





**« LA DETTE »**



## Sommaire

### *Accueil*

par Marie-Françoise Bechtel ,  
Présidente de la Fondation Res Publica ..... 7

### *« Le baume, le châtement et l'avenir »*

par Frédéric Farah,  
Enseignant à Paris I et chercheur affilié au laboratoire PHARE de la Sorbonne. 9

### *« Considérations sur la dette publique française »*

par Thomas Lambert,  
Normalien et ancien élève de l'ENA, banquier en « *sovereign advisory* », maître  
de conférences en question européennes à Sciences Po ..... 27

*Débat avec les invités* ..... 48

avec la participation de

Jean-Michel Quatrepoint  
Jean-Michel Naulot  
Stéphane Rozès



Monsieur le Président fondateur,  
Mesdames, Messieurs,  
Chers amis,

Nous sommes très heureux de vous recevoir dans cette occasion relativement rare pour la Fondation Res Publica qui est celle d'un séminaire. Si les colloques, qui accueillent un public plus large, avec plus d'intervenants, taillent un angle assez large et assez varié sur un certain nombre de sujets, les séminaires sont là pour approfondir une question spécifique qui nous semble présenter un intérêt particulier. Il nous a semblé que la question de la dette relevait de cette démarche. Le choix des sujets est également guidé par la possibilité d'avoir des intervenants d'une qualité rare, voire exceptionnelle. C'est le cas ce soir encore.

Je vous les présente avant d'introduire le sujet d'autant plus brièvement que mon ignorance dans ce domaine est inversement proportionnelle à l'intérêt que je lui porte.

Lors de conversations avec Frédéric Farah, éminent universitaire, professeur d'économie à Paris 1, auteur de *Fake state. L'impuissance organisée de l'État en France*<sup>1</sup>, celui-ci avait mentionné qu'il s'intéressait beaucoup à la manière dont la question de la dette s'est posée dans le temps. Vous verrez qu'il n'hésite pas à faire une plongée assez longue et assez profonde dans l'histoire du XX<sup>ème</sup> siècle pour nous en parler.

Thomas Lambert, normalien, ancien élève de l'ENA, ancien chef de bureau à la direction générale du Trésor et banquier en *sovereign advisory*, interpellant peut-être Frédéric Farah, nous donnera sa vision de la dette du point de vue du praticien.

L'universitaire et le praticien donc. La confrontation de ces deux points de vue est d'ailleurs tout l'intérêt de cette rencontre.

Pourquoi la dette ?

---

<sup>1</sup> Frédéric Farah, *Fake State : l'impuissance organisée de l'État en France*, Paris, Éd. H&O, 2020.

Il n'a échappé à personne que le thème de la dette, extrêmement présent dans le débat public depuis vingt ou trente ans, est de plus en plus aigu, de plus en plus récurrent depuis que sont venus à la surface les critères de Maastricht formalisés et coulés dans le béton par le traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance (TSCG), depuis que nous nous sommes dotés d'un certain nombre d'outils (tel le Haut conseil des finances publiques, créé par une loi organique du 17 décembre 2012 au moment où on a ratifié le TSCG) qui, joints à la *vulgate* de la presse économique, ont fait de ce sujet un thème récurrent.

Il faut y ajouter la pression de la vision allemande sur l'économie européenne qui, ce n'est un secret pour personne, est aujourd'hui plutôt dominante en Europe. On a entendu répéter à satiété qu'en allemand, le même signifiant « *Schuld* » désigne à la fois la dette, le devoir et la culpabilité, ce que l'on ne retrouve pas dans la langue française.

La doxa dominante, celle de la presse économique et des débats publics, ressasse aussi que la dette publique est chose monstrueuse car un État, tel un bon père de famille, ne doit pas dépenser plus qu'il n'a, évitant de léguer un fardeau aux jeunes générations et de mettre en péril son pays.

À l'inverse on entend un discours tout aussi sommaire consistant à dire que la dette est sans importance, l'État étant *too big to fail*. Elle dispose d'ailleurs d'un très solide matelas d'épargne privée et emprunte pour l'instant à taux négatif.

Frappés par le caractère sommaire de ces deux manières de présenter les choses, de ces deux argumentations, nous avons été séduits par la proposition de Frédéric Farah de creuser véritablement la manière dont, historiquement, se pose le problème de la dette.

Avant de lui donner la parole, je voudrais dire que Frédéric Farah a subi ces derniers jours un deuil douloureux et que je lui suis particulièrement reconnaissante d'être là ce soir.



*Le baume, le châtiment et l'avenir*

Merci. Bonjour à tous.

Je dédie les propos que je vais tenir devant vous à mon père qui aurait été très heureux d'être là ce soir parmi nous.

Depuis la crise pandémique, l'État, un peu partout dans le monde est venu jouer le rôle d'assureur de l'activité privée à défaut d'être un plein producteur. Pour ce faire, il a laissé filer les déficits et les dettes. L'accroissement des dettes a semblé plus que préoccupant aux dires de certains. Les propos classiques ont surgi sur l'État comme étant un ménage et sur le fait que les futures générations devraient payer notre dette. La dernière réunion de l'Eurogroupe de janvier 2022 est venue rappeler avec force la nécessité de garder un œil sur les finances publiques.

Ce qui est frappant c'est le caractère profondément rétrograde du débat, sa fausse modernité. Cela montre combien la science économique s'accompagne d'une juxtaposition de paradigmes, plus qu'elle n'est une science cumulative comme la science physique.

Je vous propose de revenir sur le débat de la dette, en l'éclairant par l'histoire et particulièrement en convoquant des références qui nous conduiront aux États-Unis, des années de la Présidence Roosevelt jusqu'au moment du déclin du Keynésianisme, au début des années 1960.

La thèse que je vais défendre devant vous oppose deux discours qui peuvent contenir leur part de vérité, surtout le premier, mais implique de ne pas s'en tenir là et de tenter de dessiner l'avenir. Telle est en effet la fonction de la politique : assurer la mise en scène de l'avenir.

*Le discours de la consolation*

Ce discours dont je reconnais la validité reste un point de départ, mais il n'est pas possible de s'en tenir là, il est une condition nécessaire mais non suffisante par rapport à la question de la dette publique.

Partons de quelques masses, quelques indicateurs statistiques que nous livre l'agence France Trésor :

La durée de vie de la dette moyenne négociable en France est de 8 ans et 153 jours.

Elle représente environ 116,3 % du PIB

Avant la grande crise financière de 2008, les programmes de financement de l'État étaient légèrement inférieurs à 100 milliards d'euros par an. Il y a eu un changement de palier par la suite, avec une fourchette d'émission de titres à moyen long terme comprise entre 170 et 190 milliards d'euros au cours de la période 2009-2017. En 2019, on atteignait les 200 milliards d'euros et avec la crise Covid, on a atteint les 260 milliards d'euros.

L'Agence France Trésor a présenté le mercredi 8 décembre 2021 son programme indicatif de financement pour 2022 qui prévoit « *260 milliards d'euros d'émissions de dette à moyen et long terme nettes des rachats, soit un volume stable depuis 2020, et en baisse en proportion du produit intérieur brut français. Ces émissions de dette de moyen et long terme contribueront à couvrir le besoin de financement de l'État, qui s'établira à 297,6 milliards d'euros en 2022, dont 144,4 milliards d'euros liés au refinancement d'obligations arrivant à échéance. Le déficit budgétaire s'élèvera, pour sa part, à 153,8 milliards d'euros en 2022* ».

On pourrait s'inquiéter de pareils volumes, mais la dette française n'a jamais coûté si peu cher. Ainsi, entre 2011 et 2019, la charge de la dette (c'est-à-dire les intérêts payés qui pèsent effectivement chaque année sur le budget de l'État) est passée de 56 à 36 milliards d'euros, ce qui correspond à une baisse de 35 % du poids de la dette.

D'autant plus qu'une partie de ces intérêts sont payés à la Banque de France (puisqu'elle détient une partie de la dette publique, du fait des achats d'obligations publiques par la Banque centrale européenne) avant d'être reversés ensuite à l'État sous forme d'impôt sur les sociétés ou de dividendes (puisque l'État est actionnaire à 100 % de la Banque de France).

Plus profondément, un regard sur la longue période montre que la France a déjà connu, du fait des deux guerres mondiales, et à cause de la Grande Dépression des années 1930, un niveau de dette proche de 100 % du PIB aux effets bien plus forts de ce point de vue que ceux de la crise récente.

Sans compter que certaines corrélations présentées dans l'espace public sont largement contestables, le taux de croissance en volume de la dépense publique

française était très fort dans les années 1960, sans que la dette progresse, et il n'a cessé de décroître depuis.

Tout comme les seuils de dette critiques qui sont impossibles à déterminer clairement. De fait, avec une dette publique de l'ordre de 55 % du PIB, l'Argentine est en pleine crise tandis que le Japon vit sans difficulté avec ses 235 % de dette rapportée au PIB.

En somme, la France ne rencontre aucune difficulté à trouver de quoi financer ces besoins, et même si les politiques monétaires sont en voie de normalisation, les OAT semblent trouver preneur et plus que jamais il apparaît nécessaire de dépenser pour assurer la transition énergétique, les services publics. S'endetter davantage apparaît nécessaire.

À ces premiers arguments rassurants et consolateurs quant à l'évolution de la dette s'ajoute celui relatif à la BCE qui deviendrait un agent de la monétisation de la dette : depuis le début de la crise, elle a acheté les trois-quarts des titres de la dette européenne de la zone euro et 25 % de la dette publique est détenue par la Banque de France au titre de la banque centrale européenne (environ 750 milliards d'euros).

En somme, grâce à la BCE, la France et les autres membres de la zone euro bénéficient d'une quasi monétisation de leur dette. Voilà donc un non-débat.

Ces premiers éléments révèlent aussi le caractère paradoxal du discours ambiant, au moment même où la dette publique coûte si peu cher, où aucune raison ne justifie un discours catastrophiste, des franges politiques ou des faiseurs d'opinion nous expliquent combien la dette est un problème.

Nous pourrions dire aussi que la dette publique est recherchée par les acteurs de marché qui en font un actif sûr et qui vivent de l'endettement des États.

Mais il ne faut pas nous méprendre, ce discours trouve sa part de vérité et nous paraît nécessaire car il permet de relativiser les craintes et nous incite à ne pas faire de la dette publique le problème principal. Il y aurait des erreurs de corrélation à éviter : la dette n'est pas à l'origine du ralentissement économique ou de l'essoufflement de nos économies mais elle en est plutôt la conséquence.

Le discours de la consolation trouve un contrepoint dans le discours du châtiement qui parvient à réactualiser des discours dépassés, et qui auraient dû appartenir au passé.

### *Le discours du châtement, d'un conservatisme budgétaire l'autre.*

*"Ces économies-là ce ne sont pas des sacrifices de service public, c'est simplement une meilleure gestion de l'État, c'est une dépense publique de qualité. Et si on fait ainsi, on préservera ainsi nos services publics. Si on ne le fait pas, la dette se vengera et ce seront les services publics essentiels qui seront frappés.*

*La France est un pays qui est plus endetté que la moyenne de la zone euro, donc si on veut que la France retrouve totalement sa crédibilité il est important qu'elle gagne, après la bataille du déficit, la bataille du désendettement.*

*La dette publique est vraiment l'ennemie de l'économie. Un pays qui s'endette c'est un pays qui s'affaiblit »*

*... ainsi s'exprimait Pierre Moscovici le 23 août 2018.*

Le discours sur une dette publique devant absolument être remboursée trouve une actualité encore plus terrible dans le cadre macro-économique que nous connaissons à savoir la libre circulation des capitaux et la monnaie unique. Dans ce cadre plus que jamais les effets d'une dévaluation interne peuvent se faire sentir et se traduire par des coupes dans la protection sociale. Nous en avons vu les effets lors de la période 2011-2013. Il suffit de penser au cas de la Grèce.

Le discours sur la dette comme un mal, un châtement qui nous frappera et viendra obérer l'avenir des futures générations, est ancien et diablement conservateur. Je ne reviendrai pas ici sur la notion si discutable promue par la Commission européenne dans les années 2010 « d'austérité expansive » dont nous payons le prix partout en Europe en termes de sous-investissement public et de désorganisation des systèmes de santé.

Même s'il y a dix ans le débat sur la dette épousait les mêmes contours, il est utile de remonter dans le temps.

*Manifestations de ce conservatisme dans la France du XX<sup>ème</sup> siècle ou le retour du refoulé budgétaire.*

Quelques citations nous permettent d'en percevoir l'ancienneté. En 1934, l'orthodoxe Germain-Martin, ministre des Finances, proclame que « *la recherche de l'équilibre budgétaire est l'idée essentielle qui domine la politique financière de ce pays* ».

Les propos de Paul Boncour, qui préside en 1933 un gouvernement de Cartel des gauches, sont encore plus explicites « *à quoi bon parler, à quoi bon tirer des*

*plans, tant qu'on n'en aura pas fini avec le déficit budgétaire par ou s'écoulent chaque jour les ressources du pays ?*». Le terme d'« assainissement » revient constamment.

En 1933, la réduction des retraites et traitements des fonctionnaires est au cœur des luttes parlementaires et en 1934 un nouveau pas est franchi avec les atteintes sacrilèges à la pension des Anciens combattants pour aboutir finalement à une réduction de 9 %.

On peut penser aux mesures Laval de juin 1935, avec la déflation budgétaire, réduction générale de 10 % de toutes les dépenses publiques y compris les traitements des fonctionnaires.

Les propos de Hoover en février 1933 s'adressant à son successeur Franklin D. Roosevelt fournissent la version américaine de ce discours : « *Le pays serait considérablement rassuré si on pouvait lui garantir à bref délai qu'il n'y aura ni manipulation monétaire ni inflation, que le budget sera équilibré même si cela requiert de nouveaux impôts, que le crédit de l'État sera maintenu* ».

La version actuelle de ces vieilles lunes est exprimée dans le dernier entretien donné par l'actuel gouverneur de la banque de France, François Villeroy de Galhau, qui, le 20 décembre 2021, à la question « **Faut-il s'inquiéter du niveau de la dette publique française ?** », répondait : « *Oui ! Le ratio de dette publique a significativement augmenté depuis deux ans, de 99 % du PIB à 114 %, et il le fallait : la réponse à la crise Covid a été la bonne. Maintenant, il faut viser le désendettement dans la durée. Les taux d'intérêt ne seront pas toujours aussi bas qu'aujourd'hui, et la France doit être prête à faire face à une autre crise à l'avenir. Maîtriser la dette est en outre essentiel pour la solidarité entre générations, mais aussi pour la crédibilité de la France sur la scène européenne* ».

**Et lorsqu'on lui demande comment réduire le niveau de l'endettement, il préconise** « *une meilleure maîtrise et efficacité de nos dépenses publiques. Ce sont les plus élevées non seulement d'Europe, mais de tous les pays développés* ». « *Si nous restions sur leur trajectoire d'augmentation actuelle, explique-t-il, nous garderions dans dix ans le même taux d'endettement. Si en revanche, l'augmentation annuelle des dépenses publiques passait simplement de 1 % à 0,5 % en volume la dette baisserait de 10 points de PIB en dix ans* ». « *Je crois profondément au modèle social européen, conclut-il, mais dans le débat public actuel, il faudrait collectivement garder sagesse sur les diverses propositions de*

*baisses d'impôt ou de dépenses supplémentaires. Nous n'avons pas les moyens de dégrader davantage nos finances publiques : je le dis avec l'indépendance de la Banque de France ».*

L'actuel gouverneur de la banque de France, par ses propos, s'inscrit dans cette tradition conservatrice des finances publiques qui conduit à une modification du partage de la richesse qui se fera bien évidemment contre les travailleurs, car la réduction de la dépense publique entraînera des coupes dans la part socialisée de l'économie.

