon des échelles qui leur sont propres. Elles portent notamment sur les dettes souveraines. Il s'agit d'**opinions prospectives** sur le risque crédit qui fournissent aux investisseurs une information sur le risque relatif de non-remboursement. Les agences déterminent leur opinion d'après l'analyse de plusieurs facteurs, d'ordres institutionnel, économique, budgétaire et monétaire. Le niveau du ratio de dette sur le PIB et son évolution est l'un des critères qu'elles prennent en compte.

Ces opinions sont à la disposition des investisseurs et font partie d'un ensemble de facteurs que les investisseurs prennent en compte dans leur décision d'acquiescer des titres de dette. Les agences de notation ne disposent pas d'une information plus complète que le marché sur la situation des émetteurs. L'importance de leur rôle tient essentiellement aux règles des institutions publiques ou privées qui se fondent sur les notes des agences de notation. Ainsi, les titres que la BCE reçoit en collatéral à titre de garantie des emprunts qu'elle consent doivent respecter des critères liés aux notations des agences<sup>(2)</sup> appelées « organismes externes d'évaluation du crédit », enregistrées ou certifiées conformément aux règles du droit européen<sup>(3)</sup>.

Il convient de noter que face à la crise, la BCE a assoupli sa politique de collatéral de façon temporaire<sup>(4)</sup>.

### ***b. Les conséquences d'une situation d'insoutenabilité***

- Dans une situation de finances publiques insoutenables, le risque est l'insolvabilité. La théorie et l'expérience économiques documentent clairement ces effets.

La perception d'un risque de défaut réévalué à la hausse par le marché pourrait se traduire par une **augmentation des taux d'intérêt** servis par la France au titre de sa dette, *via* une hausse du prix des émissions. Plus le stock de dette à

---

(1) Avis n° HCFP-2020-4 relatif au troisième projet de loi de finances rectificative pour 2020.

(2) Voir Banque de France, les catégories d'actifs acceptées en collatéral ([lien](#)).

(3) Règlement n° 1060/2009 du Parlement européen et du Conseil du 16 septembre 2009 sur les agences de notation de crédit. La liste des agences de notation enregistrées ou certifiées conformément à ces règles est à consulter [ici](#).

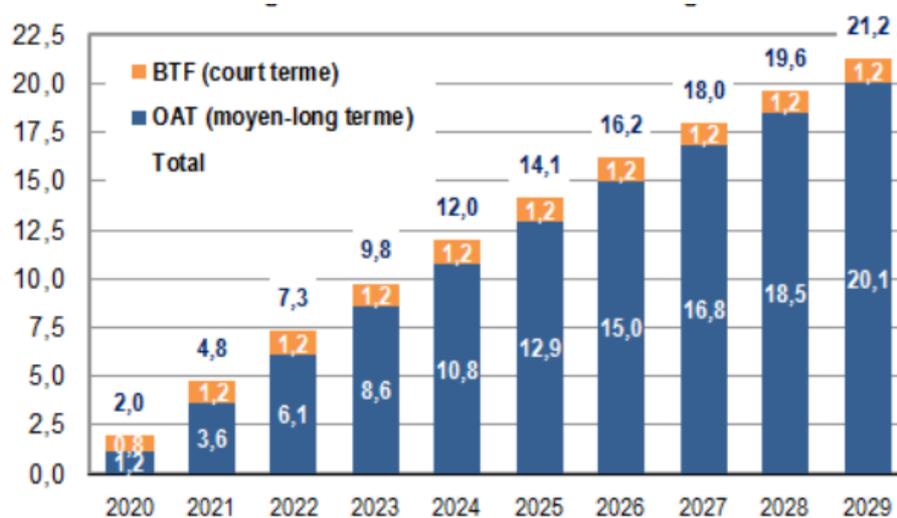
(4) Banque centrale européenne, communiqué de presse, ECB announces package of temporary collateral easing measures, 7 avril 2020.

refinancer est important, plus le montant des nouveaux emprunts sera élevé et, mécaniquement, plus l'impact d'une hausse des taux d'intérêt pèse sur le budget.

S'agissant de l'État en France, le Gouvernement fournit tous les ans au Parlement, au moment de l'examen du projet de loi de finances, une estimation de l'impact d'une hausse d'un point du taux d'intérêt sur l'ensemble de la courbe de taux, c'est-à-dire sur l'ensemble des maturités de la dette. En octobre 2019, avant la crise, le Gouvernement estimait qu'une augmentation de 1 % des taux d'intérêt à toutes les maturités avait un impact de 2 milliards d'euros la première année, de 4,8 milliards d'euros la deuxième année et de 12 milliards d'euros la cinquième année.

#### IMPACT D'UN CHOC DE TAUX DE 1 % SUR LA CHARGE DE LA DETTE NÉGOCIABLE DE L'ÉTAT

(en milliards d'euros)



Note : le graphique présente l'impact sur la charge de la dette de l'État en comptabilité nationale.

Source : projet annuel de performance de la mission Engagements financiers de l'État annexé au projet de loi de finances pour 2020, octobre 2019, p. 35.

En cas d'endettement excessif, la **dette court le risque de s'auto-entretenir**. L'accroissement de la charge d'intérêt de la dette dégrade en effet un peu plus les finances publiques, ce qui oblige les administrations publiques à s'endetter pour honorer ses dépenses d'intérêt de la dette. Cette situation dégrade la qualité de la signature de l'émetteur, tirant encore à la hausse le taux d'intérêt que ses créanciers (investisseurs de marché, banques ou institutions internationales) exigent. Cet enchaînement, appelé **effet « boule de neige »**, peut conduire l'État à ne plus pouvoir financer le remboursement de sa dette ou la charge d'intérêt.

Tel a été le cas de la Russie en 1998, de l'Argentine en 2001, de la Grèce après la crise de 2008 ou, le 9 mars dernier, du Liban qui s'est déclaré en défaut de paiement, n'étant pas capable de rembourser 1,2 milliard de dollars de titres émis sur les marchés.

• Un défaut écarte de fait la possibilité pour l'État d'avoir accès aux marchés financiers pour financer ses dépenses. Il peut alors emprunter auprès des institutions internationales, comme le Fonds monétaire international (FMI) ou la Banque mondiale. L'État en défaut risque parallèlement de subir des sanctions internationales, des représailles commerciales ou des mesures de rétorsion économique d'autres États afin de protéger leurs ressortissants créanciers. Lorsque la situation financière d'un pays laisse craindre un défaut, des fonds dits « vautours » peuvent investir dans la dette de cet État pour obtenir des taux d'intérêt élevés ou engager des procédures judiciaires.

Le défaut conduit généralement à une **restructuration de la dette** (voir *infra*). Il a un **coût diplomatique important** et affaiblit durablement la position internationale du pays en défaut.

Enfin, le défaut oblige à des efforts budgétaires rapides et importants pour pouvoir se passer des marchés de capitaux par lesquels le financement des dépenses publiques n'est plus possible au moins momentanément, et pour que l'État retrouve la confiance des créanciers et puisse à nouveau emprunter. Il s'accompagne ainsi d'un risque de baisse de salaires pour les fonctionnaires, de diminution rapide du niveau de l'emploi public et de la commande publique, d'un risque de baisse du niveau des pensions de retraite, etc.

## 2. Les facteurs externes déterminants pour le futur

### a. Les facteurs d'une augmentation supplémentaire de l'endettement

Plusieurs facteurs externes à la mécanique de la dette, mais directement liés à la période de crise, font peser un risque d'aggravation de la situation d'endettement du pays.

*L'affaiblissement durable de la croissance.* En premier lieu, la chute de l'activité économique provoquée par la crise sanitaire et par les mesures d'endiguement des mois de février à juin 2020 ne semble pas revêtir le caractère d'une baisse strictement conjoncturelle. **Le rattrapage économique, attendu, ne se produirait pas avant de longs mois** <sup>(1)</sup> et pourrait ne pas être complet, malgré l'ampleur des mesures de soutien public qui ont été mises en œuvre. En outre, la croissance potentielle de l'économie, qui est le niveau théorique de croissance que le pays peut atteindre si son économie utilise à plein ses facteurs de production <sup>(2)</sup>, pourrait être durablement réduite à cause de la crise. En effet, la hausse probable du niveau du chômage dégrade le capital humain du pays, tandis que la fréquence des faillites d'entreprises et la baisse durable des capacités d'investissement pèsent sur l'appareil productif. Ainsi, dans ses prévisions du printemps 2020, la Commission

---

(1) Le scénario macroéconomique de l'année 2020 associé à la deuxième loi de finances rectificative d'avril 2020 misait encore sur un retour rapide à la normale, dès le second semestre 2020. La mise à jour de ce scénario dans le troisième projet de loi de finances rectificatives de juin 2020 n'escompte plus que l'activité retrouve son niveau d'avant crise avant 2021 au moins.

(2) Voir op. cit. la note Trésor-éco n° 206 de septembre 2017, « La croissance potentielle en France ».

européenne a estimé que **la croissance potentielle de la France devait être revue à la baisse de 0,4 point.**

Un affaiblissement durable de la croissance économique a deux effets négatifs sur la dette. Il se traduit d'abord par de moindres recettes, donc une moindre capacité à financer le déficit public, et à le réduire à politique budgétaire inchangée. En outre, il limite la capacité de l'État à stabiliser le ratio d'endettement (*cf. supra*).

*La poursuite nécessaire des mesures de soutien budgétaire.* Au moment de la publication du présent rapport, le Parlement discute encore du troisième collectif budgétaire ayant pour principal objet d'autoriser l'ouverture de plusieurs dizaines de milliards de crédits d'urgence, au bénéfice de politiques publiques comme l'apprentissage, la culture ou l'éducation nationale, et de plans sectoriels massifs pour soutenir l'activité aéronautique, automobile ou encore touristique.

Le futur sera vraisemblablement marqué par **d'autres hausses de dépenses publiques, de nature plus structurelle** : le « Ségur de la santé », en cours de négociation avec les partenaires sociaux, devrait se traduire par des mesures de revalorisation salariale au bénéfice du personnel soignant et du personnel des établissements de santé ainsi que par des investissements dans les bâtiments, les équipements et le numérique, pour un coût de plusieurs milliards d'euros <sup>(1)</sup>.

En outre, lorsque le temps du soutien économique sera révolu, la présentation d'un plan de relance budgétaire ayant pour objectif de stimuler la reprise de l'économie est envisagée. Dans son rapport préparatoire au débat d'orientation des finances publiques (DOFP) de juillet 2021, le Gouvernement prévoit que dans le cadre du plan de relance, 15 milliards d'euros seraient prévus en deux ans pour des actions en faveur de la transformation écologique de l'économie et du modèle productif français <sup>(2)</sup>.

Ces facteurs haussiers de la dépense publique ne devraient pas être financés par une hausse significative des prélèvements obligatoires <sup>(3)</sup> : ils sont donc susceptibles d'alimenter un besoin de financement de l'État allant croissant, et donc un recours supplémentaire à l'endettement public.

*L'endettement privé et les appels de garanties publiques.* La crise économique a fortement pesé sur le bilan des entreprises, contraintes de s'endetter pour supporter des pertes importantes de trésorerie dues à la mise à l'arrêt de l'économie. Le soutien public à la trésorerie des entreprises a pris la forme de l'ouverture de 300 milliards d'euros de prêts garantis par l'État. Début juin, près de 85 milliards d'euros de prêts bancaires ont été consentis aux entreprises, avec la garantie financière de l'État apportée jusqu'à hauteur de 90 %. En outre, l'État a

---

(1) Entretien du Président de la République à la presse quotidienne régionale, 3 juillet 2020.

(2) Rapport préparatoire au débat d'orientation des finances publiques, tome I, p. 34, juin 2020.

(3) Outre l'engagement politique du Président de la République à ne pas augmenter les impôts (allocation télévisée du 15 juin 2020), les marges de manœuvre pour une hausse sensible du niveau des prélèvements obligatoires sont faibles. La France supporte déjà un taux de prélèvements obligatoires supérieur à 44 % du PIB en 2020, soit un des plus élevés de l'OCDE.

garanti à hauteur de 10 milliards d'euros le portefeuille de réassurance de l'ensemble du secteur de l'assurance-crédit, en France et à l'international, s'exposant donc aux éventuelles défaillances des entreprises bénéficiant de ces assurances-crédit. Si la crise économique devait perdurer et si les faillites d'entreprises devaient se multiplier, il est vraisemblable que l'État supporte une perte financière significative, et potentiellement étalée pendant plusieurs années.

### ***b. L'incertitude sur l'inflation***

Un facteur essentiel de l'évolution de la dette publique est l'évolution de l'inflation, d'abord directement, car l'inflation a des effets sur le coût de la dette, et indirectement, car une inflation trop importante supposerait une intervention de la BCE, vraisemblablement au détriment de ses actions de soutien actuelles.

- En premier lieu, l'inflation est une bonne nouvelle pour les agents économiques endettés, comme l'État. Le stock de dette, exprimé en termes réels <sup>(1)</sup>, diminue mécaniquement lorsque les prix montent. Les économistes ont pu qualifier cette situation de « **taxe d'inflation** » : l'inflation conduit à un transfert de richesse en faveur de l'État et au détriment des créanciers qui détiennent sa dette.

En second lieu, une remontée de l'inflation va faire peser **un risque sur la poursuite par la BCE d'une interprétation large de son mandat**. La politique monétaire « non conventionnelle » de la BCE, justifiée en période de crise aiguë, tend non seulement à se normaliser – le principal taux directeur est nul depuis quatre ans – mais à s'étendre, grâce à l'accroissement des programmes de rachats de titres publics. Or, une résurgence de l'inflation imposerait un recentrage de l'action de la BCE sur le maintien de l'évolution des prix à un niveau proche, mais inférieur à 2 %, au détriment d'autres politiques incompatibles avec cet objectif. En particulier, une forte hausse de l'inflation supposerait une réaction de restriction monétaire, par exemple par une augmentation des taux directeurs, donc des taux d'intérêt – coûteuse pour l'endettement public –, ou par une réduction de la voilure du programme de rachat de titres publics afin de réduire la quantité de monnaie qui circule dans l'économie. La réduction, voire la suppression des programmes d'assouplissement quantitatif supposerait que l'État parvienne à se refinancer davantage sur les seuls marchés financiers (avec une moindre intervention de la BCE sur le marché secondaire), à un taux sans doute plus important, ce qui accroît le risque d'une insoutenabilité de la dette publique.

