

# La dette publique est-elle **vraiment** alarmante ?

Alors que le premier ministre, François Bayrou, se dit au pied de l'« Himalaya budgétaire », le récent dérapage des comptes publics a remis la dette au cœur du débat. A-t-on raison de craindre une perte de contrôle ? L'ex-magistrat à la Cour des comptes François Ecalte et l'économiste François Geerolf confrontent leurs vues sur le sujet



François Ecalte et François Geerolf. ERWAN FAGÉS

## ENTRETIEN

**D**epuis le 1<sup>er</sup> janvier, la France est sans budget : l'Etat ne fonctionne que grâce à une loi spéciale qui prolonge la loi de finance de 2024. Alors que le premier ministre, François Bayrou, qui se dit au pied de l'« Himalaya budgétaire », s'apprête à prononcer, mardi 14 janvier, sa déclaration de politique générale devant le Parlement, *Le Monde* a fait débattre deux experts des finances publiques.

François Ecalte, ancien magistrat à la Cour des comptes et fondateur de Fipeco.fr, un site d'information sur les finances publiques qui fait référence, juge nécessaire de stabiliser la dette publique, ce qui rend inévitable une réduction des dépenses sociales. Ce n'est pas l'avis de François Geerolf, polytechnicien, économiste à l'Observatoire français des conjonctures économiques et professeur associé à Sciences Po, qui juge contre-productif de dramatiser la menace qu'elle représente.

**L'ampleur de la dette publique est récemment devenue, si l'on en croit les sondages, un sujet de préoccupation majeur des Français. Est-elle un problème aussi grave qu'on le dit ?**

**François Ecalte :** A court terme, la dette publique n'est pas un sujet d'inquiétude, mais à long terme, elle risque de nous

placer dans une situation difficile. Il est donc légitime de s'inquiéter de sa hausse car, si elle est incontrôlée, le risque est de voir un jour les créanciers de l'Etat prendre peur et exiger des taux d'intérêt beaucoup plus élevés. On peut même imaginer un effet boule de neige au terme duquel ces créanciers arrêteraient de prêter de l'argent.

Certes, il est très rare qu'un pays se retrouve dans ce genre de situation, car des organismes internationaux jouent le rôle de prêteurs en dernier ressort. Quand il s'agit du Fonds monétaire international, ce n'est pas sans contrepartie : il exige des politiques budgétaires très douloureuses pour redresser les comptes. En Europe, c'est plutôt la Banque centrale européenne (BCE) qui pourrait jouer ce rôle. Elle peut en effet racheter des titres de dette et faire baisser les taux d'intérêt. C'est en tout cas ce sur quoi semblent miser les marchés, qui n'ont pas l'air d'avoir très peur de la situation : l'écart de taux d'intérêt entre la France et l'Allemagne reste limité. Ils se disent que la France est « *too big to fail* », trop grosse pour qu'on la laisse faire faillite.

**Ont-ils tort ?**

**F. E. :** Avant d'intervenir, la BCE pourrait très bien exiger que la dette de la France soit sous contrôle. Voulons-nous vraiment mettre notre avenir entre les

**« SI VOUS AVEZ UNE DETTE PUBLIQUE IMPORTANTE MAIS BEAUCOUP D'ÉPARGNE DU CÔTÉ PRIVÉ, IL N'Y A AUCUNE RAISON DE CONNAÎTRE UNE CRISE »**

FRANÇOIS GEEROLF

maines des gouverneurs de banques centrales qui siègent à Francfort ? Ce n'est pas forcément une bonne idée en matière de souveraineté. C'est pourquoi il me semble nécessaire de contrôler la dette ou, au moins, de parvenir à stabiliser son niveau en pourcentage du produit intérieur brut (PIB). Personne n'imagine plus de la ramener à 60 % du PIB, comme le voudrait le traité de Maastricht. La stabiliser à son étiaage actuel (113 %) va déjà être très difficile.

**François Geerolf :** Je vous rejoins sur un point : la dette n'est pas un problème à court terme. Il n'y a effectivement aucun risque, malgré tous les mots que l'on a entendu ces deux derniers mois – « faillite », « Grèce », etc. Là où je diverge avec vous, c'est sur le moyen terme. Je suis d'accord pour stabiliser la dette, mais la question est : à quel niveau ? Le faire coûte que coûte à son niveau actuel nécessite un effort budgétaire substantiel et douloureux. Or, selon moi, un tel effort est inutile car la dette va se stabiliser naturellement.

**Naturellement ?**

**F. G. :** Oui. Les taux d'intérêt réels, c'est-à-dire hors inflation, sont en train de revenir à des niveaux tels que la dette va se stabiliser, même si ce sera à un niveau bien plus élevé que vous ne le souhaitez, François Ecalte : 150 % du PIB, ou plus.