Nous aurions aimé que M. François Villeroy de Galhau relise, ou lise, l'article de Evsey Domar « *The burden of the debt and the national income* », publié dans l'« *American Economic Review* », en décembre 1944. C'est là que l'histoire est intéressante car elle nous dit le grand appauvrissement intellectuel en la matière et le temps que nous perdons dans de vaines controverses.

*« Lorsque l'on discute de la politique budgétaire d'après-guerre, la dette publique et son fardeau apparaissent aux yeux de nombreux économistes et profanes comme le plus grand obstacle à toutes les bonnes choses sur terre. Le remède suggéré est toujours la réduction de la taille absolue de la dette ou au moins la prévention de sa croissance future. Si toutes les personnes et organisations qui travaillent et étudient, écrivent des articles et font des discours, s'inquiètent et passent des nuits blanches par peur de la dette pouvaient l'oublier pendant un certain temps et dépenser même la moitié de leurs efforts à essayer de trouver des moyens d'atteindre un revenu national croissant, leur contribution au bénéfice et au bien-être de l'humanité – et à la solution du problème de la dette – serait incommensurable. »*

Le même Domar écrivait en 1993, dans « *On Deficits and Debt* » : « *On pourrait s'attendre à ce que notre capacité à survivre sous les importants déficits fédéraux des administrations Reagan et Bush nous ait immunisés contre la peur des déficits fédéraux. Mais jusqu'à présent, l'inoculation ne s'est pas avérée efficace. Peut-être avons-nous un besoin psychologique d'être obsédés par quelque chose, et maintenant que notre peur obsessionnelle du communisme a disparu, la peur de la dette publique a retrouvé sa place d'antan. Ces deux obsessions ont de fortes connotations politiques et économiques. La peur du communisme a aidé Nixon et ses semblables à gagner les élections. La crainte des déficits a limité les activités du gouvernement fédéral. Le manque de compréhension du public de la*

*différence entre le financement fédéral et le financement privé a intensifié cette crainte. Il ne semble pas que cette compréhension se soit beaucoup améliorée ».*

Le discours du châtement se fonde sur un vieux conservatisme budgétaire. « L'État est un acteur comme les autres qui peut faire faillite, trop de dette tue la croissance, la dette est un fardeau pour les générations futures... ». Ces arguments anciens, toujours tenus par la vieille pensée conservatrice en matière budgétaire sont déjà présents dans le manifeste des économistes américains de 1938 :

a) La dette publique est « improductive ». Par conséquent, les emprunts publics pour financer les dépenses impliquent un gaspillage de ressources.

b) La dette publique impose à la communauté un poids de charges d'intérêts qui, si le gouvernement continue d'emprunter de plus en plus, finiront par devenir intolérables.

c) Le crédit du gouvernement est une chose délicate. Il pourrait facilement être grevé par une longue augmentation continue de la dette publique.

d) L'augmentation de la dette publique doit inévitablement conduire à une inflation désastreuse.

Nous voyons bien à la lecture de ces propos que les arguments évoqués par les contempteurs de la dépense publique n'ont rien d'original.

C'est pourquoi il n'est pas inintéressant de reprendre un débat sur la dette et les déficits tenus aux États-Unis à partir du tournant de 1936-1937.

À la fin de 1936, après quatre années de déficit budgétaire et trois années de croissance rapide, Roosevelt et son secrétaire au Trésor, Morgenthau, décidèrent qu'il fallait équilibrer le budget. Les interventions des autorités fédérales furent considérées comme nécessaires pour relancer les investissements privés mais ne devaient durer qu'un temps. Les 3,6 milliards de déficit en 1936 furent transformés en 358 millions de surplus en 1937.

Selon les calculs de Paul van den Noord, 3 points de PIB ont été perdus par le gouvernement fédéral en raison de cette orientation politique. Dès 1937, la croissance a ralenti, passant de 13 % à 6 %, puis le PIB a chuté de 4,5 % en 1938, faisant remonter le chômage de 14 % à près de 20 %. Si la dépression des années 1930-1932 avait été due aux erreurs de politique monétaire, la rechute de 1938 est, en partie au moins, attribuable à une erreur de politique budgétaire. Le résultat de ce changement fut suivi d'une récession majeure. Cet épisode marqua un tournant dans le keynésianisme aux États-Unis.

Plus encore à partir de 1938, le Keynésianisme arrive aux États-Unis pour y rester dominant jusqu'en 1965. En 1938, la contagion des idées keynésiennes a été révélée par la publication du pamphlet « *An Economic Program for American Democracy* », rédigé par un groupe de dix jeunes économistes parmi lesquels deux anciens étudiants de Keynes, Lorie Tarshis et Walter Salant. Certains d'entre eux n'ont pas signé le document car ils étaient déjà dans l'administration. Beaucoup d'entre eux ont finalement occupé des fonctions importantes à Washington. La position générale de leur petit livre était sans ambiguïté :

La Grande Dépression a été le résultat de changements structurels. La croissance économique de l'Amérique depuis l'établissement des colonies jusqu'en 1929 avait été alimentée par la croissance démographique, le progrès technologique et la disponibilité de nouvelles terres et de nouveaux marchés à l'étranger. Mais la croissance démographique avait ralenti et la frontière avait disparu.

Les jeunes économistes considéraient la récession de 1938 comme une preuve que les dépenses publiques étaient désormais un besoin permanent de l'économie :

*« L'idée que les dépenses publiques ne peuvent être utilisées en toute sécurité qu'en tant que dispositif d'urgence temporaire doit être abandonnée. Il faut élaborer un programme qui reconnaisse la nécessité d'un investissement public permanent. »*

Il y eut alors un débat aussi vif que passionnant aux États-Unis sur la nécessité de maintenir ou non des déficits permanents.

Les controverses budgétaires aux États-Unis à partir de 1936 et l'affirmation pleine et entière du Keynésianisme aux États-Unis en 1938 nous montrent combien le débat est ancien. Mais au moment où l'on s'interroge sur le monde d'après et sur le trilemme qu'il nous faudra gérer, à savoir l'impossibilité de maintenir l'équilibre budgétaire, les investissements et l'État social dans un environnement marqué par la stagnation séculaire ou les erreurs de politique économique, un retour par les États-Unis n'est pas inutile car nous avons déjà vu les conséquences d'un resserrement budgétaire et de l'austérité en Europe entre 2011 et 2013. Au moment où certains demandent la sortie du « quoi qu'il en coûte » et réfléchissent aux réformes des règles budgétaires, il n'est pas inintéressant de revoir quelques leçons de l'histoire.

Le président Franklin D. Roosevelt nomme Morgenthau Secrétaire du Trésor en 1934. À l'automne de la même année, il nomme Marriner S. Eccles



(républicain millionnaire mormon et propriétaire de nombreuses entreprises, y compris de banques, dans l'Utah) à la tête de la Réserve fédérale (FED), où il restera jusqu'en 1948 (troisième plus long mandat dans l'histoire de la FED après William McChesney Martin, 1951 à 1970, et Alan Greenspan, 1987 à 2006).

Après 1937, pour la première fois, le président présente un budget basé sur les principes des dépenses déficitaires. Les vues d'Eccles et le *Gold Reserve Act* de 1934 sont les raisons pour lesquelles, selon les mots d'Alan Meltzer, le système de la Réserve fédérale était « sur la banquette arrière » de l'action politique de 1934 à 1951.

La controverse entre Marriner Eccles et Henry Morgenthau est très intéressante à observer.

Morgenthau a cru toute sa vie qu'un budget équilibré serait l'instrument de la reprise. « *Des progrès vers l'équilibre budgétaire, [...] gagner la confiance de l'entreprise privée (ce qui se traduirait) par une reprise de l'investissement privé qui soutiendrait une nouvelle prospérité* ». Morgenthau considérait l'équilibre budgétaire non seulement comme une nécessité économique ou financière, mais aussi comme une exigence morale.

Un budget national était encore un phénomène relativement nouveau pendant les années de dépression. C'était l'un des derniers résultats du Mouvement progressiste, qui l'a promu comme un moyen d'avoir un gouvernement meilleur, plus propre, plus efficace et plus ouvert. Les déficits de guerre croissants après la Première Guerre mondiale ont été la dernière pression pour que le Congrès adopte le *Budget and Accounting Act* de 1921.

Le mouvement de réforme budgétaire a également profondément influencé Morgenthau et Franklin Roosevelt. Un budget équilibré, où les dépenses n'excéderaient pas les recettes, est devenu pour Morgenthau non seulement un signe de la santé économique de l'Amérique, mais aussi une mesure de bon gouvernement. Pour lui il n'y avait pas de différence entre équilibrer le budget de la nation et équilibrer le budget de sa ferme. C'était un signe certain de bonne gestion. Morgenthau combinait cette orthodoxie économique avec « l'humanitarisme dans la politique sociale ». Lorsqu'il a envisagé une dépression ou une récession, il a d'abord vu la souffrance humaine qu'elle apportait. Il a soutenu des programmes visant à fournir de l'aide sociale, des réglementations du travail et de l'aide aux agriculteurs. Il a été l'un des architectes de la législation de la sécurité sociale.

En revanche, le point de vue qu'Eccles a propagé était de s'engager dans des dépenses déficitaires où les dépenses dépasseraient les recettes, si elles s'avéraient nécessaires à la reprise.

Le cœur de leur divergence d'opinion était que Morgenthau pensait que la reprise ou la prospérité viendrait d'un budget équilibré, tandis qu'Eccles soutenait qu'un budget équilibré serait le résultat de la reprise ou de la prospérité.

En avril 1938, le président Roosevelt se rangea du côté d'Eccles. D'abord dans un message au Congrès et plus tard dans un *Fireside Chat*, il annonça un programme d'action impliquant plus de 4 milliards de dollars de dépenses gouvernementales. Il sonnait vraiment « ecclésien » quand il disait que la cause de la récession était le manque de pouvoir d'achat du peuple. En janvier 1939, le président a présenté un budget pour l'exercice 1940, déclarant que l'administration avait freiné la récession de l'année précédente en raison de l'augmentation des dépenses et, encore une fois, canalisant l'esprit d'Eccles, Roosevelt a déclaré qu'un budget équilibré ne pouvait être atteint en réduisant les dépenses ou en augmentant les impôts.

En 1938, des économistes importants comme Paul Sweezy portent un manifeste pour changer les orientations de l'époque. Un large extrait des propos du manifeste mérite d'être cité.

*« Mais plus important encore, un programme élargi de dépenses gouvernementales a déjà commencé à soutenir notre affirmation – l'épine dorsale même de ce programme.*

*L'une des leçons des cinq dernières années a été la démonstration frappante de l'efficacité des dépenses publiques dans la promotion du bien-être national. Considéré uniquement en termes d'objectifs directs des dépenses (la fourniture d'aides et d'emplois temporaires aux chômeurs, le paiement de prestations aux agriculteurs), le développement de projets publics utiles et le rétablissement de la solvabilité de la structure financière du pays – le programme d'augmentation des dépenses du gouvernement fédéral a été d'un avantage social inestimable.*

*Une grande partie de la confusion généralisée sur le sujet de la dette provient d'une tendance compréhensible de la part de la personne moyenne à raisonner à partir de son expérience personnelle. Le salarié et l'agriculteur savent qu'en ce qui les concerne l'endettement est généralement synonyme de problèmes. Ils ne peuvent certainement pas continuer à augmenter indéfiniment le montant de leurs dettes. Ils peuvent être appelés à rembourser tout ou partie de ce qu'ils doivent et ils doivent être préparés à cette éventualité. Ils savent aussi que toute*

*augmentation de leurs dettes signifie inévitablement la déduction d'une tranche supplémentaire de leur revenu pour faire face aux paiements d'intérêts. Pas étonnant qu'ils considèrent la dette comme quelque chose à éviter et regardent avec inquiétude l'augmentation continue de la dette de toute la nation.*

*Peu de gens sont habitués à penser en termes d'économie dans son ensemble, et encore moins en termes d'économie en tant qu'organisme en expansion. On pouvait donc difficilement s'attendre à ce qu'ils réalisent que ce qui s'applique à la dette personnelle ne s'applique en rien aux entreprises et à la dette publique de toute la nation. La faute n'en incombe pas à eux, mais plutôt aux économistes et aux publicistes qui ont failli à leur responsabilité d'éduquer le public sur une question aussi importante.*

*Si nous considérons l'ensemble de la nation comme une entreprise en activité, nous voyons que ses dettes internes, commerciales et gouvernementales, ne sont qu'un autre aspect de ses actifs. La dette au sens large est l'avvers de l'investissement. Ce fait, tenu pour acquis dans la comptabilité d'entreprise, est totalement ignoré dans notre méthode actuelle de budgétisation fédérale. Une économie en expansion non seulement peut mais doit augmenter continuellement le volume total de la dette en cours. Les dettes à long terme des entreprises et des organismes gouvernementaux aux États-Unis sont passées de 38 milliards de dollars en 1913-14 à 126 milliards de dollars en 1929. De 1921 à 1929, l'augmentation est passée de 75 milliards de dollars à 126 milliards de dollars.*

*Cette croissance de la dette était un accompagnement inévitable du volume important d'investissements des entreprises et des investissements publics qui caractérisait cette période. Dans la période de reprise depuis 1932, l'attention s'est concentrée sur l'augmentation de la dette du gouvernement fédéral. À des fins de comparaison avec les années précédentes, cependant, il est nécessaire d'examiner l'ensemble de la dette du pays. Les gouvernements des États et locaux, les services publics, les chemins de fer et d'autres sociétés commerciales devraient être inclus avec le gouvernement fédéral.*

*De 1932 à 1937, alors que la dette fédérale augmentait de 15,5 milliards de dollars, l'État et les gouvernements locaux réduisaient légèrement leur dette et l'augmentation nette de la dette totale des entreprises ne dépassait probablement pas 1 milliard de dollars. En prenant 16 milliards de dollars comme estimation approximative de l'augmentation de la dette de 1932 à 1937, nous obtenons une augmentation annuelle moyenne de 3,2 milliards de dollars. Cela doit être comparé à l'augmentation annuelle moyenne de plus de 6 milliards de dollars au*

*cours de la décennie prospère des années vingt. De toute évidence, la dette totale, qu'elle soit des entreprises et des administrations publiques, n'a pas augmenté d'un montant excessif depuis 1932, si l'on prend comme base de comparaison l'expérience des années précédentes.*

*Les débiteurs individuels ont, bien sûr, des ennuis en empruntant de manière imprévoyante. Mais pour l'économie dans son ensemble, les problèmes ne surviennent que lorsque la nation faiblit au cours de son expansion économique. Ce n'est qu'en période de crise et de dépression qu'il y a une remise en question générale de la solvabilité des débiteurs. L'expansion de la dette à un taux suffisant pour absorber l'épargne de la nation est à la fois saine et nécessaire. Ce taux ne pouvait être excessif que dans le sens où le taux d'épargne lui-même était excessif. Ainsi, ce qui devrait nous inquiéter, ce n'est pas l'augmentation de la dette, mais l'augmentation de l'épargne au-delà du montant qui peut être absorbé par l'investissement.*

*Il est ridicule de soutenir que la dette en général doit être remboursée. La simple tentative de rembourser les dettes tout autour impliquerait une liquidation des actifs qui entraînerait une paralysie économique complète.*

*On peut tout de même objecter qu'il est inapproprié de mettre la dette publique dans le même sac que la dette des entreprises. La différence supposée entre les deux repose sur les particularités suivantes attribuées à la dette publique »*

À la lecture de ce long extrait, nous mesurons combien nos débats actuels apparaissent convenus, vieillots. En 1938, ces économistes, dans une démonstration magistrale, indiquaient qu'on ne pouvait pas confondre un État et des particuliers et que la dépense publique était nécessaire au-delà même du temps de crise.

