

# Pas d'urgence à réduire la dette publique française

mediapart.fr/journal/france/010218/faut-il-avoir-peur-de-la-dette-publique-francaise-0

C'est encore une des rares critiques envers Emmanuel Macron et son gouvernement que l'on trouve dans les milieux d'affaires : il négligerait trop le problème de la dette publique. Plusieurs observateurs ont d'ores et déjà tiré la sonnette d'alarme. Avant Noël, l'éditorialiste Jean-Michel Apathie avait évoqué la dette comme le « *vrai mal français* ». Un mois plus tard, devant le chef de l'État, le premier président de la Cour des comptes, Didier Migaud, renchérissait et mettait en garde contre « *l'illusion* » de l'amélioration des finances publiques.

Un des dirigeants d'entreprise le plus en pointe sur le sujet est le président d'Euronext, l'opérateur boursier européen qui gère notamment la place financière parisienne, Stéphane Boujnah. Très enthousiaste quant à Emmanuel Macron, qu'il compare volontiers au général de Gaulle, il estime qu'il faut aller plus vite sur la réduction de la dette publique. « *La dette française est une bombe à retardement* », expliquait-il dans une interview aux *Échos*, le 25 janvier dernier, avant d'enfoncer violemment le clou dans un colloque organisé le 30 janvier par son entreprise.

Il affirme alors que la dette publique est la « *tumeur potentiellement la plus porteuse de métastases* ». Si Emmanuel Macron séduit les élites économiques, ces dernières aimeraient donc plus de diligence sur la réduction de la dette publique. « *Il serait coupable de ne pas engager, pendant la période de croissance qui s'ouvre, les efforts structurels nécessaires pour réduire significativement la dépense publique et la dette* », martèle-t-il.



Bercy, le siège du ministère des finances.

Pourtant, la réduction de la dette n'est pas oubliée dans la stratégie du gouvernement. Certes, l'exécutif a mis sous le boisseau ses ambitions de début de mandat où, à la suite du rapport alarmiste de la Cour des comptes de juin dernier, Édouard Philippe avait promis de geler les dépenses publiques en volume. Finalement, ces dépenses progresseront en 2018 de 0,5 %, hors effet de l'inflation. Mais ce rythme est déjà une nette rupture par

rapport à la moyenne des dernières années, qui était proche de 1 %, et le gouvernement a promis d'accélérer le rythme en parvenant à la fin du quinquennat à une baisse de cinq points du ratio dette publique brute sur PIB.

Il compte notamment pour y parvenir sur son plan « Action publique 2022 », qui prévoit une réduction structurelle des dépenses. Jeudi 1<sup>er</sup> février, le premier ministre a lancé une réforme agressive de la fonction publique. Mais les milieux d'affaires ne veulent pas se payer de mots et entretiennent ainsi une pression permanente sur le gouvernement.

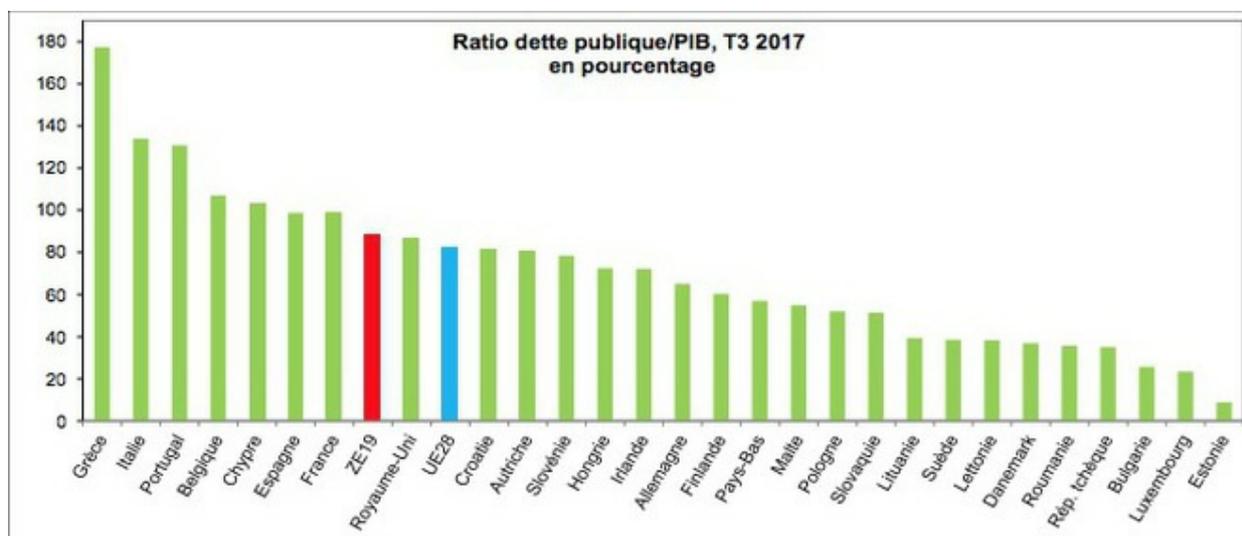
Cette pression vise à obtenir, par un souci affiché de l'intérêt général, une baisse rapide des dépenses publiques qui serait le seul moyen raisonnable de réduire la dette. De ce point de vue, le propos de Stéphane Boujnah dans *Les Échos* est clair : la dette n'est qu'un argument de poids pour parvenir à la baisse des dépenses en faisant croire que le lien est direct. À l'appui de cet argument, certaines *success stories* – toujours les mêmes – sont avancées : Canada et Suède des années 1990, Allemagne et Pays-Bas des années 2010, etc.