- En pratique, **l'évolution de l'inflation ou, au contraire, le risque déflationniste, est une inconnue de la crise actuelle**. Il existe aujourd'hui une majorité d'économistes considérant que, malgré l'augmentation massive de la quantité de monnaie dans l'économie du fait de l'intervention de la banque centrale,

---

(1) Si un agent économique s'endette de 100 vis-à-vis d'un unique créancier pendant une année  $n$ , et que l'inflation est de 10 %, il devra toujours rembourser 100 en année  $n+1$ , mais cette somme ne vaudra plus que 90 en termes réels, c'est-à-dire en termes de quantité de biens et de services accessibles à ce prix. L'inflation a permis d'alléger le poids de la dette pour le débiteur ; inversement, elle a appauvri le créancier.

le risque d'un retour de l'inflation à court terme est faible. Les arguments à l'appui de cette conclusion sont les suivants :

– **l'inflation connaît un affaiblissement structurel** depuis plusieurs années dans les économies développées, du fait du vieillissement démographique (conduisant à davantage de comportements d'épargne), de la réduction du pouvoir de négociation des salariés <sup>(1)</sup> du fait de l'accroissement de l'injonction à la compétitivité et de la baisse de l'engagement syndical ;

– l'approche théorique classique, considérant que la croissance de la masse monétaire se traduit mécaniquement par de l'inflation, dès lors qu'elle est supérieure à la croissance économique, est **infirmée par les faits**, au moins depuis 2008 et la mise en place des premières grandes opérations d'assouplissement quantitatif en réaction à la crise. À la hausse de l'inflation s'est substituée une forte progression de la valeur des actifs financiers et immobiliers, ce qui a conduit à lancer le débat des effets redistributifs des politiques monétaires dans le contexte actuel ;

– les **tensions déflationnistes sont importantes** : les entreprises privilégient le désendettement à l'investissement productif, quand elles ne font pas faillite ; les mesures d'endiguement ont conduit à une surépargne forcée des ménages, qui ont aussi reporté leurs décisions importantes de consommation (achats immobiliers, acquisition de véhicules, etc.) ; la montée du taux de chômage se traduit par une perte de revenus et la perspective d'une crise longue conduit à la constitution d'une épargne de précaution.

La crise amplifierait les tensions déflationnistes en raison de la diminution de la demande. Dans ses récentes projections macroéconomiques <sup>(2)</sup>, la Banque de France estime que l'inflation diminuerait à 0,4 % en 2020 après 1,3 % en 2019, augmenterait légèrement en 2021 à 0,5 %, avant de gagner un peu en vigueur en 2022 à 0,9 %.

● Au contraire, plusieurs observateurs économiques, découlant de la particularité de la crise actuelle, identifient des tensions inflationnistes :

– **l'inflation par les coûts** : les nombreuses perturbations des chaînes de production constituent des facteurs de hausse des prix. Ainsi, les fermetures d'abattoirs aux États-Unis ont fait augmenter le prix du porc ; en France, le prix des produits frais a augmenté de 18 % en avril 2020 ; les limitations des échanges internationaux augmentent les coûts d'approvisionnement et peuvent être répercutés sur les prix, dans un contexte de marges affaiblies des entreprises ;

---

(1) La hausse des salaires, qui accroît la demande de biens et de services à masse monétaire égale, est un vecteur naturel de la hausse des prix – qui entretient à son tour les revendications de hausse des salaires : c'est la boucle inflation-salaire.

(2) Banque de France, projections macroéconomiques de juin 2020.

– **l’inflation par les salaires** : les hausses de salaires annoncées ou prévues dans certains secteurs mis à contribution pendant la crise pourraient se propager à d’autres secteurs économiques ;

– le climat protectionniste américain, les réactions de la Chine et les appels à la relocalisation de nombreuses activités stratégiques affaiblissent la pression de la concurrence internationale et contribuent à des tensions sur les prix.

*c. Le maintien probable d’un environnement de taux bas*

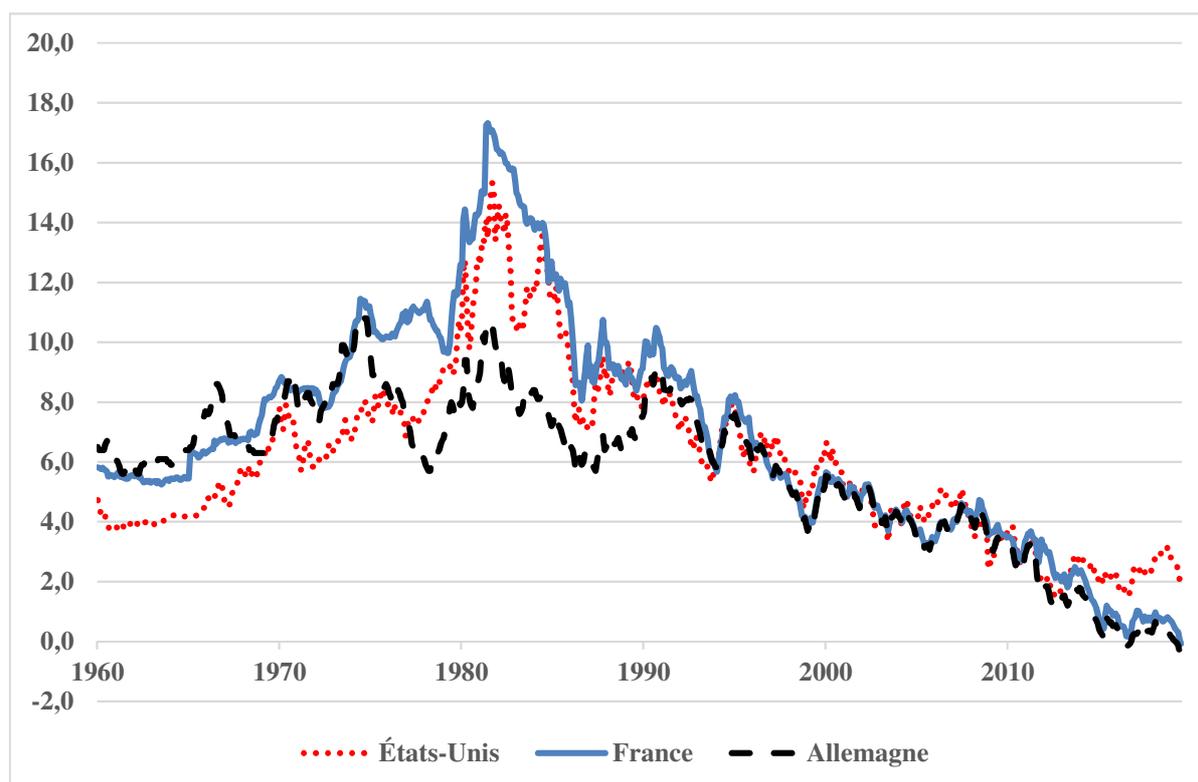
● Le maintien de taux d’intérêt bas autorise une augmentation de l’endettement public sans risque à court terme, puisque le coût marginal de l’endettement supplémentaire, en termes de charge d’intérêts, reste à tout le moins faible. En d’autres termes, il n’y a pas de plafond théorique de ratio d’endettement pour un État, tant que le financement de sa dette reste soutenable. Des crises de dette souveraine ont ainsi été observées pour des États dont le ratio d’endettement était inférieur à 80 %, tandis que certains États dont le ratio d’endettement dépasse 200 % du PIB n’ont pas de problème de refinancement. Le niveau des taux d’intérêt pratiqués sur la dette publique est alors un facteur central de cette soutenabilité.

● La baisse des taux d’intérêt est un **phénomène ancien** qui affecte l’ensemble des pays de l’OCDE et a des **sous-jacents structurels**, ainsi que l’avait rappelé M. Philippe Martin, directeur général délégué du Conseil d’analyse économique (CAE), devant la commission des finances lors d’une audition du cycle « Au cœur de l’économie » au sujet de l’endettement public <sup>(1)</sup>.

---

(1) Commission des finances de l’Assemblée nationale, réunion du mercredi 18 septembre 2019, audition de MM. Olivier Blanchard, directeur général des statistiques, des études et de l’international de la Banque de France, Jean-Luc Tavernier, directeur général de l’INSEE et Philippe Martin, directeur délégué du Conseil d’analyse économique (CAE).

## TAUX D'INTÉRÊT INDICATIF DE L'OAT FRANÇAIS À 10 ANS



Source : FRED Economic Data, extraction octobre 2019.

D'après la plupart des économistes les taux d'intérêt dans le monde resteront globalement à un niveau faible pour des raisons structurelles <sup>(1)</sup>.

Cette faiblesse structurelle est liée à l'**excès de l'offre d'épargne au niveau mondial par rapport à la demande d'investissement**, ce qui s'explique notamment par le vieillissement de la population : les générations issues du baby-boom anticipent une retraite longue et épargnent en conséquence, l'investissement diminue par anticipation des perspectives économiques futures. On constate également une faible dynamique des salaires, liée en partie à la perte constatée du pouvoir de négociation des salariés au sein de l'OCDE et à un effet démographique, les générations partant à la retraite étant logiquement mieux payées que celles arrivant sur le marché du travail.

- La politique monétaire actuelle, dans sa lutte contre la crise, mobilise des outils qui tirent les taux d'intérêt à la baisse : le principal taux directeur de la BCE, le taux des opérations principales de refinancement, est à 0 % depuis mars 2016, tandis que le taux directeur de la Fed, qui avait été relevé à plus de 2 % fin 2018, a été fortement rabaissé à un niveau proche de 0 % en mars 2020. Les programmes d'assouplissement quantitatif, qui augmentent la masse monétaire en circulation dans l'économie, contribuent également à peser sur l'évolution des taux.

- On ne peut toutefois pas exclure une remontée des taux d'intérêt de la dette française, sinon à court, au moins à moyen ou plus long terme.

(1) Auditions de M. Daniel Cohen le 20 mai 2020 et de M. Jacques Delpla le 29 mai 2020.

Une résurgence de l'inflation serait, ainsi, de nature à modifier les orientations de la politique monétaire de la BCE, dans un sens propice à une hausse des taux d'intérêt. En outre, la situation économique actuelle n'exempte pas les marchés financiers d'un risque d'instabilité financière, d'explosion de bulles d'actifs ou de crise monétaire – le volume des liquidités injectées par les politiques monétaires pouvant d'ailleurs augmenter ce risque. Dans ces circonstances, l'évolution des taux d'intérêt est difficilement prédictible. Enfin, malgré l'action efficace de la BCE pour financer la dette publique, l'ampleur de la crise économique pourrait conduire à une défiance des marchés dans la capacité de certains États, parmi les plus touchés, à garantir leur solvabilité. La résurgence de *spreads* importants sur le seul marché de la dette publique est une situation dont il ne peut être exclu qu'elle se produise dans un futur proche, malgré les efforts importants des différentes institutions nationales et européennes pour la prévenir.

Le risque d'une crise en cascade de la dette des États de la zone euro, qui commencerait par une attaque de la dette des États dits « périphériques » pourrait constituer un risque d'affaiblissement pour l'euro lui-même. Récemment, M. Luis de Guindos, vice-président de la BCE <sup>(1)</sup>, a rappelé qu'« *une contraction de l'économie plus grave et prolongée que prévu, combinée à des coûts de financement plus élevés pour certains pays de la zone euro risquerait de placer la dette des pays les plus endettés sur une trajectoire insoutenable* », ce qui augmenterait le risque de voir un État envisager d'abandonner l'euro.

### 3. L'endettement : une perte de souveraineté

#### a. L'endettement réduit les marges de manœuvre budgétaire

● À supposer que la souveraineté budgétaire soit la **possibilité pour l'État de disposer de marges de manœuvre financière pour mener sa politique budgétaire de façon autonome**, alors une situation soutenable des finances publiques est un facteur de souveraineté.

Au-delà de la question du refinancement de la dette, la charge d'intérêt de la dette constitue une dépense budgétaire. Son augmentation contraint donc budgétairement l'État dans la mesure où elle doit être financée pour ne pas que la situation des finances publiques se dégrade et éviter l'effet boule de neige décrit ci-dessus. À l'inverse, une diminution de la charge de la dette permet de dégager des marges de manœuvre pour augmenter certaines dépenses ou prévoir des baisses de prélèvements obligatoires, voire réduire le déficit pour asseoir la soutenabilité des comptes publics.

● La charge de la dette de l'État n'a rien d'une dépense négligeable comparée à l'ensemble du budget de l'État. Le programme 117 « Charge de la dette et trésorerie de l'État » de la mission « Engagements financiers de l'État » est ainsi

---

(1) Discours de M. Luis de Guindos, Zone euro : perspectives économiques et stabilité financière durant la crise de la pandémie, Francfort, 10 juin 2020.

le programme du budget général de l'État au montant le plus important. L'évolution de cette dépense d'une année à l'autre a un impact majeur sur l'évolution globale des dépenses de l'État.

En 2019, les dépenses de charge de la dette de l'État se sont ainsi élevées à 40,3 milliards d'euros <sup>(1)</sup>, soit **12 % de l'ensemble des dépenses du budget général de l'État (336 milliards d'euros)** et **2,2 % de l'encours de la dette négociable (1 823 milliards d'euros)**.

S'agissant de la dette de l'ensemble des administrations publiques (2 380 milliards d'euros en 2019), la charge d'intérêt s'est élevée à 38,8 milliards d'euros, soit 1,6 % du montant de la dette publique <sup>(2)</sup>.

***b. La diversification géographique : une amélioration du financement de la dette mais un risque supplémentaire en cas de défaut***

Si l'on définit la souveraineté d'un État comme une situation d'insoumission aux États étrangers, l'endettement est aussi une perte de souveraineté si une part importante des créanciers sont des agents non-résidents. Comme l'a toutefois fait remarquer M. Anthony Requin, directeur général de l'AFT <sup>(3)</sup>, « *détenir des titres de dette français n'ouvre pas la possibilité d'influer sur les orientations de notre politique économique nationale* ». Le seul droit détenu par les créanciers est le droit à être remboursé avec l'intérêt fixé au moment de l'émission.

En revanche, dans le cas d'une situation d'insolvabilité, la restructuration de la dette d'un État ou son rééchelonnement peut conduire à des sanctions ou des mesures de rétorsion de la part des États dont certains des créanciers de l'État emprunteur sont des ressortissants. Le défaut d'un État affaiblit incontestablement sa position diplomatique. Le recours aux prêts des institutions internationales s'accompagne en général de conditions qui contraignent en outre la souveraineté des États membres.

La diversification géographique est donc ambivalente sur la souveraineté de l'État emprunteur. L'accès à des emprunteurs internationaux *via* les marchés financiers permet d'élargir l'offre des créanciers potentiels, ce qui contribue donc à baisser les taux d'intérêt de la dette souveraine et donc à baisser la charge de la dette de l'État emprunteur. Elle est un gage de résilience de la dette française. En ce sens,

---

(1) Selon le projet de loi de règlement pour 2019.

(2) Le montant de la charge de la dette publique est inférieur au montant de la charge de la dette de l'État pour des raisons liées à la comptabilisation des primes à l'émission. Pour plus d'informations sur les primes à l'émission, on pourra se reporter à l'annexe n° 23 de Mme Bénédicte Peyrol au rapport n° 3011 de M. Laurent Saint-Martin sur le projet de loi de règlement pour 2019, mai 2020 ([lien](#)). On trouvera les explications sur les différences de comptabilisation dans le rapport économique, social et financier annexé au projet de loi de finances pour 2020, octobre 2019, p. 118 ([lien](#)).

(3) Audition de M. Anthony Requin, directeur général de l'AFT, par la commission des finances, sur les besoins de financement de l'État, 13 mai 2020.

bénéficiaire d'investisseurs étrangers est indirectement un facteur de souveraineté budgétaire, puisqu'il permet de dégager un espace budgétaire.

Une part importante d'investisseurs non-résidents dans la dette négociable est en même temps un risque pour la souveraineté de l'État en cas de défaut, comme vu ci-dessus.

### *c. L'identité et la provenance des détenteurs de la dette française*

● La question de l'identité des détenteurs de la dette française n'est donc pas sans intérêt. Elle a d'ailleurs fait l'objet de développements dans plusieurs travaux parlementaires, dont le rapport de la mission d'évaluation et de contrôle de la commission des finances de MM. Jean-Claude Buisine, Jean-Pierre Gorges et Nicolas Sansu <sup>(1)</sup>.