À ces premiers éléments s'ajoute le fait qu'il n'existe pas de consensus entre économistes sur un niveau de dette rapporté au PIB acceptable. Le débat entre Reinhart et Rogoff<sup>2</sup> d'un côté, et Krugman de l'autre, en atteste.

La thèse de Reinhart et Rogoff a été contestée méthodologiquement. Elle a fait aussi l'objet d'une remise en cause sur le sens de la corrélation qu'elle induisait :

---

<sup>2</sup> Dans leur article intitulé « *Growth in a Time of Debt* », les économistes Carmen Reinhart et Kenneth Rogoff estimaient en 2010 que des rapports de dette publique/PIB supérieurs à 90 % entraînaient une chute importante de la croissance. (NDLR)

ce n'est pas le surcroît de dette qui est à l'origine de la moindre croissance mais précisément l'inverse.

Les arguments sont connus, un État n'est pas un ménage, la dette est roulée et ne se rembourse pas et le legs aux générations futures d'une dette est un argument faible, l'austérité ne peut être expansive.

### *Le rapport de la dette et des générations entre elles.*

La dette n'est pas que négative, elle laisse des actifs. Le discours inspiré par les vieilles peurs oublie le fait essentiel : en contrepartie de chaque dette contractée, une créance de montant strictement égal est nécessairement émise. Dans le cas de la dette publique en France, la génération qui hérite de la dette hérite aussi de la créance, ce qui n'est pas le cas dans les familles qui dépensent trop. La génération future n'est donc ni appauvrie ni enrichie par une simple dette publique.

Il ne s'agit donc en aucun cas d'un conflit générationnel, mais bien plus d'un conflit entre les possédants qui touchent des intérêts sur la dette publique et le reste de la population qui subit les coupes dans les dépenses publiques pour rembourser cette dette si on se place dans le cadre d'une politique austéritaie.

On comprend au regard des propos précédents que c'est la question de la capacité pour une collectivité politique de se figurer un avenir désirable qui se pose aussi avec la question de la dette.

Le premier discours contient un élément précieux qui à partir de données indiscutables nous invite à faire de la dépense publique une condition nécessaire mais pas suffisante de la croissance actuelle, et à faire face aux défis de demain, à savoir une transition écologique qui fait de la question des inégalités un élément central.

Le second discours est un discours de classe qui derrière des arguments controuvés et fallacieux conduit à agir sur le conflit de répartition et veut au fond remarchandiser des parts entières de notre économie mixte.

## *La dette et l'avenir*

Pour dessiner l'avenir, il faut revenir aux variables fondamentales de la dette : le revenu, le taux d'intérêt. C'est à leur lumière que l'on peut tenter de percevoir les évolutions à venir.

Le revenu est issu de la production. Lorsque la production augmente, le revenu augmente. Cela ne signifie pas qu'il soit bien réparti. Mais la masse des revenus croît. Tout simplement parce qu'une fois une production réalisée, l'ensemble des agents qui a participé à cette production doit être rémunéré. L'augmentation de la production, autrement dit, la croissance, est donc la base de la création du revenu. Mais cet énoncé simple se double d'une contrainte, celle que la nature désormais impose plus que jamais. Autrement comment faire croître le revenu, tout en sachant que la contrainte écologique devient plus pesante ?

Plusieurs conditions nous semblent requises pour relancer la production et donc le revenu.

Il me semble nécessaire de s'entendre sur le fait que dans le trilemme auquel nos sociétés sont confrontées, à savoir maintien de l'équilibre budgétaire, la préservation de l'État social et la réalisation des investissements d'avenir, l'obsession budgétaire doit apparaître seconde. La « gouvernance par les nombres » dont le résultat global pour la société et sa cohésion fut désastreux sur quatre décennies doit être abandonnée. Cela ne signifie pas l'inconséquence budgétaire mais le constat qu'il n'est pas possible d'être gouverné par les objectifs intermédiaires des politiques budgétaires, à savoir le contrôle de la dette publique, et l'obsession de l'équilibre budgétaire.

Cette politique fut d'autant plus paradoxale qu'elle s'est accompagnée d'une érosion de la base fiscale de l'État en raison d'une concurrence fiscale et sociale redoutable à l'échelle de l'Union européenne et mondiale, sans compter les différentes exonérations de cotisations sociales et autres crédits d'impôts dont les effets ont été des plus discutables.

Pour créer du revenu, le premier chantier est donc celui d'une réindustrialisation nécessaire. La désindustrialisation entamée à grandes enjambées au cours des années 1980 et suivantes est allée de pair avec la financiarisation des économies, l'obsession de la dépense publique. Les deux phénomènes ont progressé de pair (la dette publique a progressé avec la

désindustrialisation et réciproquement). Aujourd'hui, la part de l'industrie ne représente plus que 11 % du PIB.

La réindustrialisation, dont les possibilités et conditions ont été étudiées par le rapport Gallois (*Pacte pour la compétitivité et l'industrie française*, 2012) et de nombreux travaux, notamment ceux Anaïs Voy-Gillis, ne paraît pas une folle chimère. Sans entrer dans les détails, au-delà de questions de techniques, d'investissement, de nos spécialisations, le cadre va rendre sa réalisation pour le moins difficile.

Le cadre européen tel qu'il existe ou tel qu'il est amendé ne s'éloigne pas de ses travers d'origine, inégalitaire, déflationniste et insuffisant pour une croissance égalitaire.

Certains se réjouissent des initiatives européennes, du plan de relance ou encore des initiatives de notre commissaire français, Thierry Breton, en matière de semi-conducteurs. Mais l'Union européenne ne parvient pas à se penser en acteur stratégique et son cadre de référence reste la discipline de marché et la croyance dans les vertus du libre-échange qu'il suffirait de mâtinier de quelques critères écologiques et sociaux pour le rendre acceptable.

La transformation de la BCE en organe moins monétariste, achète du temps de stabilité financière, mais ne permet pas de combler l'hétérogénéité que génère la zone euro ni d'atténuer les effets de désindustrialisation du marché unique. Si l'euro a désormais trouvé de nouvelles raisons d'être maintenu, le poison agit toujours puisque cette monnaie dysfonctionne très largement par les effets qu'elle induit.

D'autre part le plan *Next Generation EU* est insuffisant, et vise à augmenter la croissance potentielle, concept fragile et discutable, il n'est pas un moyen d'assurer de la croissance et, pire, il est assorti de conditionnalités qui ont des effets déflationnistes. En effet, les États doivent engager des réformes supplémentaires en matière de protection sociale, ou du marché du travail. Pensons par exemple à la dernière réforme de l'assurance chômage française (décret du 26 juillet 2019) saluée par la Commission de Bruxelles alors que nous savons qu'elle va affaiblir les droits des chômeurs.

Dans les éléments qu'il est nécessaire de revoir pour affronter la question de la dette et celle des recettes, il s'agit moins de se lancer dans une course à la réduction budgétaire à marche forcée que de penser à reconstituer des recettes.

On pourrait s'étonner de ce propos au regard des prélèvements obligatoires, mais c'est la structure de la fiscalité qu'il convient d'observer avant toute chose.

S'il est un grand soir fiscal qui s'impose, c'est celui qui doit mettre fin à la révolution conservatrice entamée voilà quatre décennies. Dans ce sens, la contribution à l'effort national des plus hauts revenus, par l'abolition des dernières dispositions fiscales de Macron, semble un premier pas. La lutte contre l'évasion fiscale et, là encore, la révision du cadre européen paraît nécessaire tant il prend la direction d'une non-coopération.

On comprend alors pourquoi le premier discours, aussi séduisant soit-il, ne peut suffire. Oui la dette nous coûte moins cher, oui elle est nécessaire pour des investissements qui préparent l'avenir, mais pour rendre cet avenir possible, c'est le cadre macroéconomique global qui doit être revu aussi bien dans ses représentations que dans ses politiques économiques.

La fiscalité doit se faire dans le souci de justice sociale car si on se retrouve avec une croissance inégalitaire et peu soucieuse d'une véritable industrialisation, l'État, « voiture-balai » des conséquences désastreuses de sa politique économique, devra augmenter la dépense sociale.

La révision du cadre doit se penser au niveau national et européen, non parce qu'il nous est dit que l'Union européenne est la bonne échelle pour résoudre nos problèmes mais parce qu'elle est malheureusement l'échelle de nos problèmes. Elle est moins source de solutions que l'espace de dysfonctionnements inquiétants.

Quant à l'inflation, il ne faut pas en attendre une solution. Il est probable que celle à laquelle on assiste n'est que transitoire, sectorisée et non généralisée. La BCE, par sa politique, nourrit une spéculation et une envolée du prix de certains actifs financiers et immobiliers. Mais l'inflation généralisée ne semble pas au programme tant le capitalisme à basse pression salariale de l'Union semble se poursuivre.

D'autre part, l'inflation sans l'indexation salaire-prix serait un coup violent en termes de pouvoir d'achat pour le plus grand nombre, ce qui est déjà le cas lorsque l'on regarde la montée des dépenses pré-engagées (logement, énergie, transport) ou encore l'envolée des prix alimentaires.

Les taux d'intérêt viendraient-ils à augmenter ? La normalisation monétaire prévue pour l'année 2022 est-elle à redouter ? Il me semble que ces craintes sont excessives. La Banque centrale européenne joue son existence dans l'affaire des



dettes publiques. Elle a rapatrié dans ses livres presque la moitié des dettes européennes, elle ne peut s'autoriser à faire naître une nouvelle crise qui emporterait la zone euro. C'est pourquoi les États vont conserver ce pare-feu.

Mais encore une fois la nouvelle n'est pas si bonne, non parce que les montants de dette vont devenir intenable mais parce que les dispositifs de politique économique actuels favorisent le créancier au détriment du débiteur, parce que les réformes structurelles mettent à mal les plus vulnérables. La politique de la BCE a des biais inégalitaires profonds en valorisant les actifs financiers et immobiliers des plus aisés, déjà largement favorisés par des dispositifs fiscaux très favorables au niveau national. Sans compter que les réformes de structures affectant protection sociale et marché du travail réduisent la part socialisée de l'économie ou encore les droits de certains chômeurs.

On le voit bien nous ne sortirons pas de la question de la dette si nous n'abordons pas de front l'ensemble de ces questions. La question de la dette est avant tout politique tant elle travaille négativement la démocratie et la confisque (pour reprendre une idée chère à Benjamin Lemoine).

Et, *last but not least*, l'autre levier concernant la dette est celui de la nature de son financement. Depuis les années 1980 s'est installée l'idée qu'il n'y avait pas d'autre voie que celle d'un financement marchéisé, l'État ayant démantelé le circuit du Trésor lui permettant de répondre à ses besoins de financement en dehors des marchés. Aujourd'hui il est nécessaire de réfléchir à la possible réactivation de systèmes similaires.

### *Conclusion*

La question de la dette est donc une question ancienne et a été au cœur d'un terrible conservatisme budgétaire dont le prix payé dans l'histoire fut élevé, en termes d'activité économique comme en termes de paix et de cohésion sociale. Ce conservatisme budgétaire ne meurt pas et réapparaît régulièrement. Il est porté par des intérêts divers et une logique de classe. Tant la question de la dette croise celle de la répartition.

Mais il n'est pas possible de lui répondre uniquement par un contre discours technique, aussi juste soit-il. Ce contre discours est aussi politique et nous oblige à porter l'argument jusqu'au bout, c'est-à-dire jusqu'à la remise en question

définitive du cadre économique dans lequel se joue la question de la dette publique.

C'est ce cadre financiarisé, de libre circulation des capitaux, obsédé par la compétitivité, englué dans une monnaie unique et un marché unique qui est un frein pour l'avenir.

Je vous remercie.

MARIE-FRANÇOISE BECHTEL
-------------------------

Merci beaucoup.

J'ai été frappée par votre manière extrêmement intéressante de convoquer des moments précis de l'histoire pour nous montrer l'éternel retour du même à travers le discours austéritaire. En même temps, vous nous avez dit que ce même revient mais dans un cadre différent. Un cadre encore plus défavorable, si j'ai bien compris, puisque vous avez consacré une partie de la fin de votre exposé à analyser les raisons pour lesquelles le cadre européen rend plus difficile encore une politique différente de celle qui est portée par la logique austéritaire.

Toutefois, tout en disant les difficultés d'augmenter le revenu, notamment en raison de la désindustrialisation du pays et du cadre fédéralisant européen, vous avez offert une porte de sortie avec le thème – qui m'est personnellement cher – de la mobilisation de l'épargne au profit des investissements futurs et peut-être de la réduction de la dette.

Ce thème m'offre la transition avec notre autre intervenant.

Il y a quelques années, lorsque, députée, j'étais obsédée par l'idée de rédiger un amendement qui permettrait de mobiliser la considérable épargne française – 15 % du revenu national, deuxième épargne privée au monde après le Japon – pour tenter d'éponger la dette en repassant par des bons du Trésor et l'ensemble des mécanismes qui m'avaient semblé avoir été abandonnés à l'époque de Pompidou, j'avais fait appel à vous, Thomas Lambert. Vous m'aviez d'abord expliqué que ce n'était pas tout à fait à l'époque de Pompidou que l'on avait mis fin à cet excellent système dans lequel les bons du Trésor tirés sur l'épargne des Français venaient financer l'économie française. Ce n'était pas la peine,

ajoutiez-vous, de passer par la loi pour obtenir que la considérable épargne française vienne se mobiliser au service de la dette ou pour les investissements : il suffit que le ministre chargé de l'Économie et des Finances convoque les présidents des banques, fussent-elles privatisées, et leur dise : « Messieurs, j'attends de vous que vous refassiez des obligations d'État ». Je cite vos propos qui m'avaient beaucoup frappée : « Ce ne peut être qu'une question de pratique, ce n'est pas une question législative. » Je vous avais cru, je n'avais pas déposé mon amendement.

Ensuite on a vu venir le contrat d'assurance-vie, le contrat euro dont on dit que maintenant il est moins rémunérateur.

La porte qu'a ouverte Frédéric Farah vers la mobilisation de la considérable épargne française au service d'une relative ou grande résorption de la dette m'a rappelé cette remarque que vous aviez faite.

Très au fait d'un certain nombre d'instruments, de possibilités, de capacités, ajoutés à votre propre analyse, vous allez nous donner votre propre point de vue, fût-ce en interpellant certains points qu'a soulevés Frédéric Farah puisque c'est ici la règle du jeu.

THOMAS LAMBERT
----------------

### *Considérations sur la dette publique française*

Merci beaucoup de m'avoir invité.

C'est un grand honneur de parler à la Fondation Res Publica dont je suis les travaux depuis très longtemps, en particulier sur les questions européennes.

