

LE MENSUEL DE LA FONDATION iFRAP

SOCIÉTÉ CIVILE

Enquêter pour réformer N° 212

Les fragilités DE LA DETTE FRANÇAISE

Juin 2020 - 8 €

FONDATION
iFRAP

FONDATION POUR LA RECHERCHE
SUR LES ADMINISTRATIONS ET
LES POLITIQUES PUBLIQUES

Les fragilités DE LA DETTE FRANÇAISE

9

Avec la crise, se repose de façon urgente la question de la gestion de la dette française : celle-ci devrait atteindre en 2020 120 % du PIB. La France entrerait ainsi dans le club des pays européens dont la dette dépasse les 100 % du PIB, aux côtés de l'Italie (158,9 % du PIB) et de l'Espagne (115,6 %). Tandis que les pays « frugaux » de la zone euro devraient rester eux en dessous des 70 %, même après la crise du coronavirus.

La situation française en matière d'endettement public est préoccupante. La France pratique généralement des relances importantes en bas de cycle économique, mais repousse les réformes « pour ne pas brider la croissance ». On assiste donc à une accumulation inexorable des déficits qui influent sur le niveau d'endettement public

Mais la gestion de notre dette publique présente aujourd'hui des fragilités qui doivent nous alerter :

■ La dette de l'État atteint 1 822,8 milliards d'euros en 2019, soit près de deux fois son niveau de 2008. Mais, si le besoin de financement de l'État s'est révélé particulièrement élevé à 220,5 milliards d'euros, Bercy n'a pas eu à faire « exploser » ses souscriptions de dettes à moyen-long terme, car des sources de financements alternatives sont venues limiter le recours aux emprunts ; il s'agit des primes d'émission sur des souches anciennes à rendement élevé ;

■ Une pratique qui conduit à ce que 76 % de la dette négociable de l'État arrive à échéance d'ici 2030, dont 599 milliards d'ici 2023. On mesure les efforts colossaux qu'il faudra faire pour renouveler la dette, ce qui rend du même coup la gestion des encours d'autant plus difficile à piloter ;

■ Il existe par ailleurs un risque particulier en cas de tensions inflationnistes sur la dette indexée sur l'inflation (OATi) qui correspond à 12 % des encours de dette ;

■ La détention de la dette française est un autre sujet de préoccupation : officiellement détenue à 55 % par des non-résidents en 2019, si on corrige ce ratio des opérations de rachat de titres effectuées par la BCE, la proportion de détenteurs non-résidents est proche des 70 %, et, nous dit la Cour, « n'a pas connu de tendance baissière au cours des dernières années ».

2020 sera donc une épreuve de vérité pour la dette française.

Nos recommandations :

■ Immuniser progressivement la dette française du risque d'inflation en diminuant le recours aux OATi ;

■ Supprimer progressivement le recours aux émissions sur souches anciennes, pour limiter le phénomène des primes nettes sur l'encours de dette arrivant à échéance à moyen terme ;

■ Reprofiler la dette vers une détention longue, à 30, 50 ou 80 ans ;

■ Définir une stratégie de désendettement lorsque le frein à l'endettement sera mis en place ;

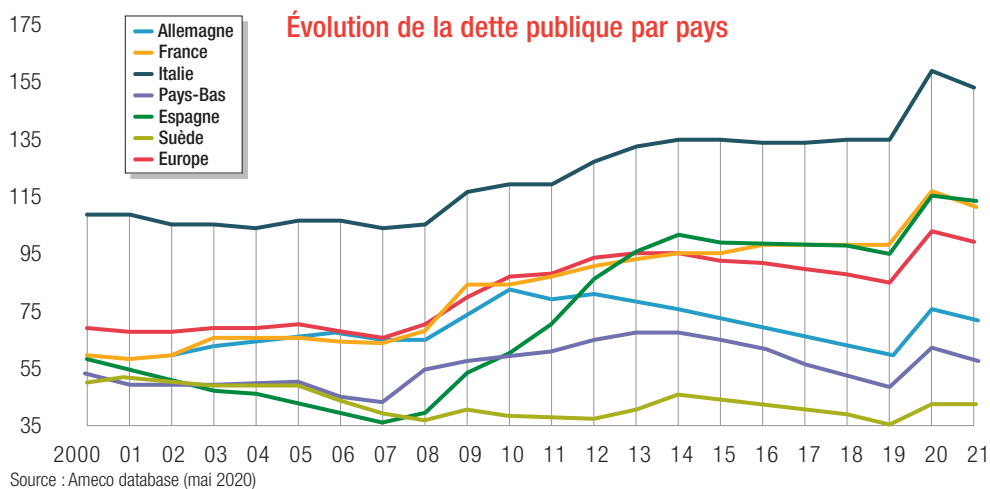
■ Le Haut conseil des finances publiques et les parlementaires devraient être plus associés au suivi de l'endettement public ; Mais il faudra cependant s'engager dans une maîtrise sans faille des finances publiques, et en particulier chercher à remettre les comptes sociaux à l'équilibre.

I. DETTE : DES TRAJECTOIRES DE PLUS EN PLUS CONTRASTÉES DANS LA ZONE EURO

10

La dette française devrait atteindre en 2020 – selon des estimations provisoires – un montant historique de 115,2 % du PIB, les projections de la Commission européenne l'évaluant même à hauteur de 116,5 %¹.

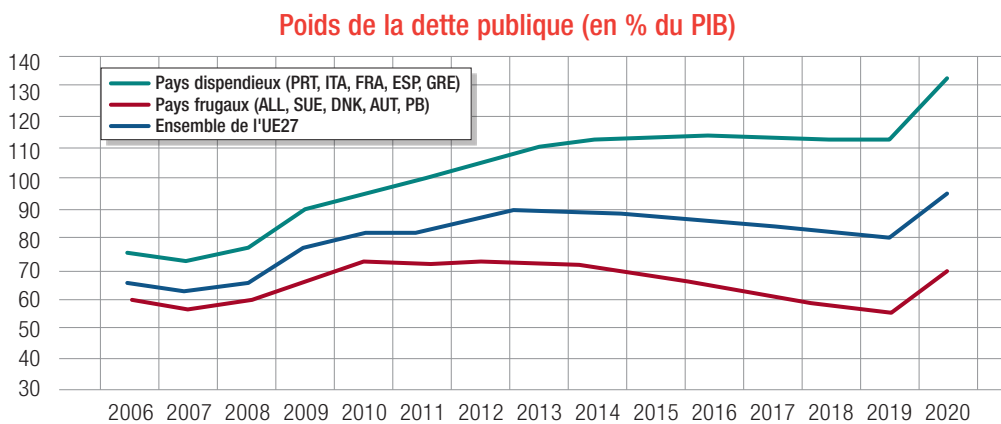
La France entrerait ainsi dans le club des pays européens dont la dette dépasse les 100 % du PIB, avec principalement l'Italie (158,9 % du PIB) et l'Espagne (115,6 %) à ses côtés.



Une situation qui contraste fortement avec nos voisins de l'Europe du Nord, qu'il s'agisse de l'Allemagne qui devrait afficher une dette de 75,6 % pour 2020 ou des Pays-Bas (avec 62,1 %), voire de la Suède (42,6 %). Le contraste saute aux yeux entre

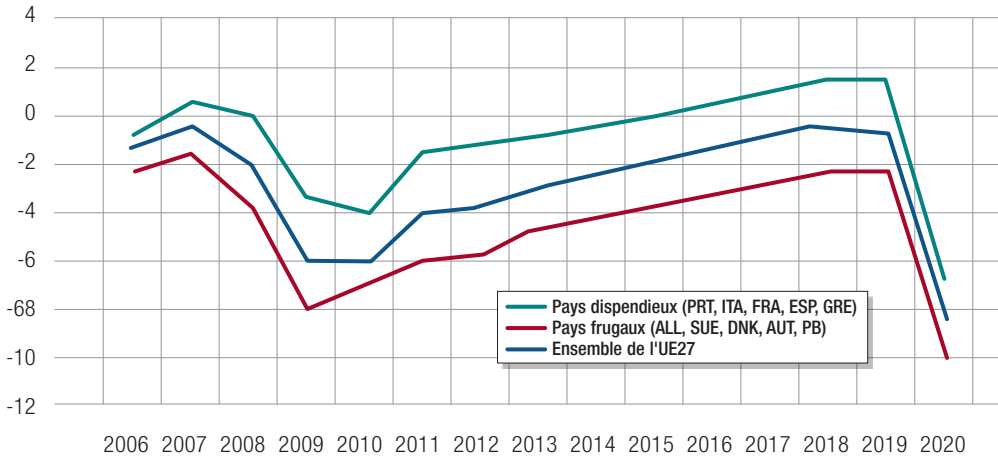
les pays « frugaux », pour lesquels la crise a constitué un ressaut de dette, vite absorbé ensuite, et les pays « dispendieux » dont la dette augmente en marches d'escalier à chaque crise, mais ne rebaisse jamais en période de croissance.