L'AFT n'a pas d'informations précises sur sa base d'investisseurs. Elle dispose d'estimations provenant de la Banque de France, à partir de statistiques de la balance des paiements. Comme le relevait la mission précitée, ces statistiques proviennent d'une collecte auprès des établissements teneurs de compte-titres, qui déclarent leurs détentions pour compte propre de titres financiers et les détentions de leur clientèle, agrégées par secteur.

Ces informations permettent d'obtenir une répartition de la détention de la dette négociable de l'État entre, d'une part, les résidents et les non-résidents et, d'autre part, pour les seuls résidents, entre les assurances, les établissements de crédit, les OPCVM et les autres.

Ces informations sont complétées par une enquête semi-annuelle du FMI, réalisé auprès des pays actionnaires sur la base du volontariat, le *Coordinated Portfolio Investment Survey (CPIS)*, qui permet d'obtenir davantage d'informations sur les investisseurs non-résidents. Toutefois, le champ de l'étude, qui ne couvre pas spécifiquement la dette souveraine mais l'intégralité des titres obligataires publics et privés émis dans un pays donné, et sa méthodologie (regroupement de certains avoirs de banques centrales dans une catégorie séparée), limitent la portée de ses enseignements.

Selon cette étude du FMI, par zone géographique et au 30 juin 2018, près de 73 % des investisseurs non-résidents en titres français publics et privés sont européens (dont 58 % de la zone euro et 11 % d'investisseurs britanniques) ; viennent ensuite des investisseurs américains (10 %) puis asiatiques (8 %), les 9 % restant correspondant aux détentions d'organisations internationales ou aux placements de réserves de change non identifiés géographiquement (le FMI respectant la demande d'anonymat exprimé par certains détenteurs).

---

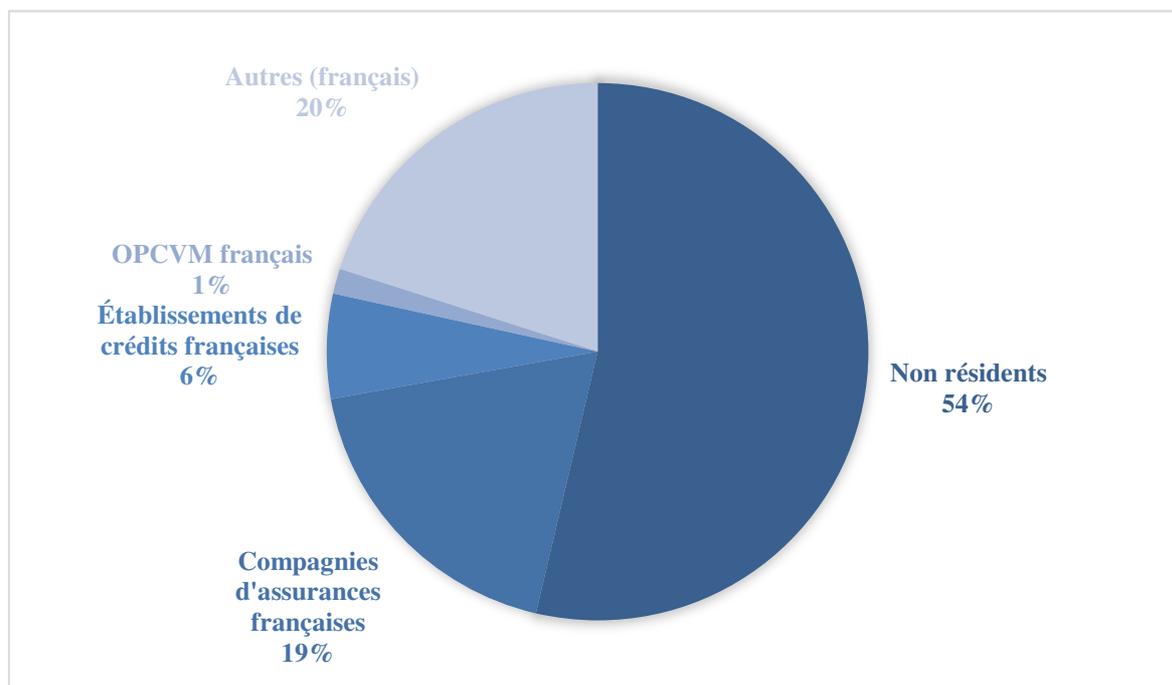
(1) Rapport d'information n° 3936 de la mission d'évaluation et de contrôle sur la gestion et la transparence de la dette publique, juillet 2016, pp. 94 et suiv.

L'AFT s'appuie en outre sur les éléments fournis par les SVT sur les tendances de marché. Une règle commune aux États membres de la zone euro prévoit que les SVT ont l'obligation de communiquer leurs opérations par type de maturité et par groupe de pays. Ce compte rendu permet de connaître chaque mois le type d'acheteurs et leur localisation géographique parmi quinze grandes zones. Néanmoins, ces rapports ont plusieurs limites pointées par le rapport de la MEC : il ne s'agit que de données de flux ; ils ne couvrent que les opérations dont les SVT sont une contrepartie ; ils sont présentés de manière agrégée pour préserver la discrétion des investisseurs.

● D'après les données de la Banque de France, au quatrième trimestre 2019, la dette française était détenue à hauteur de 53,60 % par des non-résidents. Parmi les investisseurs français, les compagnies d'assurances sont majoritaires (environ 40 % des investisseurs français).

#### DÉTENTION DES TITRES DE LA DETTE NÉGOCIABLE DE L'ÉTAT PAR GROUPE DE PORTEURS AU QUATRIÈME TRIMESTRE 2019

(en % du total)



Source : Banque de France.

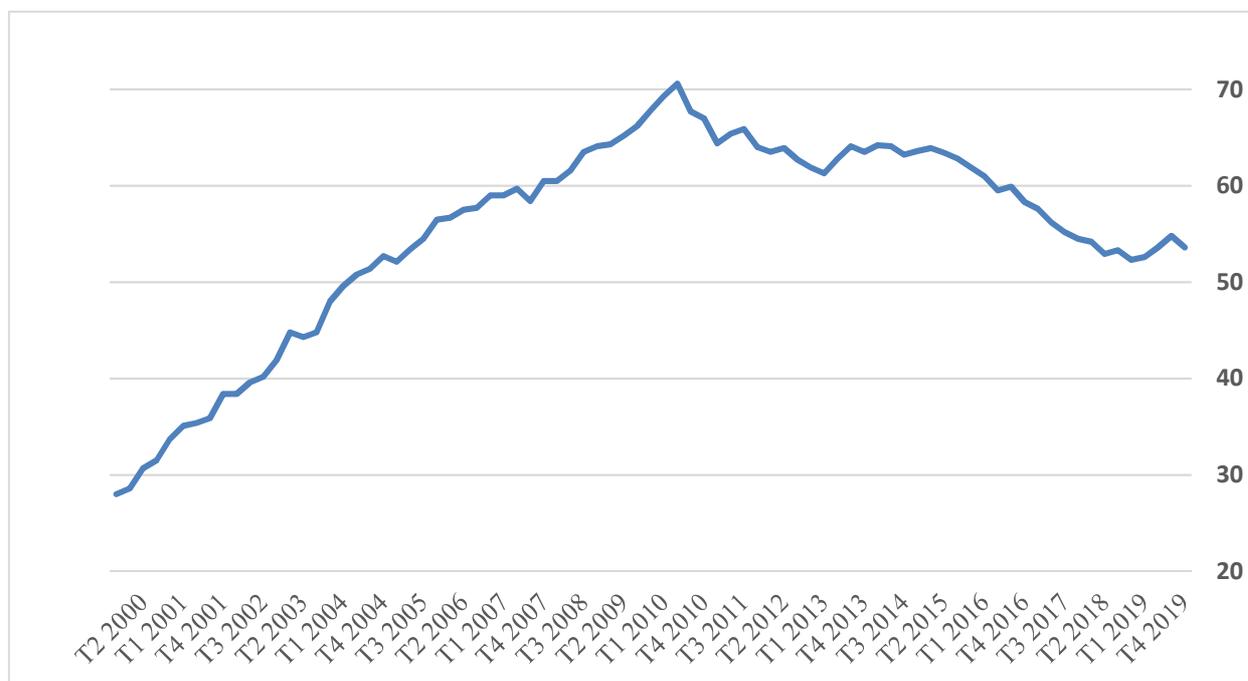
L'analyse de l'évolution dans le temps du taux de détention de la dette négociable de l'État par des agents non-résidents reflète la diversification des investisseurs en dette française, d'abord au sein de la zone euro, pour la période du milieu des années 1990 jusqu'au début des années 2000, puis hors zone euro, à partir du milieu des années 2000 jusqu'à la crise de 2008-2010 <sup>(1)</sup>.

---

(1) Ce constat avait déjà été dressé dans le rapport précité de la MEC de la commission des finances de l'Assemblée nationale.

Le taux de détention par les non-résidents a connu une tendance baissière depuis 2010 en raison du programme d'achats de titres publics mis en place par la BCE dans le cadre de sa politique monétaire non conventionnelle, puisqu'il a augmenté la part des titres détenus par la Banque de France qui réalise ces achats de titres pour le compte de l'Eurosystème.

#### ÉVOLUTION DU TAUX DE DÉTENTION DE LA DETTE NÉGOCIABLE DE L'ÉTAT PAR DES NON-RÉSIDENTS

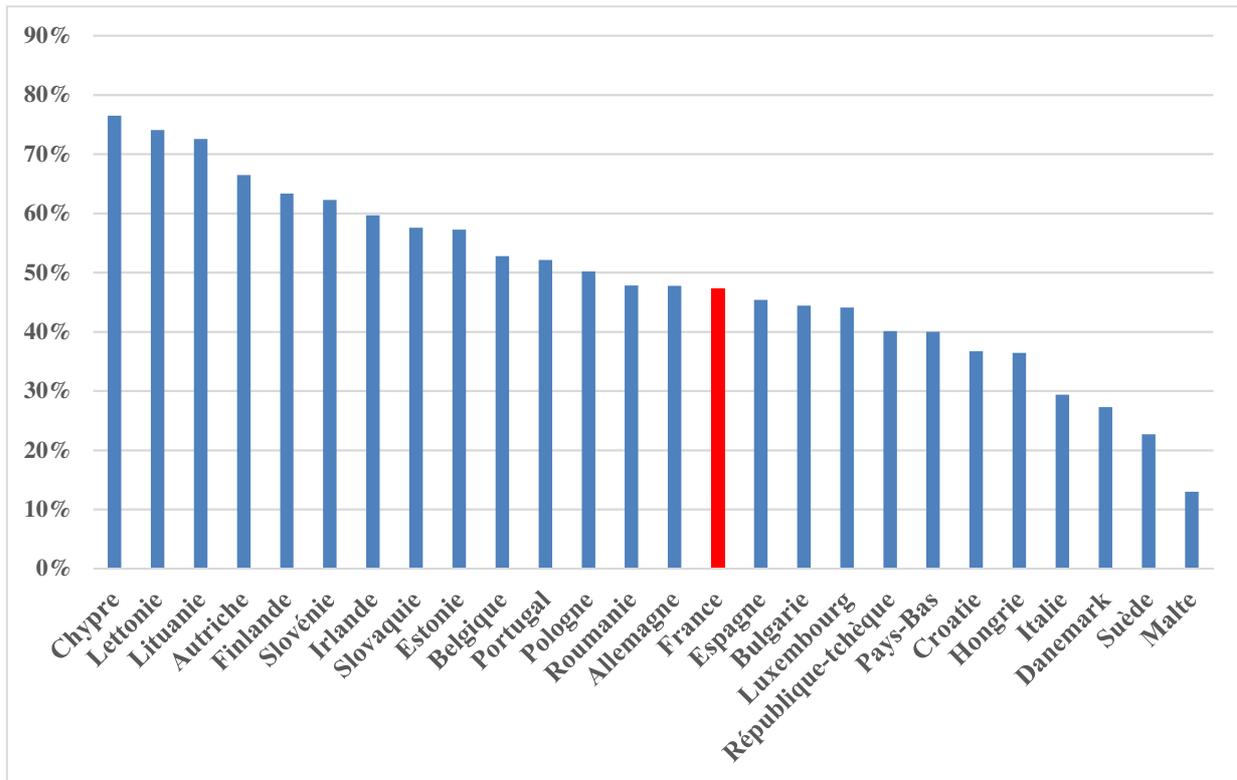


Source : Banque de France.

S'agissant de la part de sa dette publique détenue par des non-résidents, la France occupe une position médiane au sein de l'Union européenne. Comme le montre le graphique suivant. L'ensemble de la dette publique française – composé à 80 % par la dette de l'État – est détenu à environ 47 % par des non-résidents. Ce taux est inférieur à celui de la dette négociable de l'État car cette dernière est plus liquide et bénéficie d'un crédit plus élevé que la dette de l'ensemble des administrations publiques. Il n'est toutefois pas possible, à ce stade, de déterminer avec précision, parmi les détenteurs de dette publique française non-résidents, s'ils sont des ressortissants de l'Union européenne ou non.

## DÉTENTION DE LA DETTE PUBLIQUE PAR LES NON-RÉSIDENTS DANS L'UNION EUROPÉENNE EN 2018

(en % de la dette totale)



Note : les données pour la Grèce, le Royaume-Uni et la Norvège n'étaient pas disponibles.

Source : Eurostat

## II. LES SCÉNARIOS ENVISAGÉS POUR TRAITER UN ÉVENTUEL PROBLÈME DE LA DETTE

Les niveaux de dette publique qui vont être atteints dans le monde en général et en Europe en particulier ont conduit à la présentation de plusieurs solutions pour répondre à un supposé « problème » de financement de la dette publique.

Les développements de cette partie, qui s'appuient sur les travaux que le rapporteur a menés au cours de cette mission d'information, ont vocation à apporter des clés de lecture à ce débat en présentant plusieurs de ces propositions qui ne sont pas toutes mutuellement exclusives.

