



Aurélie DORT  
Maître de conférences,  
Faculté de Droit, Économie et Administration de Metz,  
Université de Lorraine  
IRENEE EA 7303

## L'incertain remboursement de la dette publique

**Mots-clés :** dette publique - soutenabilité - remboursement - annulation - mutualisation - monétisation - dette perpétuelle

Dans un environnement de taux bas lié à l'abondance d'épargne, la question de la soutenabilité de la dette ne semble pas être une difficulté à court terme. En revanche, la question du remboursement de la dette publique demeure d'actualité. La solution actuelle retenue d'un refinancement assuré à bas coût grâce à la politique monétaire ne doit ainsi pas exclure d'envisager d'autres solutions permettant le remboursement de la dette publique.

La dette publique ne possède pas de définition juridique officiellement reconnue. Pour Gaston JEZE, la dette publique est « la situation juridique individuelle dans laquelle se trouve le patrimoine administratif de l'État : c'est l'obligation juridique du patrimoine administratif de verser, à un créancier donné, une certaine somme d'argent »<sup>1</sup>. Pour Emmanuel de BRAY, la notion de dette publique renvoie aussi aux dimensions politiques et sociales de la dette publique. Il dispose ainsi dans le « Traité de la dette publique » de 1895 que si la dette publique est « l'ensemble des engagements financiers de

l'État », il faut « considérer comme faisant partie de la Dette publique tout ce dont la Nation s'est reconnue débitrice, quelles que soient la forme et la durée de l'obligation souscrite par le pays, les conditions du remboursement ou de l'extinction de la dette, la nature du titre dont le créancier se trouve muni »<sup>2</sup>. Quant à François BONNEVILLE, il considère que la dette publique est « une forme juridique centrale de la légitimité de l'État »<sup>3</sup>. La dette publique est aussi considérée comme correspondant à l'ensemble des engagements financiers pris sous forme d'emprunts par l'État, les collectivités publiques et les

<sup>1</sup> JEZE (G.), *Cours de finances publiques 1929-1930* professé à la Faculté de droit de l'Université de Paris pendant le deuxième semestre 1929-1930 : Théories générales sur les phénomènes financiers, les dépenses publiques, le crédit public, les taxes, l'impôt, Paris, Marcel Giard, 1930, p.197.

<sup>2</sup> De BRAY (E.), *Traité de la dette publique, rentes sur l'État, législation, contentieux*, Paris, P. Dupont, 1895, Avant-propos.

<sup>3</sup> BONNEVILLE (F.), *Le système de la dette publique*, Thèse, Paris 1 Panthéon Sorbonne, 2017, p.35.

organismes qui en dépendent directement. Cela rejoint d'ailleurs la définition retenue par l'INSEE où « la dette publique correspond à une part des engagements financiers pris au nom des générations futures, engagements qui peuvent peser sur la capacité des administrations publiques à répondre à leurs besoins »<sup>4</sup>.

Quelle que soit la définition retenue, la dette publique doit être gérée par les États dans le cadre de leur politique budgétaire. Celle-ci relève des États certes, mais le droit de l'UE n'y est pas resté étranger à travers notamment les critères de convergence de Maastricht permettant aux États d'intégrer la zone euro, avec l'instauration d'une limitation du déficit en dessous du 3 % du PIB et d'un niveau d'endettement total inférieur à 60 % du PIB, afin d'atteindre l'objectif fixé par l'article 126§1 du TFUE et d'éviter ainsi les déficits excessifs. Il existe néanmoins des divergences d'un État à l'autre. Si la dette publique doit être encadrée et gérée par les États, son augmentation est actuellement indispensable pour soutenir l'activité en raison de la crise sanitaire actuelle.

La crise financière et économique actuelle est une résultante de la crise sanitaire qu'a traversée le monde. Elle traduit une crise économique mondiale sans précédent puisque « la mise en place de mesures de confinement visant à freiner l'épidémie a restreint l'activité de nombreux secteurs économiques et conduit à une récession d'une ampleur sans précédent depuis la Seconde Guerre mondiale »<sup>5</sup>. Elle a un triple effet négatif sur les comptes publics. Elle réduit les recettes perçues par l'État, elle accroît ses dépenses et,

enfin, elle abaisse le produit intérieur brut (PIB) qui est le dénominateur des ratios de déficit public et de dette<sup>6</sup>.