Et pour baisser la dépense publique, le seul moyen est bien entendu de transférer cette dépense vers le secteur privé. Un transfert qui ne peut que réjouir le président d'un groupe qui prospère sur les bénéfices des groupes privés et leurs entrées en bourse. Voilà comment la dramatisation de la question de l'endettement public sert, en partant de l'intérêt général, des intérêts très particuliers.

Un ratio dette sur PIB inquiétant ?

Mais au-delà de cet intérêt, faut-il réellement s'inquiéter du niveau de la dette publique en France ? N'est-ce pas, malgré tout, un problème réel pour l'économie hexagonale ? La dette publique brute française s'élevait à la fin du troisième trimestre de 2017, selon Eurostat, à 2 229,736 milliards d'euros, soit 98,4 % du PIB. Selon ce ratio, la France arrive en septième position dans l'Union européenne (UE) et dans la zone euro. Le niveau moyen de la zone euro se situe à 88,1 % du PIB, soit donc 10,3 points de moins. La France est donc effectivement plus endettée que la moyenne européenne et il est vrai que si ce ratio recule depuis un an, il a progressé depuis 2014, alors que celui de la zone euro a reculé.

Mais que dit exactement ce ratio ? En réalité, pas grand-chose. C'est le rapport entre la production de richesses de l'ensemble du pays sur un an et le stock de dettes accumulé par l'État. Mais la dette publique ne se rembourse pas sur un an, elle est composée de titres ayant des échéances très diverses. La dette française négociable a ainsi une maturité moyenne de 7 ans et 296 jours, mais l'État émet des titres de dettes allant de un mois à 50 années. De plus, l'ensemble de la production de richesses d'un pays n'est pas mobilisable par un État pour le remboursement de la dette. On compare un stock pluriannuel avec un flux annuel qui n'a pas beaucoup d'éléments en commun.



Ratio dette publique sur PIB au 3e trimestre 2017 dans l'UE © Eurostat

Ce ratio n'est donc qu'une convention, commode mais hâtive, pour mesurer le rapport entre la dette et la richesse créée. Certes, elle est largement acceptée, mais il faut absolument se garder d'en tirer des conclusions hâtives sur le niveau de soutenabilité de la dette publique ou sur les effets de la dette sur la croissance. Il faut également se garder de faire de ce ratio un objectif en soi puisque sa signification est très contestable.

Il n'existe pas de ratio d'endettement public « idéal ». Le traité de Maastricht avait fixé comme limite – aussi arbitrairement que la fameuse règle des 3 % du PIB – le niveau de 60 % du PIB, qui, alors, semblait fort élevé. Il apparaît aujourd'hui inatteignable à beaucoup d'États de la zone euro. Dans les années 2000, deux économistes étasuniens, Carmen Reinhart et Kenneth Rogoff, avaient essayé de fixer le niveau de 90 % du PIB de dette publique comme un "point d'inflexion" au-delà duquel la croissance s'affaiblissait et la faillite semblait inévitable. Mais cette règle a été démentie par les faits et a donné lieu à de vives controverses.