### A. LE *STATU QUO* : UN REFINANCEMENT DES DETTES SOUVERAINES À DES TAUX RELATIVEMENT BAS

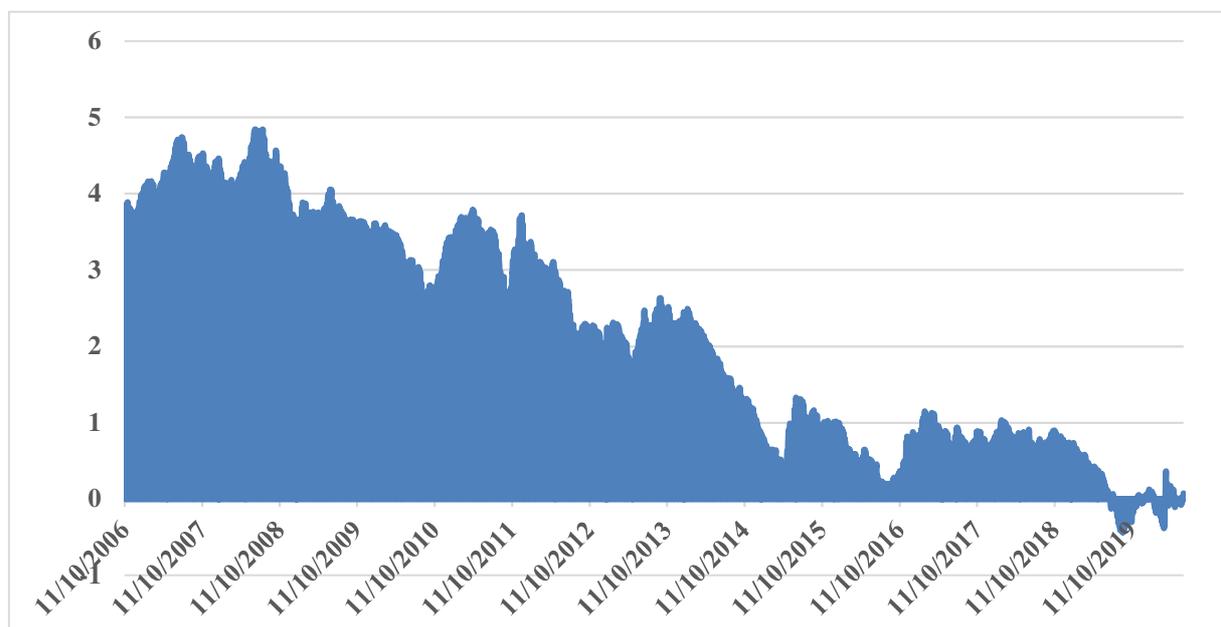
La réaction des marchés financiers à la politique monétaire de la BCE rend actuellement indolore l'augmentation historique de l'encours de dette publique, de sorte qu'il peut être argumenté que la situation actuelle ne nécessite pas un changement radical dans la stratégie de gestion de la dette.

## 1. La situation actuelle : un refinancement assuré et à bas coût grâce à la politique monétaire

● En dépit de l'augmentation continue de l'encours de dette, la France ne rencontre pas de problème pour refinancer sa dette grâce à la politique de la BCE et à la qualité de sa signature telle qu'analysée par le marché. Elle finance même sa dette à un taux d'intérêt à un niveau historiquement bas pour des raisons structurelles et pour des raisons liées à la politique actuelle expansionniste de la BCE (voir *supra*).

### HISTORIQUE DES TAUX DE L'OAT À 10 ANS FRANÇAISE

(en %)



Source : commission des finances, d'après les données de la Banque de France, extraction le 11 juin 2020.

On peut donc imaginer que tant qu'il y aura un **excès d'épargne** et tant que les titres de dette française seront considérés par les marchés comme un **actif sûr**, la France pourra se financer à bas coût sur les marchés. La France pourra notamment refinancer sa dette. En effet, la dette est actuellement « roulée », c'est-à-dire que la France emprunte par de nouvelles émissions pour combler les besoins de financement liés au remboursement des emprunts passés. Le remboursement des titres de dette venant à échéance étant opéré grâce à de nouvelles émissions de titres.

● La situation actuelle est largement liée à la politique de la BCE et notamment à sa politique d'achats de titres de dette publique (voir *supra*). Si la BCE n'intervient que sur le marché secondaire, le risque des investisseurs en dette souveraine à acheter des titres a été considérablement abaissé puisqu'ils savent qu'il est probable que la BCE les achète dans le cadre de ses programmes d'achats. La politique de la BCE favorise donc le succès des émissions de titres de dette à faible coût. Plusieurs des personnes auditionnées par le rapporteur considèrent que l'achat de titres par la BCE sur le marché secondaire est équivalent à l'achat de titres sur le marché primaire.

On relève toutefois que l'interdiction pour la BCE d'acheter des titres de dette sur le marché primaire suppose que des investisseurs de marché se positionnent sur le marché primaire pour acheter ces titres. En outre, la BCE n'est autorisée à acheter qu'une fraction limitée des titres souverains des États <sup>(1)</sup>.

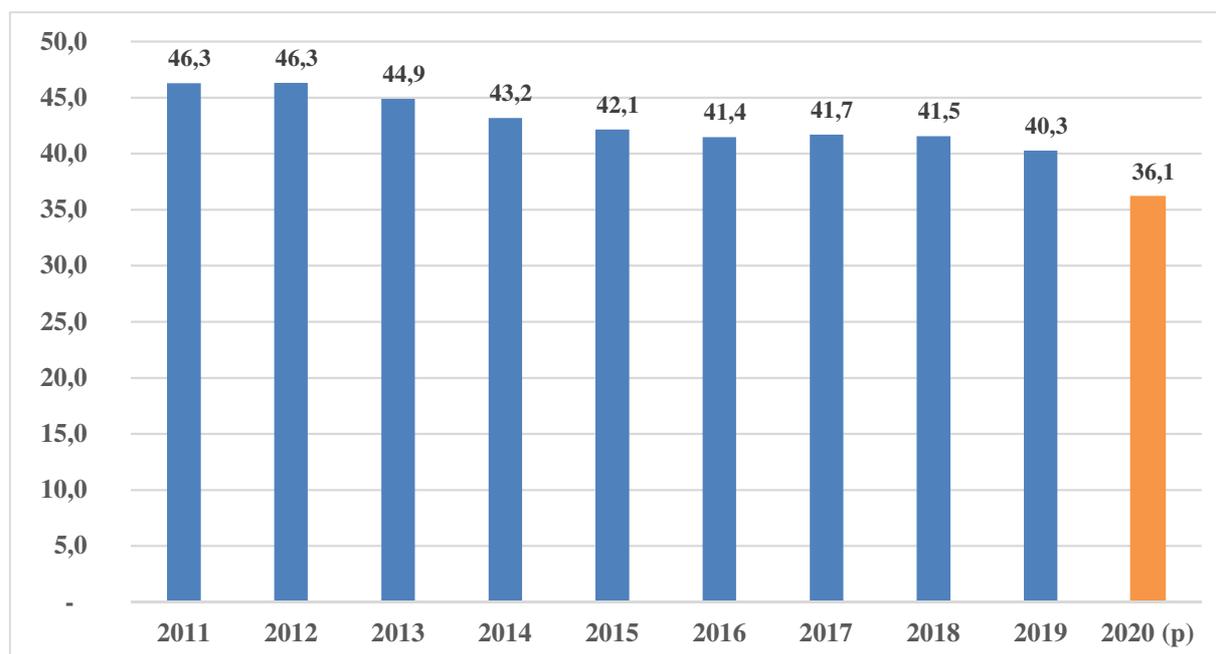
Le roulement de la dette souveraine, refinancée sans difficulté et à un faible coût grâce à la politique monétaire de la BCE peut être considéré, *de facto*, mais non *de jure*, comme une **forme de « dette perpétuelle »**.

● En dépit de l'augmentation de l'encours de la dette publique et singulièrement de l'encours de la dette de l'État en 2020, il est actuellement prévu que la charge de la dette se situe à un niveau exceptionnellement bas.

Il est d'ailleurs à noter que la LFR 2 pour 2020 a abaissé de 2 milliards d'euros la prévision du coût de la charge de la dette de l'État pour tenir compte de l'impact de la révision à la baisse de la prévision d'inflation sur la charge de la dette. En effet, environ 200 milliards d'euros d'encours de dette négociable sont indexés sur l'inflation. La révision à la baisse d'un point de la prévision d'inflation explique donc cette diminution.

#### CHARGE DE LA DETTE ET DE LA TRÉSORERIE DE L'ÉTAT

(en milliards d'euros)



Note : le montant présenté pour l'année 2020 correspond au montant de crédits actuellement prévu sur le programme budgétaire 117 « Charge de la dette et trésorerie de l'État » tel qu'il résulte de l'adoption de la deuxième loi de finances rectificative pour 2020.

Source : rapports annuels de performance de la mission Engagements financiers de l'État pour les années 2011 à 2019, loi de finances initiale pour 2020 et deuxième loi de finances rectificative pour 2020 pour l'année 2020.

(1) Voir supra I. A. 2. b.

## 2. Cette situation est-elle durable ?

- i. La BCE devrait-elle annoncer qu'elle ne réduira pas la taille de son bilan ?

- À court terme, il est improbable que l'on assiste à une hausse des taux d'intérêt. Il est en outre possible que le marché ait intégré que la taille du bilan de la BCE n'allait pas être réduite, c'est-à-dire que les dettes souveraines détenues par Eurosysteme seront refinancées. Il s'agit indirectement d'une monétisation d'une partie de la dette.

**Un économiste auditionné estime à ce titre qu'il pourrait y avoir avantage à ce que la BCE annonce explicitement qu'elle ne réduira pas la taille de son bilan après la crise, pour clarifier ce qui est actuellement perçu par le marché comme une position implicite.**

D'autres économistes, dont certains soulignent que le problème de l'autonomie de la politique budgétaire par rapport à la politique monétaire n'a jamais vraiment été réglé, proposent une modification des traités pour inscrire que par principe les dettes souveraines sont garanties par la banque centrale, sous réserves d'exceptions dont le champ serait précisé. Selon lui, de cette manière, la BCE pourrait pleinement et explicitement jouer son rôle de garantie des dettes publiques.

**Plusieurs obstacles semblent toutefois s'opposer à ce que la BCE s'engage à réinvestir indéfiniment dans les titres de dette.** La BCE doit en effet conserver toute latitude pour agir dans le cas où la croissance et surtout l'inflation repartiraient à la hausse dans les années ou mois à venir. **Tant que le risque inflationniste ne réapparaît pas,** le mandat de la BCE est protecteur du financement de la dette publique. Chercher à susciter un engagement de la BCE à réinvestir indéfiniment dans la dette publique, ou soumettre la BCE en la matière par le droit, est donc, pour le moment, **chercher à résoudre un problème qui n'existe pas.**

Dès lors, il doit être conservé la faculté pour la BCE de réduire la taille de son bilan dans le cas où l'inflation redémarrerait, même si l'augmentation de l'inflation peut n'avoir lieu qu'à long terme. Il est possible, dans des temps futurs, le moment venu, que le maintien de cette faculté satisfasse chacun. Il n'y a pas de raison que les mains de la BCE soient liées aujourd'hui, par elle-même ou des règles juridiques nouvelles. Une telle contrainte pourrait être contre-productive dans la mesure où le marché en viendrait à se poser des questions qu'il ne se pose pas actuellement, en considérant une contrainte nouvelle pesant définitivement sur l'action de la BCE, sa crédibilité acquise reposant précisément sur sa latitude très large à innover.

- Il y a également lieu de remarquer que la situation actuelle comporte des **effets redistributifs non négligeables.** La limite à l'action de la BCE semble en

effet résider dans l'incertitude sur la possibilité d'un retour de l'inflation à plus ou moins long terme et sur le niveau du prix des actifs.

Un économiste auditionné a notamment fait observer qu'il n'existe plus de lien évident entre les politiques monétaires expansionnistes, qui conduisent à une augmentation de l'offre de monnaie en circulation et l'inflation, définie comme l'évolution du prix des biens et services, comme en attestent les taux d'inflation depuis le lancement des politiques monétaires expansionnistes depuis 2010.

En revanche, conformément à la théorie économique, les politiques monétaires expansionnistes ont pour effet d'augmenter les prix des actifs, comme le prix des actions ou le prix des biens immobiliers. Cet effet implique une redistribution entre ceux qui possèdent ces actifs et ceux qui ne les possèdent pas. **Elle accroît donc certaines inégalités**, souvent en faveur des générations les plus anciennes et au détriment des jeunes générations.

ii. Prévoir une stratégie de désendettement et un cantonnement de la « dette covid » ?

● S'il y a un consensus sur la nécessité que les finances publiques des États membres soutiennent les économies nationales, durement frappées par la crise, plusieurs des personnes auditionnées ont souligné la nécessité pour les États membres de prévoir une stratégie crédible de désendettement une fois les effets de la crise passés.

Ils ont indiqué qu'il convenait de ne pas reproduire l'erreur collective de l'après crise de 2010 d'une politique budgétaire sans doute trop précipitée et trop restrictive sans politique monétaire expansionniste, ce qui a eu des effets récessifs.

● Au-delà de la trajectoire du ratio de dette publique, le rapporteur général souligne que la nature des dépenses financées par l'endettement est cruciale. **Affirmer que l'augmentation de la dette revient à faire porter sur les générations futures les errements du présent relève d'une analyse partielle** car les dépenses financées sont de natures très diverses.

Il est toutefois vrai que la notion d'équité intergénérationnelle entre en compte dans l'analyse de la soutenabilité de la dette. C'est la raison pour laquelle la part des dépenses qui bénéficieront à terme aux générations à venir – comme les investissements dans la transition énergétique ou les dépenses susceptibles de relever le potentiel de croissance – doit être prise en compte dans cette analyse. Le rapporteur a d'ailleurs pu constater que les marchés accordent de l'importance à la cohérence et à la clarté des politiques publiques menées.

● Lors de l'examen en première lecture du troisième projet de loi de finances rectificative pour 2020, M. Bruno Le Maire, ministre de l'économie et des finances, a annoncé que le Gouvernement envisageait de cantonner la dette publique

liée à la crise de la Covid-19, en précisant que serait adoptée pour cette dette « *la même stratégie que pour la dette sociale, qui a été cantonnée dans la CADES* »<sup>(1)</sup>.

Le cantonnement consisterait ainsi à isoler une part de la dette publique, dont l'amortissement et le paiement des intérêts pourraient être financés par l'affectation de recettes dédiées qui restent à définir.

## **B. LA MUTUALISATION D'UNE PART DE LA DETTE PUBLIQUE DES ÉTATS MEMBRES DE LA ZONE EURO**

### **1. L'intérêt d'une dette mutualisée au niveau européen**

Aujourd'hui, chaque État membre de l'Union européenne émet ses propres titres de dette publique. L'Union européenne dispose bien d'un budget propre, supranational, mais celui-ci est équilibré en recettes et en dépenses. Le ratio d'endettement, la charge de la dette, la politique d'émission de titres relèvent de la responsabilité budgétaire de chaque État – certes encadrée.

Or, il est possible juridiquement et techniquement que l'Union européenne émette une dette publique propre. Plus précisément, sous réserve de l'accord du Conseil, la Commission européenne dispose de la faculté d'emprunter sur les marchés financiers, mais n'a encore jamais utilisé cette faculté pour financer des transferts budgétaires vers les États membres de l'Union européenne – en d'autres termes, l'Union européenne ne s'est jamais endettée pour financer les dépenses publiques des États membres. À titre d'exemple, l'un des premiers instruments de réponse à la crise proposé par la Commission européenne, l'instrument SURE, va requérir une levée de fonds allant jusqu'à 100 milliards d'euros sur les marchés financiers, mais cette somme serait ensuite prêtée aux États membres dans des conditions avantageuses<sup>(2)</sup>. Il ne s'agit pas d'un transfert de nature budgétaire, assimilable à un financement direct ou à une subvention. Le remboursement de ces prêts mobilisera *in fine* la capacité d'endettement des États-membres, et non celle de l'Union européenne.