C'est un très grand honneur de parler devant M. Chevènement. Je n'appartiens plus à la haute fonction publique mais j'en ai gardé l'éthos. Pour ma génération de hauts fonctionnaires vous avez été un cap. Vous l'êtes encore pour nombre de jeunes qui s'engagent dans le service public.

Je précise que mes propos n'engagent pas Lazard Frères, mon employeur.

Mon emploi actuel et mes activités passées à la Direction générale du Trésor de Bercy, où j'ai aussi beaucoup aimé travailler, m'ont « condamné » à être, depuis quasiment vingt ans, au contact de la question de l'euro et de la question de la dette.

La question de l'euro m'a particulièrement mobilisé au Trésor où je suis rentré il y a vingt ans, quelques semaines après l'introduction de la monnaie unique, en sortant de l'ENA, dirigée à l'époque par Marie-Françoise Bechtel. L'euro a été un fil rouge de toute ma carrière au sein de l'administration. J'ai été conseiller du ministre aux Affaires européennes pendant la crise de Lehman Brothers, déjà sous présidence française de l'Union européenne, avec Jean-Pierre Jouve puis Bruno Le Maire, il y a treize ou quatorze ans. J'ai vu dans mes fonctions la spectaculaire explosion de la zone euro. Je n'imaginai pas, il y a vingt ans, que le système bancaire européen et international pouvait exploser. Mais la crise des dettes souveraines a montré que la zone euro pouvait être toute proche d'exploser, comme on l'a vu en 2012.

La question de la dette m'a hanté dans la décennie suivante quand je suis entré dans une équipe très spécifique de la banque Lazard Frères, logée en France mais qui a une activité internationale en tant que *leader* mondial de la restructuration des dettes souveraines. J'ai beaucoup travaillé en Grèce où l'équipe de Lazard était chargée, en 2012, de la restructuration souveraine de la dette grecque, la plus grosse restructuration de dette souveraine de l'histoire (206 milliards d'euros). J'ai travaillé aussi avec le gouvernement grec, en 2015, au moment où la situation était extrêmement tendue. J'ai vu de tout près la dynamique européenne et l'implication de la BCE sur les questions de la dette.

Mon métier m'amène plutôt, depuis dix ans, matin midi et soir, à restructurer les dettes dans les pays émergents et les pays pauvres. Cette conférence me donne l'occasion de m'intéresser, avec le regard d'un spécialiste des crises de dette, à la France dont, *a priori*, la dette ne sera jamais restructurée.

La France présente-t-elle les stigmates ou les signes avant-coureurs d'une crise ? J'ai évidemment un point de vue de praticien, mais fondamentalement je ne vais pas vous dire des choses très différentes de ce que Frédéric Farah a exposé.

Après vous avoir donné un certain nombre de points de vue, je rentrerai un peu plus dans le détail du constat, des crises, des risques de crise, de l'évaluation de l'éventuelle gravité de cette question de la dette.

Faut-il s'inquiéter et, surtout, quelles sont les perspectives pour les mois et les années qui viennent ?

Cette conférence est extrêmement « *timely* », comme disent les Américains. C'est hier que les *Bunds* (instrument de dette souveraine allemande) sont repassés

à zéro alors qu'ils étaient en taux négatif depuis des années. Donc, les taux négatifs, c'est terminé, y compris pour les Allemands. La très forte remontée des taux actuels a fait la Une des *Échos* ce matin. 100 points de base (=1 %), ce n'est pas un choc considérable mais on est en train de vivre un début de remontée des taux d'intérêt qui, évidemment, fait craindre des conséquences déficitaires pour la France dont la dette publique, au sens de Maastricht, atteint 2834 milliards d'euros, un niveau historiquement très élevé.

#### La dette de Maastricht des APU en fin de trimestre et sa répartition par sous-secteur et par instrument

(en milliards d'euros)

	2020T3	2020T4	2021T1	2021T2	2021T3
<b>Ensemble des adm. publiques</b>	<b>2670,0</b>	<b>2649,3</b>	<b>2738,3</b>	<b>2762,0</b>	<b>2834,3</b>
en point de PIB (*)	115,4%	115,0%	118,1%	114,8%	116,3%
dont, par sous-secteur, consolidée (*):					
État	2102,7	2084,8	2146,1	2166,1	2231,5
Organismes divers d'adm. centrale	63,6	63,6	64,2	61,5	66,4
Administrations publiques locales	216,6	229,8	230,7	233,3	236,3
Administrations de sécurité sociale	287,1	271,1	297,3	301,1	300,1
dont, par instrument :					
Dépôts	45,4	45,9	44,5	43,7	46,0
Titres négociables	2343,1	2320,4	2412,1	2439,4	2509,4
court terme	285,9	261,7	273,2	270,4	267,8
long terme	2057,3	2058,7	2138,9	2169,1	2241,6
Crédits	281,5	282,9	281,8	278,9	278,9
court terme	9,9	11,9	13,8	12,1	12,4
long terme	271,6	271,1	268,0	266,8	266,5

(\*) voir précisions dans l'encadré « Pour en savoir plus »

Source : Comptes nationaux base 2014 – Insee, DGFIP, Banque de France

La dette française additionne la dette de l'État (plus de 2200 milliards), la dette des collectivités territoriales (régions, départements, communes : 236 milliards) et celle des administrations de sécurité sociale (environ 300 milliards). Comme l'a rappelé Frédéric Farah, le débat sur la dépense publique se focalise sur les dépenses sociales qui représentent une part très considérable du stock de dépenses (57 % du PIB). Mais les administrations de sécurité sociale ne sont pas la source principale de la dette. Même s'il y a des déficits sociaux, le poids de la dette est transféré sur l'État qui a le pouvoir fiscal principal.

D'autre part, les financiers ayant souvent « le nez dans le guidon », il est très important d'avoir un recul historique.

Graphique 6 : Évolution du niveau de dette sur PIB depuis 1950 (en points de PIB)



Source : CAFPP ; données Insee et du 4<sup>ème</sup> projet de loi de finances rectificative 2020.

À la fin des Trente Glorieuses le taux d'endettement était quasiment nul en raison de l'inflation. Et, avant la crise d'inflation, sous le général De Gaulle, il y avait des excédents budgétaires, donc ni déficits publics ni dette. Tout change dans les années 1970. La dette française commence sa trajectoire ascendante à la fin des Trente Glorieuses avec une croissance plus faible et des déficits plus élevés, ce qui cadre avec la remarque de Frédéric Farah. Si la croissance baisse il est beaucoup plus difficile de ne pas avoir ce ratio de dettes qui augmente. On dit peu, dans le débat public, que si on observe une hausse sur une très longue période, celle-ci n'est pas continue. Quelques périodes connaissent un accroissement absolument considérable du ratio de dettes qui tend à se stabiliser en d'autres périodes. Mais il ne baisse jamais.

À la fin du tournant de la rigueur, il n'y a pas vraiment d'augmentation de la dette mais encore beaucoup d'inflation. Le premier gros choc c'est 1992-1995, avec la récession de 1993, très liée à la réunification allemande et au refus de la France de dévaluer le franc face au mark. La dette a beaucoup monté parce que les taux d'intérêt réels étaient très élevés et la croissance négative en 1993. La dette passe d'un coup de 40 % à 60 % du PIB. En 2005, sous le Premier ministre Villepin, au moment du premier rapport sur la dette, on est à 60 % du PIB, c'est-

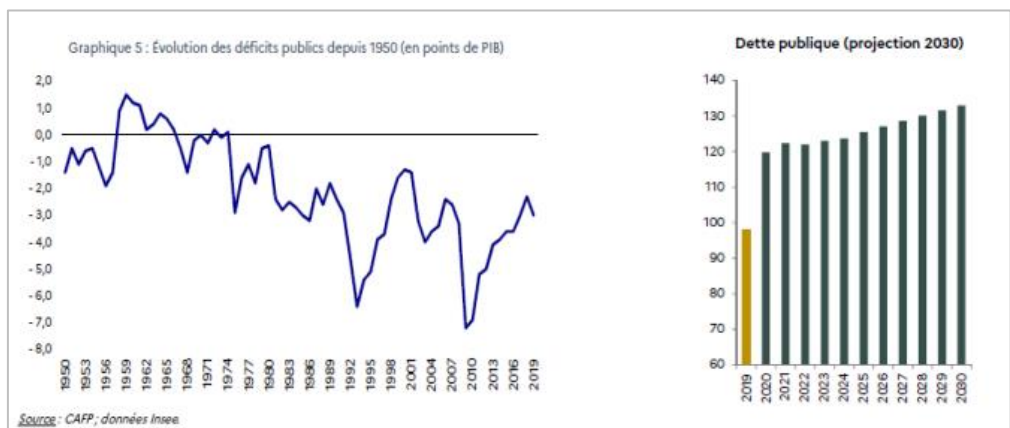
à-dire à peu près au ratio de Maastricht. Et déjà le rapport public d'une commission présidée par l'actuel commissaire français, Thierry Breton, parle d'une dette catastrophique, du plus mauvais augure. Mais on constate sur cette période une relative stabilisation.

Le deuxième énorme choc est la crise Lehman Brothers, la très grosse récession de 2009, que l'on pensait historique à l'époque, suivie par cette période d'austérité rampante en Europe où la croissance est quasiment nulle pendant plusieurs années en France. Ce qui fait que, même si on réduit progressivement le déficit le ratio de dette monte mécaniquement.

En fin de période, jusqu'à 2019, on observe une nouvelle stabilisation de la dette, juste en dessous de 100 % du PIB. Avec le choc du Covid, une récession absolument cataclysmique, en tous cas en termes numériques, fait monter le ratio de dette très haut. L'enjeu est de savoir si ce pic va, comme dans les 40 ou 50 années précédentes, être suivi d'une baisse. On a beaucoup de mal en France à baisser le ratio de dette. Au mieux les gouvernements successifs ont réussi à stabiliser le ratio de dette mais jamais à le faire baisser significativement.

On peut craindre un accroissement continu de l'endettement dans un scénario « au fil de l'eau ».

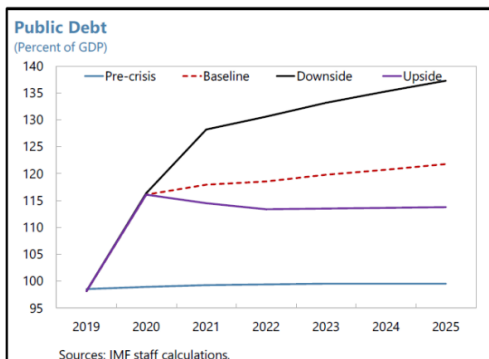
Le nouveau rapport sur la dette (*Nos finances publiques post Covid 19 : pour de nouvelles règles du jeu*, Commission pour l'avenir des finances publiques, mars 2021) rendu au Premier ministre sonne l'alerte parce que la France est en déficit permanent depuis 1974.



Un scénario prévoit pour 2030 une dette publique autour de 130 % du PIB avec l'hypothèse – que je trouve assez forte – d'une augmentation des taux d'intérêt d'environ 3 % en 2027. En taux apparent de la dette on est aujourd'hui à 1 %. Ce matin, une OAT (Obligation Assimilable du Trésor) a été émise pour 10 milliards, encore à 0 %, à échéance 2027. On arrive encore – plus pour très longtemps – à sortir à zéro mais on est quand même très loin de 3 %.

Selon une simulation, un choc permanent de 1 point de taux d'intérêt supplémentaire sur la charge d'intérêts de la dette porterait à 30 milliards les dépenses budgétaires supplémentaires sur dix ans. Le total des dépenses du budget 2022 est 455 milliards. Aujourd'hui la charge d'intérêts budgétée pour 2022 atteint 38 milliards. On a donc presque un doublement du poids de la dette avec seulement 1 point d'intérêts, ce qui est assez alarmiste.

Les rapports annuels du Fonds Monétaire International sur la France sont peu lus.



	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
<b>Pre-Covid Projections</b>							
Revenue	52.5	52.2	51.9	51.6	51.5	51.4	51.4
Expenditure	55.7	54.6	54.3	54.1	54.0	54.0	54.1
Primary fiscal balance	-1.8	-1.1	-1.3	-1.4	-1.5	-1.6	-1.6
Overall fiscal balance	-3.2	-2.4	-2.4	-2.5	-2.5	-2.6	-2.7
Public debt	98.5	99.0	99.3	99.4	99.6	99.5	99.6
Real GDP (percent change)	1.2	1.1	1.3	1.4	1.4	1.4	1.4
<b>Current Projections</b>							
Revenue	52.6	52.6	52.7	52.2	51.6	51.5	51.4
Expenditure	55.6	63.7	59.9	57.7	56.2	55.9	55.8
Primary fiscal balance	-1.6	-9.8	-6.0	-4.5	-3.8	-3.5	-3.4
Overall fiscal balance	-3.0	-11.0	-7.2	-5.4	-4.7	-4.4	-4.4
Public debt	98.1	116.1	117.9	118.6	119.8	120.7	121.8
Real GDP (percent change)	1.5	-9.2	5.4	3.7	2.2	1.8	1.4

Sources: IMF staff estimates.

Or le scénario central du FMI (le *Baseline*, courbe en pointillés rouges) est plutôt sur une stabilisation de la dette à échéance 2025. Son hypothèse sur les taux d'intérêt est quand même beaucoup moins pessimiste. Selon le FMI le taux moyen de la dette française va rester autour de 1 %, y compris à l'échéance 2025. Toutefois, si la croissance est plus faible que prévu et des taux plus forts on peut très bien se retrouver sur la trajectoire noire qui culmine au-delà de 135 % du PIB à l'échelle 2025.



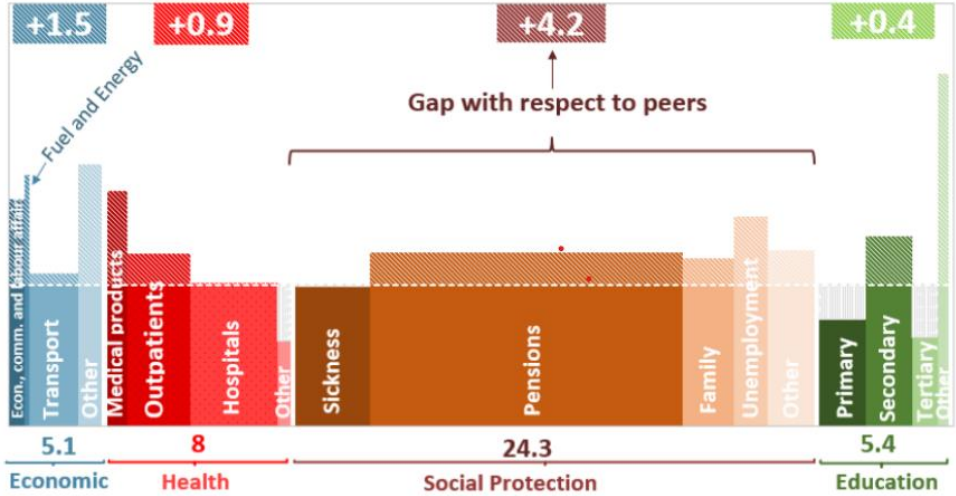
Le journal Les Échos daté des 14 et 15 janvier 2022 publie un article tiré d'une note de l'Institut Montaigne qui fait un certain nombre de simulations sur les 3 % de déficit annoncés pour 2027 selon la trajectoire prévue par le gouvernement français. Nous ne serons donc pas « dans les clous » européens avant 2027. Selon les simulations de l'Institut Montaigne, nos dépenses sociales, notamment les dépenses de santé et les dépenses de retraites ont, du fait du vieillissement de la population, une dynamique naturelle extrêmement forte qui fait que, rien que pour atteindre cet objectif du gouvernement, il faudrait faire une réduction tendancielle des dépenses de 70 milliards d'euros, une marche d'escalier qu'aucun gouvernement n'a jamais réussi à franchir. Selon cet article si on parle beaucoup de dépenses nouvelles dans la perspective de l'élection présidentielle, le prochain président aura devant lui un sujet assez épais de finances publiques et la période de déficits sans limites est terminée

Le prochain quinquennat sera-t-il dominé par la question des déficits ?