De fait, ce ratio semble un baromètre fort peu pertinent. Le Japon affiche en 2017 un niveau d'endettement public de 250,4 % de son PIB et n'inquiète personne, alors que l'Irlande et l'Espagne avaient des ratios très faibles en 2007 (respectivement 23,9 % et 35,6 % du PIB, soit 40,3 et 28,7 points de PIB de moins que la France alors), ce qui ne les a pas empêchées de connaître, trois ans plus tard, une vive crise de la dette publique... Ce ratio n'indique donc pas un risque, il ne prévoit rien : ni la dégradation possible de la croissance, ni l'intégration de la dette privée dans la dette publique, qui, dans les deux cas sont les vrais risques de solvabilité d'un État, comme l'a montré la crise de 2010.

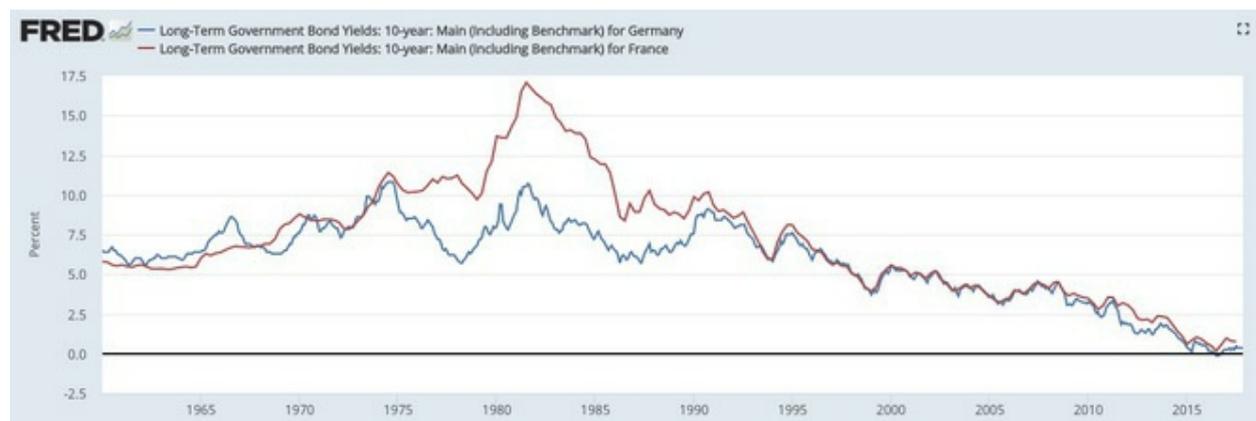
## Qu'en pensent les marchés ?

Le vrai moyen, en théorie du moins, de mesurer la soutenabilité de la dette est le taux fixé par le marché et, particulièrement, la différence de taux (le fameux *spread*) avec la dette considérée par le marché comme la moins risquée, en l'occurrence celle de l'Allemagne aujourd'hui. Ce baromètre est plus fiable parce qu'il mesure l'appétit des investisseurs pour la dette publique et donc la capacité d'un État à refinancer sa dette existante.

Car, contrairement à ce que l'on pense souvent, la plupart du temps, un État ne rembourse pas vraiment sa dette : il s'endette à nouveau pour rembourser celle qui arrive à échéance

et payer ses intérêts. Sauf évidemment lorsqu'il dégage un excédent budgétaire primaire (hors service de la dette) qu'il peut consacrer au remboursement net de ses engagements. La conséquence de cette situation est que la dette publique ne saurait représenter en elle-même un risque tant qu'elle est un placement accepté par les investisseurs. La crise de la dette en zone euro a émergé lorsque certains pays (la Grèce, puis l'Irlande et le Portugal) ont perdu cette capacité de refinancement sur le marché. Dès lors, la dette qui arrive à échéance est due et doit être payée, soit avec un excédent budgétaire, qui ne peut être obtenu qu'au prix d'une baisse drastique des dépenses publiques, soit par le recours à un emprunteur de dernier ressort (ici, la zone euro et le FMI), qui demandera à son tour des gages sous formes d'excédents primaires. Cette spirale menace-t-elle la France ?