Un endettement de l'Union européenne au profit des États membres signifie donc un **degré d'intégration économique supplémentaire, et inédit**, à trois titres au moins. D'abord, la dette européenne est, mécaniquement, une dette mutualisée par l'ensemble des États membres, qui sont solidairement garants de la solvabilité de l'organisation communautaire à laquelle ils appartiennent. En deuxième lieu, cette dette est véritablement supranationale : elle ne porte la signature d'aucun État membre, ne pèse pas sur leur ratio d'endettement, et son service – le paiement des intérêts – est assuré par le budget de l'UE. Enfin, les dépenses financées par cette

---

(1) *Compte rendu intégral des débats, première séance du lundi 29 juin 2020.*

(2) *On peut estimer que ces prêts de l'Union européenne aux États membres constituent partiellement une forme de subvention, sans toutefois pouvoir être qualifiée de transfert budgétaire. En effet, si la Commission prête aux États à des conditions plus avantageuses que celles du marché, du simple fait de la bonne réputation financière de l'Union, la différence entre le coût du prêt sur le marché et le coût du prêt européen est un gain budgétaire net pour l'État.*

dette ne vont pas, nécessairement, profiter de façon équivalente à l'ensemble des États membres : c'est le principe d'une mutualisation.

Ce degré d'intégration économique supplémentaire est un avantage en soi. Il signale – sur les marchés financiers, en particulier – l'existence incontestable d'une **solidarité économique européenne**, qui existe aujourd'hui mais sous des formes plus diffuses, *via* des dispositifs financiers de sauvetage *ex post* (comme le mécanisme européen de stabilité) plutôt que par une cohésion économique *ex ante*.

Un endettement mutualisé présente aussi l'avantage d'**autoriser l'Union européenne à se doter d'une véritable politique budgétaire**, capable d'actions contracycliques particulièrement efficaces en période de crise, et que la taille réduite de son budget actuel ne permet pas d'assurer. Ce financement commun de la relance au niveau européen amoindrit le risque de divergence ou de manque de coordination d'initiatives purement nationales, qui peuvent intervenir à contre-courant les uns des autres. De façon indirecte, cet endettement européen permet de couvrir des besoins budgétaires que les États – en particulier ceux ayant subi une crise de leur dette souveraine comme la Grèce – n'auraient pas pourvu par crainte d'alourdir leur ratio d'endettement et de raviver la défiance des marchés. Cet affaiblissement volontaire des économies, par peur du fardeau de la dette, peut donc être corrigé grâce à une initiative d'endettement commun.

Un autre intérêt manifeste d'un endettement mutualisé est la **signature unique de l'Union européenne** – excellente sur les marchés financiers – sur les titres émis. L'un des principaux marqueurs de la fragilité de la convergence économique des États membres est, aujourd'hui, la persistance d'écart de taux d'intérêt observables sur les titres de dette des États membres. On nomme *spread* l'écart entre le taux d'intérêt pratiqué sur les obligations à 10 ans d'un État membre et le taux d'intérêt des obligations de l'Allemagne, pris en référence par le marché comme l'obligation souveraine la plus sûre de la zone euro. Lorsqu'un État membre se trouve dans une situation financière fragile ou que certains événements nationaux tendent les marchés, il est fréquent de voir le *spread* s'agrandir : les investisseurs ponctionnent l'État d'une « prime de risque » liée à l'anticipation, plus ou moins rationnelle, de sa capacité à rembourser les titres de dette émis. Un endettement mutualisé au niveau de l'Union européenne supprime, par défaut, tout risque de *spread*. Il supprime également le risque de « concurrence » des États pour écouler leur dette sur les marchés financiers, lequel peut apparaître lorsque les besoins de refinancement sont particulièrement importants. Au contraire, il est même vraisemblable que les marchés associent la performance de l'UE à celle de ses États, comme l'Allemagne ou la France, qui disposent actuellement de la meilleure signature en matière d'émission de dette, ce qui écarte tout risque d'effet d'éviction.

Un dernier intérêt, plus connexe, peut être trouvé dans cette capacité de l'Union européenne à s'endetter pour elle-même. Dans un contexte de taux d'intérêt bas, il est possible que le service de la dette soit assuré grâce aux ressources propres déjà disponibles de l'Union européenne. Mais il serait plus pertinent économiquement, et cohérent avec l'intégration économique accrue de

l'endettement commun, que l'UE se dote de ressources propres supplémentaires <sup>(1)</sup>. En volume suffisant, ces ressources propres pourraient même financer, au moins partiellement, le remboursement de la dette elle-même, ce qui permettrait à l'UE de résorber son stock de dette hors période de crise. À défaut, il faudrait que les États membres financent eux-mêmes le service de la dette européenne, voire rachètent, en temps voulu, le capital de cette dette. Cette alternative n'annule pas les autres avantages d'une dette commune, mais ramène à une solution nationale une initiative qui a le mérite d'être purement européenne.

Par ailleurs, la dette existante avant la crise de la Covid-19, ne devrait pas faire l'objet de mesures de mutualisation, pour les mêmes raisons que les traités de l'Union européenne refusent le financement direct de la dette publique : il s'agit d'éviter ce que les économistes ont appelé un aléa moral – une incitation, pour les États membres, à limiter leur effort de maîtrise de leur endettement, se sachant « couverts », en cas de difficultés ultérieures, par la garantie des autres États membres.

## **2. La concrétisation rapide d'un plan massif de relance européen financé par une dette mutualisée**

Le recours à un endettement de l'Union européenne pour financer la relance s'est rapidement concrétisé au mois de mai, sous l'impulsion de la Commission européenne, sur la base d'une initiative inédite du couple franco-allemand.

La déclaration commune des États membres, lors du Conseil européen du 26 mars 2020, invitait la Commission européenne à concevoir une stratégie de sortie coordonnée de la crise, à partir d'un plan de relance de grande ampleur : un « *plan Marshall* », selon le président du Conseil, Charles Michel, devait être présenté le 27 mai. Les contours de ce plan étaient cependant flous : de nombreux scénarios ont été mis sur la table et les rencontres successives de l'Eurogroupe ont témoigné des tensions entre États membres sur la meilleure solution politique et technique à apporter à la crise économique.

Lors d'une conférence de presse commune, le 18 mai, la Chancelière allemande et le Président de la République française ont annoncé soutenir conjointement le principe d'un grand fonds de relance, qui serait doté d'au moins 500 milliards d'euros. Il fonctionnerait à partir de subventions vers les États les plus touchés par la crise du Covid-19, ce qui signifie que le fonds autoriserait des transferts budgétaires entre États-membres, et non seulement des prêts ou des garanties. La Commission européenne serait au cœur du fonctionnement du fonds de relance : elle emprunterait les sommes nécessaires sur le budget de l'Union européenne.

---

(1) Ces ressources propres ne devraient pas constituer une fiscalité supplémentaire pesant sur les ménages, au risque d'alimenter le sentiment anti-européen. Plusieurs pistes de fiscalité innovante existent dans le débat public et devraient être considérées avec attention par la Commission européenne : une taxation des émissions carbone aux frontières de l'UE ou une taxe sur les services numériques harmonisée au niveau de l'UE.

Le 27 mai 2020, la Commission européenne a rendu publique sa proposition d'**un grand plan de relance**, « *Next GenerationEU* », qui s'inscrirait dans le cadre financier pluriannuel 2021-2027 en cours de négociations <sup>(1)</sup>. Ce plan reprend les grands principes de la proposition franco-allemande.

Le plan de relance européen, **doté d'une enveloppe initiale de 750 milliards d'euros**, sera financé à partir d'emprunts de l'Union européenne et, plus marginalement, à partir des ressources propres de l'Union (dont le plafond est temporairement relevé à 2 % du revenu national brut de l'UE). Le soutien européen sera principalement distribué aux États-membres, à hauteur de 560 milliards d'euros, dont **310 milliards d'euros de subventions budgétaires** ; une faible proportion des fonds serait utilisée pour financer des programmes uniquement européens. En outre, la majorité des fonds financera les réformes structurelles et les dépenses d'investissement des États membres, tandis qu'une faible partie des fonds (55 milliards d'euros) financera des dépenses de cohésion, principalement à destination des États les plus touchés par la crise de la Covid-19.

#### **Le plan de relance *Next GenerationEU***

Les fonds publics mobilisés pour *Next GenerationEU* seront investis dans deux principales directions : le soutien à l'investissement et aux politiques publiques dans la lutte contre la crise et le soutien aux investissements privés.

L'essentiel du plan est fléché vers des bénéficiaires publics, avec trois objectifs :

(1) soutenir la capacité d'investissement des États membres grâce à une nouvelle facilité pour la reprise et la résilience d'un montant de 560 milliards d'euros apportera un soutien financier pour les investissements et les réformes, y compris en ce qui concerne les transitions écologique et numérique et la résilience des économies nationales. Cette facilité sera dotée d'un mécanisme de subventions pouvant aller jusqu'à 310 milliards d'euros et pourra couvrir des prêts à hauteur de 250 milliards d'euros. Le soutien sera à la disposition de tous les États membres, mais concentré sur ceux qui ont été les plus touchés et où les besoins en matière de résilience sont les plus importants ;

(2) soutenir la cohésion dans l'UE : un complément de 55 milliards d'euros sera versé aux programmes actuels de la politique de cohésion entre 2020 et 2022 au titre de la nouvelle initiative *ReactEU*. Les fonds seront répartis en fonction de la gravité des effets socio-économiques de la crise, notamment le taux de chômage des jeunes et la prospérité relative des États membres ;

(3) renforcer le Fonds pour une transition juste à hauteur de 40 milliards d'euros, afin d'aider les États membres à accélérer la transition vers la neutralité climatique, et le Fonds européen agricole pour le développement rural, à hauteur de 15 milliards d'euros, afin d'aider les zones rurales à effectuer les changements structurels nécessaires conformément au pacte vert pour l'Europe.

---

(1) Des aménagements au cadre financier actuel, qui s'achève en 2020, sont prévus, afin que la relance puisse intervenir au plus tôt.

En outre, le plan de relance aura pour objet d'encourager les investissements privés :

(1) un nouvel instrument de soutien à la solvabilité mobilisera des ressources privées afin d'apporter un soutien d'urgence à des entreprises européennes viables dans les secteurs, régions et pays les plus touchés. Cet instrument pourra être opérationnel dès 2020 et disposera d'un budget de 31 milliards d'euros, destiné à lever 300 milliards d'euros de soutien à la solvabilité en faveur d'entreprises de tous les secteurs économiques ;

(2) un accroissement de la capacité du fonds InvestEU, le programme phare de l'Europe en matière d'investissement privé, à un niveau de 15,3 milliards d'euros ;

(3) une nouvelle facilité d'investissement stratégique, intégrée dans InvestEU, pourra générer des investissements allant jusqu'à 150 milliards d'euros destinés à stimuler la résilience des secteurs stratégiques, notamment ceux liés aux transitions écologique et numérique, grâce à une contribution de 15 milliards d'euros de Next GenerationEU.

Source : Commission européenne

## C. L'ÉMISSION DE DETTE À TRÈS LONG TERME

La situation actuelle de taux historiquement bas amène à envisager l'émission de titres de dette à long terme ou à très long terme.

### 1. Les horizons d'endettement actuels

● L'AFT émet des titres standardisés pour améliorer la liquidité de la dette. Il existe deux catégories de valeurs du Trésor.

Les **obligations assimilables du Trésor (OAT)** sont le support de l'endettement à moyen et long terme de l'État. Plusieurs OAT existent, de maturités comprises entre deux et cinquante ans, le produit phare étant l'OAT d'une maturité de dix ans. Les OAT sont à taux fixe et remboursables *in fine*, avec un capital éventuellement indexé sur l'inflation.

Les **bons du Trésor à taux fixe et à intérêts précomptés (BTF)** sont l'instrument de gestion de la trésorerie de l'État : ils couvrent les besoins infra-annuels de sa trésorerie. Leur maturité à l'émission est de moins d'un an.

La diversité des produits proposés par l'AFT permet de répondre aux demandes des investisseurs.

Dans sa politique d'émission, l'AFT émet de nouvelles souches de titres de dette, c'est-à-dire des titres d'une même obligation aux caractéristiques particulières de taux d'intérêt et de date d'échéance. Elle réabonde également des souches déjà en circulation afin de répondre à une demande du marché pour les caractéristiques particulières de ces souches. L'AFT dispose d'environ 70 souches différentes pour mener ses programmes obligataires.

Les titres des souches émises ou réémises ne correspondent jamais parfaitement au prix du marché. C'est particulièrement vrai pour les souches réémises. La différence entre le taux du marché et le taux de la souche est comblée par la réception par l'AFT de primes au moment de l'émission ou de la réémission ou par le paiement de décotes.

Cette politique active de gestion de la dette favorise la liquidité des titres de dette française, ce qui a un impact favorable sur les taux d'intérêt demandés.

● Depuis 2013, grâce à la politique accommodante de la BCE et à la gestion de l'AFT, la part des titres à court terme dans le stock de dette de l'État est en diminution et, corrélativement, la durée de vie moyenne du stock de dette augmente. **En 2019, la durée de vie moyenne de la dette a atteint un plus-haut historique de 8,2 ans et la part des BTF dans le stock de dette un taux très faible de 5,9 %.**

#### DURÉE DE VIE MOYENNE DE LA DETTE NÉGOCIABLE DE L'ÉTAT



Source : AFT.

## 2. Faut-il s'endetter à très long terme ?

### a. Les propositions d'émissions de titres à très long terme

● Le débat sur l'opportunité que constitue un environnement de taux d'intérêt bas pour allonger la maturité de la dette de l'État n'est pas nouveau. La commission des finances s'est d'ailleurs déjà penchée sur ce sujet en 2016 à l'occasion de la MEC précitée.

L'allongement de la durée de vie de la dette a pour avantage évident de **limiter la répétition d'émissions importantes de refinancement**, ce qui permet de réduire les conséquences d'une hausse brutale des taux d'intérêt. Augmenter le montant des émissions à long terme lorsque les taux d'intérêt sont bas permet de **sécuriser l'avantage d'un emprunt à long terme à taux bas** en renonçant à

profiter d'un taux encore plus bas sur des maturités plus courtes avantage de court terme qui s'accompagne du risque d'une remontée des taux avec un impact majeur à court terme.

- Plusieurs des personnes auditionnées par le rapporteur proposent que l'État emprunte dans la période actuelle à très long terme sur les marchés financiers.

Ainsi, une des solutions préconisées face au problème de l'augmentation du niveau de l'encours de dette liée à la crise est l'émission de titres à des échéances très lointaines. A été notamment évoqué la possibilité d'émettre des titres à 50 ou à 100 ans.

Pourquoi de tels financements de très long terme ? Dans une tribune dans le journal *Le Monde* <sup>(1)</sup>, M. Cohen a indiqué que la crise mettait en lumière l'importance pour l'État d'assurer ses missions fondamentales, ce qui suppose un investissement accru dans le système de santé, dans la prise en charge de la dépendance, dans l'augmentation des moyens pour le système éducatif et d'enseignement supérieur, la mise en place d'un revenu universel et les investissements en faveur du climat.

Constatant que le risque d'inflation semble écarté et qu'il est probable que les taux d'intérêt restent bas, il préconise que l'État s'endette à 50, 100 ans, voire avec une dette perpétuelle. La proposition de M. Cohen suppose que la BCE s'engage à acheter la dette émise dans le respect de son mandat de stabilité des prix.