Des trajectoires de dette fortement différenciées



■ 1. Consulter Ameco Database, 13 mai 2020, mais aussi Spring forecast by countries, Commission européenne.

Évolution du solde public (en % du PIB)



Le taux de croissance du PIB (en %)

	2007	2010	2013	2016	2019	2020(p)
Pays « dispendieux » (FRA, ITA, ESP, GRE, PRT)	2,4	1,2	-0,8	1,5	1,2	-8,9
Pays « frugaux » (ALL, AUT, P-B, DNK, SUE)	3,1	3,6	0,4	2,3	1,0	-6,4
Le reste de l'UE (17 pays)	5,5	1,8	0,8	2,9	3,2	-6,3
L'ensemble de l'UE 27	3,1	2,2	-0,1	2,1	1,5	-7,4

Le constat d'une divergence au sein de l'Union

Le taux de croissance (hormis en 2019) a toujours été inférieur dans le groupe de pays « dispendieux » à celui du groupe des pays « frugaux » et à celui de l'Union européenne. Pire,

le taux d'inflation (qui aurait pu aider à alléger le fardeau de la dette) est également plus faible (du fait d'une moindre croissance et donc d'une moindre tension sur les prix et les salaires).

Le taux d'intérêt réel apparent sur la dette publique

	2007	2010	2013	2016	2019	2020(p)
Pays « dispendieux » (FRA, ITA, ESP, GRE, PRT)	1,6	2,7	2,5	1,8	0,8	0,9
Pays « frugaux » (ALL, AUT, P-B, DNK, SUE)	2,3	1,3	0,7	0,8	-0,5	-0,4
Le reste de l'UE (17 pays)	-1,3	0,4	2,6	2,9	0,0	2,1
L'ensemble de l'UE 27	1,4	1,8	1,8	1,6	0,2	0,7

Le cas italien préfigure-t-il la situation de la France ?

L'Italie est pour la France l'image du contre-exemple à éviter, celui d'une politique budgétaire dispendieuse et irresponsable, qui fait croître la dette en période de croissance, ce qui oblige ensuite à une paralysie des politiques publiques en période de crise et donc à un affaiblissement économique.

Piégée par l'augmentation inexorable de sa dette, celle-ci franchit les 100 % en 1992 pour monter même à 119 % en 1995-1996. Celle-ci sera contenue progressivement grâce à la mise en place de mesures drastiques d'ajustement budgétaire ce qui permettra une lente inflexion jusqu'en 2007 (104 % du PIB).

Ensuite, les chocs de la crise financière de 2008-2009 puis des dettes souveraines à compter de 2012 portent la dette italienne à des sommets (135,4 % en 2015) dont le pays ne descendra pas avec la crise économique de confinement en février 2020 (Ameco database).

Partant d'une dette publique inférieure à 40 % au début des années 1970, les Italiens manifestent le besoin de nouvelles dépenses publiques à cette époque financées par endettement. L'inflation qui explose du fait de l'augmentation des prix du pétrole et de l'indexation des prix sur les salaires et la croissance de la dépense publique conduit à partir de 1981 à des taux d'intérêt réels négatifs : il est alors tentant de s'endetter et que l'on oublie qu'ils peuvent remonter...

Au début des années 1980, le piège se referme : la charge de la dette passe de 4,4 points de PIB à 12,2 % en 1992, la dette passe de 54,4 à 101,3 %... précipitant la crise politique de 1992 et la mise en place de gouvernements de « techniciens » afin de se qualifier pour l'euro (1998).

Des plans d'ajustement budgétaire sont menés (baisse des dépenses publiques, privatisations, hausse de la fiscalité et du recouvrement de l'impôt). Le solde primaire² devient positif dès 1992 mais il n'est pas encore stabilisant³; ces mesures politiquement impopulaires mettent du temps à produire leurs effets mais sont perceptibles après 1996 (119,1 %) et jusqu'en 2007 (103,8 % du PIB).

Ces mesures, en une période de ralentissement de la croissance mondiale, ont aussi contribué à affaiblir durablement le potentiel de croissance de l'économie italienne, qui était pourtant dynamique et exportatrice. Mais la crise de 2008-2009 précipite à nouveau l'instabilité du pays et les réformes paramétriques ne suffisent plus à juguler l'endettement qui croît jusqu'en 2011 du fait de la récession mondiale (119,7 %), puis avec les chocs sur les dettes souveraines (135,3 %) en 2015. L'UE estime que l'endettement italien attendra 158,9 % du PIB en 2020.

■ Voir Jean-François Jamet, « De l'endettement à la stagnation. Une maladie macro-économique italienne », *Confluences Méditerranée*, 2009/1 (N°68), pp 117-126 ; Rapports économiques de l'OCDE, en particulier 1993 et 2020.

■ 2. Solde public avant paiement des charges d'intérêt de la dette

■ 3. Solde qui stabilise la valeur de la dette en pourcentage du PIB.

II. LES FAIBLESSES SPÉCIFIQUES DE LA DETTE PUBLIQUE FRANÇAISE

La France pratique généralement des relances importantes en bas de cycle économique, mais évite d'ajuster en haut de cycle ses finances publiques « *pour ne pas brider la croissance*⁴ ». On assiste donc à une accumulation inexorable des déficits qui influent sur le niveau d'endettement public à raison du solde primaire, jamais véritablement stabilisant (sauf en 2006 et 2007 et 2018) et de l'effet « boule de neige ». Une telle courbe toujours ascendante, en « marches d'escalier », constitue un handicap conjoncturel fort. Cela réduit la capacité d'action en période de crise : souvenons-nous de la « qualification pour Maastricht », cette période des années 1990 marquée par une croissance internationale atone, une hausse des prélèvements et des taux d'intérêts encore élevés. Ce fut le début des difficultés pour la France et l'Italie, qui avaient trop accru leur déficit dans les années fastes de la décennie 1980. Quand la politique budgétaire devient « procyclique » au lieu d'être « contracyclique », elle est inefficace à relancer en période de crise, ce qui réduit l'ampleur de la reprise de la croissance. Au bout de trois cycles depuis les années 1980, le verdict est évident : cette stratégie a tout faux, alors que les pays qui rétablissent leurs finances publiques en période de croissance, par la maîtrise de la dépense, ont eu tout bon. Tant pour des finances saines que pour une croissance forte.

La France a profité de la politique monétaire accommodante de la BCE

Pour minorer l'effet boule de neige, les pouvoirs publics ont cherché à baisser la charge de la dette en se servant de la politique monétaire de la BCE ultra-accommodante pour jouer sur les effets des primes nettes des décotes, recherchées par les investisseurs institutionnels en quête de rentabilité. Ils ont également cherché à rassurer les investisseurs

par une capacité éprouvée à lever l'impôt. Le caractère inédit de la crise économique liée au Covid-19 rebat cependant les cartes parce qu'elle ne permet plus d'actionner le levier fiscal sans destruction accélérée du tissu productif ou de la demande.

Une timide transposition des règles européennes de gouvernance des finances publiques

La France a fait le choix de transposer les règles imposées par Bruxelles *a minima*, ce qui rend la gouvernance de ses finances publiques d'autant plus fragile. Elle a transposé le TSCG (Traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance) en 2012 qui intègre en droit français le principe de l'équilibre ou de l'excédent du solde des finances publiques (« règle d'or ») sur le cycle économique, le relèvement du déficit de moyen terme de -1 à -0,5 % du PIB et la mise en place d'un comité budgétaire indépendant sous la forme du Haut conseil des finances publiques abrité par la Cour des comptes.

Pour autant, aucun de ces objectifs n'a jusqu'à présent été respecté. Ainsi, l'équilibre nominal n'a jamais été atteint tandis que le solde structurel atteignait un maximum de -2,1 points de PIB. Par ailleurs l'indicateur choisi du déficit structurel (exprimé en fonction du PIB potentiel plutôt qu'un objectif en matière de déficit primaire), a induit des divergences d'appréciation entre l'estimation de la croissance potentielle et partant dans la répartition entre solde structurel et solde conjoncturel et le classement des mesures ponctuelles et temporaires, entre la France et la Commission européenne. Il en résulte en pratique des divergences en aval dans la répartition de l'ajustement structurel à réaliser et de l'effort structurel qui en découle⁵ et qui seul est opposable à Bruxelles. Par ailleurs, le Haut conseil des finances publiques contrairement à d'autres homologues européens (OBR (*Office of budget res-*

■ 4. *Le Point*, « Qui a vraiment réduit le déficit public depuis 30 ans », 4 juin 2018.