Comme on l'a vu, le niveau de dette actuel ne dit rien sur ce risque. Quant au niveau des taux, il est effectivement brouillé par la politique monétaire de la BCE qui rachète massivement des titres sur le marché. Mais ce brouillage ne doit pas faire oublier qu'il est général et que, comme la BCE, au bout du compte, utilise le poids de ses économies comme clé de répartition de ses achats, une économie plus petite et plus endettée que celle de l'Allemagne, comme la France, devrait être moins avantagée et donc voir son écart de taux s'accroître comme reflet du risque.



Taux français et allemand à dix ans. © Réserve fédérale de Saint-Louis

Or cet écart demeure bas, aux alentours de 40 points de base (0,4 point de pourcentage) sur les taux à 10 ans. Il est certes supérieur à l'écart des années 2000, mais la crise européenne a conduit à des différenciations qui n'ont rien d'anormales. Globalement, à l'exception d'un léger regain de risque au moment de la campagne de l'élection présidentielle, cette prime est stable depuis 2013, alors que l'écart de ratio dette sur PIB avec l'Allemagne s'est creusé. On est loin des écarts des années 1980 ou de ceux qu'a connus l'Italie en 2012 (dans les deux cas, près de 7 points de pourcentage d'écart). À titre de comparaison, la dette néerlandaise, État présenté comme un modèle par Stéphane Boujnah, affiche un taux inférieur de seulement 13 points de base (0,13 point de pourcentage) à celui de la dette française. Doit-on massivement baisser les finances publiques pour bénéficier d'une baisse de 13 points de base ? La réalité est qu'il n'existe pas de risque ou d'indice de ce risque que les marchés cessent de prêter à la France. Aucune dramatisation n'est donc raisonnable, pour l'instant.

Mais si les taux remontaient ? Chacun sait que les niveaux actuels de taux d'intérêts sont très bas et qu'un jour ou l'autre, ils remonteront. Dans son interview aux *Échos*, Stéphane Boujnah prévient ainsi qu'une hausse d'un point des taux, « c'est 2 milliards d'euros de plus

*de service de la dette par an* ». ... Ainsi présentée, cette perspective semble effectivement affreuse pour les finances publiques. Mais en réalité, il n'en est rien. La BCE semble en effet déterminée à resserrer progressivement sa politique à mesure de la remontée de l'inflation. *A priori* donc, la hausse d'un point des taux s'accompagnera d'une accélération de l'inflation et, théoriquement, des recettes publiques, qui effaceront *de facto* le surcoût apparent. Tant que le taux d'intérêt réel reste négatif ou faible et que la croissance des recettes est assurée, le risque n'existe pas. Et les investisseurs n'ont aucune raison de cesser de prêter à la France, ce qui, rappelons-le, est tout ce qui importe.

Est-on sûr de la pérennité du comportement de la BCE ? Certes, un nouveau président sera nommé fin 2019 et beaucoup craignent qu'il soit allemand et cherche à imposer à nouveau la « discipline de marché » par un retrait plus brutal du marché de la dette. Mais si la France devait être menacée d'une crise de la dette, ce serait une crise existentielle pour la zone euro, dont la BCE est le garant. On voit mal cette institution mettre en danger sa seule raison d'être, l'euro. *A priori*, la normalisation que craignent les oiseaux de mauvais augure ne pourra donc se faire que dans un contexte de renforcement de l'inflation et de la croissance. La France n'est nullement au bord du « scénario grec » et n'a pas de raison objective de l'être.