Est-ce gravissime ? Je ne le pense pas. On exprime la dette en pourcentage de PIB, ce qui donne l'impression qu'elle est gigantesque – le franchissement du seuil de 100 % a été annoncé comme d'une importance capitale – mais on ferait mieux de parler en années de PIB.

La dette représente un peu plus d'un an de PIB. Symboliquement, c'est moins effrayant, surtout si l'on garde en tête que le patrimoine national représente 6,6 années de PIB. D'ailleurs, les gouvernants voient bien que c'est sans problème particulier qu'on franchit les seuils qui étaient auparavant décrits comme « *infranchissables* » : 60 % du PIB, puis 90 %, puis 100 %...

**F. E. :** Quand on crie au loup et que le loup ne vient pas, cela ne veut pas dire qu'il n'est pas quelque part. Il existe, il est dans le coin, on ignore juste quand il va arriver. Je préfère donc consolider les murs de la cabane pour écarter le risque.

**F. G. :** Mais si on parle de risque, il y en a bien d'autres, dont certains sont bien plus importants – le risque climatique, le risque géopolitique...

**A vous écouter, François Geerolf, la dette publique n'est pas un problème gravissime. Pourquoi ?**

**F. G. :** Elle n'est pas grave en soi mais elle peut être le symptôme d'un autre problème. Il faut regarder l'ensemble du tableau de l'économie, notamment l'en-



dettement extérieur (celui de l'ensemble de ses acteurs, publics et privés) vis-à-vis du reste du monde. Si vous avez une dette publique importante mais beaucoup d'épargne du côté privé, il n'y a aucune raison de connaître une crise.

De ce point de vue, comparer la France d'aujourd'hui à la Grèce du début des années 2010 n'a pas de sens. L'accroissement annuel de l'endettement extérieur de la France aujourd'hui est de 1 % du PIB alors que celui de la Grèce était, à la fin des années 2000, de 15 % ! La crise des dettes souveraines européennes, à cette époque, était en réalité une crise de l'endettement extérieur. La meilleure preuve en est que des pays dont les finances publiques étaient relativement en bon état comme l'Espagne ou l'Irlande ont eux aussi été frappés : leur endettement extérieur était considérable.

**F. E. :** De nombreux paramètres déterminent les crises de défiance qui frappent des Etats endettés. Parmi ces paramètres, il y a l'endettement extérieur, vous avez raison. Mais il y en a d'autres, plus difficiles à quantifier, comme la perte de la crédibilité des gouvernants, par exemple. Un Etat est, vis-à-vis de ses créanciers, dans la même situation qu'une entreprise ou un particulier vis-à-vis de son banquier. Si vous êtes très endetté mais que vous arrivez à convaincre votre banquier que tout roule, que vos revenus vont augmenter et que de bons bénéfices s'annoncent, il va continuer à vous prêter de l'argent. Il en est de même pour l'Etat. Cette capacité à inspirer confiance ne se mesure pas vraiment. Si elle est fragile, le moins que l'on puisse faire, c'est de montrer que la dette est sous contrôle, quel que soit son niveau, mais plus ce niveau est élevé, plus on prend de risques. Pourquoi ? Pour stabiliser la dette publique en pourcentage du PIB, il faut dégager un certain solde primaire (hors intérêts de la dette). Ce solde variera en fonction de l'écart entre le taux de croissance et les taux d'intérêt.

Si le taux d'intérêt est durablement inférieur au taux de croissance – c'est votre scénario de la « stabilisation naturelle » –, tout va très bien : la dette finira par converger vers une limite finie qui sera éventuellement de 500 % du PIB... Le problème, François Geerolf, c'est que vous faites le pari que cette situation durera jusqu'à la fin des temps, mais vous ne mettriez sans doute pas votre tête sur le billot !

Or, si on se retrouve un jour avec un taux d'intérêt supérieur au taux de croissance pendant une certaine période, il faudra, pour stabiliser la dette, dégager un excédent primaire d'autant plus élevé que la dette est élevée. Si vous la stabilisez à 500 % du PIB, l'excédent primaire qu'il faudra dégager sera gigantesque. Un tel risque n'en vaut pas la peine. Je ne sais pas s'il faut stabiliser la dette à 110 %, 120 % ou 130 % mais je sais que plus le niveau choisi sera élevé, plus il sera difficile de gérer la situation en cas de crise.