Quant à la gestion de la dette publique, elle répond à « l'impératif de couvrir le besoin de financement de l'État tout en minimisant, sur la durée, la charge de la dette pour le contribuable »<sup>7</sup>. La mise en œuvre de cet objectif porte essentiellement sur la politique d'émission de la dette négociable sur le marché primaire et sur le maintien de bonnes conditions de liquidité de cette dette sur le marché secondaire. La dette publique se décompose en effet en dette « négociable » et en dette dite « non négociable ». La première est contractée sous forme d'instruments financiers échangeables sur les marchés financiers (obligations et bons du Trésor), la seconde correspond aux dépôts de certains organismes (collectivités territoriales, établissements publics) sur le compte du Trésor et constitue, elle aussi, un moyen de financement de l'État<sup>8</sup>.

Pour rappel, la dette publique pour 2020 est estimée à 117,5 points de PIB, soit en augmentation de près de 20 points par rapport à la loi de finances initiale pour 2020. Il est néanmoins prévu que ce ratio recule légèrement en 2021 à 116,2 points de PIB. Cette perspective d'une baisse du ratio de dette publique, limitée en 2021 et liée au rebond marqué du PIB, est fragile et pourrait être remise en cause. Il suffirait par exemple que le niveau du PIB soit plus haut en 2020 et plus faible en 2021 que prévu par le Gouvernement<sup>9</sup>.

<sup>4</sup> <https://www.insee.fr/fr/statistiques/3281639?sommaire=3281778> [consulté le 08/02/2021]

<sup>5</sup> Avis n°HCFP-2020-4 relatif au troisième projet de loi de finances rectificative pour 2020, 8 juin 2020, p.3.

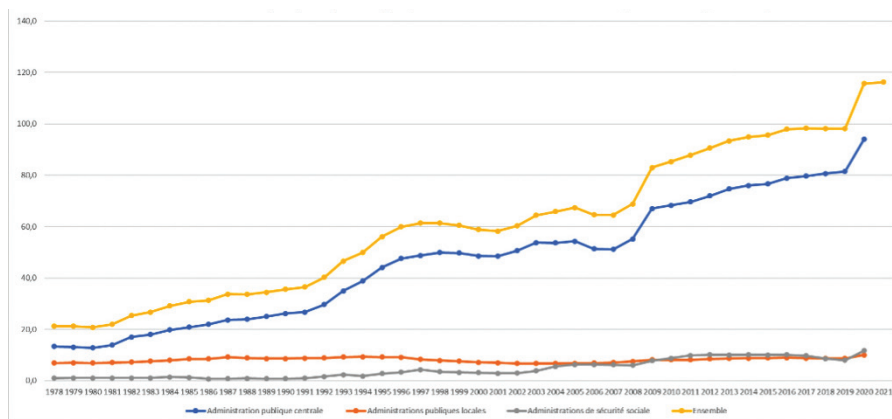
<sup>6</sup> BENASSY-QUERE (A.) et COUPPEY-SOUBEYRAN (J), « Débat : faut-il annuler la dette ? », *Alternatives économiques*, 17 octobre 2021.

<sup>7</sup> Engagements financiers de l'État, *Annexe au Projet de loi de finances pour 2021*, 07/10/2020, p.16.

<sup>8</sup> <https://www.aft.gouv.fr/fr/definition-perimetre> [consulté le 10/02/2021]

<sup>9</sup> Engagements financiers de l'État, *Annexe au Projet de loi de finances pour 2021*, 07/10/2020, p.20.

### Dettes des administrations publiques en pourcentage du produit intérieur brut au sens de Maastricht par secteur (en % du PIB)



Source : Aurélie Dort. Données issues de l'INSEE.

L'augmentation de la dette publique rendue inévitable en raison de la crise sanitaire amène ainsi à s'interroger de nouveau sur sa soutenabilité (I). De plus, le remboursement de la dette publique est désormais au cœur de l'actualité financière

et politique puisque quelle que soit la solution retenue, elle ne sera pas sans conséquences sur les volets juridiques, économiques mais aussi politiques (II).

## 1 Une dette à la soutenabilité incertaine

À l'heure où les pays traversent des crises financières sans précédent, il est désormais question de définir jusqu'où la dette est soutenable et le déficit viable. En effet, de la soutenabilité de la dette publique dépend la pérennité de l'État-providence<sup>10</sup>. La notion de soutenabilité budgétaire est ainsi remise en cause (A) et s'exprime désormais pleinement à travers la stabilisation de la dette (B).

### A. La notion de soutenabilité budgétaire, une notion remise en cause

Pour l'INSEE, la dette publique est dite soutenable lorsque la somme actualisée des remboursements anticipés couvre l'émission initiale de dette, c'est-à-dire lorsque la contrainte budgétaire intertemporelle de l'État est vérifiée<sup>11</sup>. Pour l'OCDE, il s'agit de la capacité d'un État de s'acquitter des obligations financières. Elle comprend un certain nombre d'indicateurs tels que la stabilité des impôts et la charge fiscale pesant sur les citoyens ou encore la capacité de payer les services publics actuels grâce aux revenus courants<sup>12</sup>. Selon certains, la notion de soutenabilité budgétaire est donc non seulement une notion variable dans l'espace, mais elle est aussi avant tout « liée au contexte culturel et politique de l'État qui l'utilise »<sup>13</sup>. Selon la définition retenue par le FMI, la situation des finances publiques peut être considérée comme soutenable si l'État est capable d'honorer ses obligations présentes et futures en menant des politiques économiquement faisables et politiquement réalistes.

