

## Composition portant sur un sujet d'économie

### SUJET : L'endettement est-il encore soutenable ?

En 2018, 229 grandes collectivités territoriales ont conclu avec l'Etat des contrats dits « de Cahors », inscrits dans la loi de programmation des finances publiques 2018-2022, comprenant notamment des objectifs de désendettement. Cela montre que les administrations publiques veulent prévenir le risque d'un endettement non soutenable.

En effet, l'endettement pour un agent économique correspond à allouer des revenus futurs à une consommation ou un investissement présents. Les décisions d'endettement des agents correspondent à des arbitrages intertemporels guidés par le taux d'intérêt, qui permet d'actualiser le coût de cet endettement. En cela, l'endettement permet à un agent de lisser sa consommation ou son investissement sur sa durée de vie, et à ce titre il favorise une allocation optimale de ses ressources. L'endettement est donc bénéfique à l'activité économique, et c'est pourquoi agents publics et privés s'endettent. Ainsi, les ménages s'endettent majoritairement auprès des banques, les entreprises auprès des banques et sur les marchés financiers, tout comme les collectivités territoriales, et les Etats financent également leurs déficits sur les marchés financiers.

Cependant, reposant sur une capacité future à rembourser, l'endettement représente également des risques pour les agents comme pour l'économie dans son ensemble. En effet, des faillites privées représentent une menace pour la stabilité financière, et les défauts souverains provoquent une crise économique à l'échelle nationale voire internationale. Un endettement non soutenable nuit donc à la croissance économique.

Pourtant, il est difficile de circonscrire précisément la soutenabilité d'une dette. Celle-ci correspond à la fois à la capacité d'un agent à rembourser sa dette grâce à ses revenus futurs, mais aussi à un niveau de dette qui ne compromet pas la capacité de l'agent à faire face à un choc conjoncturel, tel que la crise sanitaire. Pour un Etat, une dette soutenable lui permet de disposer d'un espace budgétaire suffisant, c'est-à-dire d'une capacité à mener des politiques budgétaires sans menacer sa stabilité macroéconomique et financière. La soutenabilité de la dette publique est donc le produit de plusieurs facteurs, tels que le taux d'intérêt souverain et ses prévisions d'évolution, le niveau d'imposition, le taux de croissance, la capacité à augmenter ses ressources fiscales. La soutenabilité de l'endettement public est appréhendée notamment par des indicateurs tels que les critères de déficit et de dette publics inscrits dans le Traité de Maastricht ou encore la durée de désendettement des collectivités.

La crise sanitaire est intervenue en 2020 dans un contexte d'endettement public et privé inédit en temps de paix à l'échelle mondiale (Banque mondiale, 2016) et elle a contribué à un surcroît d'endettement. Si certains pays en développement font face à un risque de défaut, les taux d'intérêt souverains très faibles en Europe et aux Etats-Unis semblent montrer que les dettes publiques sont soutenables, au moins à court terme. En revanche, le niveau élevé d'endettement privé favorise l'émergence d'une crise financière, malgré le

renforcement de l'encadrement micro et macroprudentiel intervenu à la suite de la crise bancaire en 2008.

L'endettement public et privé actuel représente-t-il des risques conséquents pour la croissance et la stabilité financière ?

Si l'endettement élevé à la suite de la crise sanitaire présente des risques (I), ceux-ci sont limités à court terme. A moyen terme, l'objectif de désendettement doit être concilié avec la croissance et porter une attention particulière à l'endettement privé (II).

La crise sanitaire a certes provoqué une forte hausse de l'endettement public et privé, mais cela était nécessaire pour limiter le risque d'une crise économique persistante (I.A).

La crise sanitaire a renforcé la tendance à la hausse de l'endettement privé et public à l'échelle mondiale (I.A.1). Pour les Etats, elle s'est traduite par un effet ciseau, c'est-à-dire une augmentation des dépenses et une baisse des recettes, ce qui a, dans le cas de la France, provoqué un déficit de 9% du P.I.B. en 2020, et une dette passant de 98% du P.I.B. en 2019 à 117% en 2020 (INSEE, 2020). L'augmentation de ce ratio est due à la fois à l'augmentation du déficit et de la dette et à la contraction du P.I.B. En effet, la récession de 10% en France en 2020 a induit une perte de recettes fiscales et de cotisations sociales, puisque la perception de celles-ci a été suspendue, ainsi qu'une hausse des dépenses liée à la prise en charge de l'activité partielle, au fonds de soutien à la trésorerie des entreprises notamment. La crise sanitaire a également provoqué une forte hausse de la dette des pays en développement, de sorte que le club de Paris a suspendu en mars 2020 le remboursement de la dette de certains Etats du continent africain. Le Tchad et la Zambie sont ainsi candidats à une restructuration de leur dette auprès du club de Paris. Les collectivités territoriales connaissent également une augmentation de leur dette suite à la crise sanitaire, liée à la hausse de leurs dépenses de fonctionnement et à la baisse de leurs recettes fiscales, mais aussi tarifaires et domaniales.