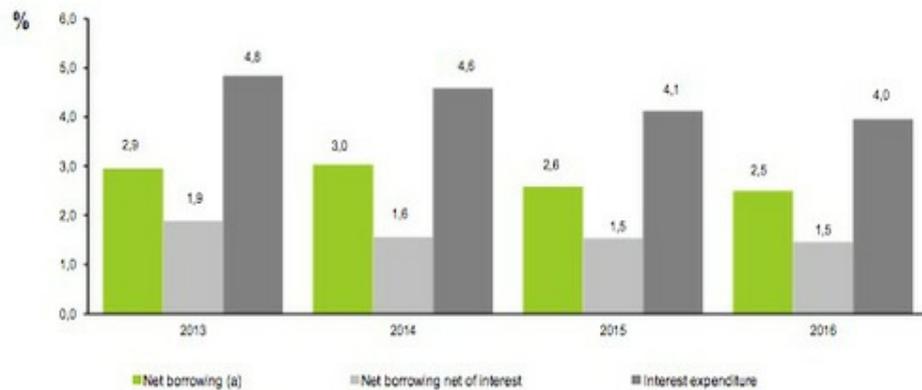
## Dette et croissance

---

Faut-il cependant se contenter de cette réponse ? Ceux que la dette inquiètent rappellent que cette dernière réduirait la croissance et la marge de manœuvre des gouvernements en mobilisant des ressources pour le remboursement de la dette. Cette question est effectivement sérieuse. La dette conduit à des dépenses publiques importantes, qui ne peuvent être utilisées pour le soutien à l'économie. De ce point de vue, l'Italie est un exemple inquiétant, puisque le pays n'a pas pu, au cours de ces vingt dernières années, profiter de ses excédents primaires pour soutenir sa croissance. Résultat : la croissance a été faible et le poids de la dette s'est encore accru, ce qui a conduit à un nouvel affaiblissement de la croissance...

Ce fait est un argument important : la dette publique mobilise effectivement de la dépense improductive. Elle permet aussi aux créanciers de peser sur les politiques publiques et réduit effectivement, en théorie, la liberté d'action d'un État. Mais la démarche intellectuelle défendue par ceux qui veulent baisser rapidement la dépense publique pour réduire la dette est contradictoire : ils proposent en réalité de réduire encore plus la dépense qui a créé de l'activité pour satisfaire la dépense improductive, et de suivre les vœux des investisseurs avant que ces derniers ne les formulent...

FIGURE 1. NET BORROWING, NET BORROWING NET OF INTEREST AND INTEREST EXPENDITURE ON GDP. Years 2013-2016, percentage values



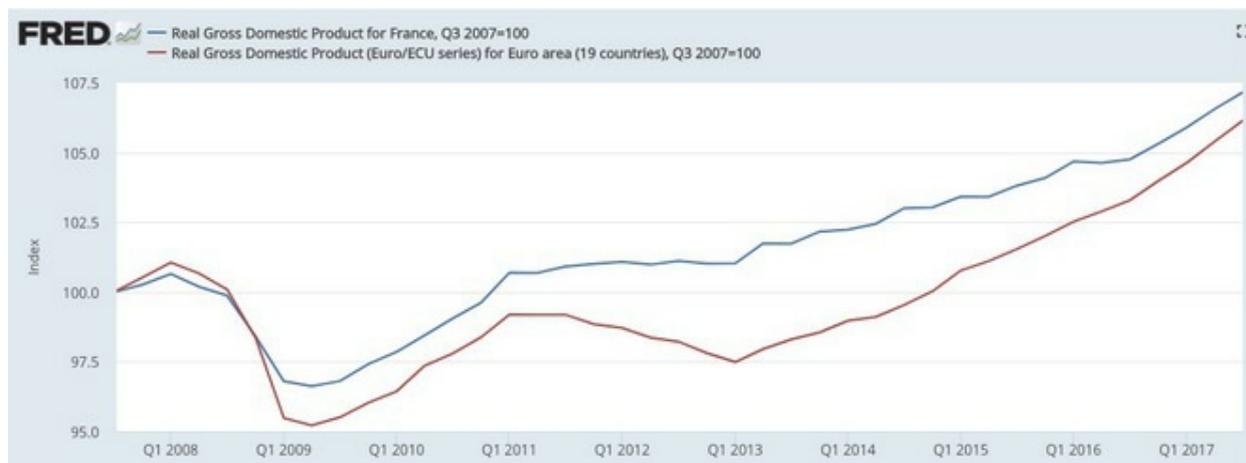
(a) Please note that here by convention the sign of the net borrowing is positive.

Comptes publics italiens : déficit et poids des intérêts. © Istat

Aussi ne doit-on pas s'étonner que les politiques qu'ils préconisent conduisent le plus souvent à des spirales récessives qui, en fin de compte, alourdissent encore le poids de la dette publique. Cela a été le cas en Italie et dans tous les pays visités par la Troïka. Le problème italien est alors moins un problème de dette publique qu'un problème de solution imposée pour réduire la dette... C'est la preuve que la dette est en réalité une simple excuse pour obtenir une réduction de la dépense publique et faire oublier qu'il existe de meilleurs moyens de se désendetter, notamment la croissance et l'inflation. Or, pour stimuler la croissance, ou la maintenir, il est souvent nécessaire pour un État endetté de ne pas réduire drastiquement ses dépenses, voire, parfois, de les augmenter ponctuellement.