L'appréciation de la soutenabilité des finances publiques se fonde donc sur un grand nombre de paramètres. Un des indicateurs les plus commentés et mis en avant est le ratio de la dette publique sur le PIB. Si un ratio de dette publique élevé est parfois la conséquence d'un soutien nécessaire à l'activité en période de crise, la hausse de ce ratio constitue toutefois un risque pour l'État emprunteur puisqu'elle traduit l'alourdissement du stock de dette par rapport à la richesse nationale et peut donc être interprétée par les créanciers potentiels comme un accroissement du risque d'insolvabilité dans le futur, c'est-à-dire un signe d'insoutenabilité. Néanmoins, il

convient de préciser qu'il n'existe pas de niveau déterminé et unique du ratio caractéristique d'une situation d'insoutenabilité.

Les conséquences et les effets de l'insolvabilité sont désormais connus. Le risque serait que l'insolvabilité se traduise par une augmentation des taux d'intérêt servis par la France au titre de sa dette, via une hausse du prix des émissions. Dans cette situation, la dette court un risque de s'auto-entretenir puisque « l'accroissement de la charge d'intérêt de la dette dégrade en effet un peu plus les finances publiques, ce qui oblige les administrations publiques à s'endetter pour honorer ses dépenses d'intérêt de la dette »<sup>14</sup>. Cette conséquence, appelé effet « boule de neige » peut amener l'État à ne plus pouvoir financer le remboursement de sa dette ou la charge des intérêts comme ce fut le cas de la Grèce en 2008 ou plus récemment le Liban. Ce dernier s'est en effet déclaré en défaut de paiement le 9 mars 2020 car incapable de rembourser 1,2 milliards de dollars de titres émis sur les marchés. La dette du Liban s'élevait alors à 90 milliards de dollars, soit 170 % du produit intérieur brut du pays. Avoir une dette élevée ne signifie pas forcément insolvabilité puisque le Japon a selon l'OCDE une dette dont le ratio s'élève à 246,6 % du PIB. Bien que pouvant atteindre 600 % du PIB d'ici 2060, elle demeure avant la crise sanitaire une valeur refuge puisqu'elle n'expose pas le pays à un risque de défaut de paiement dans la mesure où elle est pour l'essentiel détenue par les Japonais<sup>15</sup>. Il n'y a donc pas de plafond théorique de ratio d'endettement nul puisque détenir une dette publique présente des vertus macroéconomiques.

Finalement, la soutenabilité dépend moins du niveau de dette en pourcentage du produit intérieur brut (PIB), que de l'écart entre le taux d'intérêt et le taux de croissance de l'économie : si le taux d'intérêt est inférieur au taux de croissance, la dette publique n'explose pas et peut être stabilisée. C'est le cas au Japon où malgré une dette publique de près de 250 % du PIB, cette dernière reste soutenable car les taux d'intérêt

<sup>10</sup> THORIS (G.), « De l'utilité économique de la dette publique », *RFFP*, n°123, 2013, p.109

<sup>11</sup> <https://www.insee.fr/fr/statistiques/1381126> [consulté le 07/02/2021]

<sup>12</sup> OCDE, VII. Pratiques et procédures budgétaires 17. Soutenabilité budgétaire.

<sup>13</sup> BONNEVILLE (F.), *Le système de la dette publique*, Thèse, Paris 1 Panthéon Sorbonne, 2017, p.158.

<sup>14</sup> SAINT-MARTIN (L.), *Rapport d'information relatif à la dette publique*, Assemblée nationale n° 3124, 23 juin 2020, p.34.

<sup>15</sup> MESMER (P.), « L'endettement à 250 %, souci mineur du Japon », *Le Monde*, 11 mars 2017.

sont nul<sup>16</sup>. L'usage économique de la dette est donc le plus important, et plus particulièrement la capacité des sommes dépensées à générer de la croissance.

Un des risques pouvant mener à l'insolvabilité réside donc dans l'affaiblissement durable de la croissance. Un affaiblissement durable de la croissance économique aurait ainsi deux effets négatifs sur la dette. Il se traduit d'abord par de moindres recettes, donc une moindre capacité à financer le déficit public, et à le réduire à politique budgétaire inchangée. De plus, il limite la capacité de l'État à stabiliser le ratio d'endettement.