### *b. La question de la liquidité de la dette et de la profondeur du marché*

- Si la faiblesse des taux d'intérêt a permis un allongement de la durée de vie moyenne de la dette pour qu'elle atteigne un niveau historique, **il n'est pas évident que la persistance de cet environnement de taux doive conduire à allonger significativement la durée moyenne de la dette.**

En effet, l'AFT, selon une doctrine bien établie, doit trouver un équilibre entre la réduction du risque de refinancement par l'allongement de la durée de vie de la dette et la garantie de la liquidité de ses titres sur toute la courbe de taux, c'est-à-dire à toutes les maturités. Or, c'est précisément la politique que l'AFT mène actuellement qui garantit une bonne liquidité de la dette française et correspond le mieux à la demande des investisseurs. Un allongement trop important et brutal de la durée de vie moyenne de la dette pourrait avoir pour conséquence de surprendre le marché ou de le brusquer en lui demandant d'absorber des montants importants à des maturités qui ne correspondent pas à ses souhaits. Le succès de la politique d'émission de l'AFT, qui contribue à la faiblesse des intérêts qu'elle sert, repose sur une stratégie d'adaptabilité, de transparence et de clarté vis-à-vis du marché.

---

(1) M. Daniel Cohen, « Il faut financer la crise et les investissements climatiques avec une dette de très longue durée à 50 ou 100 ans, voire perpétuelle », *Le Monde*, 21 avril 2020 ([lien](#)).

L’AFT doit en effet optimiser l’offre de titres qu’elle propose pour qu’elle corresponde au mieux à la demande du marché, tout en assurant les intérêts du pays par des coûts les plus bas possible de financement. Le tableau ci-dessous présente les catégories d’investisseurs et les maturités sur lesquelles ils se positionnent traditionnellement.

#### SEGMENTATION DE LA DEMANDE DES TITRES DE L’ÉTAT

##### MATURITÉS INDICATIVES PAR TYPE D’INVESTISSEURS

Fonds monétaires	0-1 an
Trésorerie des banques	0-10 ans
Banques centrales	0-30 ans
Assureurs	10-30 ans
Fonds de pensions	10-50 ans
Gestionnaires d’actifs	0-50 ans

*Source : commission des finances, d’après les données du rapport n° 3936 de la mission d’évaluation et de contrôle de l’Assemblée nationale, juillet 2016.*

Au-delà de maturités de 30 ans, la demande pour les titres de dette souveraine est assez faible, si bien qu’il n’est pas certain qu’un État puisse émettre à cet horizon, pour des volumes importants, à un coût raisonnable.

L’AFT n’a jamais émis de titres d’une maturité supérieure à 50 ans. Des émissions au-delà de 50 ans courent le risque de n’attirer que des gestionnaires de fonds spéculatifs qui, pour acheter des titres à cet horizon, pourraient d’ailleurs vendre des titres de dette d’un même État à des horizons plus proches, ce qui contribuerait à perturber la courbe de taux en renchérissant le coût d’émission de titres à plus court terme. Le 11 juin, le taux des OAT 50 ans s’élevait à 0,77 %.

C’est la raison pour laquelle très peu d’États ont émis des titres à cet horizon. La faible profondeur de marché pour ces échéances lointaines pourrait rendre difficilement applicable cette proposition.

#### D. LA DETTE PERPÉTUELLE ET SON ACHAT PAR LA BANQUE CENTRALE

Plusieurs économistes ou personnalités politiques ont proposé que l’État émette une dette perpétuelle, qui bénéficierait du concours de la politique monétaire de la BCE.

##### 1. Les emprunts perpétuels : un mode de financement qui a été progressivement abandonné

● Communément, on entend par dette perpétuelle un **emprunt assimilable à une rente** : les intérêts sont dus indéfiniment par le débiteur, mais le capital n’est jamais remboursé.

L'émission de dette perpétuelle a déjà existé par le passé. La France a ainsi lancé quatre emprunts perpétuels entre 1915 et 1918 pour financer les dépenses liées à la Première Guerre mondiale, appelant les Français à y souscrire. Ils portaient des taux d'intérêt compris entre 5 et 5,5 %. De même, la Grande-Bretagne avait émis plusieurs emprunts perpétuels pour financer l'effort de guerre, dont le dernier émis en 1932 pour refinancer la dette accumulée durant la guerre. Il correspondait à une somme de 1,9 milliard de livres, doté d'un coupon de 3,5 %.

- Après la Seconde Guerre mondiale, la France a progressivement mis en place un autre système de financement de son économie appelé « circuit du Trésor » qui permettait de financer les découverts temporaires de l'État en drainant l'épargne des particuliers et des institutions bancaires. L'État émettait par ailleurs des titres de court terme que les établissements financiers devaient obligatoirement acheter. Les banques devaient en effet détenir dans leur portefeuille une part minimale de bons du trésor. Ce système avait pour inconvénient de nuire au financement de l'économie en raison des contraintes imposées aux banques et de créer de l'inflation. L'État a progressivement émis sur les marchés financiers à partir des années 1960, ce qui lui a permis de diversifier la demande pour sa dette, et sans aucun doute d'en abaisser le coût pour les finances publiques et l'économie.

## 2. Quels seraient les avantages à l'émission d'une dette perpétuelle ?

Les économistes qui proposent la solution d'émettre des emprunts de **dette perpétuelle partent du constat que la politique d'assouplissement quantitatif de la BCE et les actions qu'elle mène dans le contexte de crise ne suffiront pas à régler le problème de la dette**. L'inconvénient du seul assouplissement quantitatif comme réponse à un taux élevé d'endettement est qu'il ne permet pas le désendettement. La dette peut continuer à augmenter sans garde-fous et la charge d'intérêt n'est pas maîtrisable.

Comme vu précédemment, la politique d'assouplissement quantitatif court de surcroît le **risque de créer des bulles d'actifs et donc de l'instabilité financière**. Elle a d'ailleurs des effets redistributifs en augmentant le prix des actifs existants, enrichissant donc les propriétaires de ces actifs au détriment de ceux qui ne les possèdent pas et dont les capacités à les acquérir s'amenuisent.

C'est la raison pour laquelle certains économistes proposent l'émission de titres de dette perpétuelle par les États membres.

Pour ses défenseurs, la dette perpétuelle a l'avantage de **libérer l'État du remboursement du capital de la dette** pour les nouveaux emprunts. Dans cette logique, l'État pourrait ainsi dégager un **espace budgétaire supplémentaire** pour financer ses politiques publiques.

### **3. Une solution qui n'apparaît pas plus avantageuse que la situation actuelle et que l'émission de titres à long terme**

Analyser l'opportunité d'émettre une dette perpétuelle doit nécessairement conduire à **traiter de la présence d'un marché pour l'achat de la dette perpétuelle** et par conséquent du taux d'intérêt applicable à cet emprunt.

Comme l'ont fait remarquer plusieurs personnes auditionnées, la faiblesse de la demande potentielle pour de tels titres pourrait conduire à ce que l'État verse un coupon relativement élevé à ses créanciers. La proposition d'émission de dette perpétuelle s'accompagne souvent de celle du **soutien de la BCE** qui pourrait acquérir cette dette, au moins sur le marché secondaire. Elle ne pourrait acquérir de tels titres qu'au prix du marché, sinon l'émission de dette perpétuelle reviendrait de fait à l'annulation d'une partie de la dette (traitée *infra*).

En tout état de cause, compte tenu du niveau des taux d'intérêt, même à long terme, cette proposition ne semble pas devoir être privilégiée par rapport à l'émission de titres de dette à très long terme ou par rapport à la situation actuelle qui permet à l'État de se financer à un très faible coût.

## **E. LA MONÉTISATION DE LA DETTE PUBLIQUE**

### **1. Qu'entend-on par la monétisation ?**

La monétisation est habituellement associée à la dette publique : il s'agit de l'opération de l'État qui consiste à céder, dès l'émission et sans condition particulière, un titre de dette publique à sa banque centrale, qui la finance grâce à la création monétaire. Généralement, la banque centrale n'est alors pas indépendante : elle demeure une institution soumise à l'État, et c'est l'État, par construction, qui fixe la politique monétaire de la banque centrale <sup>(1)</sup>. Il s'agit de la manière traditionnelle de faire « fonctionner la planche à billets », c'est-à-dire qu'un État finance son action publique – historiquement, ses guerres – par l'émission contrôlée de monnaie.

Une autre approche de la monétisation consiste à autoriser que la création de monnaie permette de financer directement des investissements publics, des politiques économiques ou des aides directes aux ménages ou aux entreprises, plutôt que de financer la dette publique contractée par l'État pour financer ces mêmes politiques.

---

(1) La Banque d'Angleterre ou la Banque du Japon sont des banques centrales qui ne sont pas indépendantes de leur État. Au contraire, la BCE ou la Banque fédérale américaine sont indépendantes : la politique monétaire est décidée indépendamment de la volonté politique des pouvoirs publics étatiques, en fonction d'objectifs définis par un mandat défini par les seules autorités monétaires.

## **2. Quels en seraient les avantages ?**

L'avantage de la monétisation est de supprimer le problème du financement de la politique budgétaire de l'État et donc de l'endettement. La politique monétaire est mise au service de la politique budgétaire, qui accroît donc ses marges de manœuvre. La création monétaire n'a plus de rôle macroéconomique (maîtrise de l'inflation, des taux d'intérêt) mais un rôle de financement budgétaire.

En particulier, la question du ratio d'endettement se pose avec moins d'acuité dans la mesure où l'État n'est pas contraint par des investisseurs extérieurs pour financer sa dette. Lorsque l'État souhaite ménager sa masse monétaire, il peut céder sa dette sur les marchés financiers, puis se replier sur la création monétaire en période de crise économique ou de tension financière.

Enfin, comme pour la dette détenue par la banque centrale par des opérations de rachats de titres publics sur le marché secondaire, la dette financée par création monétaire directe n'engendre pas de coût financier pour l'État : il n'a pas d'intérêts à payer. Dans le cas de la dette rachetée sur le marché secondaire, l'État verse bien les intérêts de cette dette, mais ces intérêts sont intégralement récupérés sous forme de dividende de la banque centrale à l'État, puisque celle-ci lui appartient à 100 %.

## **3. Quels en seraient les risques ?**

Historiquement, la monétisation de la dette publique, pratiquée à outrance, s'est traduite par une déstabilisation importante des économies inondées de liquidités. En d'autres termes, la profusion de monnaie se traduit par une perte de sa valeur intrinsèque : l'acquisition de biens ou de services s'effectue pour davantage de monnaie qu'auparavant, puisque l'offre de monnaie a augmenté. C'est la définition de l'inflation : un même bien est désormais accessible à un prix supérieur. Dans les circonstances où la création monétaire a été particulièrement importante, l'inflation s'est muée en hyperinflation, et la confiance dans la monnaie s'est perdue. La situation économique qui en découle est particulièrement grave : appauvrissement généralisé de la population, désorganisation sociale et économique, retour à une économie du troc, etc.

Au sein des économies modernes, l'indépendance progressive des politiques monétaires vis-à-vis des États et de leur politique budgétaire découle directement de la volonté de mieux contrôler les effets de bord de la monétisation sur l'inflation. La théorie économique a montré que, sans aller jusqu'à l'hyperinflation, une inflation mal contrôlée avait des effets macroéconomiques indésirables sur l'emploi, sur la répartition des richesses et sur les relations monétaires internationales. En outre, beaucoup de politiques budgétaires comportent des biais inflationnistes : la recherche de certains effets économiques utiles pour la société (baisse du chômage, hausse de la croissance, stabilité du taux de change) s'est souvent traduite par la seule hausse des prix.

Ainsi, progressivement et selon les États, les objectifs des banques centrales ont évolué du seul financement de la politique budgétaire à des objectifs plus vertueux économiquement <sup>(1)</sup> : le contrôle de la masse monétaire en circulation et donc des prix, la stabilité financière, le bon fonctionnement du système bancaire et la stabilisation macroéconomique de l'activité.

Dans le cas de la BCE, et pour les raisons précédemment évoquées, la monétisation de la dette publique est expressément interdite par les traités européens. Il s'agit même d'une condition *sine qua non* de la création de la monnaie unique : l'indépendance de la politique monétaire de la BCE et son assignation à un objectif principal de maîtrise de l'inflation ont été posées en prérequis à l'union monétaire : les politiques budgétaires des États membres, marquées par les nécessaires divergences politiques existantes au sein de l'Union, doivent être déconnectées de la mise en œuvre de la politique monétaire, concentrée sur le contrôle de la monnaie.

Toutefois, l'ampleur des programmes de rachat de dette publique dans le cadre de la lutte contre la crise actuelle conduit la BCE à acquérir, *de facto*, la quasi-totalité de la « dette covid », peu de temps après son émission par les États. La BCE ne monétise donc-t-elle pas la dette publique ? Oui, au sens où la création monétaire finance presque instantanément une dette publique nouvelle ; et surtout non, car à la différence d'une véritable monétisation, la dette contractée demeure à rembourser et la masse monétaire – ainsi que le bilan de la BCE – doit en être réduite d'autant à terme, à défaut d'un refinancement selon les mêmes modalités de cette dette initiale.

## F. L'ANNULATION OU DE LA RESTRUCTURATION DE LA DETTE PUBLIQUE

### 1. Qu'entend-on par annuler ou restructurer la dette publique ?

#### a. Définition générique

Le Fonds monétaire international livre une définition des termes de restructuration et d'annulation de la dette publique :

« On entend par restructuration de la dette les **accords bilatéraux** passés entre le créancier et le débiteur qui modifient les conditions prévues pour le service d'une dette. La restructuration peut prendre la forme d'un rééchelonnement, d'un refinancement, d'une remise de dettes, de conversions de dettes et de remboursement anticipé. En outre, un créancier peut réduire la dette au moyen d'une annulation (...), et par conséquent qu'il la retire de son bilan » <sup>(2)</sup>.

---

(1) La création de la Fed, en 1913, banque centrale d'emblée indépendante, a eu pour objet de restaurer la stabilité des prix, après plusieurs décennies de crises monétaires et financières subies par les États-Unis.

(2) Fonds monétaire international, Statistiques de la dette extérieure : Guide pour les statisticiens et les utilisateurs, 2003.

Il convient de noter que la restructuration de la dette peut donc contenir des annulations de dettes, consenties de façon bilatérale. L'annulation de dette, au sens fort, signifie une action unilatérale du créancier, qui supprime cet actif de son bilan après avoir constaté, par exemple, la faillite, le défaut ou le moratoire de paiement mis en œuvre par le débiteur. Les restructurations et annulations de dette s'observent, historiquement, dans les pays en développement ou dans certains pays émergents confrontés à de grandes difficultés financières. Le Club de Paris a ainsi été créé spécifiquement pour que certains grands créanciers publics, soit 22 États développés ou émergés, dont la France, se concertent et proposent des solutions communes aux difficultés d'endettement d'États tiers.

***b. La restructuration et l'annulation de la dette appliquées à la situation actuelle***

La situation qui intéresse le présent rapport porte toutefois sur une politique non contrainte d'annulation ou de restructuration de dette, dans l'optique de trouver une solution innovante à son financement.

Il ne s'agit pas d'envisager que la France, qui ne connaît aujourd'hui aucun problème de refinancement de sa dette sur les marchés financiers, décide de faire partiellement défaut sur une partie de sa dette détenue par des créanciers privés <sup>(1)</sup>. La solution dont il est fait ici débat repose sur le postulat important que seule la partie de dette détenue par les banques centrales serait annulée ou restructurée.