Le FMI et l'Union européenne attendent de la France un effort sur la dépense, ce qui confirme l'intuition de Frédéric Farah. Toutefois, le discours européen, celui du Fonds monétaire, est quand même un peu moins austéritaire que dans les années 2008-2009 puisqu'il précise que les mesures de maîtrise du déficit ne devront venir que lorsque la croissance sera solidement rétablie, donc que la pandémie sera derrière nous.

Le problème de la France est qu'elle a des dépenses publiques bien supérieures en points de PIB à celles de ses partenaires européens, notamment en matière sociale, comme le montre le graphique ci-dessous, très souvent montré dans les débats d'experts. Il identifie le surplus par rapport à la moyenne des pairs, très largement causé par un écart de plus de 4 points de PIB dans les dépenses sociales, notamment les systèmes de retraite. Il faudra donc s'attaquer à une réforme des retraites et à une réforme de l'assurance chômage pour espérer maîtriser les comptes publics.

**Figure A1. Benchmarking Spending in France Relative to Peers (Percent of GDP)**



Sources: Eurostat and IMF Staff calculations

Note: The width of each band is proportional to average spending in peers. The volume of the band (including the striped area) is proportional to spending in France, and the striped area above the dashed line is proportional to the gap between France and peers. A band below the dashed line means that France spends less than peers. For each function of government, the number below the bars represents total spending in France (5.1 percent of GDP for Economic Affairs) and the number above the bars represent the gap vis-à-vis peers (1.5 percent of GDP for Economic Affairs).

Les besoins de refinancement publics annuels ont atteint des sommets.

Un autre point de ce discours alarmiste, jamais discuté, me semble très intéressant. Il est tiré du rapport du FMI intitulé *Debt Sustainability Analysis* (l'analyse de la soutenabilité de la dette).

**Heat Map**

Debt level <sup>1/</sup>	Real GDP Growth Shock	Primary Balance Shock	Real Interest Rate Shock	Exchange Rate Shock	Contingent Liability shock
Gross financing needs <sup>2/</sup>	Real GDP Growth Shock	Primary Balance Shock	Real Interest Rate Shock	Exchange Rate Shock	Contingent Liability Shock
Debt profile <sup>3/</sup>	Market Perception	External Financing Requirements	Change in the Share of Short-Term Debt	Public Debt Held by Non-Residents	Foreign Currency Debt

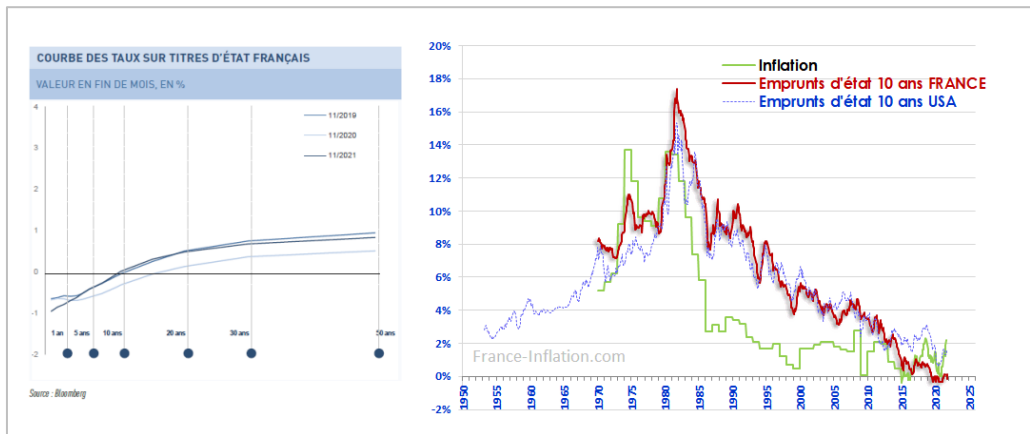
La *Heat Map* indique le degré de danger par des couleurs. Plus c'est rouge, plus il y a de risque. Pour la France, seules la perception de marché et les évolutions de court terme sont en vert. Tout le reste est rouge.

	Debt, Economic and Market Indicators <sup>1/</sup>										As of December 04, 2020		
	Actual			Projections									
	2009-2017 <sup>2/</sup>	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	Sovereign Spreads			
Nominal gross public debt	91.9	98.1	98.1	116.1	117.9	118.6	119.8	120.7	121.8	EMBIG (bp) <sup>3/</sup>		27	
Public gross financing needs	21.1	16.2	15.9	26.5	27.0	28.2	28.1	26.3	26.2	5Y CDS (bp)		17	
Real GDP growth (in percent)	0.8	1.8	1.5	-9.2	5.4	3.7	2.2	1.8	1.4	Ratings	Foreign	Local	
Inflation (GDP deflator, in percent)	0.8	1.0	1.2	2.3	0.3	1.0	1.2	1.5	1.6	Moody's	Aa1	Aa1	
Nominal GDP growth (in percent)	1.6	2.8	2.8	-7.2	5.7	4.8	3.4	3.3	3.1	S&Ps	AA	AA	
Effective interest rate (in percent) <sup>4/</sup>	2.7	1.8	1.5	1.2	1.2	0.9	0.9	0.9	1.0	Fitch	AA+	AA+	

Comme l'a dit Frédéric Farah, l'agence France Trésor a un problème de financement de 260 milliards d'euros pour 2022, c'est-à-dire qu'il faut emprunter 260 milliards (10 % du PIB), uniquement pour la dette de marché. Mais le besoin de financement global du secteur public français atteint pour 2022 28 % du PIB, soit 700 milliards d'euros. En effet, on oublie que la dette publique inclut, outre l'État et les collectivités, toute la sphère publique française dont un certain nombre d'entreprises publiques qui dépendent fortement de l'État, sans parler des besoins de financement d'EDF, d'entreprises qui sont quasiment systémiques pour la France. Et ce chiffre-là place la France bien au-dessus des autres en termes de besoins de financement des États. Le seul pays qui ait un ratio proche de notre point de PIB de besoin de financement est l'Italie (31 % du PIB). L'Allemagne, dont le PIB est un tiers plus gros que le nôtre en appelle au marché global pour le secteur public de 400 milliards d'euros (12 % du PIB), contre 700 milliards d'euros pour la France.

Notre masse d'emprunts publics au sens large, très importante, pose une question d'accès au marché.

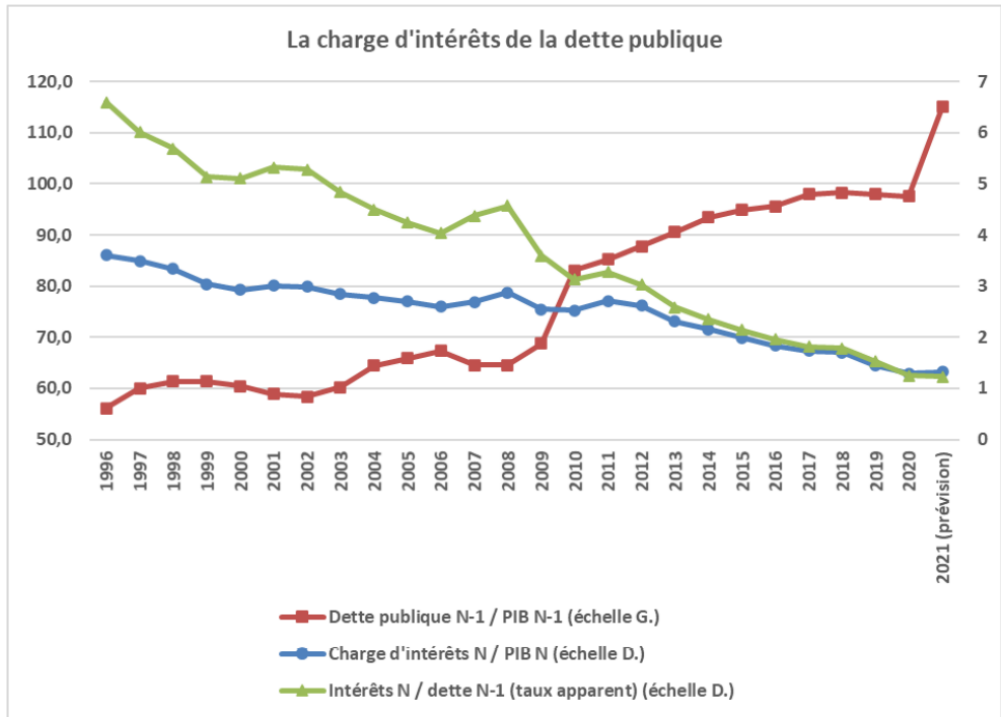
Mais la France trouve cet argent sans aucun problème et le coût de la dette n'a jamais été aussi faible



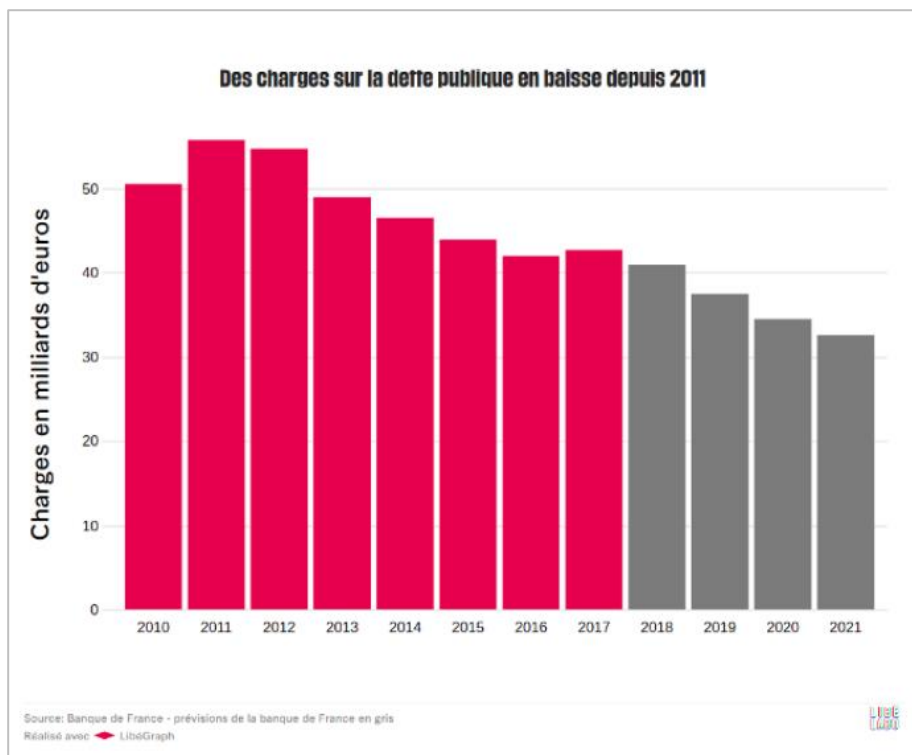
Depuis 1984, les taux d'intérêt sur la dette française n'ont cessé de baisser, pour être proches de zéro aujourd'hui. C'est un phénomène européen et international. Depuis les années 1980, le monde entier et les économies occidentales fonctionnent sur des dynamiques extrêmement déflationnistes en raison du vieillissement de la population, d'un excès d'épargne considérable et d'une mondialisation qui a fait baisser énormément les pressions salariales. Dans ce système économique extrêmement déflationniste, les taux d'intérêt n'ont cessé de baisser parce que la demande de fonds est inférieure à l'offre. La finance étant globalisée ce phénomène concerne tout le monde.

On parle depuis quelques semaines de risque de remontée des taux d'intérêt (une remontée de 100 points de base qui commence à m'inquiéter un peu). Toutefois ces forces déflationnistes absolument gigantesques qui ont conduit à la baisse des taux d'intérêt ne vont probablement pas disparaître du jour au lendemain. Cela explique que la courbe française des taux est aujourd'hui encore à un niveau historiquement bas. Au mois de novembre, l'État français empruntait à taux négatif jusqu'à un peu moins de 10 ans et à peu près à 0 % à 10 ans et, comme je vous le disais, on a émis à 0 % ce matin. Certes, les dernières semaines ont vu les taux remonter un peu mais les marchés ne sont pas forcément très linéaires. Il y a des périodes où, très rapidement, ils se réajustent mais cela ne veut pas dire que les taux vont continuer à monter très longtemps. Beaucoup d'analystes, y compris les agences de notation, pensent donc que le ratio de dette sur le PIB n'est plus le bon critère, en tout cas pour les pays développés.

Le poids des intérêts de la dette dans le budget a baissé.



En dépit de la hausse de la dette publique le poids des intérêts dans le PIB et le taux apparent d'intérêt sur la dette n'ont cessé de baisser et sont aujourd'hui à un niveau historiquement bas.



Comparée au point haut (56 milliards d'euros) la charge de la dette est aujourd'hui un peu au-dessus de 30 milliards, soit une économie de 20 milliards d'euros alors que la dette a monté. De quoi satisfaire le ministre des Finances. Les agences de notation regardent le ratio entre la charge d'intérêts en milliards d'euros rapportée aux revenus fiscaux générés par les administrations. Or en 2022 ce taux sera de 2,3 %, un niveau historiquement bas (3,7 % en 2015). La charge d'intérêts dans le budget (38 milliards d'euros) représente 7,7 % des dépenses totales du budget général (495 milliards d'euros) et 12 % des recettes fiscales. Cela veut dire que 88 % des recettes fiscales de la France ne sont pas utilisées pour payer la dette mais pour toutes les autres dépenses.

Dans des pays émergents où je travaille les ratios d'intérêt payés sur la dette peuvent dépasser 60 %. Au Liban, par exemple, un pays qui a fait défaut l'année dernière, c'était plus de 60 % du budget qui partaient dans les intérêts de la dette, ce qui est évidemment une situation absolument intenable.

Tout cela se traduit par un *rating* extrêmement favorable pour la France. Au début de l'année 2012, avant l'élection présidentielle, la dégradation de la France du 'AAA' par Standard & Poor's, la meilleure note possible, avait fait les grands titres à la télévision et ce « drame national » avait été imputé au président-candidat Sarkozy. La France a la note 'AA', deux crans au-dessous d'il y a dix ans et il ne s'est rien passé de négatif.

Les agences de notation ont des méthodologies extrêmement claires, sérieuses, bâties sur des années d'observation, pour essayer de prédire les problèmes.

Elles retiennent un certain nombre de points forts de la France :

D'abord son niveau très élevé de PIB par habitant. La France est un des pays les plus riches du monde. Son patrimoine national, public et surtout privé, est extrêmement important.