■ 5. Ajustement structurel – mesures non discrétionnaires (effets liés aux variations des élasticités des prélèvements obligatoires et à la variation des recettes non fiscales ainsi que la clé en crédits d'impôts). Voir par exemple, Rapport Sénat, Tome 1, relatif au PLF 2020.

14

■ 6. Voir notre note de 2014 « Réformer le Haut conseil des finances publiques », site www.ifrap.org

■ 7. Avis relatif à la loi de finances pour 2020, « En 2020, le déficit structurel serait encore de 2,2 points de PIB contre 1,6 point dans la LPFP. Le Haut Conseil relève en conséquence que le Gouvernement présente un article liminaire [...] qui s'écarterait fortement de la trajectoire de programmation en vigueur. Un tel choix pose un problème de cohérence entre le PLF 2020 et la LPFP et affaiblit la portée de l'exercice de programmation [...] en matière de finances publiques. » Voir avis n°2019-3.

■ 8. Voir le rapport du Sénat relatif au PLFR (2) 2020 : classement de l'ensemble des mesures de soutien en « mesures ponctuelles et temporaires » alors même que la Commission préférerait une « présentation à part » de façon à pouvoir ensuite déterminer les mesures devenues pérennes de celles strictement exceptionnelles.

possibility) britannique, ou l'AIReF espagnol⁶) n'est aujourd'hui qu'un organisme de synthèse qui ne peut produire ses propres évaluations ni s'auto-saisir (sauf en cas de constatation d'un écart important entre la programmation et la budgétisation annuelle), ni proposer ses propres analyses conjoncturelles en matière macroéconomique ou de finances publiques. Il ne peut non plus imposer une modification de la loi de programmation des finances publiques de référence, si bien qu'en l'absence de mise à jour de celle-ci, ses observations manquent de précision⁷. Il ne peut pas non plus reclasser tout ou partie des « dépenses présentées » afin de « sincériser » leur présentation⁸.

Enfin, la France « concentre » ses déficits au niveau de l'État alors même que ces derniers pourraient provenir d'autres administrations (collectivités territoriales ou Sécurité sociale), puisque l'État assure des compensations de charges et des garanties de recettes. Il en résulte une « déformation » du déficit de l'État qui ne peut être réglé par un ajustement seul de ses propres dépenses ou de ses propres ressources⁹. Comme le relève la Cour des comptes en juin 2019 : « *La concentration des déficits sur le budget de l'État provient*

pour une large part du fait que l'État compense les baisses des prélèvements obligatoires sur l'ensemble du périmètre des administrations publiques, alors qu'il ne dispose pas de la capacité de procéder à des diminutions de dépenses de même ampleur. Remédier à cette situation impliquerait un réexamen du partage actuel des recettes et des charges entre l'État, les administrations de Sécurité sociale et les collectivités territoriales. » Cette problématique débouche sur la question de la création d'une loi de financement des collectivités territoriales et de l'élargissement de la loi de financement de la Sécurité sociale au périmètre de la protection sociale, voire à sa fusion avec la loi de finances initiale. Cette concentration explique que la problématique de la dette publique concerne d'abord la dette de l'État (négociable ou non). Mais cette situation pourrait rapidement se dégrader avec la crise du Covid-19. On parle en effet aujourd'hui d'une impasse de 4 milliards d'impôts pour les collectivités territoriales en 2020 et de 10 milliards supplémentaires pour 2021¹⁰. Par ailleurs, on parle aujourd'hui d'un déficit de 41 milliards pour la Sécurité sociale et d'une dette de 50 milliards pour l'Unedic)

Dette en % du PIB par niveau d'administration

	Exécution	LFR (2) 2020	LFR (2) 2020	LFR (2) 2020	LFR (2) 2020
	2019	LFI 2020	Effet croissance	Autres	Effet solde
Ratio de dette APU % PIB	98,10	98,00	107,30	108,4	115,20
État + ODAC	81,47	82,51	90,34	91,44	-
Collectivités locales	8,67	7,94	8,70	8,70	-
Administrations sociales	7,96	7,55	8,26	8,26	-

Source : Budget, calcul Fondation iFRAP 2020¹¹

Un endettement public révisé provisoirement à 115,2 % du PIB

La crise du Covid a fait dériver la dette publique de 98,1 % dans l'exécution des comptes 2019 livrés par l'Insee¹² à 115,2 %¹³ pour 2020. La dette publique brute s'élèverait à 2607,8 milliards d'euros, soit une augmentation de 227,6 milliards par rapport à 2019. Le PLFR2 2020 nous indique que « *le ratio de dette publique au sens de Maastricht*

progresserait très fortement, pour atteindre plus de 115 points de PIB, porté par le creusement du déficit ainsi que par la contraction du PIB ». Si l'on extourne l'augmentation de l'endettement liée à l'effet baisse de PIB, les nouvelles souscriptions devraient atteindre (hors capital de la dette arrivée à échéance et roulée ou amortie de façon anticipée) près de 178,8 milliards d'euros pour l'ensemble des administrations par rapport à la LFI 2020.

Retour en arrière, la gestion de la dette de l'État en 2019 : le mur du refinancement à 3 ans

Ce que révèle le rapport sur l'exécution des comptes de l'État pour 2019¹⁴, est assez préoccupant : la dette de l'État atteint 1 822,8 milliards d'euros en 2019, soit près de deux fois son niveau de 2008 (+98 %). Mais, paradoxalement, les taux bas et la réduction de l'inflation ont permis de réduire la charge de la dette de -1,4 milliard d'euros par rapport à 2018.

Par ailleurs, si le besoin de financement de l'État s'est révélé particulièrement élevé à 220,5 milliards d'euros, soit +28,6 milliards par rapport à 2018, Bercy n'a pas eu à faire « exploser » ses souscriptions de dettes à moyen-long terme, celles-ci sont en augmentation de 5 milliards d'euros par rapport à l'année précédente (200 milliards d'euros en 2019 contre 195 milliards d'euros en 2018). La raison en est assez simple : des sources de financements alternatifs sont venues limiter le recours aux emprunts ; il s'agit des primes d'émission nettes des décotes dont le montant a représenté près de 19,9 milliards d'euros en 2019, un niveau totalement inédit.

Comme si la politique de taux bas, voire négatifs, incitait les marchés à vous payer (19,9 milliards

d'euros) pour emprunter (200 milliards). En effet, les investisseurs recherchent les émissions de titres sur souches anciennes à coupons élevés, plutôt que de se fournir à plus long terme et à taux bas, parce qu'elles procurent un meilleur rendement. Très concrètement, « pour répondre à la demande des investisseurs, l'AFT (Agence France Trésor) réactive chaque année d'anciennes "souches" de dettes, ouvertes il y a plusieurs années à des taux supérieurs [aux cours actuels ndlr]. Les fonds de pensions payent pour avoir accès à ces souches, ce qui entraîne un gain à court terme pour l'État, mais davantage d'intérêts à verser dans les prochaines années¹⁵ ». L'AFT « surfe » sur les paradoxes du marché obligataire pour refinancer l'État à bon compte et surtout à moindre coût. La réalité est malheureusement un peu plus complexe.

Attention au mur de 599 milliards d'euros de dettes

La Cour des comptes annonce¹⁶ que d'ici 2030, 76,1 % de la dette négociable de l'État arrivera à échéance, soit 1 305 milliards d'euros. C'est très exactement dans 11 ans. Et d'ici 2023, ce sont 34,9 % de cette même dette négociable qui arriveront à échéance, soit 599 milliards d'euros.

15

■ 9. Cour des comptes, Rapport sur la situation et les perspectives des finances publiques, RSPFP 2019, tome 2, p. 115.

■ 10. La Gazette des communes, « Une perte de 14 Mds d'euros pour les collectivités en 2020-2021 selon Bercy », 30 avril 2020.