Ensuite, il peut s'agir de l'intégralité de la dette détenue par la banque centrale de l'État considérée – environ 20 %, dans le cas de la Banque de France – ou uniquement de la fraction de dette contractée dans le cadre de la lutte contre la crise actuelle, selon les options politiques retenues.

L'annulation ne pose guère de difficultés théoriques dans ce contexte : la banque centrale considérée efface simplement de son bilan les titres de dette souveraine qu'elle détient, supprimant par la même occasion la créance qu'elle détient sur l'État. Ce dernier voit donc son stock de dette mécaniquement diminuer.

En revanche, plusieurs types de restructurations de dette existent (*cf.* encadré ci-dessous). La solution intéressante ici est le **rééchelonnement de la dette existante en dette de long terme ou en dette perpétuelle**. Il s'agit d'échanger les titres de dette existants, dont la maturité varie, en nouveaux titres de dette, toujours détenus par la banque centrale mais présentant des caractéristiques plus intéressantes pour l'État : pas de besoin de refinancement dans une très longue période, possibilité de cantonner comptablement cette dette, etc.

---

(1) Un État a toujours la faculté de faire faillite sans que son existence ne soit directement menacée, à la différence d'une entreprise. La conséquence est alors uniquement l'appauvrissement du créancier qui détient la dette, puisqu'il perd la valeur de cette créance. Une telle décision est lourde de conséquences, comme cela a été expliqué supra dans la partie I. B. 1. b.

### Les trois principales catégories de restructuration de la dette

« La modification des termes et conditions applicables au montant exigible, qui a parfois pour effet de réduire la charge de la dette en valeur actualisée. Ces opérations constituent ce qu'on appelle généralement un rééchelonnement. Parfois, elles sont qualifiées de refinancement ou d'échange de dettes. Parmi elles figurent des opérations qui modifient la nature de l'instrument considéré, par exemple dans le cas de *swap* de prêts contre titres obligataires (...).

« La réduction du montant, ou l'extinction, d'une obligation au titre de la dette que le créancier consent par l'intermédiaire d'un accord signé avec le débiteur. Il s'agit alors d'une remise de dettes (...).

« L'échange par le créancier d'un instrument de la dette contre une valeur économique autre qu'une autre créance sur le même débiteur. Il peut s'agir notamment d'une conversion de dettes, comme dans le cas des conversions dettes contre titre de participation, dettes contre biens immobiliers et dettes contre protection de la nature, ainsi que du remboursement anticipé ou du rachat contre liquidités. »

Source : FMI, *op. cit.*

## 2. Quels seraient les avantages pour la France ?

### a. En cas d'annulation

À la différence de l'annulation de titres détenus par des créanciers privés ou étrangers (investisseurs institutionnels, ménages, États tiers), l'avantage de cette solution est de ne léser aucun agent économique, de ne pas se traduire par une perte de richesse. En effet, les titres de dette acquis par la banque centrale sont financés à partir de monnaie créée *ex nihilo* par la banque centrale : annuler ces titres de dette a pour unique effet direct d'empêcher la résorption de la masse monétaire circulant dans l'économie créée en contrepartie de la détention de ces titres <sup>(1)</sup>. La banque centrale « s'appauvrit », certes, puisque des actifs sont supprimés de son bilan tandis que le passif – la monnaie émise – reste en circulation. Mais la particularité du fonctionnement d'une banque centrale, qui n'est pas assimilable à une banque privée, n'empêche pas cette manœuvre.

Une telle annulation est donc indolore pour l'économie réelle, au moins à court terme, n'appauvrit pas les épargnants, ne ruine pas les relations financières – et, par ricochet, diplomatiques – avec les États tiers créanciers. Cette annulation supprime donc la principale contrainte associée à la « banqueroute » : la rupture complète de confiance, qui explique que les États n'y recourent, traditionnellement, qu'en cas de situation désespérée. Le comportement des créanciers privés qui détiennent toujours une partie de la dette de l'État post-annulation pourrait même être optimiste : si une décision de défaut partiel conduit habituellement à une

---

(1) La monnaie créée pour acquérir des titres de dette est « détruite » lorsque la banque centrale cède ces titres, à un investisseur tiers ou à l'État qui la rembourse. En d'autres termes, il y a une corrélation directe entre la quantité de titres de dette publique détenue par la banque centrale et la quantité de monnaie qui circule dans l'économie.

panique financière, aux effets macroéconomiques peu contrôlables (voir ci-après), les marchés financiers pourraient au contraire être rassurés par cette opération, dans la mesure où une conséquence importante de l'annulation partielle de la dette publique est la diminution drastique du ratio d'endettement de l'État. En d'autres termes, le volume de dette étant désormais beaucoup plus faible, il est moins vraisemblable que celle-ci devienne insoutenable : plus que jamais, les obligations souveraines seraient alors considérées comme « sûres » par les marchés et par les agences de notation.

Selon les défenseurs de cette solution, la réduction du ratio d'endettement permise par l'annulation n'est pas qu'un indicateur de performance à destination des marchés financiers. Il signifie également que l'État retrouve une capacité d'endettement nouvelle, qui pourrait être utilement mise à profit pour des politiques de relance budgétaire, pour des investissements dans des projets d'avenir, ou pour financer des transitions.

Cette capacité d'endettement peut également être gardée intacte : les marges de manœuvre budgétaires peuvent être conservées pour gérer une période de crise, ou utilisées modérément pour faciliter le retour à l'équilibre des comptes publics. D'ailleurs, l'annulation de dette contribuerait à résoudre également les problèmes de conformité des États à certaines règles de discipline budgétaire fixées par le droit de l'Union européenne.

Enfin, l'annulation de cette dette est une protection contre l'évolution potentielle de la politique monétaire. Il n'est pas garanti que la BCE puisse poursuivre son programme de rachats d'obligations souveraines indéfiniment : supprimer cette dette revient à écarter le risque de devoir la refinancer sur le marché – et en supportant la charge financière – dans le futur.

### ***b. En cas de restructuration***

La restructuration de la dette existante est une solution moins ambitieuse que l'annulation pure et simple : elle présente plusieurs avantages similaires, mais ne permet pas une réinitialisation. La dette est toujours présente : certes, elle est remboursée à des échéances plus longues, sinon jamais, avec un taux d'intérêt qui demeure bas. Le ratio d'endettement de l'État ne diminue pas.

L'effet principal de la restructuration de la dette publique sur des maturités plus longues est de cantonner la dette existante en deux catégories : la dette publique détenue par des créanciers privés, qui demeure émise et remboursée selon les standards – par exemple – de l'AFT, et la dette publique détenue par la BCE, qui devient une dette de très long terme. Cette portion de dette ne pourra pas être remise sur le marché avant une longue période, ce qui rassure sur la soutenabilité d'ensemble de l'État. Il serait alors opportun de raisonner, économiquement ou politiquement, sur la seule portion de dette négociable sur le marché des investisseurs privés lorsqu'il est question du ratio d'endettement de l'État. C'est cette dette qui doit être remboursée en priorité et qui a un sens économique ; la dette

restructurée étant, en d'autres termes, sanctuarisée. Cette approche comptable du cantonnement rapproche la solution de la restructuration de celle de l'annulation.

De même, la restructuration à long terme de la dette détenue par la banque centrale a le même effet que l'annulation : la banque centrale perd la faculté de revendre ces titres ou de cesser de les refinancer – par exemple en cas de décision de réduction drastique de son programme d'assouplissement quantitatif. Comme pour l'annulation de dette, la restructuration supprime également l'effet direct d'une remontée des taux d'intérêt que la fin de l'assouplissement quantitatif doit *a priori* entraîner : l'augmentation du coût du service de la dette, qui peut rapidement devenir insoutenable si le volume dette non restructurée est trop important.

### 3. Quels risques ?

Le premier risque à signaler est **juridique**. Une opération d'annulation ou de restructuration de dette publique par la banque centrale est une monétisation déguisée des dépenses publiques, strictement interdite par les traités européens, comme cela a été développé *supra*.

En effet, l'annulation de la dette publique détenue par la banque centrale signifie que cette dernière supprime le seul intermédiaire entre la création monétaire et la dépense publique : le titre de dette remboursable et associé à un coupon d'intérêt <sup>(1)</sup>. La création monétaire a donc financé directement la dépense publique, avec un décalage de temps. Dans la situation d'une restructuration de dette, la banque centrale acquiert le nouveau titre de dette (longue maturité ou perpétuité) dès l'émission, sans passage par le marché. C'est bien une pratique aujourd'hui interdite par les traités.

Mais les risques associés à l'annulation ou à la restructuration de la dette publique sont également de **nature économique**. Auparavant, le principal argument à l'encontre d'une augmentation de l'intervention de la BCE sur le marché des dettes souveraines était de nature monétaire : le risque d'inflation, voire d'hyperinflation, comme cela a été développé dans le scénario « monétisation de la dette publique », *supra*. Plusieurs exemples historiques montrent en effet que la création massive de monnaie à seule fin de financer la dette d'un État déstabilisait fortement la formation des prix.

Cet argument n'est plus suffisant aujourd'hui : les tensions inflationnistes sont aujourd'hui faibles, ce qui conforte d'ailleurs la politique monétaire actuellement menée par la BCE.

Quels autres risques peuvent alors être identifiés ?

---

(1) La banque centrale a créé de la monnaie pour acquérir un titre de dette, émis par l'État pour financer ses dépenses publiques. Dans la situation actuelle, l'État doit, in fine, rembourser ce titre de dette à la banque centrale, ce qui lui permet de détruire la monnaie créée pour financer l'État, et donc neutraliser l'opération.

Le risque le plus évident est la **déstabilisation brutale des marchés financiers**. L'opération d'annulation ou de restructuration de la dette publique détenue par la banque centrale ne concerne certes pas la partie de dette détenue par les créanciers privés. Toutefois, il n'est nullement garanti que les marchés financiers ignorent les effets d'une telle opération, qui fragilise le bilan de la banque centrale, son indépendance vis-à-vis des États et la crédibilité de sa politique monétaire. Or, la banque centrale est aussi la garante de la stabilité financière : son affaiblissement pourrait conduire à une anticipation des marchés sur son incapacité à assurer cette mission. Une crise financière d'ampleur n'est alors pas à exclure.

En outre, une **annulation ou une restructuration de dette appauvrit la banque centrale**, ce qui pèse sur la confiance des agents économiques qui entretiennent des relations directes avec elle, en premier lieu les banques de second rang. Pour se refinancer, les banques déposent des actifs auprès de la banque centrale, que cette dernière rémunère – certes à taux très bas dans la période actuelle. Or, lorsque les créances que la banque centrale détient sur l'État considéré disparaissent, cela se traduit par une **perte de fonds propres**, tandis qu'au passif, la monnaie émise pour financer l'acquisition de ces titres de dette demeure inscrite à son bilan. Cela ne nuit pas au fonctionnement théorique de la banque centrale, qui peut poursuivre son action avec des fonds propres négatifs. Mais cela est susceptible de nuire à la confiance des acteurs économiques, qui vont anticiper que la banque centrale, pour financer ses activités, notamment la rémunération qu'elle peut leur devoir, devra encore recourir à la création monétaire. Par exemple, en cas de remontée des taux d'intérêt – possiblement entraînée par cette seule anticipation des marchés –, la BCE n'aura plus, en propre, les moyens de rémunérer les banques commerciales pour leurs dépôts, et sera donc également contrainte de créer de la monnaie pour financer le versement de ces intérêts. De même, pour les banques centrales nationales, seules entités publiques autorisées à souscrire au capital de la BCE et donc à la recapitaliser, la création monétaire est la solution la plus commode. La banque centrale fait donc face à une spirale de création monétaire qui peut sembler neutre à court terme, mais qui ne manquerait pas d'entraîner de lourdes difficultés macroéconomiques à plus long terme : remontée brutale de l'inflation, déstabilisation financière et, perte de confiance dans l'euro, par les marchés financiers mais aussi par les entreprises ou les ménages.

Enfin, l'annulation de la dette publique conduit-elle vraiment à faire disparaître cette dette ? Comme vu précédemment, c'est bien le bilan de la banque centrale qui supporte le poids de cette annulation, qui peut alors plutôt être vu comme un transfert de dette, des États vers l'institution qui n'a pas pour objet d'épurer leur dette, mais de faire fonctionner leur système monétaire et financier. Il faut, pour comprendre la mécanique de ce transfert, rappeler que **la monnaie est elle-même une dette**. Un agent économique qui détient un billet de banque détient une créance sur la banque centrale, qui est la garante que la monnaie permet d'acquérir des biens et des services à sa valeur faciale, *modulo* l'inflation. Lorsque la banque centrale supprime des créances publiques qu'elle a financées par de la création monétaire, la monnaie émise, qui demeure en circulation, représente toujours une dette de la banque centrale. Il y a bien eu transfert de dette de l'État

vers la banque centrale <sup>(1)</sup>. Pour quelle conséquence concrète ? La disparition d'actifs d'État au bilan de la banque centrale est un coup porté à sa crédibilité, acquise patiemment et ce, malgré sa création récente. En outre, l'annulation la fragilise financièrement. Le risque est, à terme, de créer un doute des ménages et des entreprises sur la valeur de la monnaie, dont les effets peuvent être une fuite vers d'autres devises, un choc de confiance dans l'économie, une perte de solidarité entre les États membres de la zone euro, voire sa désagrégation.

---

(1) Une autre illustration de l'absence de gain évident pour les États bénéficiant d'une opération d'annulation de la dette par leur banque centrale repose sur la perte des revenus associés à cette dette. Chaque année, la banque centrale nationale reverse à son État un dividende qui comprend les intérêts de sa propre dette publique. Ce dividende, de quelques milliards d'euros, semble d'un montant dérisoire face à la suppression d'un stock de centaines de milliards d'euros de dette publique. Mais c'est confondre le flux et le stock : la perte de ce revenu est annuelle, et doit être rapportée à la durée d'amortissement de la dette publique annulée.



## **EXAMEN EN COMMISSION**

Lors de sa réunion du 23 juin 2020, la commission des finances a examiné le rapport de la mission d'information flash relative à la dette publique et a autorisé sa publication.

Le compte rendu vidéo de la réunion est disponible sur le site de [l'Assemblée nationale](#).

La présentation ci-après a été diffusée lors de l'examen.

# Mission flash sur la dette publique

*Laurent Saint-Martin, rapporteur*



Réunion de la commission des finances, mardi 23 juin 2020

## I. Les constats



## L'apparition d'une « dette covid » alourdit l'endettement public

- **Ratio de dette publique :**
  - 120,9 % du PIB en France (+23 points par rapport à 2019)
  - à 101,3 % en zone euro (+17 points)
- **Pour les administrations publiques centrales**
  - Déficit de 181,4 Mds€ en 2020
  - Besoin de financement de l'État (comptabilité budgétaire) : 361 Mds€ en 2020 (+141 Mds€ par rapport à 2019 et +131 Mds€ par rapport à la LFI 2020)
  - Émissions à moyen/long terme (OAT) nettes des rachats 2020 : 260 Mds€ (+60 Mds par rapport à 2019 et +55 Mds par rapport à LFI 2020)
  - Émissions à court terme (variation encours BTF) : 80 Mds€ (+86 Mds par rapport à 2019 et +70 Mds par rapport à LFI 2020)
- **Pour les administrations de sécurité sociale**
  - Déficit de 60,4 Mds€ (2,7 % du PIB) → nouveau transfert de dette ACOSS à la CADES
  - Augmentation du plafond de la garantie de l'État à l'Unédic de 8 Mds€ (LFR 2)
- **Pour les administrations publiques locales**
  - Impact très incertain. Déficit estimé à 8,6 Mds (0,4 % du PIB)

Assemblée nationale – Commission des finances

### Évolution du ratio de dette publique



Sources : Eurostat pour les années 2007 à 2019 ; PLFR 3 pour l'année 2020 pour la France ; projections macroéconomiques de la BCE de juin 2020.