La hausse de l'endettement privé est très différenciée selon les entreprises et les secteurs. Ainsi, le risque d'insolvabilité a particulièrement augmenté pour les entreprises de l'hôtellerie restauration, du tourisme et du secteur culturel (Direction générale du Trésor, 2021). L'endettement privé représente, en France, 86% du P.I.B en 2021 contre 73% du P.I.B en 2019 (Banque de France, 2021).

L'augmentation de la dette publique était nécessaire pour circonscrire l'impact de la crise sur l'économie à long terme (I.A.2). En effet, si une forte augmentation de la dette publique augmente les risques d'insoutenabilité dans des pays tels que la France ou l'Italie, le surcroît de dépenses publiques a pour objectif de limiter les effets négatifs de la crise sanitaire sur les facteurs de production. Ainsi, la prise en charge totale par l'Unedic des dépenses de l'activité partielle a permis de limiter les faillites d'entreprises, qui ont été plus faibles en nombre en 2020 qu'en 2019. Cela a pour but de favoriser le marché de l'emploi à la sortie de crise et ainsi de prévenir des effets d'hystérèse, c'est-à-dire de transformation d'un choc exogène en crise de long terme à cause de la destruction de facteurs de production. Une politique budgétaire restrictive, dans un contexte de crise économique, risque de réduire durablement la demande et ainsi de prolonger les effets de la crise. Cela a par exemple été le cas dans l'Union Européenne en 2013 et 2014. En effet, certains Etats tels que l'Italie et

l'Espagne connaissent alors un endettement élevé et supérieur aux critères de Maastricht. Ils ont fortement baissé leurs dépenses publiques, ce qui a provoqué une baisse de la demande et une déflation en Europe fin 2013. C'est pourquoi, en 2020, l'application du Pacte de stabilité et de Croissance européen a été suspendue, de sorte que la France, qui était engagée dans une trajectoire de réduction de l'endettement, n'a pas respecté cette trajectoire. La nécessité de l'endettement public face à un choc conjoncturel s'est également manifestée par une suspension des Contrats de Cahors. Malgré les risques d'endettement insoutenable, il est donc apparu préférable d'augmenter l'endettement public face à la crise sanitaire plutôt que de poursuivre la trajectoire de consolidation des dépenses publiques, afin de limiter les risques de crise économique à long terme.

Cet endettement élevé compromet la capacité des acteurs publics et privés à investir pour augmenter la croissance potentielle et rend certains Etats vulnérables au risque de défaut souverain (I.B).

L'endettement élevé limite la capacité d'investissement (I.B.1). Le contexte mondial actuel a été qualifié de « stagnation séculaire » (Hansen, Summers, 2010), c'est-à-dire de période de faible croissance persistante. En France, cette faible croissance va de pair avec une faible croissance potentielle, autour de 1% du P.I.B en 2019. Or, cette situation est notamment liée au fait que l'économie française n'a pas encore bénéficié pleinement des potentialités offertes par l'innovation numérique (Bergeaud, 2016), en particulier pour réaliser des gains de productivité. L'augmentation de la croissance potentielle nécessite donc des investissements, pour financer l'innovation et l'adaptation à des technologies plus productives. Or, le niveau élevé d'endettement des sociétés non financières limite cette capacité d'investissement, d'autant que les entreprises françaises financent leur investissement davantage par l'emprunt que par les fonds propres. L'endettement élevé des entreprises risque donc d'être un frein à l'augmentation de la productivité des facteurs, et donc de la croissance. Le fort endettement public risque de renforcer ce mécanisme. En effet, l'endettement public peut créer un effet d'éviction de l'épargne privée, celle-ci étant utilisée à financer l'endettement public, et non des investissements privés, ce qui représente une allocation sous-optimale. L'endettement public peut également inciter les agents à épargner davantage qu'à consommer et investir, car ceux-ci anticipent rationnellement une augmentation future de la fiscalité pour financer la dette (effet Ricardo-Barro). Alors que le surcroît d'épargne accumulé par les ménages durant la crise sanitaire s'élève à 120 milliards d'euros, cet effet d'anticipation représente un fort risque. La France se trouve donc dans une situation de faible croissance et de faible productivité des facteurs, et alors que l'investissement est nécessaire pour favoriser la croissance, ce fort endettement risque d'avoir des effets négatifs sur l'investissement. Or, une faible croissance renforce le risque d'insoutenabilité de la dette car elle se traduit par de moindres ressources par l'Etat comme pour les agents économiques.