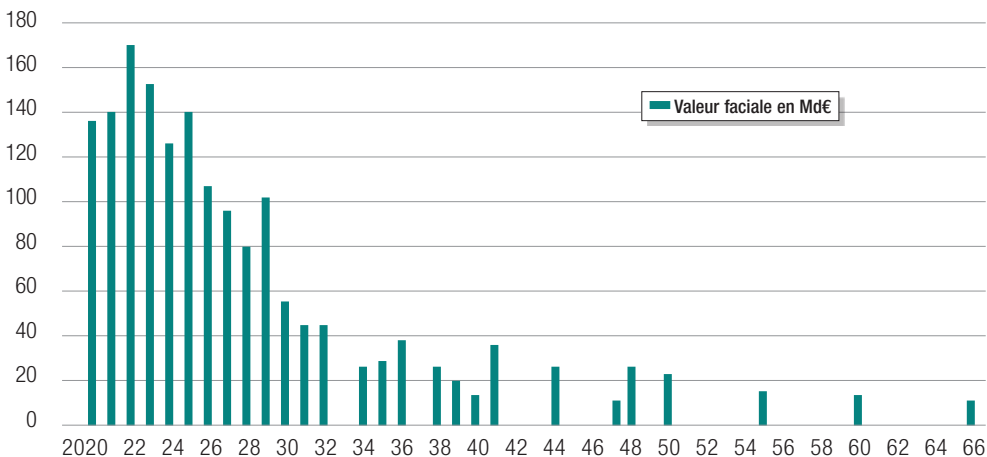
■ 11. Notamment à partir de la note Insee Informations rapides, n° 2020-73 du 25 mars 2020. En 2019, le déficit public s'élève à 3 % du PIB, la dette notifiée à 98,1 % du PIB.

■ 12. Insee, informations rapides n° 73, 25 mars 2020.

■ 13. Voir l'interview du ministre du Budget par Les Échos, le 9 avril 2020, confirmé par le rapport de M. Laurent Saint-Martin, rapporteur général de la commission des finances de l'Assemblée nationale dans le cadre de la discussion du PLFR(2) 2020.

■ 14. Le budget de l'État en 2019, résultats et gestion.

Dette de moyen-long terme arrivée à l'échéance par année



Note : Les calculs sont fondés sur la dette de moyen-long terme et excluent les encours de BTF pour l'année 2020.

Source : Cour des comptes à partir de données de l'Agence France Trésor

Évidemment, il s'agira de s'endetter pour rembourser, ce que l'on appelle le roulement de la dette. Ceci dit, les efforts à réaliser seront colossaux. En effet, les rachats d'OAT (obligations assimilables du Trésor, correspondant à des maturités de moyen-long terme) ont été particulièrement importants en 2019, soit 47,4 milliards d'euros desquels on doit retrancher les rachats infra-annuels, soit des rachats anticipés de 45,6 milliards d'euros arrivant à échéance en 2020 (30,5 milliards) et 2021 (15,1 milliards d'euros). Ces rachats ont été sensiblement plus importants que ceux des années précédentes qui, entre 2014 et 2018, se sont élevés en moyenne à 30 milliards d'euros par an.

Or, dans les années à venir, **les rachats anticipés pourraient doubler pour atteindre 70 à 80 milliards d'euros/an** soit 50 % des montants arrivant à échéance ! La situation est d'autant plus alarmante que cette donnée ne fait pas l'objet d'une évaluation budgétaire en loi de finances. En effet, le tableau de financement est présenté « net » des rachats qui sont ainsi « neutralisés ». Le volume de dette brute totale à moyen-long

terme à souscrire n'est donc pas connu des parlementaires, sinon ex-post. Il ne fait en tout cas pas l'objet d'un suivi particulier, ni d'une autorisation parlementaire. La Cour relève qu'en « *ajoutant les émissions ayant financé le rachat de 45,6 milliards de dette arrivant à échéance en 2020 et 2021, les émissions brutes totales de titres à moyen et long terme ont atteint 245,6 milliards d'euros en 2019.* » Un niveau sensiblement plus important que les 200 milliards d'émissions nettes publiées.

Du bon usage des primes d'émissions

La Cour a pu obtenir de l'AFT la répartition des titres émis à moyen-long terme sur trois ans. Cela correspond à l'émission brute totale des titres à moyen et long termes sur ces mêmes années. Et que constate-t-on ? Les volumes émis sur souches anciennes ont été particulièrement importants. Pour dégager des primes (nettes des décotes) de 9,6, 10,8 et 19,9 milliards d'euros entre 2017 et 2019, dont 6,9 ; 7,5 ; et 11 milliards sur souches anciennes, il a fallu souscrire pour 140 milliards de titres en trois ans.

Émission brute totale de titres à moyen-long terme

	Titre de référence		Souches anciennes		Titres indexés		Total
	Volume émis (Md €)	Écart de taux	Volume émis (Md €)	Écart de taux	Volume émis (Md €)	Écart de taux	Volume émis (Md €)
2017	160,4	0,09 %	32,8	2,16%	20	1,24%	213,2
2018	148,7	0,06%	54,3	1,41%	22,4	1,39%	225,4
2019	175,3	0,37%	53	2,11%	17,3	1,41%	245,6

Les effets de cette politique aboutissent à augmenter le volume de titres arrivant à échéance à moyen terme. Il faudra donc pratiquement doubler la capacité de rachats anticipés pour parvenir à lisser la trajectoire de la dette et la reprofiler. En ce sens, l'élévation de la maturité moyenne de la dette à moyen et long termes de 11,1 ans est une bonne nouvelle. Mais cette élévation n'est sans doute pas suffisante.

Il semble que l'utilisation comme technique de minoration de la dette maastrichtienne des effets des primes nettes des décotes (puisque'elles ne sont pas prises en compte dans le niveau de dette totale de Bruxelles),

aboutit à une baisse de 3,2 points du ratio d'endettement depuis 2017 (et évitant à 98 % le dépassement de la barre fatidique des 100 % du PIB, qui, sinon, aurait été franchie en 2019). Mais le revers de la médaille est l'explosion des échéances dues à l'émission de nouveaux titres sur souches anciennes donc avec le même degré de maturité que ces dernières. On arrive alors à un besoin de rachat anticipé de titres qui explose. Ce qui rend du même coup la gestion des encours plus difficile à piloter, alors même que la crise aboutit à une augmentation générale de l'offre de titres pour refinancer les états de la zone euro.

■ 15. Lire, R. Legendre, « Finances publiques : les effets fous d'une dette sens dessus-dessous », L'Opinion, 28 avril 2020.

■ 16. Voir le rapport principal de la Cour des comptes, avril 2020, ainsi que la note correspondante, « Gestion de la dette et de la Trésorerie de l'État ».

■ 17. Voir avis du HCFP sur le PLF 2020, www.hcfp.fr

D'autres points à surveiller

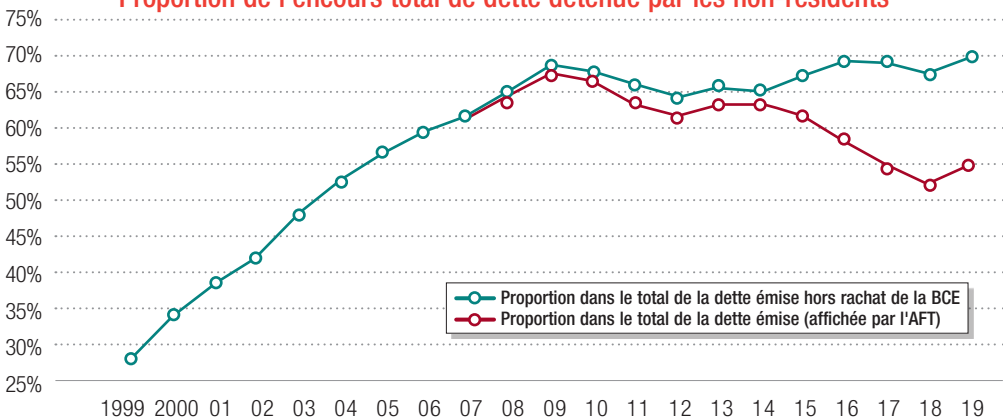
Il existe un **risque spécifique lié à l'inflation** sur les titres indexés (OATi). Ces derniers s'élèvent à 226,4 milliards d'euros soit 12,4 % de l'encours de dette, et 7 % de la dette à moyen-long terme, en baisse de 2,9 points par rapport à 2018 (9,9 %). Cela tendrait à dire qu'une conversion/mise en extinction spécifique leur est appliquée. Cependant, la baisse de l'inflation (de 1,2 %¹⁷ à 0,5 %) liée au confinement et à la baisse du prix des matières premières (dont le pétrole) devrait permettre de dégager pour 2 milliards d'euros d'économies à court terme. Mais cette tendance pourrait être totalement inversée en cas de tensions inflationnistes.

La détention de la dette française.