Ensuite sa grande solidité institutionnelle. La V<sup>ème</sup> République reste un système de gouvernement très stable. La capacité à lever l'impôt est également très forte en France, ce qui est un très gros « plus ».

Est citée aussi la stabilité monétaire apportée par l'euro (monnaie de réserve internationale).

Le choc du Covid sur les finances publiques est temporaire et devrait se corriger assez vite avec la forte croissance que nous connaissons en ce moment.

Enfin, la force des grands groupes français et leurs avoirs extérieurs qui contribuent aussi à la balance des paiements de la France, constituent un élément important.

Il y a bien sûr des points faibles :

La position extérieure nette de la France est négative (30 % PIB), ce qui fait que nous dépendons de l'étranger pour financer notre dette. La dette publique est élevée et croissante, d'où les niveaux de prélèvements très élevés qui ne donnent que de faibles marges pour augmenter les recettes fiscales.

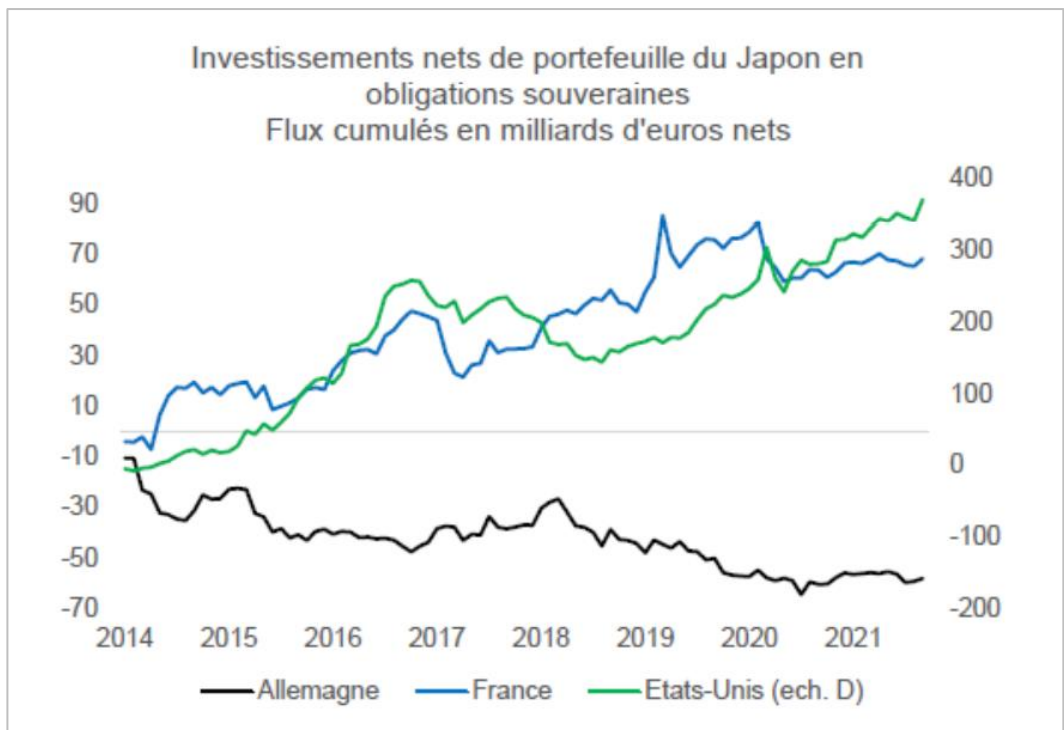
Tout cela nous place deux crans en-dessous de la meilleure note possible, ce qui est cohérent avec les niveaux de taux d'intérêt.

La dette française bénéficie d'une demande internationale forte.

Le niveau de taux d'intérêt reflète la confiance des investisseurs dans la solidité de la signature française mais il dépend aussi d'éléments très techniques. La dette française bénéficie d'une sorte de rente de situation sur les marchés parce que les pays européens mieux notés que nous, l'Allemagne, l'Autriche, les Pays-Bas, la Finlande, n'émettent pas beaucoup de dette et n'aiment pas le déficit. Il est

difficile pour les investisseurs de trouver des titres de la dette allemande sur les marchés car le stock de dette allemande est plus faible que le nôtre. La détention de bons du Trésor allemands par les Japonais a baissé depuis 2014 et les achats de dette française par les Japonais augmentent au même rythme que les achats de bons du Trésor américains. Par conséquent, une banque centrale, de Russie, d'Arabie saoudite... qui veut diversifier ses réserves par rapport au dollar ne trouve pas beaucoup de titres libellés en euro disponibles, faciles à acheter et vendre sur le marché et bien notés. La dette italienne, très importante aussi, est beaucoup moins bien notée que la dette française ('BBB'). Les titres français notés AA sont donc *de facto* l'actif de référence pour les investisseurs internationaux désireux de détenir un actif « sans risque » libellé en Euro, ce qui explique aussi ce bas niveau des taux d'intérêt.

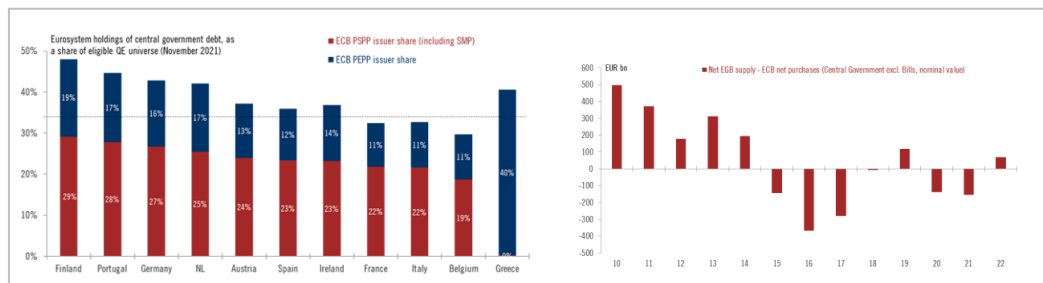
Cet effet de rareté a été accru considérablement par les achats de l'Eurosystème.



Dans la période récente, les achats de l'Eurosystème ont *de facto* protégé la France de tout risque sur le marché de la dette.



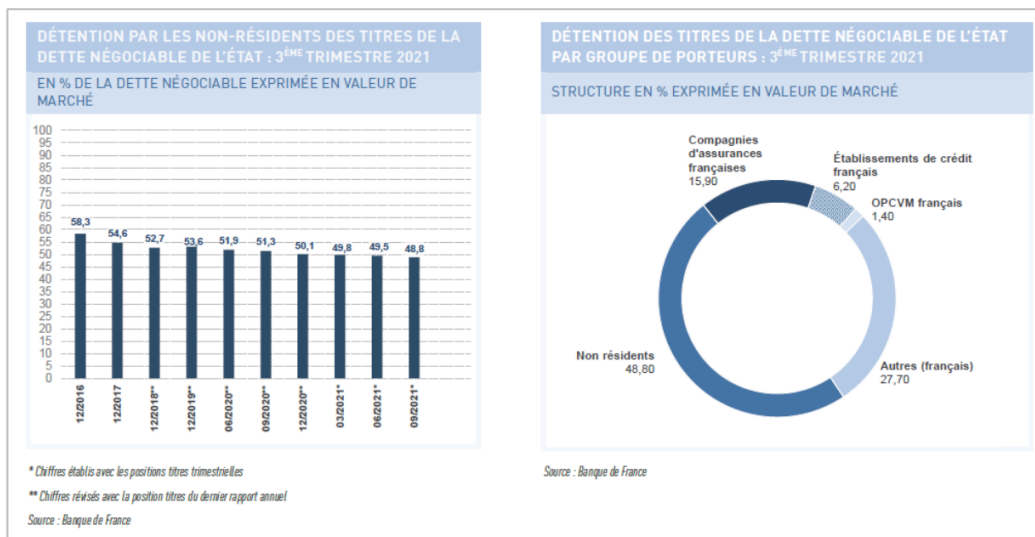
Ce sont des choses dont le débat public a du mal à se saisir mais il est bon de comprendre ce qui se passe en matière d'achat par les banques centrales de dette publique.



Nous avons eu en 2020 et 2021 des déficits absolument gigantesques. Techniquement, la BCE a acheté sur le marché plus de volume d'obligations que ce que les États de l'euro ont émis. Elle a donc racheté des dettes à d'autres détenteurs. Donc, mécaniquement l'exposition de la France aux créanciers « normaux » (fonds d'investissement, banques) a baissé puisque la BCE a acheté énormément de papier français. Avant le lancement du *Pandemic Emergency Purchase Programme*, la règle voulait que la BCE ne puisse pas acheter plus de 33 % de la dette de marché d'un pays. Pour la Finlande, le Portugal, l'Allemagne, les Pays-Bas c'était déjà dépassé au mois de novembre. Fin 2021, le total des achats de la BCE dans le cadre de l'assouplissement quantitatif lancé en 2015 a atteint 4700 Md€ dont 1600 Md€ au titre du *PEPP* (Covid). L'Eurosystem détient donc aujourd'hui à peu près 35 % de la dette française et, selon l'AFT, détiendra 48% de la dette de marché allemande fin 2022.

Dans un tel contexte, il n'y a plus de débat sur la dynamique des taux d'intérêt et le fonctionnement de la zone euro, depuis que Mario Draghi a lancé les opérations d'achats d'assouplissements quantitatifs (*quantitative easing*), est extrêmement favorable à la France.

Cela a des conséquences spectaculaires sur la détention de la dette publique.



La détention de notre dette par autant de fonds étrangers n'affecte-t-elle pas notre souveraineté ?

En fait, mécaniquement, la détention de la dette par les étrangers a baissé sous l'effet du *quantitative easing*. Elle était de 49 %, en septembre 2021 alors qu'elle atteignait 60 % en 2016. À certaines périodes nous avons 70 % à 75 % de détention étrangère. Cette détention étrangère n'est que le reflet de ce que j'ai décrit tout à l'heure : les obligations françaises étant les seuls actifs en euros vraiment disponibles, il y a une forte demande étrangère pour notre dette.

Les achats de la BCE ont un peu rééquilibré les choses. Au troisième trimestre 2021, les compagnies d'assurance françaises (essentiellement l'assurance-vie des Français) représentait près de 16 % de détention de la dette, les banques 6 %, les organismes de placement collectif en valeurs mobilières à peu près 1 %. « Autres (français) » désigne la Banque de France qui au troisième trimestre 2021 détenait 28 % de la dette, ce qui est quand même très spectaculaire.

En résumé, la hausse du ratio de la dette rapportée au PIB a été continue depuis près de 50 ans mais la capacité de la France à servir sa dette reste bonne dans le contexte de taux d'intérêt extrêmement bas.

La France dispose d'un « rente » de situation en étant l'actif de référence en euro pour les étrangers. Il faut adresser un coup de chapeau à nos collègues de l'Agence France Trésor (AFT), une administration extrêmement bien gérée, reconnue

internationalement pour la qualité de ses équipes, la prévisibilité des émissions, la transparence de l'information, l'innovation : on fait de la dette verte, on fait de la dette indexée sur l'inflation. Nous avons une énorme dette mais l'équipe qui s'en occupe est formidable.

L'évolution récente de la zone euro est très favorable dans la perception des risques puisque l'intervention massive de la BCE a, en tout cas pendant un certain temps, réduit tous les risques sur la demande et l'accès de la France au marché.

La question c'est de savoir si cette intervention massive est conforme aux traités européens. Selon les services juridiques de la BCE elle est conforme à la lettre du traité. Mais je ne crois pas que les concepteurs allemands du traité de Maastricht pensaient qu'un jour l'Eurosystème pourrait détenir 50 % de la dette allemande. C'est pourtant ce qui va arriver.

Le plan de relance *Next Generation EU* est une avancée très importante décidée par le président Macron et la chancelière Merkel en 2020. En effet, la Commission européenne, au nom de l'Union européenne, va émettre 800 milliards d'euros d'ici 2025 sur les marchés. Même s'il n'est pas censé être pérennisé, les marchés ont le sentiment que cet embryon de dette commune est l'avant-garde d'une européisation de la dette des États membres, donc une garantie de l'Allemagne sur la dette française qui fait qu'il n'y aura pas trop de risques sur les capacités de remboursement.

Il y a quand même un certain nombre de points de discussion en correspondance avec des points soulevés par Frédéric Farah :

La question des risques. Cette situation exceptionnelle et tout à fait favorable peut-elle continuer ?

On a une crainte réelle sur la remontée des taux européens. Une dette de 2500 milliards à 0% ne coûte rien. À 1 % cela commence à chiffrer. À 2 %, 3 %, 4 % cela coûtera beaucoup de milliards.

Je pense personnellement qu'il faut rester calmes sur cette question de l'inflation.

D'abord parce que les forces déflationnistes (vieillesse, globalisation) sont très fortes dans la zone euro.

Ensuite en raison de la « domination budgétaire » (« *fiscal dominance* » pour les économistes), l'analyse de la dynamique entre la BCE et les États. Depuis des

décennies le modèle dominant est l'indépendance des banques centrales mais lorsque la BCE détient des milliers de milliards d'euros de dettes publiques il devient très difficile pour elle de prendre des mesures qui peuvent mettre en danger la solvabilité des États car elle mettrait en danger sa propre solvabilité. Ce qu'on appelle « domination fiscale » est une situation dans laquelle en fait la BCE devient prisonnière des États et ne peut pas détricoter rapidement ce qu'elle a fait. D'ailleurs Christine Lagarde a annoncé le 16 décembre qu'elle allait progressivement mettre fin aux achats de dettes mais ... qu'on allait faire du réinvestissement. Quand une obligation arrive à échéance normalement l'État devrait rembourser la dette à la BCE, donc la BCE réduire sa détention. Mais, en raison des conséquences monétaires et de l'impact sur la dynamique de la dette, si la France rembourse des dizaines de milliards à la BCE ils seront réinvestis dans la dette française et ce n'est que très progressivement que la BCE réduira cette exposition.

Les risques « idiosyncratiques », plus locaux.

Certains risques français sont plutôt liés à la perception. Les fondamentaux français sont médiocres en termes de maîtrise des finances publiques et pourraient un jour inquiéter les prêteurs. La France est en effet le seul pays de la zone euro qui n'a pas réellement ajusté ses finances publiques après la Grande Crise de 2009-2012, en tout cas pas au rythme de ses partenaires. Le mandat du président actuel a atteint un déficit primaire réduit à -0,6% en 2018. La France a toujours eu un déficit primaire quand l'Italie, qui fait beaucoup plus d'efforts que nous, est en excédent primaire depuis plus de 10 ans. En 2019, la Zone euro a un excédent primaire de 1% du PIB, la France -1,6% (après les Gilets jaunes on a recommencé à dépenser plus) (Espagne -0,6%, Italie +1,8%, Allemagne +2,3%). Même si nous avons une crédibilité en matière d'ajustement budgétaire quand la croissance est là, il faudra très probablement à partir de 2023 donner des gages à nos partenaires en matière d'ajustement de nos finances.

L'autre risque, outre le problème des capacités à réduire les déficits est un risque de politique interne. Si les élections se passent différemment que prévu, si les *leaders* politiques sont mal vus par les marchés, cela peut poser des problèmes.

Nos partenaires européens peuvent aussi « s'énervier » face à un pays qui est un peu le « passager clandestin » de la zone euro où tous les autres pays font des efforts budgétaires. L'Allemagne peut-elle un jour perdre patience face à cette situation ?

Que faire ?