Par conséquent, pour qu'une dette soit soutenable, il faut donc : des taux d'intérêts bas, de la croissance, et une stabilisation du déficit.

L'évolution de la dette publique dépend également de l'évolution de l'inflation puisque l'inflation a directement des effets sur le coût de la dette et ensuite indirectement car une inflation trop importante supposerait une intervention de la BCE, vraisemblablement au détriment de ses actions de soutien actuelles.

## B. La soutenabilité d'une dette stabilisée

La soutenabilité de la dette semble dès lors passer par sa stabilisation. En effet, il apparaît que pour être soutenable, l'encours de la dette doit être stabilisé. La dette publique reste donc soutenable tant que le service de la dette demeure acceptable. L'OFCE estime que la dette publique

française reste soutenable tant que « *la moyenne du service de la dette des vingt dernières années [...], soit 2 % du PIB, niveau éloigné du point haut de 3,5 % atteint aux débuts des années 2000* »<sup>17</sup> n'est pas dépassé. Cette moyenne est perçue comme une « borne acceptable ». S'il est possible d'avoir une dette soutenable avec un ratio élevé, il est néanmoins recommandé afin de pouvoir stabiliser ce ratio d'endettement d'avoir un déficit public qui soit lui-même stabilisé et ceci quels que soient les taux d'intérêt d'emprunt.

Un des moyens de stabiliser le déficit est la limitation des dépenses publiques. La France étant déjà un État ayant un taux de prélèvements obligatoires élevé, elle peut difficilement choisir d'augmenter l'impôt. Il est alors souhaitable d'essayer de ne pas augmenter les dépenses publiques. Le Rapport Arthuis propose d'ailleurs en ce sens de définir en loi organique un cadre pluriannuel de dépenses publiques<sup>18</sup>. Le maintien des dépenses publiques semble réalisable à court terme en raison du rebond économique attendu et de la disparition des mesures d'urgence et de relance. A plus long terme, cela dépendra en partie de l'investissement productif mis en place avec le plan de relance.

Dans un environnement de taux bas liés à l'abondance d'épargne ainsi qu'à la politique de la BCE, la question de la soutenabilité de la dette ne se pose pas vraiment à court terme. Sauf cas de panique sur les taux souverains, on peut néanmoins s'interroger sur les modalités des propositions visant au remboursement de la dette publique.

## 2 L'incertitude du remboursement de la dette publique

La question du remboursement de la dette publique demeure certes certaine pour l'instant, mais ces modalités restent incertaines. Elle est une question cruciale dont les conséquences sont loin d'être anodines politiquement mais aussi économiquement. La solution actuellement retenue consiste à se refinancer à bas coûts grâce à la politique monétaire (A). Néanmoins d'autres solutions demeurent envisagées et envisageables (B).

### A. La solution actuelle : un refinancement assuré à bas coûts grâce à la politique monétaire

Tant que les titres seront considérés par les marchés comme un actif sûr et tant qu'il y aura un excès d'épargne, la France pourra se financer à

bas coût sur les marchés et donc refinancer sa dette. La dette est alors qualifiée comme étant « roulée », c'est-à-dire que la France emprunte par de nouvelles émissions pour combler les besoins de financement liés au remboursement des emprunts passés ; le remboursement des titres de dette venant à échéance étant opéré grâce à de nouvelles émissions de titres.

La situation actuelle est toutefois à appréhender avec prudence puisqu'elle est largement liée à la politique de la BCE et notamment à sa politique d'achats de titres de dette publique bien qu'elle ne soit autorisée à acheter qu'une fraction limitée des titres souverains des États. Ce roulement de la dette souveraine qui est refinancée à un faible coût grâce à la politique monétaire de la BCE peut être considérée comme une forme de dette perpétuelle.

<sup>16</sup> GRJEBINE (T.), « Dettes publiques : quel est le risque d'une nouvelle crise ? », Alternatives économiques, 20 janvier 2021.

<sup>17</sup> OFCE Policy Brief, n°84, 27 janvier 2021, p.12.

<sup>18</sup> Commission pour l'avenir des finances publiques, Nos finances publiques post-Covid-19 : pour de nouvelles règles du jeu, Rapport, 2021, p. 63.

Si la France ne semble pas s'orienter vers les titres à long terme et la mise en place d'une dette perpétuelle, le cantonnement de la dette publique est envisagé. Cette possibilité a été annoncée par Bruno Le Maire lors de l'examen en première lecture du troisième projet de loi de finances rectificative pour 2020. Si un tel cantonnement n'a pas été mis en place dans la loi de finances pour 2021, la commission sur l'avenir des finances publiques devrait normalement se prononcer sur cette question puisqu'elle sera « chargée de formuler des propositions sur la stratégie de gestion de la dette publique, en expertisant notamment la pertinence d'un cantonnement de la dette COVID »<sup>19</sup>. L'idée est ainsi de retenir la même stratégie de remboursement que pour la dette sociale qui a été cantonnée dans la Caisse d'Amortissement de la Dette Sociale (CADES)<sup>20</sup>. Pour rappel, la dette de la sécurité sociale a d'ores et déjà fait l'objet d'une reprise à hauteur de 136 Md€ par la CADES en vue de son amortissement.