Officiellement celle-ci est détenue à 55 %

par des non-résidents en 2019. Pour autant, si on corrige ce ratio des opérations de rachat de titres effectuées par la BCE sur le marché secondaire, la proportion de détenteurs non-résidents (dont fonds de pensions, etc.) est proche des 70 %, et, nous dit la Cour, « *n'a pas connu de tendance baissière au cours des dernières années.* » Les interventions de la BCE devraient se maintenir à court terme mais si la pression de la Cour constitutionnelle de Karlsruhe parvenait à imposer un nouveau seuil de détention, cela limiterait la capacité de la Banque de France à effectuer des achats de dette nationale sur le marché secondaire, ce qui sensibiliserait davantage la dette de l'État aux exigences des marchés. C'est une autre vulnérabilité de la dette publique de l'État qu'il faudra prendre en compte.

Proportion de l'encours total de dette détenue par les non-résidents



Source : Cour des comptes à partir de données de l'Agence France Trésor et de la Banque de France

L'endettement 2020, l'épreuve de vérité

L'endettement de l'État en comptabilité budgétaire affiche **un nouveau besoin de financement de 322,6 milliards d'euros** (+100,7 milliards depuis 2019). Il se décompose essentiellement en :

- Un amortissement de la dette à moyen et long terme en ligne avec la prévision définie en loi de finances 2020, soit 136,2 milliards d'euros ;
- Un déficit à financer (en comptabilité budgétaire) de 183,5 milliards d'euros, creusé par la baisse des recettes fiscales (-42,9 milliards

d'euros) et par les mesures exceptionnelles d'urgence sanitaire (-48,8 milliards d'euros). Comment l'État va-t-il financer cet accroissement du besoin de financement de 92,1 milliards d'euros¹⁸ ? Par l'intermédiaire de deux moyens :

- Une augmentation de 40 milliards d'euros d'émission de dettes à moyen/long termes (OAT et BTAN) ;
- Une augmentation des BTF (encours de titres à court terme), dont la variation des montants devrait atteindre +52,1 milliards d'euros.

■ 18. Le différentiel entre la variation de 90,4 milliards s'explique par d'autres besoins de trésorerie (non spécifiés) de 2 milliards d'euros corrigés d'une baisse des suppléments d'indexation versés à échéance et de l'amortissement de la dette de SNCF réseau.

Notons que cet endettement à court terme de 52,1 milliards d'euros doit financer des dépenses exceptionnelles non récurrentes liées à la crise. En tout état de cause, cette dette ne pourra, l'année suivante, que se voir amortie par l'impôt, ou par des opérations de conversion augmentant sa maturité (transformation en dette à moyen-long terme).

Quelle stratégie adopter ?

La part initiale de la dette négociable de l'État était constituée en LFI 2020 à 92 % d'OAT/BTAN (donc de dettes à moyen long terme), de 7 % de BTF (dettes à court terme) et de 1 % de supplément d'indexation. Ces chiffres seront modifiés dans le cadre de la LFR(2) 2020, la variation de dette à court terme représentant +52,1 milliards par rapport à la LFI 2020 (contre +45 milliards s'agissant des OAT/BTAN¹⁹). En 2020 et 2021, il faudra entreprendre ce travail d'augmentation de la maturité moyenne de la dette négociable de l'État en :

■ Augmentant la politique de rachat anticipé de dette afin de développer une véritable politique d'amortissement en complément

du « roulement » habituel de la dette. Il faudra sans doute se doter d'une politique de rachat de 50-60 milliards d'euros/an à compter de 2020 au minimum ;

■ Augmentant la proportion des titres émis à très long terme, soit 30 ans et plus. Sur ce plan, la politique actuelle voit une augmentation de l'émission de titres à 30-50 ans ou plus. Cette proportion devrait évidemment encore croître dans les années à venir, tandis qu'une politique d'émission à très long terme devrait également être entreprise²⁰. Celle-ci donne visiblement des rendements aux investisseurs (en termes de plus-value) intéressants ;

■ En cherchant à écraser en priorité la dette indexée. En effet, dans une période de politique monétaire accommodante et de très faible inflation son recours a des effets bénéfiques pour les finances publiques, mais en cas de remontée de l'inflation, les effets négatifs pourraient être massifs. Actuellement, la dette indexée représente environ 200 milliards d'euros (dont 22,4 milliards souscrits en 2018 avec de nouvelles OATi indexées sur l'inflation européenne).

III. L'INTERVENTION DE LA BCE ET DE L'UNION EUROPÉENNE SUR L'ENDETTEMENT PUBLIC

La Banque centrale européenne et avec elle les banques centrales nationales (qui forment le SEBC, Système européen des banques centrales) et l'Union européenne sont les « gardiens du Temple » de la dette publique des états de la zone euro et de l'Union.

Si la BCE détermine la politique monétaire et influe sur la politique des taux d'intérêts en zone euro, elle a également mis en place des limites à l'acquisition des dettes souveraines sur le marché secondaire par les banques centrales.

La politique d'achat massif de titres de dettes publique et ses garde-fous

À partir de la crise financière intervenue à compter de 2008, la politique d'achat s'est

déplacée vers les titres souverains de la Grèce, de Chypre, de l'Espagne et du Portugal, de l'Irlande et de l'Italie. La BCE a lancé le SMP (*Security market program*) à partir de mai 2010 pour procéder à des rachats d'un montant de 220 milliards d'euros.

À partir du 22 janvier 2015, la BCE a lancé son premier assouplissement quantitatif (*quantitative easing* ou QE) portant sur un montant de rachats de titres obligataires (publics et privés) de près de 2 600 milliards d'euros entre mars 2015 et décembre 2018. Cette approche ultra-accommodante s'est traduite par la poursuite conjointe de taux directeurs bas, voire négatifs, pour soutenir la relance de l'économie, ainsi que des « prises

■ 19. À la valeur d'actualisation de la dette près, ce qui ne nous permet pas de « projection » de la nouvelle composition de la dette négociable de l'État dans le cadre du PLFR(2) 2020. OAT : obligation assimilable du Trésor ; BTAN : bons du trésor à intérêts annuels.

■ 20. *Les Échos*, « Le pari osé des obligations à 100 ans », 13 août 2019, contrairement à la mise en place d'une politique de dette perpétuelle, ce qui pourrait conduire non seulement à ruiner les souscripteurs par effet croissance de PIB et surtout poserait des problèmes du financement en cas de « normalisation » de la politique des taux post-crise.

■ 21. On se reportera pour un état des lieux, à l'article de Christian St Étienne du 19 février 2020, dans *Les Échos*, ainsi qu'aux documents publiés par la recherche économique de BNP Paris, Voir l'Eco-Flash du 11 mai 2020.

en pensions » négatives pour les banques (afin de développer leur pension à faire crédit). Très concrètement, cette politique de QE s'est traduite par une double stratégie de prêts aux banques commerciales, les LTRO (*Long term refinancing operations*) pour les soutenir dans leur propre assainissement et des rachats de titres obligataires (publics ou privés²¹). Ainsi quatre compartiments ont été définis dont le PSPP (*Public sector purchase program*) pour les titres publics (États, collectivités, organisations internationales)²², pour 2 129 milliards d'euros (février 2020). Mais ces achats massifs **n'ont pas été effectués sans garde-fous**. La BCE utilise une clé de répartition de ses achats de dette souveraine qui limite **les capacités de rachat de titres publics** par les banques centrales nationales afin d'éviter tout contournement de la législation communautaire en la matière :

- La banque centrale ne peut acheter plus de 25 % à 30 % de chaque ligne obligataire ;
- Elle ne peut pas détenir plus de 33 % de la dette publique d'un pays ;

- Il faut respecter la proportionnalité de la détention par rapport au capital que détient chaque banque centrale nationale (donc indirectement chaque état) dans celui de la BCE²³. Or, cette triple limite a été enfoncée dès la fin de 2019 par la BCE. D'ailleurs, une communication de Mario Draghi en juin 2019, assurait que la limite de 33 % sauterait si l'inflation ne repartait pas²⁴. Les rachats effectués au Portugal et en Espagne semblaient également sur le point de franchir la limite de détention.

C'est finalement la limite de détention du capital qui a été significativement dépassée²⁵, via le nouveau programme PEPP (*Pandemic emergency purchase program*) de la BCE pour lutter contre les effets économiques de l'épidémie de Covid-19. Le PEPP est pour le moment doté de 750 milliards d'euros (rachat de titres publics et privés), la BCE augmentant par ailleurs de 120 milliards des programmes de QE existants (soit +870 milliards au total²⁶).

Le coup de semonce de la Cour constitutionnelle fédérale de Karlsruhe

Par son arrêt du 5 mai 2020²⁷, la Cour constitutionnelle allemande considère que la BCE outrepasserait potentiellement les traités européens avec ses rachats d'actifs massifs depuis la crise de la dette grecque et enjoit à l'institution financière indépendante de produire des pièces justifiant de la « proportionnalité » de son action aux buts poursuivis (à savoir en théorie la maîtrise de l'inflation en zone euro) sous trois mois.