Face à ces risques, les recommandations officielles sont assez pauvres. La France a, depuis très longtemps, un discours très convenu, trop peu détaillé, sur la maîtrise des dépenses. Mais les risques récessifs d'une austérité trop sévère sont évidents, on le sait depuis 2009. On sait aussi depuis 2018 que le degré d'acceptation par la population française de mesures qui ont un impact sur le pouvoir d'achat est assez bas.

L'autre grande recommandation du rapport récent sur la dette rendu au Premier ministre concerne la gouvernance des finances publiques. Selon moi, on parle beaucoup trop de gouvernance et de règles. Un peu partout en Europe court une idée fautive selon laquelle il suffit de changer les constitutions et les lois pour parvenir à réduire les déficits à zéro. Le fameux TSCG, ratifié par le parlement français, devait introduire dans la Constitution française une règle d'or limitant le déficit primaire à 0,5 %, un niveau qu'on n'a jamais atteint. Ce traité, qui n'a jamais été appliqué, n'a d'ailleurs pas été complètement transcrit dans le droit français. On a fait une loi organique sur le déficit primaire mais pas sur le ratio de dette. Cela montre que changer les règles est inopérant et que nous devons nous mettre d'accord entre nous, en France, sur ce qu'il faut faire pour revenir à un niveau de déficit public raisonnable.

D'autre part, tous ces discours ne parlent jamais de croissance.

Quelles sont les autres pistes ?

La maîtrise de la dépense est une question légitime. Nous devons, dans le cadre d'un débat mature entre Français, engager une maîtrise des dépenses publiques progressive et sur la durée.

Un sujet majeur n'est jamais débattu : les coûts de fonctionnement de nos réseaux de service public, bien plus disséminés que dans le reste de l'Europe. Je me souviens avoir lu un article très intéressant qui faisait un comparatif sur la productivité de la dépense par tête en France et en Allemagne. En effet, l'Allemagne est un pays beaucoup plus peuplé que la France avec une superficie beaucoup plus faible et un réseau de villes beaucoup plus dense. Une analyse comparative sur l'hôpital public montrait que pour un hôpital de taille moyenne, le ratio allemand en France représenterait 30 milliards d'euros d'économies. Le territoire français n'est pas le territoire allemand ou néerlandais. Un réseau de services publics sur une population moins dense coûte proportionnellement

beaucoup plus cher qu'un système de dépenses à l'allemande. C'est un problème structurel, compliqué.

Si notre ratio de dépenses publiques au PIB est très élevé, c'est aussi parce que nous avons tendance à socialiser, à rendre publiques beaucoup de choses qui en Allemagne sont prises en compte soit par des fondations soit par des mutuelles. Il y a donc aussi beaucoup d'idées fausses sur ce ratio.

À propos de la réforme du Pacte de stabilité et de croissance portée par le président Macron et le président du Conseil des ministres Draghi, il est important de mettre ce Pacte de stabilité au service des investissements d'avenir (la transition énergétique, le changement climatique). De même il importe d'essayer de montrer aux porteurs d'obligations, aux Français, aux agences de notation, que le potentiel de croissance est pris au sérieux et peut être augmenté par des politiques publiques.

La dette n'est pas un problème si elle est bien investie, dans des budgets qui ont des effets dynamiques sur l'économie, y compris le budget de défense qui a des effets économiques extrêmement favorables, sur la technologie en particulier.

La question de l'épargne des Français se pose davantage en termes de prévention de crise. On peut espérer que la dette va revenir à un niveau un peu plus raisonnable mais dans l'hypothèse où les porteurs étrangers (qui représentent 50 % de la détention) en venaient à demander des taux d'intérêt trop hauts, beaucoup de pays envisagent de recourir à des porteurs locaux. Beaucoup d'épargne française est déjà investie dans la dette française, avec les assurances-vie. Le stock complet d'assurance-vie des Français représente 100 % de la dette mais les Français ne se contentent pas de bons du Trésor qui ne rapportent rien, ils veulent aussi des actions... Je continue à penser qu'en période de tension on pourrait davantage utiliser le levier de la régulation financière pour inciter les banques et les assurances à soutenir les émissions de dette à des taux acceptables. C'est ce qu'on appelle la « répression financière », pratiquée dans tous les pays du monde lorsqu'il y a des tensions. Mais tout cela se fait dans le bureau du ministre des Finances. Je ne suis pas sûr que passer par la loi soit plus efficace.

Je suis un peu plus sceptique – je rejoins en cela Frédéric Farah – sur la question des émissions communes au niveau européen. L'idée même d'*eurobond*, dette publique européenne et du possible financement de la dette française par le biais

d'un grand mécanisme européen, est contraire à la loi fondamentale allemande, comme le dit la Cour constitutionnelle. Mais même si cela se réalisait, il faudrait pour accéder au système de dette fédérale avoir les bons ratios et faire sans doute des efforts plus importants qu'aujourd'hui. Et le prix à payer serait un encadrement beaucoup plus contraignant des politiques nationales.

Enfin l'annulation de la dette détenue par la BCE ne fonctionne malheureusement pas.

En conclusion, je pense qu'il ne faut pas être alarmiste. Les finances publiques sont un gros paquebot qui se pilote. Il peut y avoir des changements de régime, des changements de rythme, mais cela se fait de manière très lente. La France a une très bonne réputation sur les marchés et les discours qui tendent à faire peur n'affectent pas du tout - du moins jusqu'à présent - les gens qui comptent, c'est-à-dire nos créanciers. Cela ne veut pas dire qu'il n'y ait pas de risques, y compris des risques un peu extrêmes, mais ce sont par définition des risques rares. Il faut sans doute préparer les scénarios de crise mais juste à titre de prudence. Je pense quand même que le système institutionnel français a démontré qu'il a la capacité de continuer à conduire une politique qui rassure ses créanciers, ce qui est très important, surtout quand 50 % sont étrangers. Cela passe par un débat responsable sur l'affectation des recettes publiques. C'est aussi le devoir des hauts fonctionnaires et des intellectuels d'éclairer ce débat de manière raisonnable.

MARIE-FRANÇOISE BECHTEL
-------------------------

Merci beaucoup.

Je note que vous avez l'un et l'autre plaidé le fait que la dette publique française n'était pas le problème central ni un problème d'une gravité extrême. En même temps vous avez l'un et l'autre dessiné un cadre économique improbable dans lequel nous pourrions faire rebondir notre économie soit à travers une solidarité européenne, qui ne se manifeste guère, soit par d'autres moyens qui permettraient de doper la croissance française, tout cela restant dans un cadre économique extrêmement contraint. J'ai un peu l'impression que Frédéric Farah a fait le diagnostic et que vous avez présenté les radios qui l'illustrent... Cette vision

clinique de la dette publique donne le sentiment que tant que nous resterons dans un système économique européen, dont vous avez rappelé les contraintes, il sera très difficile de faire repartir la croissance française et par là-même l'assainissement à long terme d'une dette dont vous avez l'un et l'autre dit qu'elle n'était pas en elle-même et pour elle-même le problème majeur de notre pays.

### *Débat avec les invités*

JEAN-MICHEL QUATREPOINT

La dette publique doit être considérée dans le cadre des dettes globales d'un pays : dette publique, dette des ménages, dette des entreprises et dette du secteur financier. C'est tout cela qu'il faut financer. S'il est vrai que la France a un patrimoine bien supérieur à sa dette publique c'est essentiellement, bien au-delà du patrimoine public, le patrimoine des ménages et des entreprises. De plus le château de Versailles est inaliénable comme chacun sait.

Une dette publique « soutenable » suppose d'avoir des actifs, à l'intérieur comme à l'extérieur, d'avoir une épargne nationale et de maîtriser sa monnaie.

Les pays qui ont des dettes publiques « soutenables » très élevées, à commencer par le Japon (240 % du PIB depuis les années 1990), financent leur dette par leur épargne à plus de 90 % dans le cas du Japon. De plus, le Japon a des actifs considérables, à l'intérieur et à l'extérieur. De même les États-Unis ont une dette équivalente à la nôtre, avec l'intervention de la FED, que l'on peut comparer à celle de la BCE. Mais les États-Unis sont les États-Unis et ils ont le dollar. Enfin, le Royaume-Uni, qui a une dette à peu près équivalente à la nôtre dispose de sa propre monnaie. Certes l'euro nous a protégés, mais nous ne maîtrisons pas la monnaie.

Quant à nos actifs... les actionnaires qui détiennent les actifs des entreprises du CAC 40 sont à 40 % étrangers en moyenne. Donc ne comptons pas trop sur le CAC 40.

Handicap considérable pour la France, notamment par rapport à l'Italie, nos déficits cumulés extérieurs sur l'Allemagne sont un boulet que nous traînons depuis 2003, en raison de la surévaluation de l'euro notamment par rapport au



mark. L'Italie est très largement en excédent extérieur. C'est une grande différence entre nos deux pays.

Nous devons effectivement émettre 260 milliards de dette publique, plus toutes les dettes du secteur parapublic. Mais notre déficit public n'est pas de 260 milliards car il faut « rouler » la dette : comme nous avons émis à court et moyen termes nous devons régulièrement réémettre. Depuis quelques années, fort heureusement, on a commencé à allonger la durée des emprunts. Mais c'est insuffisant. On aurait dû commencer sur une plus grande échelle depuis longtemps.

Une des solutions ne serait-elle pas d'allonger au maximum la durée des emprunts et d'aller sinon aux dettes perpétuelles du moins à des dettes centenaires ?

THOMAS LAMBERT
----------------

L'Agence France Trésor s'est lancée dans un allongement de ses émissions. Mais plus on emprunte à long terme, plus on paie cher. Un arbitrage est donc nécessaire entre le coût des intérêts et la protection apportée par un refinancement à plus long terme. Évidemment, dans un contexte où le monde entier veut acheter notre papier, ce point – qui peut néanmoins devenir un problème – ne nous inquiète pas trop.

Sur la question des dettes perpétuelles, le marché absorbe du papier à 50 ans sans problème. Beaucoup de pays de la zone euro le font. Certains, comme l'Autriche, émettent à 100 ans. Mais pour le marché, pour un tel volume, la dette perpétuelle, n'est pas réaliste. La dette perpétuelle à 0 %, une dette sur laquelle on ne paye pas d'intérêts et que l'on ne rembourse jamais, serait évidemment l'idéal ... mais cela n'aurait guère de sens pour les créanciers.

En revanche la dette perpétuelle pose des questions intéressantes sur la BCE. Annuler la dette détenue par la BCE reviendrait à détruire de la monnaie, ce qui serait cataclysmique pour le système bancaire mais rien n'interdit de transformer la dette détenue par la Banque centrale en une dette perpétuelle ou quasi-perpétuelle. Objectivement, c'est d'ailleurs à peu près ce que l'on a fait avec la Grèce. Tous les crédits accordés à la Grèce par l'Europe entre 2010 et 2015 ont été transformés petit à petit. Lorsque surgit un problème l'Eurogroupe se réunit

et on rajoute 10 ou 15 ans. L'échéance finale des emprunts européens en Grèce est aujourd'hui 2063.

Ce sont donc des solutions qui, en cas de problème, peuvent être envisagées, même si elles sont juridiquement compliquées.

FRÉDÉRIC FARAH
----------------

Ne maîtrisant pas la monnaie, nous nous rabattons sur des logiques financières pour tenter de nous sortir de cette course aux excédents. Là est le cœur du problème. Et il continuera à se poser même si nous trouvons des stratégies pour rendre la chose plus supportable. On retrouve toujours cette tension entre l'économie réelle et l'économie financière. Dans l'économie réelle, nous avons payé cet « euro fort » au prix de la désindustrialisation, de la dévitalisation de certaines régions, du chômage etc. La logique européenne pousse à favoriser un autre déséquilibre. En effet, en économie, le déficit et l'excédent sont deux déséquilibres. Le déficit des uns est l'excédent des autres. La dépense des uns est le revenu des autres. Le créancier n'existe pas sans le débiteur. Il ne faut donc jamais avoir un regard asymétrique en économie.

La tendance à penser que « l'excédent c'est bien » est profondément régressive. Dans le système de bancor dont rêvait Keynes ce n'étaient pas aux déficitaires mais aux excédentaires qu'incombait l'effort. De même, dans la Charte de La Havane, qui échoua en 1950 et qui prévoyait la création d'une Organisation internationale du commerce intégrée à l'ONU, l'effort devait venir du côté des excédentaires.

L'Allemagne, « l'homme malade » de l'Europe à la fin des années 1990, est redevenue une puissance mercantile sur le dos des autres. Le système européen tel qu'il fonctionne favorise des stratégies non coopératives qui consistent à exporter le chômage chez son voisin. Les arrangements financiers visant à rendre la pilule moins amère et à s'acheter un peu de temps de vie supplémentaire n'empêchent pas la machine déflationniste de travailler à plein régime. Rien ne l'arrête. L'Italie a payé ses excédents primaires par un système de santé qui n'en peut plus. La politique de rigueur de Mario Monti, président du Conseil des ministres en 2011-2013, a eu raison du système de santé de ce pays vieillissant qui subit le covid de plein fouet, ce qui amène Mario Draghi à mettre en œuvre toutes sortes de super-passes sanitaires pour rendre la chose supportable.

Dans ce système fou qui exalte la « créativité comptable », les artifices financiers, et les bricolages de toutes natures, le cœur du problème n'est jamais traité et il faut faire oublier l'essentiel en le noyant dans l'accessoire.

JEAN-MICHEL NAULOT

Thomas Lambert a évoqué les raisons structurelles qui expliquent les taux actuels à 0 %. Parmi ces raisons structurelles, on pourrait également mentionner l'absence d'inflation due à la mondialisation et à l'évolution de la démographie. Mais, l'essentiel est selon moi ailleurs : l'année dernière la quasi-totalité de la dette française a été achetée par la Banque de France...

Mesure-t-on à quel point la situation actuelle est historiquement exceptionnelle du point de vue des politiques monétaires ? On n'a jamais vu ça dans le passé. Traditionnellement, ce n'est pas directement la banque centrale qui crée la monnaie mais les banques commerciales. Le bilan de la banque centrale américaine (la Fed) est resté à 5 % du PIB pendant 60 ans, jusqu'à la crise de 2008. C'est depuis cette crise que l'on a pris l'habitude, surtout en zone euro, de créer de la monnaie massivement. Sans cet achat de dette par la banque centrale, les taux d'intérêt remonteraient. Depuis quelques semaines l'anticipation de hausses de taux se traduit ainsi par un écartement des taux d'intérêt entre l'Italie, la France et l'Allemagne. Cette situation me semble très fragile.

Les deux orateurs ont souligné le fait que la zone monétaire est un handicap. Je partage entièrement ce constat. En effet, dans une zone monétaire, les parités monétaires sont fixes, immuables. Seuls les taux d'intérêt peuvent varier. C'est pourquoi la dette est une contrainte de plus par rapport à tous les autres pays dans le monde au sein de la zone euro. D'autre part, depuis janvier 2013, comme l'avait demandé Mme Merkel dès 2010 pendant la crise de la zone euro, on a introduit dans les contrats obligataires des clauses d'action collective, de sorte que, si demain survient un problème comme celui que l'on a rencontré sur la Grèce, on demandera aux porteurs d'obligations de restructurer la dette, c'est-à-dire d'abandonner 10 %, 20 %, 30 % du montant qu'ils détiennent. Cela rejoint la conception allemande selon laquelle celui qui a fauté doit payer. Ce sont donc les investisseurs institutionnels et les épargnants qui perdront de l'argent. Cela peut

se traduire par des pertes sur l'assurance-vie. C'est en tout cas ce qui existe désormais sur le plan juridique. Il n'est pas inutile de le rappeler.