Le cantonnement consisterait ainsi à isoler une part de la dette publique, dont l'amortissement et le paiement des intérêts pourraient être financés par l'affectation de recettes dédiées qui restent à définir. Cette perspective du cantonnement se retrouve d'ailleurs dans le rapport économique, social et financier qui dispose que la nouvelle « dette Covid » visant à faire face aux conséquences de la pandémie « fera l'objet d'un cantonnement »<sup>21</sup>. Il est ainsi prévu que des ressources publiques soient affectées à l'amortissement de cette dette, avec une trajectoire et un calendrier crédibles pour son remboursement intégral. Néanmoins rien ne détermine pour l'instant si le cantonnement de la dette Covid s'accompagnera de la création d'un nouvel impôt ou si des ressources déjà existantes lui seront déjà affectées. La logique consistant à « dépenser moins et rembourser »<sup>22</sup> semblent dès lors ne plus être les ingrédients naturels d'une réponse au problème de la dette publique.

Si les propositions et conclusions de la commission pour l'avenir des finances publiques sont attendues pour la fin du mois février 2021, il convient toutefois de rappeler que d'autres solutions sont possibles.

## B. La diversité des solutions envisageables

Les solutions envisagées et envisageables sont diverses. Elles peuvent prendre la forme d'une mutualisation (1), de l'émission de dette à très long terme (2), de la mise en place d'une dette

perpétuelle (3), de la monétisation de la dette (4) ou encore son annulation (5).

### a) La mutualisation d'une part de la dette publique des États membres de la zone euro

L'idée d'une mutualisation des dettes publiques n'est pas une idée nouvelle. La proposition la plus connue est celle de Delpla et von Weizsäcker en 2010 de mutualiser une partie des dettes publiques<sup>23</sup>. En retenant la référence donnée dans le traité de Maastricht, chaque État membre serait autorisé à émettre des euro-obligations, mais dans la limite de 60 % de son PIB<sup>24</sup>. Cela sous-entend dès lors une mutualisation partielle de la dette. En 2014, la proposition d'une mutualisation d'une partie de la dette publique au niveau européen à travers la création d'un fonds de rédemption dont le fonctionnement se rapprocherait du mécanisme européen de stabilité avait également été mis en avant<sup>25</sup>.

Il convient de rappeler qu'aujourd'hui chaque État membre de l'Union européenne émet ses propres titres de dette publique. Si l'Union européenne dispose d'un budget propre, la politique d'émission de titres et la charge de la dette relèvent de la responsabilité budgétaire de chaque État.

Il reste néanmoins possible juridiquement que l'Union européenne émette une dette publique propre. En effet, sous réserve de l'accord du Conseil, la Commission européenne dispose de la faculté d'emprunter sur les marchés financiers. Jusqu'à récemment, elle n'avait encore jamais utilisé cette faculté dans une telle ampleur<sup>26</sup>. Il est prévu suite au sommet européen qui s'est déroulé du 17 au 21 juillet 2020, qu'afin de doter l'Union européenne des moyens nécessaires pour relever les défis posés par la pandémie de COVID-19, « la Commission sera autorisée à emprunter des fonds au nom de l'Union sur les marchés des capitaux »<sup>27</sup>. L'Union s'est ainsi endettée pour financer les dépenses publiques des États membres. Le plan de relance européen « Next GenerationEU », doté d'une enveloppe initiale de 750 Mds€, sera financé à partir d'emprunts de l'Union européenne et, plus marginalement, à partir des ressources propres de l'Union (dont le plafond est temporairement relevé à 2 % du revenu national brut de l'UE).

Cet endettement signifie que les États sont désormais « solidairement garants de la solvabilité de l'organisation communautaire à laquelle ils appartiennent »<sup>28</sup>. Il convient de garder à l'esprit que d'une part cette dette ne pèse pas sur le ratio d'endettement des États membres et donc

<sup>19</sup> Communiqué de presse du Premier ministre, Installation de la commission sur l'avenir des finances publiques, 4 décembre 2020.

<sup>20</sup> *Compte rendu intégral des débats, première séance du lundi 29 juin 2020.*

<sup>21</sup> Annexe au projet de loi de finances pour 2021, Rapport économique, social et financier – Perspectives économiques et des finances publiques, 2021, p.44.