On voit dans ce bras de fer entamé entre la Cour constitutionnelle fédérale allemande et la BCE, mais aussi la CJUE (Cour de Justice de l'Union européenne), que deux conceptions s'affrontent clairement en zone euro :

- Les pays qui s'en tiennent à la règle du jeu commune et qui veulent plus de stabilité monétaire afin de protéger leurs épargnants âgés, c'est-à-dire avant tout leurs retraités, et qui disposent de systèmes sociaux largement assurantiels ;

- Les pays en difficultés budgétaires récurrentes qui ne parviennent pas à équilibrer durablement leurs comptes publics, et dont les systèmes de retraites reposent sur des mécanismes par répartition et non par capitalisation.

Les premiers veulent limiter les facilités monétaires octroyées par la BCE en constituant une sorte de frein européen à l'endettement de fait. Les autres, au contraire, veulent plus de solidarité et un soutien de la BCE sans limite. Ce conflit politique et de légitimité au sein de la zone euro conduit à plusieurs arbitrages possibles : au sein du conseil des gouverneurs de la BCE lui-même. Doit-on imposer une nouvelle limite (50 %) ? Quel est le statut d'indépendance du gouverneur de la banque centrale allemande ? Faute d'explication d'ici juin, la Cour de Karlsruhe pourrait enjoindre au gouverneur de la *BundesBank* de vendre ses obligations d'État sur le marché secondaire... ce qui pourrait représenter pour 500 milliards d'actifs. Quel sera l'attitude du gouverneur, fidèle à son indépendance et ne

■ 22. Les autres étant le CSPP pour les obligations d'entreprises (Corporate Sector Purchase Program), les obligations émises par les banques et couvertes par des actifs CBPP3 (Covered Bond Purchase Program 3) et des obligations adossées à des actifs ABSPP (Asset-Backed Securities Purchase Program).

■ 23. La souscription au capital, Banque centrale européenne, 30 janvier 2020

■ 24. Les Échos, « La BCE réfléchit aux moyens de relancer son QE », 29 juin 2019.

■ 25. Les Échos, « BCE/Politique monétaire : du virus au poison lent », 6 mai 2020.

■ 26. Lancé le 1^{er} avril 2020, le PEPP avait déjà racheté pour 30,2 milliards d'euros de titres.

■ 27. www.bundesverfassungsgesicht.de; voir également notre note sur le sujet www.ifrap.org, 7 mai 2020.

relevant que de la CJUE pour la protection de son mandat ou du droit constitutionnel de son propre pays?

Le rôle de l'Union européenne dans la limitation de l'endettement des États membres

Dans le cadre de la qualification des pays membres à l'entrée dans la zone euro, l'Union européenne a mis en place les critères du Pacte de Stabilité et de croissance (PSC), renforcés par les dispositifs « Six Pack » (décembre 2011), « Two Pack » (mai 2013) et par le TSCG (janvier 2013) pour gérer les conséquences de la crise financière²⁸.

Très grossièrement, les États membres doivent maintenir un déficit inférieur à 3 % du PIB et un endettement inférieur à 60 % de celui-ci. En cas de franchissement de ces limites, ils tombent dans une procédure pour déficit excessif (bras correctif) qui leur impose un effort structurel minimal de 0,5 pt de PIB par an (sauf choc externe grave) pour revenir en dessous des 3 % de déficit.

Lorsque ce seuil est franchi, le volet préventif du pacte s'enclenche, obligeant à définir un objectif de moyen terme se rapprochant de l'équilibre budgétaire avec un effort structurel évalué en moyenne sur deux ans et permettant une stratégie de désendettement afin de revenir sous les 60 % à moyenne échéance. Les critères qui s'appliquaient aux volets préventifs et correctifs du pacte de stabilité renforcé ont été suspendus par l'activation par le Conseil européen de la clause de sauvegarde générale du PSC (*General escape clause*) le 6 avril 2020²⁹ pour faire face à l'épidémie de coronavirus. L'objectif de limitation de l'endettement des États à 60 % du PIB est donc ajourné. Par ailleurs, la Commission européenne entend mener un plan de soutien économique sans précédent qui devrait limiter l'endettement des États membres, mais dont l'ampleur ne sera peut-être pas sans conséquence sur l'endettement européen lui-même et dont les contours mettent à rude épreuve l'Union.

Le problème, c'est que la question de l'endettement des États demeure et pose la question du financement des mesures de soutien, puis de relance économique. Là encore trois stratégies s'affrontent :

■ Les « solidaristes budgétaires du Sud » qui invoquent la constitution d'une dette européenne avec les « coronabonds », et qui ne veulent pas de conditionnalité à l'aide mutuelle. C'est mettre le doigt dans un fédéralisme budgétaire et la souscription de dettes perpétuelles;

■ Les « orthodoxes » du Nord, qui veulent des aides mesurées et fléchées vers des programmes strictement nécessaires au soutien des systèmes de santé et des aides économiques d'urgence. Ils soutiennent la réactivation du MES (Mécanisme européen de stabilité), et voient le principe de mécanismes de relance européens avec scepticisme. En effet, en assainissant leurs finances publiques en période d'expansion ils sont désormais en état de pouvoir financer leurs propres plans de relance individuels;

■ Enfin la Commission européenne qui veut se servir de l'épidémie pour amender le budget européen, augmenter son volume et recycler des fonds pour les investir dans un plan de soutien de volume inédit.

Les annonces de l'Eurogroupe du 9 avril 2020

Après quelques jours de négociations houleuses, les ministres des finances de l'Eurogroupe le 9 avril³⁰ se mettent d'accord sur un plan de soutien commun de 540 milliards d'euros³¹ qui devrait comporter une ligne de crédit de 240 milliards d'euros en provenance du MES pour financer les dépenses exceptionnelles de santé³², chaque état aura un droit de tirage équivalent à 2 % de son PIB; 100 milliards d'euros de financement du chômage partiel via le mécanisme SURE de la Commission européenne. Enfin, un fonds de garantie de la BEI (Banque européenne d'investissement) qui pourrait prêter jusqu'à 200 milliards d'euros aux entreprises.

■ 28. The EU's economic governance explained, site de l'Union européenne. TSCG : traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance

■ 29. Activation of the general escape clause of the budgetary framework in view of the covid-19, www.zabala.eu, 23 mars 2020, ainsi que les documents fournis par la délégation française. Voir également l'activation proposée par la Commission le 20 mars 2020 ainsi que l'exposition juridique du mécanisme lui-même

■ 30. « Les principaux points de l'accord de l'eurogroupe », Les Échos, 10 avril 2020

Plus globalement, les pays européens ont engagé près de 3 400 milliards d'euros pour faire face à la crise économique. Au 20 avril 2020³³, 2 500 milliards d'euros relèvent de mesures de trésorerie nationales, auxquels s'ajoutent 540 milliards décidés par l'Euro-groupe, ainsi que 330 milliards de mesures budgétaires nationales, 70 milliards issus du budget européen. Il faut également ajouter les 750 milliards d'euros de soutien de la BCE.

Quel redéploiement du budget européen pour un plan de relance à 2 000 Mds € ?

La question du redéploiement du budget européen est complexe parce que là encore les positions ne sont pas consensuelles : certains veulent travailler à budget constant, d'autres augmenter le budget. Par ailleurs, les contraintes financières pesant sur les États membres devraient être impactées par le processus du Brexit.

La Commission européenne, dans le cadre de l'élaboration du prochain budget pluriannuel

2021-2027, a reçu le feu vert lors du sommet européen du 23 avril pour un plan de relance de 2 000 milliards d'euros³⁴. Les moyens seraient multiples :

- Un instrument de relance qui pourrait mobiliser 320 milliards d'euros ;
- Remonter le niveau des contributions des États membres en le faisant passer de 1,2 % à 2 % du revenu national brut. Le différentiel était placé en garantie pour ensuite lever des fonds sur les marchés financiers. La garantie devant être ensuite remboursée aux États ;
- Un arbitrage à rendre entre les pays du Nord favorables aux prêts et les pays du Sud aux subventions, avec un arbitrage provisoire de la Commission à 50 %/50%.

Augmentation des contributions des États membres, levée de fonds sur les marchés financiers... La constitution d'une dette européenne semble poindre à l'horizon via les effets de levier et la mise en place de fonds abondés par endettement via des garanties théoriquement remboursables.

IV. DÉSENDETTEMENT, LES LEÇONS DE L'ALLEMAGNE ET DES PAYS-BAS

L'Allemagne et les Pays-Bas dépendent comme nous de la politique monétaire menée par la BCE.