Réduire la dépense pour réduire la dette est une équation très risquée et, *in fine*, la plupart du temps perdante. En période récessive, cela aggrave le cycle. En période de croissance, l'effet récessif peut en théorie être absorbé par l'activité privée. C'est – on l'oublie souvent – la vision keynésienne qui recommande une politique contra-cyclique. Mais tout dépend de l'ampleur de cette réduction ainsi que de la vigueur et la nature de la croissance. Car une partie de cette croissance peut avoir pour socle la dépense publique. L'actuelle croissance française est peu créatrice d'emplois, elle dépend largement de plusieurs mécanismes budgétaires (soutien à certains secteurs, crédits d'impôts CICE, CIR, etc.) et, enfin, elle est très liée à l'endettement privé. Toute politique trop restrictive sur la dépense publique risque de freiner l'activité.

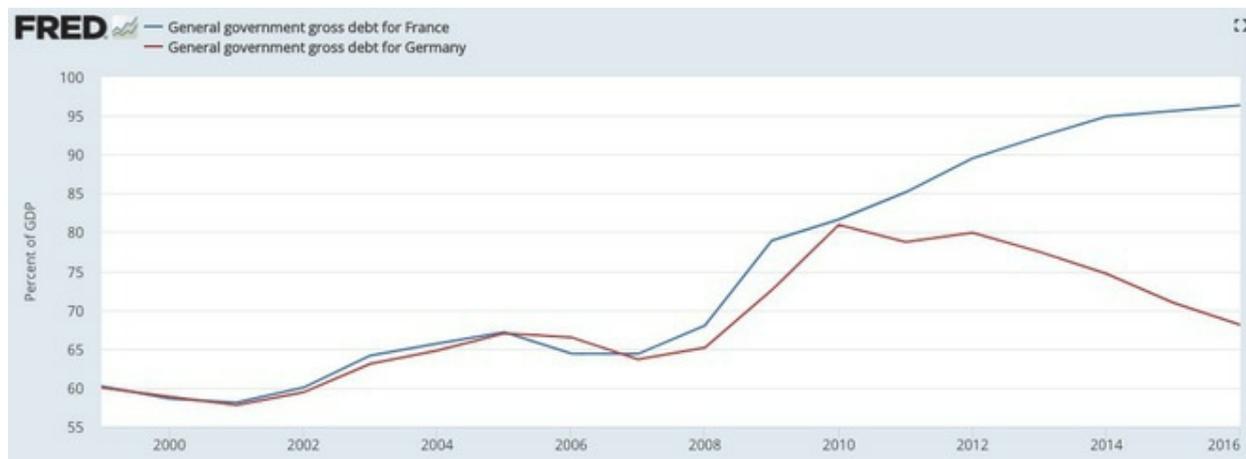
On entend souvent que, compte tenu de l'importance de la dépense publique en France, cette dernière n'est pas un gage de croissance. Ce jugement reste critiquable car la France a mieux résisté à la crise de 2008 et 2010 que beaucoup d'autres économies de la zone euro. Au troisième trimestre 2017, sur dix ans, son PIB a progressé plus vite que la moyenne de la zone euro (+ 6,79 % contre + 6,24 %) et juste un peu moins que celui des Pays-Bas (+ 7,3 %). Sur cette période, aucun de ces pays n'a réduit la part de ses dépenses dans le PIB sur dix ans. Aussi doit-on s'interroger sur l'impact sur la croissance qu'aurait eu une réduction des dépenses publiques, comme le demandent Stéphane Boujnah et d'autres.