#### Mettez-vous la tête sur le billot, François Geerolf ?

**F. G. :** Tout dépend en réalité des choix politiques que l'on est prêt à faire. Dans cette affaire, il y a un facteur qu'on ne peut passer sous silence : la contrainte politique européenne. Elle passe avant la contrainte des marchés, avant la contrainte de la soutenabilité de la dette. La BCE peut intervenir pour éviter à un pays de subir des taux d'intérêt trop élevés, elle a des instruments pour cela, et si elle ne le fait pas, c'est un choix de nature politique destiné à sanctionner un pays qui déroge trop systématiquement aux règles communes de la zone euro.

Dans un article du *Monde* écrit cet été depuis Sintra, au Portugal, où se tenait le séminaire annuel de la BCE, les dirigeants de celle-ci laissaient entendre qu'en cas de panique sur les marchés, un sauvetage de la France ne serait pas automatique. Il faudrait, selon eux, qu'elle paie un peu pour qu'elle comprenne que les règles budgétaires sont aussi une contrainte de marché...

On nous répète que « même si les règles européennes n'étaient pas là, il faudrait réduire drastiquement le déficit public, car les marchés nous sanctionneraient ». Mais si cette assertion est vraie, pourquoi les Américains s'affranchissent-ils complètement de toute discipline budgétaire ?

Contrairement à ce qui est répété, les marchés ne sont d'ailleurs pas si sévères vis-à-vis de la France. On a la mauvaise habitude de comparer nos taux d'intérêt

## « IL EST DIFFICILE DE TAXER LES ENTREPRISES SANS NUIRE À LEUR COMPÉTITIVITÉ DÉJÀ FRAGILE. ON PEUT IMPOSER D'AVANTAGE LES RICHES, MAIS CELA DONNERA DES RECETTES LIMITÉES »

FRANÇOIS ECALLE

à ceux de l'Allemagne, c'est-à-dire au meilleur élève de la classe, mais quand on compare nos taux d'intérêt à ceux du Royaume-Uni, des Etats-Unis, de l'Australie, etc., la France est toujours très bien placée.

**Une autre façon de dénoncer l'ampleur de la dette publique est de pointer l'importance du remboursement des intérêts (50 milliards d'euros en 2023), qui représente le deuxième poste budgétaire après l'éducation. Il limiterait nos marges de manœuvre budgétaires alors que les besoins (santé, éducation, défense, climat...) sont énormes. Cet argument est-il valable ?**

**F. G. :** Il ne tient tout simplement pas debout. On laisse entendre que si l'on n'avait pas de dette publique, on aurait 50 milliards d'euros en plus.

#### Ce n'est pas vrai ?

**F. G. :** Non. La charge de la dette – j'arrondis les chiffres – est de 50 milliards d'euros sur 3 000 milliards d'euros, soit 1,7 % de la dette. Si l'inflation est de 2 %, le coût réel de l'endettement est donc, en termes réels, négatif de 0,3 %, ce qui veut dire que s'endetter nous rapporte de l'argent ! Les comparaisons entre le budget de l'éducation nationale et la charge d'intérêt de la dette n'ont pas de sens.

#### Pourtant 50 milliards d'euros sont bien déboursés...

**F. G. :** Ceux qui ont emprunté pour s'acheter un logement dans les années 1970 ou 1980 ont aussi déboursé de l'argent pour honorer les échéances de leurs emprunts. Et pourtant, du fait de l'inflation, ces emprunts ne leur ont rien coûté... Il faut prendre conscience qu'il y a une sorte d'impôt invisible que les économistes appellent la « taxe inflationniste ». Comptablement, elle n'est pas prise en compte dans les budgets mais elle existe bel et bien – et ceux qui la subissent sont les détenteurs d'obligations ou de Livret A. Vous croyez que vous gagnez 2,5 % sur votre Livret A, mais ce n'est pas vrai : si l'inflation est de 2 %, vous ne touchez que 0,5 %. Inversement, quand vous êtes endettés, l'inflation vous favorise.

**F. E. :** Aujourd'hui, le taux d'intérêt réel (hors inflation) est de zéro et il est inférieur au taux de croissance. Très bien. Mais encore une fois, est-ce que cette situation se maintiendra pour toujours ? Si les acteurs sur les marchés financiers commencent à s'inquiéter, ils feront monter le taux d'intérêt et un cercle vicieux pourra s'enclencher.

**F. G. :** Les marchés peuvent s'emballer par mimétisme, c'est vrai – ce sont les fameux « esprits animaux » de Keynes. Mais dans le cas qui nous occupe, la BCE aura les moyens de mettre fin à une situation spéculative.

**F. E. :** C'est vrai, mais il faut que les « fondamentaux » soient bons, comme on dit sur les marchés. Si la BCE considère qu'ils ne le sont pas, elle risque de prendre son temps pour agir. Elle nous mettra alors dans une situation difficile. Veut-on prendre ce risque ?