<sup>22</sup> DAMAREY (S.), « Dépenser moins et rembourser la dette publique », *Gestion & Finances publiques*, 2018, n° 2, pp.7 à 12.

<sup>23</sup> DELPLA, (J.) et VON WEIZSACKER (J.), *The Blue Bond Proposal. Bruegel Policy Brief* 2010/03, 2010.

<sup>24</sup> BADARAU (C.), HUART (F.), SANGARE (I.), « Effets macroéconomiques de la mutualisation de la dette en union monétaire », *Revue économique*, 2017/HS1 (Vol. 68), p. 183-209.

<sup>25</sup> Expert Group on Debt Redemption Fund and Eurobills, Final Report, 31 mars 2014.

<sup>26</sup> Décision n°78/870/CEE du Conseil, du 16 octobre 1978, habilitant la Commission à contracter des emprunts en vue de promouvoir les investissements dans la Communauté, Journal officiel n° L 298 du 25 octobre 1978, pp. 9-10.

<sup>27</sup> Conseil européen, Conclusions du sommet européen, EUCO 10/20, Bruxelles, 21 juillet 2020, p. 2.

<sup>28</sup> SAINT-MARTIN (L.), *op.cit.*, p.52.



que son remboursement n'est pas assuré par le budget de l'État, et d'autre part que les dépenses financées par cette dette, comme toutes les dépenses de l'Union européenne, ne vont pas nécessairement profiter de façon équivalente à l'ensemble des États membres. La mutualisation d'une partie des dettes publiques traduit la mise en place d'une solidarité économique européenne qui jusque-là se cantonnait à des mécanismes ponctuels.

### b) L'émission de dette à très long terme

L'agence France Trésor, en tant que service à compétence nationale, est chargée de pourvoir aux besoins de trésorerie de l'État de sorte que celui-ci soit en mesure de respecter à tout moment et en toutes circonstances l'ensemble de

ses engagements financiers. A ce titre, elle a pour mission de gérer la dette au mieux des intérêts du contribuable. Elle favorise dès lors une liquidité sur l'ensemble des produits de dette qu'elle émet. La composition de la dette de l'État a été rationalisée par la seule émission de deux catégories de valeurs du Trésor normalisées : les obligations assimilables du Trésor (OAT) et les bons du Trésor à taux fixe et à intérêts précomptés (BTF). La durée de vie moyenne de la dette française s'établit à la fin de l'année 2019 à 8,2 années, en hausse de 0,25 année par rapport à 2018, soit le niveau le plus élevé observé depuis la création de l'AFT. Le maintien d'une durée de vie moyenne élevée de la dette rend la charge de la dette « résiliente à une éventuelle remontée des taux »<sup>29</sup>.

Part des BTF dans l'encours de la dette



Le débat sur l'opportunité que constitue un environnement de taux d'intérêt bas pour allonger la maturité de la dette de l'État n'est pas nouveau.

L'allongement de la durée de vie de la dette a pour avantage de limiter la répétition d'émissions importantes de refinancement, ce qui permet de réduire les conséquences d'une hausse brutale des taux d'intérêt. Par ailleurs, rappelons que le niveau des taux d'intérêts pratiqués sur la dette publique est un facteur de la soutenabilité de la dette.

Pour l'instant, en raison de l'action de la BCE, l'évolution des taux d'intérêt demeure difficilement prédictible mais le risque d'inflation semble pour l'instant écarté. Il est ainsi probable que les taux d'intérêts restent bas. Certains économistes comme Daniel Cohen proposent donc que l'État s'endette à 50 ou 100 ans, voir mette en place

une dette perpétuelle<sup>31</sup> alors même que l'AFT n'avait, depuis sa création<sup>32</sup>, que très rarement émis des titres d'une maturité supérieure à 50 ans. Le 19 janvier 2021, l'AFT a en effet précisé dans son communiqué de presse avoir levé 7 Mds€ dans le cadre d'une émission d'obligations à 50 ans<sup>33</sup>. C'est la quatrième fois que la France emprunte à une échéance de 50 ans. La question de l'émission de titres à très long terme amène néanmoins à s'interroger sur une autre solution possible : l'instauration d'une dette perpétuelle.

### c) La dette perpétuelle et son achat par la BCE

Plusieurs économistes ou personnalités politiques ont proposé que l'État émette une dette perpétuelle, qui bénéficierait du concours de la

<sup>29</sup> Agence France Trésor, Rapport d'activité 2019, p.45.

<sup>30</sup> *Ibid.*

<sup>31</sup> COHEN (D.) et THERY (N.), « Il faut financer la crise et les investissements climatiques avec une dette de très longue durée à 50 ou 100 ans, voire perpétuelle », *Le Monde*, 21 avril 2020.