La dette publique élevée accroît le risque de crise économique et financière liée à un défaut souverain (I.B.2). La soutenabilité de la dette publique repose essentiellement sur la confiance des créanciers dans la capacité de l'Etat à rembourser sa dette. Un plus grand risque de défaut se manifeste par un taux d'intérêt souverain plus élevé. Or, en particulier en zone euro, un défaut souverain se traduirait par une crise économique qui toucherait l'ensemble des pays de la zone. Ainsi en 2010, la crise de la dette grecque, qui s'élevait alors à 177% du PIB et est apparue non soutenable s'est transformée en crise de la zone euro tout entière. En zone euro, une dette non soutenable représente un aléa moral pour

l'ensemble des pays dont la dette est soutenable, et c'est pourquoi le traité de Maastricht limite l'endettement public à 60% du PIB, et le Pacte de stabilité et de Croissance permet de s'assurer que les finances publiques des Etats restaient soutenables. Cela se traduit par exemple par l'obligation pour les Etats qui dépassent le critère de 60% du PIB d'endettement de réduire leur dette de 1/20<sup>ème</sup> par an. Ce risque de défaut souverain est ravivé par la crise sanitaire. Ainsi, au début de la crise en mars 2020, l'écart, ou « spread » de taux souverain entre l'Italie et l'Allemagne a brusquement et fortement augmenté, montrant que le fort endettement public italien pouvait devenir insoutenable. Ce risque de défaut se manifeste davantage pour les pays émergents, tels que l'Argentine qui a annoncé en juin 2021 ne pas rembourser la dette qu'elle devait à ses créanciers du club de Paris. Si le risque de défaut souverain n'est pas avéré à court terme, l'endettement public élevé compromet la capacité des Etats à faire face à de nouveaux chocs. Ainsi, selon le rapport de la commission des finances du Sénat (LFI 2021), la France risque, si elle n'entreprend pas une trajectoire de désendettement, d'aborder la prochaine crise avec un ratio de dette de 120 % du PIB, ce qui pourrait susciter la défiance de ses créanciers.

L'endettement élevé suite à la crise sanitaire présente des risques, tout pour la croissance que pour la capacité des Etats à rembourser cette dette et à s'assurer de la confiance de leurs créanciers. Si la politique monétaire menée par les banques centrales garantit la soutenabilité de la dette publique à court terme, elle favorise l'endettement et menace donc la stabilité financière à moyen terme.

Alors que les risques d'insoutenabilité sont écartés à court terme, il s'agit à moyen terme, de renforcer l'encadrement macroprudentiel et d'assurer la soutenabilité de la dette publique par une politique qui favorise la croissance potentielle et par un Pacte de stabilité et de croissance renouvelée (II).

La politique monétaire menée par les banques centrales européennes et américaines permet la soutenabilité de la dette publique à court terme, mais renforce l'instabilité financière liée à l'augmentation de la dette privée (II.A).

La politique monétaire accommodante menée par la BCE et la Fed garantit la soutenabilité des dettes publiques à court terme (II.A.I). En effet, les banques centrales ont pour mandat la stabilité des prix, ce qui se traduit par une cible d'inflation qui détermine la politique monétaire qu'elles mettent en œuvre. Pour la BCE, cette cible est inférieure mais proche de 2%. Or, la cible n'a plus été atteinte depuis 2010. Face à cette inflation durablement faible, les banques centrales ont mis en œuvre de nouveaux outils, et notamment l'achat de titres, avec « quantitative easing ». Dans le cadre de ses programmes d'achat de titres menés depuis 2014, la BCE achète sur le marché secondaire des titres de dette souveraine. Elle a renforcé cette action en 2020 avec le programme PEPP, de sorte que la BCE possède désormais 25% des titres de dette des Etats membres de l'Union Européenne, et a racheté 60% de la dette publique française émise en 2020. Cela écarte donc les risques d'insoutenabilité à court terme, ce qui se traduit par une baisse de la charge de la dette. Ainsi, en 2020, le coût de financement de la dette à 10 ans est au plus bas depuis 2000 pour la France et l'Italie (Commission Européenne, 2020). Cependant, cette situation n'est maintenue que tant que l'inflation est trop faible par rapport à la cible, car la BCE est indépendante et ne peut refinancer la dette d'un Etat membre. De ce fait, une augmentation de l'inflation pourrait se traduire par une augmentation de la charge de la dette pour les Etats européens les plus endettés.