Croissance réelle du PIB depuis le 3e trimestre 2007 pour la France (bleu) et la zone euro (rouge). © Réserve fédérale de Saint-Louis

En réalité, la France a eu une fonction stabilisatrice au sein de la zone euro et elle a payé cela par un accroissement de sa dette. Si l'objectif est réellement de réduire cette dette, rien ne pourrait se faire sans que son principal client, l'Allemagne, qui dispose de marges de manœuvre, ne s'engage à son tour dans une fonction stabilisatrice en pourvoyant de l'activité à la France. Mais la France a une base exportatrice trop faible (et ce n'est pas qu'un problème lié à l'État) et l'Allemagne préfère accumuler des excédents budgétaires et courants. En l'absence d'une coopération allemande, le désendettement français par la voie unilatérale aurait des allures de suicide économique. On traiterai la « tumeur » en se tirant une balle dans la tête...

Mais l'Allemagne ? Le Canada ? La Suède ? Les pourfendeurs de la dette ne cessent de présenter ces exemples et ces modèles pour prouver que l'on peut réduire la dépense publique et la dette sans nuire à la croissance. Ils oublient au passage les très nombreux exemples inverses. Et également les conditions de ces désendettements. Le Canada et la Suède ont accompagné leur désendettement de dévaluations monétaires et l'ont fait dans des conditions particulières : avec une dévaluation monétaire qui a permis de réduire la valeur de la dette et dans un moment d'accélération de la demande mondiale de leurs produits (matières premières pour le Canada et produits technologiques pour la Suède). Impossible d'envisager ces expériences sans ces « externalités ». Même s'il y a eu des mesures de maîtrise des dépenses, ce sont ces éléments qui ont réduit la dette et son poids.



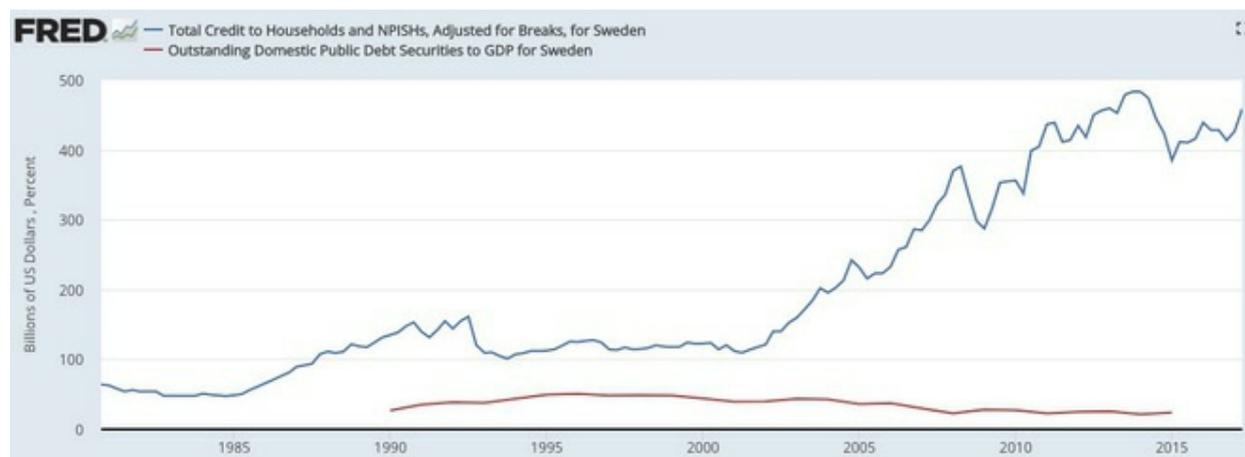
Évolution du ratio dette publique sur PIB en France et en Allemagne. © Réserve fédérale

de Saint-Louis

Dans le cas allemand, la situation est un peu différente. Il y a eu effectivement un effort de restriction de la dépense publique, y compris en période de basses eaux conjoncturelles (par exemple en 2012 et 2013). Mais là encore, le succès de cette politique n'a été possible que parce que les recettes fiscales allemandes ont fortement augmenté. Or elles n'ont pu augmenter que parce que l'Allemagne a bénéficié d'une position concurrentielle acquise par une modération salariale qu'elle a menée seule entre 1997 et 2010, et qui, selon le FMI, a conduit à une sous-évaluation des produits allemands de 15 à 20 %. Cette politique a conduit à des ajustements plus ou moins violents de ses concurrents, que certains ont géré par l'austérité, d'autres, comme la France, par du déficit budgétaire. Autrement dit, la hausse de la dette française et la baisse de la dette allemande sont les deux faces d'une même réalité. Ce qui ramène à la question de l'unilatéralité. En fait, il est impossible de réfléchir sérieusement à la réduction de la dette publique en zone euro sans le faire dans un contexte d'ensemble. L'erreur a déjà été faite en 2010... La conclusion, c'est que l'obsession de l'exemple allemand revient à prendre l'exception pour la règle.