5

## Les facteurs potentiels d'endettement supplémentaire

Facteur interne

L'endettement peut s'auto-entretenir si les taux d'intérêts augmentent

- Augmentation de la charge de la dette
- Dégradation de la soutenabilité de la dette
- Effet haussier sur les taux d'intérêt

Croissance

Incertitude sur la vigueur de la reprise (effet « rattrapage »)

Incertitude de l'impact de la crise sur la croissance potentielle : affaiblissement durable des facteurs de production

Endettement privé et garanties

Incertitude sur le montant des appels des garanties octroyées par l'État (PGE, réassurance des assureurs-crédit...) et sur la répartition de leur coût dans le temps

Quel impact de la hausse de l'endettement privé pour les finances publiques ? Reprise partielle de la dette par la puissance publique ? Recapitalisations ?

Mesures nouvelles

Quelles mesures de relance, pour quels montants ?

Hausses de dépenses structurelles ? (Ségur de la santé)

Assemblée nationale – Commission des finances



6

## Un environnement macroéconomique qui demeure favorable à la maîtrise de l'endettement

### **Des taux d'intérêt structurellement bas**

Tendance baissière de long terme des taux d'intérêt au niveau mondial

- Excès d'épargne par rapport à l'investissement
- Vieillesse de la population

### **L'inflation**

- Incertitudes sur l'évolution de l'inflation, mais consensus assez large sur une tendance structurellement désinflationniste
- La crise peut avoir accentué cette tendance
- Donc la BCE ne va probablement pas relever ses taux à court terme (objectif de 2% d'inflation)

### **Interventions massives de la BCE**

Programmes de rachat de titres publics

- PSPP : existant pré-crise, 20 Mds€ par an + 120 Mds€ d'enveloppe temporaire en 2020
- PEPP : réponse à la crise, 1 350 Mds€ jusqu'en 2021

### **Dispositifs de solidarité de l'Union européenne**

- Accord franco-allemand et proposition de la Commission sur un plan de relance européen avec émission de dette de la Commission
- Programmes SURE, fonds paneuropéen de la BEI et ligne « de crise » du MES, avec faible conditionnalité

Assemblée nationale – Commission des finances



7

## II. Les questions



## Comment la France continue-t-elle à se financer aisément?

### Pas de perception d'une dégradation relative de la qualité dette française

- L'attractivité de la dette souveraine française par rapport aux autres dettes souveraines n'a pas été dégradée
- Consensus, y compris sur les marchés, sur la nécessité de soutenir massivement l'économie et donc d'une dégradation des finances publiques

### Un actif sûr

- Un des seuls **actifs sûrs** dans le monde avec la dette souveraine américaine et la dette souveraine allemande
- Bonne perception des fondamentaux économiques et de la capacité à lever l'impôt
- Dette disponible sur le marché (plus que la dette allemande, au moins jusqu'à récemment)
- Offre un rendement supplémentaire par rapport à dette allemande

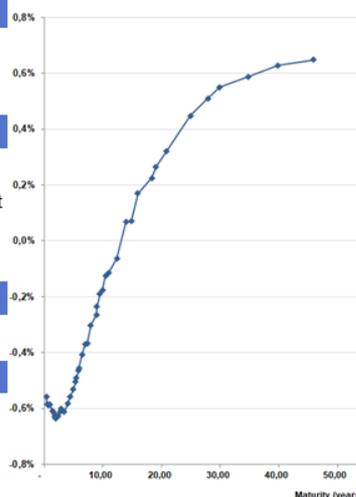
### Contraintes réglementaires pour assureurs et banques

- Investisseurs institutionnels contraints de détenir une part importante de ce type d'actifs (Bâle III, Solvency II, etc.)

### Excellence de la gestion de la dette française (notamment par l'AFT)

- Grande transparence dans la gestion, crédibilité et prévisibilité de la stratégie d'émission
- Très bonne connaissance du marché grâce aux relations avec les investisseurs (aide des spécialistes en valeur du trésor)
- Très bonne liquidité des titres de dette française sur l'ensemble des maturités

Courbe des taux nominaux

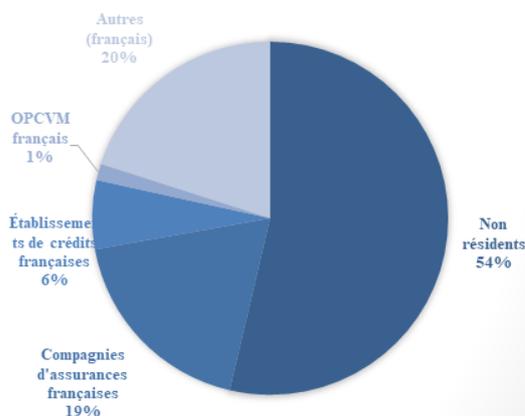


## Endettement et souveraineté ?

- Un endettement important est une contrainte possible sur la souveraineté :
  - Réduction des marges de manœuvre budgétaire (charge de la dette de l'État : 40,3 Mds€ en 2019)
  - Risque d'effet « boule de neige »
- Diversification géographique :
  - Permet de diminuer sensiblement le coût de la dette (augmentation de la demande potentielle pour la dette souveraine française)
  - Risque de souveraineté en cas de défaut : sanctions possibles de la part des États étrangers

**Position médiane de la France quant à la part de sa dette détenue par des non résidents**

### Détention des titres de la dette négociable de l'état par groupe de porteurs au quatrième trimestre 2019



Source : Banque de France

# III. Les solutions évoquées dans le débat public



## La dette perpétuelle

**Définition :** les intérêts sont dus indéfiniment mais le capital n'est jamais remboursé.

### *Avantages*

- *Financement durable d'une partie de la dette publique*
- *Nouvelles marges de manœuvre budgétaires en apparence*
- *Garde-fou contre un revirement de la politique monétaire européenne*

### *Risques*

- *Impossibilité juridique de l'achat à l'émission par la BCE, donc dépendance vis-à-vis des exigences et de la profondeur du marché*
- *Demande réduite du marché pour les titres à très longue échéance, et risque de taux d'intérêt élevés*



## L'émission de dette à très long terme, éventuellement cantonnée à la « dette covid »

**Définition : émission de titre à échéance 50 ou 100 ans**

### Avantages

- *Sécuriser les taux relativement faibles adressés à la France à long terme*
- *Minimiser le risque de refinancement (risque plus important si appels fréquents au marché pour montants importants, donc si maturités courtes)*
- *Financement de dépenses de long terme*

### Risques

- *Faible demande du marché pour ces titres → difficultés éventuelles à émettre des montants importants + risque de vente de titres qui ont des maturités plus courtes pour achats à long terme*
- *Réaction des taux d'intérêt à une augmentation importante du montant d'émission à long terme pour financement de dépenses supplémentaires si perception d'augmentation du risque*

## L'annulation de dette

**Postulat : seule la dette publique détenue par la BCE serait annulée**

### Avantages

- *Baisse apparente du ratio dette/PIB*
- *Nouvelles marges de manœuvre budgétaire en apparence*
- *Pas d'appauvrissement des agents économiques hors BCE*

### Risques

- *Un risque juridique : le financement monétaire de la dette publique, interdite par les traités européens*
- *Un transfert plus qu'une annulation*
- *Une rupture d'une règle fondatrice de l'euro*
- *La spirale de la création monétaire : le risque d'une perte de crédibilité de l'euro par l'apparition d'un doute sur sa valeur*

## La restructuration

### Définition : rééchelonner la dette existante

#### Avantages

- *Diminution du besoin de refinancement*
- *Nouvelles marges de manœuvre budgétaires en apparence*
- *Possibilité de « cantonner » la dette publique*

#### Risques

- *Un risque juridique : le financement de la dette publique à l'émission, interdite par les traités européens*
- *La réaction des marchés financiers : « effet signal » très négatif, les restructurations observées récemment concernent des économies, souvent en développement, étranglées financièrement*

## Le statu quo Existe-t-il un problème de la dette en France ?

#### Avantages

- *Une dette « roulée », de facto perpétuelle*
- *Respect du cadre juridique européen et de l'indépendance de la BCE*
- *Crédibilité de la politique monétaire préservée*

#### Risques

- *La remontée éventuelle des taux d'intérêt par l'inquiétude des marchés*
- *Ralentissement du soutien de la BCE en cas de remontée de l'inflation, donc potentielles difficultés de refinancement*

## Quelques perspectives et propositions

- ✓ ***Un débat parlementaire annuel sur la dette publique***
- ✓ ***Maîtriser la trajectoire de dette grâce à des indicateurs révisés***
- ✓ ***Mieux connaître les détenteurs de la dette française***
- ✓ ***Réfléchir à un allongement de la maturité de la dette en fonction de l'appétence des investisseurs***
- ✓ ***Proposition de résolution sur le financement de la dette française dans le cadre des Traités existants, qui ont prouvé qu'ils étaient un cadre satisfaisant pour permettre une politique monétaire accommodante***
- ✓ ***Révision du Pacte de stabilité et de croissance : moins de complexité ; plus de souplesse ; mieux valoriser les investissements en faveur de la croissance potentielle***



**ANNEXE 1 :  
LISTE DES PERSONNES AUDITIONNÉES PAR LE RAPPORTEUR**

M. François Villeroy de Galhau, gouverneur de la Banque de France

Mme Odile Renaud-Basso, directrice générale du Trésor

Mme Agnès Bénassy-Quéré, cheffe économiste de la direction générale du Trésor

M. Anthony Requin, directeur de l'Agence France Trésor

M. Jacques de Larosière, président du comité stratégique de l'Agence France Trésor, gouverneur honoraire de la Banque de France

Mme Sylvie Goulard, seconde sous-gouverneure de la Banque de France

Mmes Nathalie Goulet, sénatrice, et Bénédicte Peyrol, députée, rapporteuses spéciales de la mission Engagements financiers de l'État

M. Mario Draghi, ancien président de la BCE

M. Daniel Cohen, directeur du département d'économie de l'École Normale Supérieure

M. Shahin Vallée, économiste

M. Patrick Artus, chef économiste de Natixis\*

M. Henri Sterdyniak, économiste

M. François Ecalte, président de l'association FIPECO

Mme Jézabel Couppey-Soubeyran, économiste

M. Jacques Delpla, économiste, professeur-associé à la Toulouse School Of Economics

M. Gilles Moëc, chef économiste du groupe Axa\*

Mme Anne-Laure Kiechel, fondatrice et associée de Global sovereign advisory

M. Nicolas Véron, cofondateur du *think tank* Bruegel

M. Alain Minc, économiste

MM. Benito Babini, MD, Head of Sovereigns & Debt Advisory, Official Institutions Coverage, et William De Vijlder, économiste en chef de BNP Paribas\*

MM. Michele Napolitano, Senior Director, Head of Western European Sovereigns, Alex Muscatelli, Director, Sovereign Group, Nicolas Painvin, Global Head of International Public Finance, Managing Director, Christophe Parisot, Managing Director de Fitch Ratings

Mme Isabelle Vic-Philippe, Head of Euro govies and inflation, Amundi Asset Management\*

M. Philippe Setbon, directeur général d'Ostrum AM\*, membre du comité exécutif de Natixis\*

M. Vincent Cornet, directeur de la gestion et membre du directoire de Banque postale Asset Management\*

M. Pierre Blandin, Managing directeur, Crédit agricole-CIB\*

Pr Clemens Fuest – IFO Institute - Leibniz Institute for Economic Research at the University of Munich

M. Benjamin Lemoine, économiste

*\* Ces représentants d'intérêts ont procédé à leur inscription sur le registre de la Haute Autorité pour la transparence de la vie publique.*

## ANNEXE 2 : CONTRIBUTION ÉCRITE DE MME CHRISTINE LAGARDE



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE  
EUROSYSTEME

ECB-PUBLIC

Christine Lagarde

Présidente

Monsieur Laurent Saint-Martin

Député de la 3<sup>ème</sup> circonscription du Val-de-Marne  
Rapporteur général de la commission des finances, de  
l'économie générale et du contrôle budgétaire  
Assemblée Nationale

**Par email:** [Rg.finances@assemblee-nationale.fr](mailto:Rg.finances@assemblee-nationale.fr)

Francfort, 16 June 2020  
L/CL/20/160

Monsieur le Député,

Je vous remercie pour votre invitation à participer à une audition dans le cadre de la Mission d'Information relative à la dette publique. En raison d'un très grand nombre d'engagements prévus dans les semaines à venir, je suis malheureusement dans l'impossibilité d'accepter cette invitation.

Comme j'ai eu l'occasion de discuter lors du récent débat devant le Parlement européen<sup>1</sup>, nos économies viennent de subir un choc extrêmement important, jamais connu en temps de paix. Face à un défi extraordinaire, l'Europe aura besoin d'une réponse extraordinaire. Il faut que toutes les institutions, nationales et européennes, soient mobilisées. Une orientation budgétaire ambitieuse et concertée est essentielle compte tenu de la forte contraction de l'économie de la zone euro. Les mesures prises face à l'urgence de la pandémie devraient être les plus ciblées et les plus temporaires possibles.

Dans ce contexte, permettez-moi deux observations. D'abord, il n'y avait pas d'autre option que de recourir à l'emprunt pour faire face à la dépense budgétaire. Quand tous les acteurs privés s'arrêtent, il faut que l'argent public se mette en route pour soutenir l'économie. Partout dans le monde, et évidemment dans la zone euro, tous les États ont dû emprunter pour faire de la dépense publique. Deuxièmement, le service de la dette se fait à des taux particulièrement bas en ce moment. La meilleure réponse à apporter à un surcroît de dettes, qui était nécessaire, est la croissance économique. Elle permettra, avec un service de la dette relativement faible en ce moment, de rembourser progressivement.

<sup>1</sup> [Audition](#) devant la commission des affaires économiques et monétaires du Parlement européen, 8 juin 2020.

Address  
European Central Bank  
Sonnemannstrasse 20  
60314 Frankfurt am Main  
Germany

Postal address  
European Central Bank  
60640 Frankfurt am Main  
Germany

Tel.: +49 69 1344 7300  
Fax: +49 69 1344 7305  
E-mail: [office.president@ecb.europa.eu](mailto:office.president@ecb.europa.eu)  
Website: [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)

Soyez assuré que la Banque centrale européenne demeure déterminée à assurer ses missions, dédiées au maintien de la stabilité des prix et de la prospérité dans la zone euro.

C'est notre devoir à l'égard des Européens et pour les générations futures.

Je vous prie de croire, Monsieur le Député, à l'expression de ma respectueuse considération.



**Address**  
European Central Bank  
Sonnenmannstrasse 20  
60314 Frankfurt am Main  
Germany

**Postal address**  
European Central Bank  
60640 Frankfurt am Main  
Germany

Tel.: +49 69 1344 7300  
Fax: +49 69 1344 7305  
E-mail: [office.president@ecb.europa.eu](mailto:office.president@ecb.europa.eu)  
Website: [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)