Cependant, cette politique monétaire accommodante favorise l'instabilité financière liée à l'augmentation de la dette privée (II.A.2). L'objectif de la politique monétaire accommodante menée par les banques centrales, et par la BCE en particulier, est d'inciter les banques à accorder des crédits, par un taux de refinancement nul et une facilité marginale de dépôt négative. Elle permet des taux d'intérêt très faibles, et donc le financement facilité de projets risqués, et permet aussi une abondance de liquidités sur les marchés financiers. Cela encourage donc l'endettement privé, ce qui représente une menace pour la stabilité financière, car les banques risquent d'être exposées à des prêts qui pourraient ne pas être remboursés. Cela représente pour elle des pactes qui compromettent leur liquidité, voire leur solvabilité. Ainsi, la crise financière de 2007 a été causée par un endettement excessif des ménages américains pour financer des achats immobiliers. La crise sanitaire pourrait se traduire par des faillites d'entreprises et donc de prêts non remboursés pour les banques. L'abondance de liquidités favorise également l'émergence de bulles financières, qui représentent une menace pour la stabilité des marchés financiers et leur capacité à allouer les capitaux de manière optimale. La hausse de l'endettement privé, encouragée par la politique monétaire accommodante, représente donc une menace à moyen terme pour la stabilité financière.

Dans ce contexte, il importe de ne pas mener un désendettement public trop rapide qui nuirait à la reprise de la croissance (mais de garantir à moyen terme la soutenabilité de l'endettement public et privé par un Pacte de Stabilité et de Croissance renouvelé et une surveillance macroprudentielle renforcée (II.B).

A court terme, les dépenses publiques ciblées sont nécessaires pour favoriser la croissance potentielle (II.B.1). Alors que la politique monétaire permet, à court terme, de mener une politique budgétaire expansionniste, les dépenses publiques doivent stimuler la croissance potentielle. C'est pourquoi, le plan de relance européen de 750 milliards d'euros et le plan France Relance, doté de 100 milliards d'euros et présenté en septembre 2020, ont pour objectif de renforcer l'investissement dans des secteurs ciblés, qui permettent la transformation de l'économie, en s'adaptant aux enjeux numériques et environnementaux. Ce surcroît de dépenses publiques est nécessaire pour stimuler la croissance, et ainsi augmenter les ressources, notamment fiscales, diminuer les dépenses et ainsi réduire l'endettement à moyen terme. Ainsi, le plan France Relance est notamment consacré à la rénovation thermique des bâtiments publics et privés, source d'emplois locaux, ainsi qu'à la réindustrialisation de certains territoires.

L'efficacité de ces dépenses publiques supplémentaires est conditionnée à leur ciblage dans les secteurs et les territoires les plus adéquats. La nécessité de cibler les dépenses signifie également que le soutien public aux entreprises doit désormais être davantage ciblé aux secteurs qui ont été les plus touchés, et ne doit pas être généralisé.

A moyen terme, la soutenabilité de la dette doit être garantie par un Pacte de stabilité et de croissance réformé et une plus forte surveillance macroprudentielle (II.B.2). Si le pacte de stabilité et de croissance a été suspendu face à la crise et jusqu'en 2022, il devra être remis en vigueur pour garantir la soutenabilité des dettes publiques européennes. Cependant, le critère d'endettement chiffré et uniforme de 60% du P.I.B. semble devoir être réformé puisqu'il n'est désormais plus respecté par un grand nombre de pays, et que des dettes publiques durablement plus élevées semblent être soutenables. C'est pourquoi, le Pacte de Stabilité et de croissance pourrait être réformé de sorte que les Etats membres ne

s'engagent plus sur un objectif chiffré de dette publique mais s'engagent juridiquement « à maintenir une dette soutenable ». L'évaluation de cette soutenabilité serait assurée par la Commission Européenne grâce à des indicateurs spécifiques à chaque Etat, ainsi que par des institutions budgétaires indépendantes aux prérogatives renforcées. Cela permettrait de mieux prendre en compte l'ensemble des facteurs de soutenabilité ainsi que de garantir que l'encadrement de la dette soit compatible avec les investissements nécessaires à la croissance (Blanchard, 2021). En parallèle, pour assurer la stabilité financière face à la hausse de l'endettement privé, une régulation macroprudentielle renforcée est nécessaire, et pourrait se traduire par un renforcement des prérogatives macroprudentielles dévolues à la BCE, alors que celle-ci appartient actuellement principalement aux Etats-membres (Villeroy de Galhau, 2021).

Si, à court terme, l'endettement public des pays développés est soutenable, les risques à moyen terme subsistent. Il s'agit donc d'assurer une trajectoire de désendettement par des dépenses publiques mieux ciblées et par un Pacte de stabilité et de croissance prenant mieux en compte les différents facteurs de soutenabilité, et de renforcer la régulation macroprudentielle face à l'endettement privé.