## Dettes publique et privée...

Dernier point important : la dette publique et la dette privée sont souvent plus étroitement liées qu'il y paraît. Depuis la fin du système de Bretton Woods, en 1971, la croissance est principalement fondée sur la création monétaire du système bancaire, autrement dit, sur de la dette. L'obsession du désendettement refuse de prendre en compte cette réalité, qui s'est traduite par une explosion des dettes privées et publiques, accompagnée par des crises de plus en plus proches. Lorsque l'État réduit sa dette par rapport au PIB, on constate souvent une explosion de l'endettement privé. Ce fut le cas avant la crise en Espagne et en Irlande, c'est le cas aujourd'hui en Suède ou aux Pays-Bas.



Dettes publique (rouge) et privée (bleu) en Suède. © Réserve fédérale de Saint-Louis

La crise de 2007 n'a pu être dépassée que par un nouvel endettement, majoritairement public, et par un transfert massif de la dette privée sur la dette publique. En Irlande ou en Espagne, ce transfert a été massif. En France, le sauvetage direct des banques n'a pas été directement un poids insurmontable sur les finances publiques, mais l'effet du désendettement général des agents économiques et de la restriction du crédit a été majeur. La crise de 2007 est née d'une crise de la dette privée qui a affaibli l'ensemble du secteur privé et a conduit à affaiblir les finances publiques de pays faibles comme la Grèce, alors même que le secteur bancaire ne pouvait accepter de nouvelles pertes. Bref, une

crise de la dette publique a souvent à voir avec la dette privée. Le lien entre des dépenses publiques élevées et une banqueroute d'État est loin d'être évident. En revanche, il existe souvent un lien entre la dette privée et des crises de la dette publique. Autrement dit, pour reprendre l'allégorie de Stéphane Boujnah, la dette publique pourrait bien être davantage une « métastase » de la dette privée que l'inverse.

## Lire aussi

---

Or, étrangement, les pourfendeurs de la dette sont fort légers sur ce sujet. Dans son interview aux *Échos*, Stéphane Boujnah minimise même le phénomène de la dette privée. Interrogés sur le fort endettement des entreprises qui inquiète la BCE, il répond que « *les taux sont bas, donc il est normal que les entreprises se soient endettées* ». Ce qui est inadmissible pour l'État devient donc « *normal* » pour le secteur privé. Et si les taux remontent, « *elles procéderont à des cessions d'actifs et feront appel à leurs actionnaires* ». Un scénario rêvé – qui ne se produit que rarement car les actionnaires finissent toujours par renoncer à réinvestir dans une entreprise surendettée –, surtout pour le président d'Euronext, car tout cela fera de l'activité. On comprend bien pourquoi l'accent est mis en priorité sur la dette publique. Mais il y a là une illusion qui semble être très intéressée. La dette publique est sans doute un enjeu important. La réduction de son poids peut légitimement figurer au rang des objectifs d'un gouvernement. Mais dramatiser le débat pour faire croire qu'il y a une urgence à réduire cette dette par une baisse unilatérale de la dépense publique est un piège dangereux et trompeur. Ceux qui portent cette parole défendent en réalité un objectif – souvent non dénué d'intérêt pour eux – de privatisation de certaines dépenses publiques. Or, non seulement une telle politique conduirait inévitablement à une dégradation de la croissance et à une augmentation de la dette, mais elle n'améliorerait nullement la situation du pays. Que l'on songe au Royaume-Uni où cette privatisation a conduit à des scandales comme la faillite de la société Carillon ou à un déficit des fonds de pension estimé à 210 milliards de livres, soit 252 milliards d'euros ! Substituer de la dette privée à de la dette publique n'est pas une solution. Plutôt que ce type de vaudeville financier fondé sur des idéologies aveugles, la question de la dette publique mérite sans doute un débat plus sérieux et plus approfondi, incluant la responsabilité, directe et indirecte (par le biais des crises et subventions diverses), du secteur privé dans sa croissance.