<sup>32</sup> Arrêté du 8 février 2001 portant création d'une agence de la dette, JORF n° 34 du 9 février 2001.

<sup>33</sup> <https://www.aft.gouv.fr/fr/publications/communiqués-presse/20210119-lancement-oat-2072> [consulté le 08/02/2021].

politique monétaire de la BCE. Cette solution s'inspire de ce qui a été mis en place entre 1915 et 1930. A cette époque, la dette de la France était composée par des titres de dette perpétuelle pour une part comprise entre 30 et 60 % environ<sup>34</sup>. En effet, quatre emprunts perpétuels avaient été lancés pour un montant de 67 milliards de francs. La particularité de ces emprunts dits perpétuels est qu'ils sont assimilables à une rente puisque les intérêts sont dus indéfiniment par le débiteur, mais le capital n'est jamais remboursé<sup>35</sup>. De même, la Grande-Bretagne avait émis plusieurs emprunts perpétuels pour financer l'effort de guerre, dont le dernier émis en 1932 pour refinancer la dette accumulée durant la guerre.

L'avantage de la dette perpétuelle est qu'elle libère l'État du remboursement du capital de la dette pour les nouveaux emprunts. L'État peut ainsi se dégager une marge de manœuvre supplémentaire pour financer ses politiques publiques. Dans la mesure où l'État peut, grâce à l'action de la BCE, se financer à très faible coût, il est peu probable que cette solution soit retenue par le Gouvernement.

Cette solution diffère de l'annulation de la dette puisqu'elle ne change pas l'encours de la dette dont le ratio continuerait d'augmenter. Toutefois face à la position ferme de la BCE face à l'annulation de la dette, elle reste une solution envisageable.

#### d) La monétisation de la dette publique

La monétisation se définit comme « l'opération de l'État qui consiste à céder, dès l'émission et sans condition particulière, un titre de dette publique à sa banque centrale, qui la finance grâce à la création monétaire »<sup>36</sup>. Néanmoins, rappelons que les banques centrales ne peuvent pas acheter la dette publique directement quand elle est émise sur le marché primaire. Le marché primaire est « celui sur lequel les nouveaux titres financiers sont émis et souscrits par des investisseurs ; on y procède donc aux augmentations de capital, au placement d'emprunts obligataires »<sup>37</sup>. Les banques centrales doivent racheter aux investisseurs les titres émis sur le marché secondaire de la dette. La monétisation peut alors être perçue comme la manière traditionnelle de faire fonctionner la planche à billets où l'État finance son action publique par une émission contrôlée de sa monnaie.

Se pose dès lors la question de l'indépendance de la banque centrale puisque dans ces situations, la banque centrale n'est pas indépendante de l'État comme au Japon ou en Angleterre. En

France, l'indépendance de la BCE a pour conséquence que la politique monétaire est décidée indépendamment de la volonté politique des pouvoirs publics étatiques en fonction des objectifs définis par les autorités monétaires.

L'avantage de la monétisation est qu'elle supprime le problème du financement de la politique budgétaire et par voie de conséquence de l'endettement. Elle présente néanmoins l'inconvénient de se traduire par une déstabilisation importante des économies inondées de liquidités. L'augmentation de la monnaie peut dès lors se traduire par la perte de sa valeur intrinsèque. On retombe alors sur la définition de l'inflation puisqu'un même bien est accessible à un prix supérieur.

La monétisation de la dette est cependant proscrite par les traités européens. L'article 123 du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne dispose en effet que « l'acquisition directe, auprès [des institutions, organes ou organismes de l'Union, administrations centrales, autorités régionales ou locales, autres autorités publiques, autres organismes ou entreprises publics des États membres], par la Banque centrale européenne ou les banques centrales nationales, des instruments de leur dette est également interdite. » Anciennement présent dans l'article 104 du Traité de Maastricht, cette obligation découle de la création d'une monnaie unique. L'indépendance de la politique monétaire de la BCE et son assignation à un objectif principal de maîtrise de l'inflation ont été posées en prérequis à l'union monétaire.

Bien que la BCE ait racheté une grande partie de la dette Covid, et donc qu'elle finance presque instantanément une dette publique nouvelle, on ne peut pour autant parler de monétisation de la dette par la BCE puisque la dette contractée demeure à rembourser. Rappelons à cet égard que la BCE a instauré un programme de rachat d'urgence face à la pandémie via des rachats de dette publique de 750 Mds€ d'abord, puis porté à 1 850 Mds€ d'ici 2022 après l'annonce de l'extension du PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme). Ces réflexions amènent alors à s'interroger sur la possible annulation de la dette publique.