Que constate-t-on ? La dette allemande après avoir atteint un point haut en 2010 (à 82,4 %) baisse depuis continuellement pour atteindre 59,8 % en 2020, soit précisément le niveau exigé par le Pacte de stabilité européen (limite de l'endettement à 60 % du PIB).

Les Pays-Bas ont décidé d'adopter une trajectoire moins rapide et plus souple. Après un point haut atteint à 67,8 % du PIB en 2014, la dette publique néerlandaise a baissé pour atteindre 48,6 % 5 ans plus tard, soit -19,2 points.

Ces pays « fourmis » disposent par conséquent de fortes marges de manœuvres budgétaires pour effectuer leur relance sans obérer leurs

finances publiques. On le voit avec l'Allemagne qui peut se permettre d'effectuer un plan de soutien à son économie équivalent à 4,9 points de PIB, soit 160 milliards d'euros³⁵, contre seulement 2,3 points de PIB pour la France (52 milliards d'euros).

Fait historique, le niveau d'endettement de la France en valeur absolue est désormais au-dessus de l'endettement allemand : 2 380,1 milliards d'euros pour la France contre seulement 2 053 milliards en Allemagne en 2019.

Comparaison de la charge et du montant des opérations sur la dette publique des trois pays

Le cercle vertueux de la baisse de l'endettement conduit ainsi à alléger la charge de la dette. Le différentiel avec l'Allemagne est

21

■ 31. Conseil européen, communiqué du 9 avril 2020. Voir également « Coronavirus, accord au forceps des européens sur le plan de sauvetage à 500 milliards d'euros », Le Figaro, 10 avril 2020

■ 32. Et avec l'ensemble des garanties qui président à son déclenchement comme l'a rappelé le ministre des finances hollandais.

■ 33. Jobs and economy during the coronavirus pandemic, Commission européenne, 1^{er} avril 2020

■ 34. La Commission va plancher sur un plan de relance de l'économie, www.contexte.com, 24 avril 2020.

■ 35. Comparer les 3 500 milliards d'euros mobilisés par l'ensemble des programmes nationaux et européens d'aide dans le cadre de la pandémie de Covid-19 avec les mesures budgétaires prises au plan national, voir rapport de M. Albéric de Montgolfier, relatif au PLFR(2) 2020.

particulièrement important. Alors qu'il était nul avec la France en 2010, il atteint 0,8 point de PIB comme avec les Pays-Bas. Même avec la politique ultra-accommodante de la BCE, la charge d'endettement de la France s'élève à 1,4 point de PIB, soit près de 2 fois plus que l'Allemagne ou les Pays-Bas.

Comment en est-on arrivé là? Quelles stratégies ont été mises en place dans la gestion de la dette publique ou des finances publiques pour parvenir à ces résultats « remarquables »? Afin de pouvoir juger des raisons concourant à la baisse du niveau d'endettement public de

l'Allemagne et des Pays-Bas, il faut décomposer la variation du ratio d'endettement entre trois composantes suivant la formule suivante³⁶ :

$$\Delta b = d + EBN + ASF$$

Où Δb est la variation de la dette publique, d le ratio du solde primaire en fonction du PIB; EBN est l'effet boule de neige (écart entre le taux d'intérêt (nominal ou réel) qui s'applique à la dette publique et le taux de croissance (nominal ou réel) du PIB); et ASF l'ajustement stock-flux³⁷ qui regroupe les variations de la dette publique qui ne s'expliquent pas par le solde budgétaire.

France : décomposition de la variation de la dette publique

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Variation du ratio de dette publique	4,7	5,2	4	4	2,9	2,8	3,9	3,1	2,4	2,7
Charge du solde primaire	-4,4	-2,5	-2,4	-1,8	-1,7	-1,6	-1,8	-1,2	-0,6	-1,6
Ajustement stock/flux	-2,2	0	-0,9	-0,1	-1	-0,8	0,3	0,1	0,1	-0,3
Effet boule de neige	11,3	7,7	7,3	5,9	5,6	5,2	5,4	4,2	2,9	4,6

Sources : Eurostat, Governance finance statistics – Summary tables- 1/2020³⁸

L'augmentation de la dette française permet de bien comprendre la force de l'effet boule de neige induisant une croissance mécanique de la dette publique, notamment parce que le solde primaire (solde public hors charge d'intérêt) est constamment négatif sur l'ensemble

de la période considérée (2010-2019). Les ajustements stock/flux sont en quant à eux tantôt positifs ou négatifs et semblent plutôt « subis » que « choisis ». La décomposition de l'augmentation de la dette allemande présente des caractéristiques opposées :

Allemagne : décomposition de la variation de la dette publique

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Variation du ratio de dette publique	12,8	1,4	2,8	-0,5	0,1	-1	-0,5	-1,6	-1,5	-0,5
Charge du solde primaire	-1,9	1,6	2,3	1,8	2,2	2,3	2,4	2,3	2,8	2,2
Ajustement stock/flux	8,4	0,5	2,8	-0,5	0,7	0	0,7	-0,3	0,4	1
Effet boule de neige	6,3	-0,7	-2,3	-1,8	-2,8	-3,3	-3,6	-3,6	-4,7	-3,7

Sources : Eurostat, Governance finance statistics – Summary tables- 1/2020³⁹

Là non plus les ajustements stock/flux ne sont pas déterminants, mais les effets d'appréciation du solde primaire sont massifs. Il en résulte un effet boule de neige négatif considérable. L'accent est mis par l'Allemagne sur le contrôle de son solde public via la mise en place de son frein à l'endettement afin de contrôler l'évolution de la dette publique fédérale⁴⁰ à

partir de 2010. Les Pays-Bas relèvent d'une autre mécanique institutionnelle, puisqu'il n'y a pas de frein à l'endettement spécifique. Mais le résultat est le même qu'en Allemagne, une forte amélioration du solde primaire, également devenu positif (depuis 2016), à laquelle s'ajoute un désendettement « financier », avec une activation forte des effets « stock/flux⁴¹ ».

■ 36. Voir pour la méthodologie Bulletin d'économie théorique et appliquée BETA, n° 38 été 2018

■ 37. Société Civile n° 200, « Dette publique, comment éviter les 100 % », p. 14. L'effet stock/flux est égal à la somme du solde public et de la variation de dette.

■ 38. Livraison, 30 avril 2020.

■ 39. Idem.

■ 40. Un complément devait s'enclencher en 2020 s'agissant des *Länder*, mais celui-ci a pour le moment été suspendu pour faire face à la crise économique liée à l'épidémie de Covid-19.

Pays-Bas : décomposition de la variation de la dette publique

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Variation du ratio de dette publique	3,8	3,5	4,8	2,2	1,3	-1,4	-1,1	-2,5	-1,9	-1,3
Charge du solde primaire	-3,4	-2,6	-2,2	-1,3	-0,7	-0,7	1,2	2,3	2,3	2,5
Ajustement stock/flux	-1,5	-1	0,8	-0,7	-0,8	-3,4	-1,1	-1,2	-0,5	0,4
Effet boule de neige	8,7	7,1	6,2	4,2	2,8	2,7	-1,2	-3,6	-3,7	-4,2

Sources : Eurostat, Governance finance statistics – Summary tables- 1/2020⁴²

Le solde primaire ne devient positif qu'à compter de 2016 soit 5 ans après l'Allemagne, cependant ses ajustements stock/flux se sont révélés très puissants puisqu'ils ont concouru à une baisse de la dette publique 8 fois en 10 ans. Ces effets résultent d'une gestion très active de la dette : amortissement de la dette, cession d'actifs financiers, opérations complexes sur produits dérivés ou échanges de taux ou de devises (Swaps), ajustement du périmètre public (externalisation, incorporation, etc.). Le résultat est très satisfaisant puisque l'endettement public est contenu en 2019 à 48,6 % du PIB.

Comparaison de la composition des dettes des trois pays

L'endettement des trois pays présente des structures différentes qui sont à la fois la cause et la conséquence des modes de gestion utilisés.

La France possède une structure d'endettement qui fait la part belle aux devises et dépôts des correspondants, à cause du principe de centralisation de la trésorerie des organismes publics auprès du Trésor. Les emprunts obligataires émis sur les marchés sont massifs, 84,7 % en moyenne de l'ensemble, majoritairement à long terme (supérieur à 1 an). Les emprunts bancaires sont faibles (syndiqués ou non) pour 13,4 %, dont 12,8 % à long terme. La dette publique française n'a crû quasiment qu'à raison des emprunts obligataires à long terme (+17,6 points de PIB).