**Historiquement, les crises de la dette ont presque toujours été résolues par une poussée d'inflation – par une énorme « taxe inflationniste », pour reprendre vos mots, François Geerolf... Va-t-on en arriver là ?**

**F. G. :** Si la dette devenait le problème numéro un, ce serait une issue possible

mais il s'agirait d'une spoliation des créanciers et d'une remise en cause du droit de propriété. Avant d'accepter l'euro, les Allemands ont posé comme condition que les pays s'engagent à renoncer à ce type de solution. Comme ils ne veulent pas revivre les années d'hyperinflation des années 1920, ils ont insisté pour que la zone euro ait un objectif d'inflation très clair. C'est un consensus politique que nous avons construit difficilement avec les Allemands.

**F. E. :** Miser sur un tel remède pour résoudre une crise de la dette publique serait une très mauvaise idée car l'inflation pose bien d'autres problèmes lorsqu'elle est trop élevée. On ne peut donc pas la laisser monter trop haut. Pour la combattre, la BCE interviendrait en fixant des taux d'intérêt importants, ce qui annulerait du même coup la fameuse « *taxe inflationniste* ». Par ailleurs, si l'inflation favorise la résolution du problème de la dette, la désinflation qui suit rend beaucoup plus difficile la réduction des déficits. On est en train de le constater aujourd'hui.

**F. G. :** Un peu plus d'inflation, en revanche, ne nuirait pas forcément. Pendant les « trente glorieuses », on vivait très bien avec 5 % ou 6 % d'inflation par an. Comme les salaires augmentaient davantage, il y avait des gains de pouvoir d'achat...

#### Pourquoi la France ne parvient-elle pas à stabiliser la dette publique ?

**F. E. :** Le déficit public ne cesse de croître depuis une cinquantaine d'années et la dette publique correspond à une accumulation des déficits. Les dépenses ont beaucoup augmenté et, en face, les recettes jouent aux montagnes russes. Pour réduire le déficit, on augmente les impôts, ce qui entraîne un « ras-le-bol fiscal » : on réduit alors les impôts, et les recettes diminuent... C'est un cycle continu.

La France a beaucoup de mal à gérer les cycles économiques. Quand un pays entre en récession ou que sa croissance ralentit fortement, il est de bonne politique de laisser grossir le déficit, voire de l'accroître, pour financer un plan de relance – cela, nous savons très bien le faire. Mais quand l'économie repart, nous devrions faire l'inverse : baisser les dépenses ou augmenter les recettes de façon à réduire le déficit. D'expérience, nous sommes bien moins doués pour cela – et singulièrement moins doués que les autres pays de l'Organisation de coopération et de développement économiques.

**F. G. :** A chaque fois que la France a essayé de réduire les dépenses publiques ou d'augmenter les impôts, elle a eu des problèmes : elle a déprimé la croissance, comme ce fut le cas au début de la décennie 2010, ce qui a fait baisser les rentrées fiscales... Au final, la France n'a pas réussi à stabiliser la dette. Depuis cinquante ans, le déficit a augmenté, c'est vrai, mais en face, le taux d'épargne privée – qui est considérable en France – s'est lui aussi accru. S'il y a trop d'épargne, c'est aussi un problème. Par ses dépenses, l'Etat corrige un peu la situation, même si ce n'est pas une intention volontaire.

#### Si on veut stabiliser la dette, peut-on éviter de toucher aux prestations sociales ?

**F. E. :** Si l'on retient l'hypothèse que les taux d'intérêt seront à peu près égaux au taux de croissance dans un proche avenir, l'effort pour stabiliser la dette est de l'ordre de 120 milliards d'euros, soit quatre points de PIB. Si l'on ajoute les nécessaires dépenses pour la transition énergétique, la défense, etc., on est plutôt sur 150 milliards d'euros. Où les trouver ? Côté recettes, il est difficile de taxer les entreprises sans nuire à leur compétitivité déjà fragile. On peut imposer davantage les riches, mais cela donnera des recettes limitées. L'Etat peut peut-être augmenter de 30 milliards d'euros les prélèvements obligatoires, mais il aura du mal à aller au-delà. Reste donc la réduction des dépenses. Et là, on tombe vite sur les grands postes de dépenses sociales comme les retraites et l'Assurance-maladie...

**F. G. :** C'est pourquoi toute politique de réduction des déficits doit être prudente : à jouer au plus alarmiste, à se fixer des objectifs de réduction du déficit irréalisables, on finit par ne rien faire. C'est d'ailleurs ce qui est arrivé à Michel Barnier. ■

PROPOS RECUEILLIS PAR  
ALAIN BEUVE-MÉRY ET PASCAL RICHÉ