#### e) L'annulation de la dette publique

Cette solution présente l'avantage de ne léser aucun agent économique, de ne pas se traduire par une perte de richesse. Les titres de dette acquis par la banque centrale sont financés à partir de monnaie créée par la banque centrale. Annuler ces titres se traduirait alors par un appauvris-

<sup>34</sup> COLLET (M.), « Les mesures budgétaires et financières », RFDA, 2020, p. 615.

<sup>35</sup> DE MONTGOLFIER (A.), *La dette publique de la France : un poids du passé, un défi pour l'avenir*, Rapport d'information n° 566, Sénat, 31 mai 2017, p. 69.

<sup>36</sup> SAINT-MARTIN (L.), *op.cit.*, p. 61.

<sup>37</sup> Agence France Trésor, *Rapport d'activité*, 2019, p. 98.

sement de la banque centrale puisque des actifs seraient supprimés de son bilan alors que la monnaie émise resterait en circulation. Cette annulation apparaît alors comme étant indolore pour l'économie réelle à court terme. Le volume de la dette serait dès lors plus faible, et les obligations souveraines seraient alors considérées comme plus « sûres » par les marchés. D'autant plus qu'à l'heure actuelle rien ne garantit que la BCE puisse poursuivre son programme de rachat des obligations souveraines indéfiniment.

Cette solution, souhaitée par un groupe d'économistes européens, n'est toutefois pas sans risque.

Le premier risque est juridique. Une opération d'annulation de la dette publique par la banque centrale serait en fait une monétisation des dépenses publiques et cela est strictement interdit par les traités européens. En annulant la dette publique, cela revient à supprimer un intermédiaire (le coupon d'intérêt). Dès lors la création monétaire finance directement la dépense publique, avec un décalage de temps. François ECALLE affirme d'ailleurs à juste titre que « *si l'annulation des créances de la BCE sur les États n'a pas été imaginée par les rédacteurs du traité de Maastricht – qui ne l'interdit donc pas explicitement – elle est manifestement contraire à son esprit* »<sup>39</sup>.

Le risque est également économique à travers l'inflation qu'elle provoquerait, et la déstabilisation brutale des marchés financiers qui pourrait en découler. L'annulation de la dette publique ne concerne certes pas les créances privées, mais elle n'est pas sans incidence sur les marchés financiers puisqu'elle fragilise le bilan de la banque centrale ainsi que la crédibilité de la politique monétaire.

La question de l'annulation de la dette suscite donc des clivages. Ses détracteurs mettent en avant le fait que l'État emprunte actuellement à des taux très bas, quasi négatifs sur les marchés. Il n'y a donc dès lors pour eux pas de raisons à annuler la dette puisque celle-ci peut se refinancer sur les marchés. Ses défenseurs arguent qu'une telle annulation supprimerait le danger de voir se mettre en place des politiques d'austérité qui viendraient fragiliser la reprise comme ce fut le cas en 2011. Ses partisans y voient également l'opportunité d'augmenter l'investissement sans augmenter la dette. L'annulation est alors perçue comme une solution alternative permettant d'éviter de buter sur la question de la soutenabilité de la dette. Cette annulation de la dette publique détenue par la BCE est d'ailleurs souhaitée par une centaine d'économistes qui se sont exprimés dans une tribune publiée le 5 février 2021<sup>40</sup>. Pour eux, l'annulation des dettes publiques détenues par la BCE « *en échange d'investissements par les États, constituerait un premier signal fort de la reconquête par l'Europe de son destin* ». Cette solution est néanmoins considérée pour l'instant comme « *invisageable* »<sup>41</sup> par Christine LAGARDE, dirigeante de la Banque centrale européenne.

La situation doit cependant être mise en perspective avec un éventuel retour de l'inflation. Dans cette hypothèse, la BCE pourrait en effet indirectement contraindre les États à recourir à des politiques d'austérité. Les États ne seraient-ils pas encore plus dépendants de la politique monétaire décidée par la BCE ? Si les auteurs s'opposent publiquement sur cette question, ils ont pour caractéristique commune de mettre en évidence la nécessité de réviser les critères européens. ■

<sup>40</sup> TOUSSAINT (E.), BONFOND (O.), SAMARY (C.), PIKETTY (T.), SCIALOM (L.), LALUCQ (A.), DUFRENE (V.), COUPPEY-SOUBEYRAN (J.), GIRAUD (G.) et JEFFERS (E.), « Annuler les dettes publiques détenues par la BCE pour reprendre en main notre destin », Tribune, Comité pour l'abolition des dettes publiques illégitimes, 5 février 2021.

<sup>41</sup> GATTEGNO (H.) et GRONDAHL (M.-P.), « La présidente de la BCE, Christine Lagarde : « 2021 sera une année de reprise » », *Le journal du dimanche*, 6 février 2021.