L'endettement allemand présente par contre un tout autre visage : les emprunts bancaires sont beaucoup plus importants (28,9 %). La structure fédérale empêche la constitution d'une centralisation des fonds au Trésor, ce qui explique la faiblesse des disponibilités (0,6 %). Les emprunts obligataires à court terme sont extrêmement faibles, 3,6 % en moyenne contre 5,3 % pour les emprunts bancaires à court terme (contre 0,6 % en France). On note par ailleurs qu'en tendance les emprunts obligataires à court terme s'effondrent (baisse de 2 points de PIB en 10 ans), de même que les emprunts bancaires à court terme (-6,4 points de PIB en 10 ans). La baisse des encours de dette à court terme représente donc 1/3 de l'effort de désendettement, ce qui est parfaitement logique dans le cadre d'un ajustement de l'endettement principalement par le solde public.

La dette néerlandaise présente un profil entre la dette française et l'allemande : très faibles proportions de dépôts et devises (0,4 %), un recours aux emprunts obligataires (78,5 %) plus fort qu'en Allemagne mais moins qu'en France. Des emprunts bancaires (21,1 %) plus faibles qu'en Allemagne, mais plus forts qu'en France. La baisse de l'endettement a été réalisée via le marché obligataire (-8,1 points de PIB) et faiblement sur le marché bancaire (-2,5 points). Ce profil confirme la volonté des Pays-Bas d'actionner des leviers financiers (décomposition de l'effet stock/flux) en premier lieu pour procéder au désendettement puis en second lieu via la baisse des déficits publics.

CONCLUSION GÉNÉRALE

Le coup de semonce de la Cour constitutionnelle fédérale de Karlsruhe et la suppression des limites de rachat des banques centrales devraient inciter **les gestionnaires de la dette publique à modifier leur stratégie** :

■ Trouver des alternatives au financement par endettement de la trésorerie courante de l'État. On l'a vu, une centralisation accrue des liquidités de l'ensemble des organismes disposant d'une mission de service public est en cours. Il faut peut-être aller au-delà et recourir davantage à du financement bancaire ;

■ Diminuer le coût des intérêts de la dette de la CADES et de l'ACOSS en centralisant les émissions de dettes au niveau de l'AFT⁴³, ou au moins en coordonnant leurs opérations auprès des banques et sur les marchés ;

■ Immuniser progressivement la dette française du risque d'inflation en diminuant le recours aux OATi ;

■ Supprimer progressivement le recours aux émissions sur souches anciennes, pour limiter le phénomène des primes nettes des décotes sur l'encours de dette arrivant à échéance à moyen terme ;

■ Reprofiler la dette vers une détention longue, à 30, 50 ou 80 ans ;

■ Intégrer la « neutralisation » entre les intérêts versés et les dividendes et IS reçus de la Banque de France à mesure que sa charge d'intérêt public augmentera. Et prévoir au besoin un plan de recapitalisation (puisque les capitaux propres d'une banque centrale ne peuvent pas être négatifs⁴⁴). Notons par ailleurs que cette politique de rachat est par définition inflationniste, ce qui peut avoir des conséquences économiques néfastes à moyen terme (même si dans un premier temps cela fait baisser le poids de l'endettement non indexé) ;

■ Définir une stratégie de désendettement lorsque le frein à l'endettement sera mis en place, avec la constitution de réserves excluant, comme en Allemagne, certains investissements jugés prioritaires ;

■ Les propositions européennes de mise en place d'une dette temporaire, exceptionnelle via la constitution de garanties permettant de lever des fonds sur les marchés, devraient *in fine* s'analyser comme une augmentation des contributions des États membres de la zone euro. De la même façon, le recours au MES devra nécessiter la mise en place de mesures d'ajustement et des appels de fonds complémentaires. Les dépenses publiques françaises devront ainsi être optimisées pour y faire face. Les exemples étrangers en particulier allemand et hollandais permettent de formuler une certaine appréciation sur la stratégie de gestion de la dette française :

■ Tout d'abord ces pays ont su s'immuniser contre certains risques contrairement à la France : la dette hollandaise est immunisée contre les taux variables et le risque d'inflation (hors produits structurés), la dette allemande a massivement augmenté sa maturité globale (et notamment ses encours de dette à plus de 30 ans) ;

■ Ensuite, sur les stratégies de désendettement : l'Allemagne a tout mis sur une gestion exemplaire en matière de finances publiques avec la mise en place du frein à l'endettement (*Schuldenbremse*) ; tandis que les Pays-Bas ont fait la part belle à la cession d'actifs et de produits structurés (effet stock-flux). Même si cette gestion par désendettement était contrainte (pour l'Allemagne à cause de ses engagements hors bilan ; et pour les Pays-Bas à cause de l'ampleur de ses participations dans son système bancaire et assurantiel) ;

■ Un prérequis demeure cependant : **une maîtrise sans faille des soldes des administrations publiques quel que soit leur niveau, avec notamment des comptes sociaux à l'équilibre**. Cette donnée devrait conduire la France à assainir ses finances sociales et à poursuivre la réforme de son système de retraite, afin de retrouver des marges de manœuvre budgétaires en la matière. Par ailleurs, les finances locales doivent être à l'équilibre, voire

■ 41. Pour une lecture détaillée de la décomposition des effets stocks/flux, voir également les publications annuelles d'avril et d'octobre réalisés par Eurostat.

■ 42. Eurostat, 30 avril 2020.

■ 43. Après le rapprochement que nous appelons de nos vœux entre l'AFT et la CADES en 2016, (voir note iFRAP) et leur rapprochement opérationnel en 2017, voir Rapport de la Cour des comptes relatif à l'endettement des entités publiques, et le rapport de présentation de M. Albéric de Montgolfier, n°338, 2019.

■ 44. Voir Fr. Ecalle, Fipeco. à noter que la Banque d'Angleterre commence déjà à racheter directement de la dette émise par le Trésor britannique depuis le 9 avril 2020.

excédentaires, ce qui milite pour la poursuite après crise d'une contractualisation avec les collectivités locales ou leur inclusion dans un frein à l'endettement de type allemand (les *Länder* devaient y basculer en 2020 avant activation de la clause de sauvegarde), et la mise en place d'une loi de financement locale;

■ L'ensemble de ces éléments converge pour la mise en place d'un frein à l'endettement global en France comprenant l'ensemble des administrations publiques qui se déclencherait à compter du retour de la France dans le volet préventif du PSC européen (voir notre étude d'avril 2019);

■ Le Haut conseil des finances publiques devrait voir ses compétences élargies à l'appréciation et au suivi de l'endettement public à l'occasion des lois de finances, de programmation des finances publiques et du programme de stabilité;

■ Les parlementaires devraient en loi de finances se voir présenter un tableau de financement comprenant les besoins et les recettes de financement brutes et nettes des rachats projetés; ainsi que disposer d'une analyse de la trajectoire de la dette publique et de sa soutenabilité dans le cadre du débat d'orientation des finances publiques.

La question de la défaillance des « Landesbanken » allemandes

Les autorités fédérées allemandes disposent de participations importantes dans des institutions financières qui ont été lourdement impactées par la crise des subprimes en 2008 (KfW, l'équivalent de la Caisse des dépôts et consignation en France, mais aussi les banques publiques allemandes fédérées, Sparkassen-Finanzgruppe).

Des fonds de défaillance ont été constitués afin d'assainir les passifs de ces entités (soit près de 940,5 milliards d'euros en 2016 pour les seules *Landesbanken* sans prendre en compte les passifs des crédits municipaux, les *Sparkassen*).

Ces passifs ne sont toutefois pas intégrés à la dette publique allemande à concurrence de la participation des *Länder* à leur capital. Ils ont été isolés dans des entités de défaillance qui, à l'instar du traitement comptable de la CADES en France, présentent des « soldes techniques » excédentaires, seules les dettes publiques souscrites afin de compléter les opérations d'amortissement le sont en flux. Il était jusqu'il y a peu possible de retrouver ces risques classés par Eurostat dans les engagements hors bilan des administrations publiques.

Cette « faiblesse » financière majeure est en passe de se voir résorber progressivement via des mouvements très importants de fusion et de restructuration.

Mais, avec la crise actuelle, le financement de ces passifs via des recettes fiscales pérennes pourrait rencontrer de sérieuses difficultés.

Il en est de même pour les banques de développement que les *Länder* possèdent à 100 %. En 2015, le passif des banques de développement représentait 365,6 milliards d'euros soit 12 % du PIB allemand. Il ne représentait plus que 201,5 milliards d'euros en 2016. Ces passifs ne sont pas classés dans la dette des *Länder* puisqu'ils sont considérés comme des budgets annexes.