Frédéric Farah s'interrogeait sur le rôle de l'inflation pour réduire la dette, un sujet d'actualité qu'il ne faut pas hésiter cependant à mettre en perspective. Sur le moment, une inflation galopante peut effectivement permettre de réduire la dette. Mais Frédéric Farah a aussi mentionné l'effet boule de neige qui a résulté de la politique du franc fort des années 1990 : le fait qu'on a coupé le lien direct entre le Trésor et la banque centrale s'est traduit par une formidable hausse des taux d'intérêt et des frais financiers que nous payons aujourd'hui. En raison de cet effet boule de neige, alors qu'il n'y a plus d'inflation, nous payons aujourd'hui une dette très importante héritée de cette époque et c'est très douloureux. Donc, l'inflation c'est bien pour réduire la dette mais tant qu'elle persiste... !

Plus fondamentalement, les propos qui viennent d'être tenus sur la dette publique sont plutôt rassurants. Mais pour ma part, je suis inquiet. D'abord, pour la raison que j'évoquais, à savoir que les banques centrales font une politique inédite. Ce qui fait dire à Jacques de Larosière, ancien directeur général du FMI, que les banques centrales indépendantes sont tombées dans la dépendance des marchés financiers... J'en suis également convaincu et je crois que ce n'est pas durable... Les taux remonteront.

Sur le fond, il a été fait allusion aux théories monétaires qui se développent depuis quelques années aux États-Unis. La *Modern Monetary Theory* (MMT), qui considère que les taux d'intérêt resteront durablement très faibles ou autour de zéro et ne voit aucun inconvénient au développement des déficits, allant jusqu'à préconiser d'utiliser ces déficits tant que le plein emploi n'est pas atteint, me semble être une théorie dangereuse. Je vois là une sorte de « *cancel culture* » de la finance : on oublie toutes les vieilles lois de l'économie, qui étaient tout de même assez saines. C'est pourquoi quand on fait des comparaisons avec les années 1930, comme l'a fait Frédéric Farah, il faut tenir compte du fait que la situation était très différente. À l'époque de Roosevelt, lors des politiques de relance massive, les déficits publics atteignaient aux États-Unis 20 % ou 30 % du PIB, ce qui n'a strictement rien à voir avec les montants que l'on évoque aujourd'hui. La Banque centrale américaine est intervenue en direct sur les marchés au milieu

des années 1930 mais ces interventions étaient exceptionnelles. Nous sommes aujourd'hui dans un univers complètement différent.

Il faut toujours garder en tête que le surendettement est une menace qui peut tourner au drame, comme ce fut le cas récemment en zone euro. La crise grecque, la crise espagnole, la crise italienne, au-delà d'une baisse des revenus, de la production nationale, se sont traduites par des émigrations de centaines de milliers de jeunes. En Grèce plus de 100 000 jeunes ont quitté définitivement le pays, le privant de ses forces vives.

Enfin, un point important n'a pas été évoqué. C'est le fait que la situation de dette est corrélée à la capacité d'influence d'un pays dans le monde et, pour la France, en Europe. L'évolution de la dette publique en France et en Allemagne depuis quinze ans est très impressionnante : en 2007, la dette publique atteignait 64 % du PIB dans les deux pays ; en 2011, au sortir de la crise financière, avec 88 % en France et 80 % en Allemagne, nous étions encore assez proches. Puis, pendant deux quinquennats, la dette publique a explosé en France, atteignant 115 %, contre 70 % en Allemagne. L'influence de l'Allemagne en Europe est devenue très importante, dominante. Comment s'étonner dès lors que les textes de la Commission européenne publiés fin décembre, concernant l'énergie, l'emprunt européen, la taxe carbone aux frontières, la limitation des aides d'État pour le nucléaire, soient influencés par l'Allemagne ? C'est malheureusement le résultat d'un relâchement en matière de dette publique au cours des dix dernières années. C'est un élément strictement politique mais qui a son importance pour des gens qui, comme nous, aiment notre pays.

THOMAS LAMBERT
----------------

Un long débat avec M. Naulot pourrait être passionnant.

Les clauses d'action collective déclencheraient une restructuration de la dette automatique, dites-vous. Vous avez raison de mentionner ce point qui relève du droit positif européen. Si jamais un problème comparable à celui que nous avons connu en Grèce survenait dans un autre membre de la zone euro, il nécessiterait probablement l'intervention de l'ESM, le Mécanisme européen de stabilité, qui peut prêter avec ou sans le Fonds monétaire international. Dans le traité

instituant ce Mécanisme européen de stabilité une clause rédigée à la demande de l'Allemagne précise que l'intervention de l'ESM est conditionnée à un plan de restructuration de la dette. Et toutes les obligations émises par les États membres de la zone euro dont l'échéance est supérieure à un an, ont une *Collective Action Clause* obligatoire. Cet instrument a été introduit à la demande de l'Allemagne pour rendre ce scénario plus opérationnel. Ce n'est donc pas automatique puisqu'il faut qu'il y ait intervention de l'ESM. Cela dit, dans le cas de la France, les 500 milliards d'euros dont dispose l'ESM ne suffiraient pas. Cet instrument n'a pas été pensé dans la perspective d'un problème en France !

Sur la question de l'inflation, les États-Unis qui, en 1945, avaient un ratio de dette bien au-delà de 100 %, ont vécu une expérience de baisse longue et continue de la dette publique grâce à l'inflation. Mais cela ne peut fonctionner que dans un cadre de répression financière. Les États-Unis ont fait en sorte que la dette publique américaine soit refinancée pendant trente ans à des taux réels négatifs en trouvant des mécanismes juridiques et financiers qui ont amené le système financier américain et le reste du monde à accepter de refinancer la dette américaine à des taux inférieurs à l'inflation qui, à l'époque, était beaucoup plus forte qu'aujourd'hui. C'était une période très différente, les taux de croissance étaient spectaculaires mais cela a très bien marché.

À l'inverse, les efforts déployés par le Royaume-Uni pour tuer les ambitions impériales de la France lors des guerres napoléoniennes avaient porté sa dette à 250 % de PIB et les Anglais avaient mis à peu près un siècle à retrouver un niveau de dette publique faible, sans inflation (le XIX<sup>ème</sup> siècle était une époque sans inflation) mais en ayant une politique d'excédent budgétaire pendant quasiment un siècle et des *perpetuals*, dettes perpétuelles à des taux très faibles émises par le Trésor britannique.

On peut donc sortir d'une dette très lourde sur une très longue période et rester la première puissance du monde.

FRÉDÉRIC FARAH
----------------

Comme vous l'indiquiez, dans la zone euro, les parités étant immuables, il reste le taux d'intérêt. Dans cette situation où on ne peut plus utiliser le taux de change, au-delà de la question financière du taux d'intérêt qui sert effectivement de

variation, ce sont les salaires et la part socialisée sur les salaires, des logiques de dévaluation interne. Dans une zone monétaire insuffisamment optimale, comme il n'y a pas de transferts budgétaires et que la mobilité des travailleurs n'est pas la même que celle des États-Unis, les ajustements se font sur les travailleurs, ce qui renforce la logique déflationniste. Et effectivement on a en quelque sorte tué la Grèce qui a vu son PIB réduit de plus de 25 % depuis 2009, ce qui se traduit comme vous l'avez dit par le départ des jeunes Grecs.

On pourrait avoir un débat très long sur le seuil à partir duquel un surendettement, un déficit, est excessif. Depuis les dispositifs TSCG, *two-pack*, *six-pack*..., la Commission européenne met en avant deux variables économiques hautement problématiques qui rajoutent de la confusion à la confusion : la notion de déficit structurel se pense par rapport à la notion extrêmement controversée de croissance potentielle. On a rajouté un étage dans la complication de l'édifice et on s'enfoncé encore plus dans des logiques qui deviennent folles. Je peux en témoigner pour avoir lu les 800 pages du document que la France a fait parvenir récemment à la Commission européenne pour valider ses plans, détaillant ses objectifs intermédiaires etc.

Concernant la référence aux années 1930, certes le contexte est différent, certes nous ne sommes pas aux États-Unis mais sur le fond il y a une musique qui reste un peu la même. La nouvelle théorie monétaire s'inspire de *Functional finance* de Abba Lerner qui s'opposait à Keynes sur la question des déficits. C'est une reprise modernisée des théories d'Abba Lerner. Je veux dire par là qu'il est difficile de déterminer le niveau à partir duquel cela devient préoccupant. Cela nous menacera tant qu'on ne sortira pas de la logique profondément déflationniste qui gouverne la zone euro. Cette monnaie est selon moi totalement dysfonctionnelle. Aujourd'hui elle s'est racheté un crédit parce que la BCE conduit des politiques monétaires particulières. Mais tant qu'on ne sort pas de la logique déflationniste, tant qu'on essaie de s'en accommoder, on se contente d'acheter du temps. C'est ce qui m'inquiète. Et, à chaque fois, la Commission européenne, à coups de *two-pack*, *six-pack*, TSCG, a l'art de fabriquer des usines à gaz budgétaires absolument illisibles.

MARIE-FRANÇOISE BECHTEL

Certainement pour perpétuer un système.

FRÉDÉRIC FARAH

Oui. Il faut relire le classique de Finn E. Kydland et Edward C. Prescott, publié en 1977 « *Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans* » dont s'inspire ce retour à la règle.

Comment transformer un système économique qui a pour inspiration le monétarisme en un outil non déflationniste visant le progrès social ? Je ne sais pas.

STÉPHANE ROZÈS

Je poserai deux questions dans le prolongement de l'interpellation de l'intervenant précédent. Je suis également pessimiste sur l'impact des questions de la dette au plan politique. Si les Français n'accordent aucune importance à ces questions concernant la dette, fût-elle souveraine, c'est sans doute parce que, historiquement, la France s'est constituée autour de l'État. L'État ayant précédé la nation, pour les Français, à l'inverse des Allemands, plus il y a endettement public, plus le lien entre l'État et la nation est resserré.

Il a été rappelé qu'en allemand le même terme (*Schuld*) désigne dette et culpabilité. On a pu avoir le sentiment que Mario Draghi avait un peu tordu le bras aux Allemands. Mais, avec la crise de la pandémie et du fait que l'Europe redevenait leur principale destination commerciale, les Allemands ont semblé remettre en cause leurs fameux principes.

Les Allemands basculent-ils dans leurs approches de la dette dans autre chose à la fois culturellement, économiquement et politiquement ? C'est ma première question.

La deuxième question est absolument liée. Il semblerait qu'il y ait une nouveauté politique en Europe. La nouvelle coalition allemande semble ne plus



se contenter d'une hégémonie économique et souhaite assumer une hégémonie politique allemande en mettant en place une Union fédérale européenne pour affronter les défis immenses qui nous attendent, dont le défi écologique.

Selon moi hégémonie économique et hégémonie politique sont une seule et même chose pour les Allemands.

Avec la nouvelle génération de dirigeants allemands, les pudeurs liées au souvenir et à la mémoire du nazisme s'éloignant, y a-t-il un bond en avant allemand fédéral avec l'idée que la mutualisation de la dette demande des contreparties qui ne peuvent être acquises et solidifiées que par un volet politique ? Et l'excédent dont Frédéric Farah a parlé ayant comme contrepartie les déficits français et de l'Europe du Sud, cette question de la dette souveraine n'est-elle pas un accélérateur pour la mise en place d'une hégémonie économique et politique allemande assumée ?

Si cela devait se faire, cela aurait non seulement des effets sur la souveraineté des nations européennes, la dette souveraine se diluant dans une fédération sous hégémonie allemande, mais concrètement sur tous les grands choix qui affectent la vie quotidienne. Ou cette déclaration n'est-elle que l'expression d'une volonté d'assumer dorénavant politiquement et publiquement les positions et intérêts allemands au cœur de l'Europe actuelle ?

MARIE-FRANÇOISE BECHTEL
-------------------------

La portée historique et même conceptuelle de la question posée par Stéphane Rozès est pour nous une préoccupation : notre prochain colloque portera précisément sur les convergences et les divergences entre la France et l'Allemagne à la lumière de l'examen du programme de la nouvelle coalition et de certaines indications dont nous disposons sur la volonté du chancelier Scholz, sur ses conseillers, sur le ministère des finances. Mais je ne veux pas pour autant empêcher chacun de nos invités de dire un mot sur cette question fondamentale. Chaque fois que nous nous sommes heurtés au système économique en partant de la question de la dette, c'est évidemment la volonté allemande qui était derrière. Tout le monde a senti que c'est l'ambiance générale dans laquelle se déroulent maintenant les travaux européens et qui, hélas, marque également aussi les programmes européens.

À propos de cette union fédérale qui nous est proposée, on pourrait s'interroger sur la nature même de ce fédéralisme. En effet, si l'Allemagne voulait porter un réel fédéralisme cela impliquerait une tout autre contribution allemande au budget européen. Si ce fédéralisme s'illustre par un bicamérisme qui donne l'impression qu'une chambre représente les États et l'autre le niveau fédéral, non ! Et je ne suis pas sûr que les Allemands soient prêts à faire l'effort budgétaire considérable qu'impliquerait leur situation de premiers contributeurs, premier PIB.

Un réel fédéralisme impliquerait une solidarité entre les personnes. Concrètement, chacun d'entre nous, par des cotisations par exemple, contribuerait à une caisse générale destinée à financer la dette des Grecs, la dette des Lettons etc.

Il faut donc s'entendre sur la nature de ce fédéralisme dont je crains qu'il ne soit que d'apparence et permette de conforter la logique des réformes structurelles, la logique de la conditionnalité, entraînant, comme *Next Generation EU*, ce que j'appelle du memorandum européen *soft* ou furtif. Non pas la version Troïka où on arrive avec les valises, on pose les choses sur la table et on fait accepter aux Grecs l'agence TAIPED, le fonds grec chargé des privatisations (une île, une ancienne base américaine etc.). Mais une sorte de conditionnalité furtive à l'italienne, l'arrivée de Mario Draghi ayant vocation à mettre en œuvre une espèce de memorandum *soft* pour avoir ses fonds alors que les calculs montrent que c'est un peu un jeu de dupes.

Ce qui se prépare est selon moi un fédéralisme à tendance disciplinaire plus qu'un réel fédéralisme marqué par la solidarité. Nous allons nous retrouver dans ce que Jeffrey Winters appelle *The Wealth Defense*, la défense de la richesse. Le politiste Jeffrey Winters a analysé le fédéralisme américain à partir de la crise économique qui, au lendemain de la déclaration d'indépendance, a posé la question de la dette. Selon sa thèse il y a deux façons pour la partie la plus fortunée d'une population de s'en tirer, soit par la force, c'est la version passée, soit en mobilisant les institutions pour qu'elles se constituent sous forme fédérale – c'est ce qu'il appelle le « moment hamiltonien » – pour défendre les créanciers contre d'éventuels débiteurs. Je crois que le fédéralisme rampant qui est promu à travers cette logique allemande par la Commission européenne est une illustration de cette *Wealth Defense*.

Pour instaurer son hégémonie l'Allemagne n'a pas besoin de faire beaucoup d'efforts. Nous sommes devenus allemands monétairement dans les années 1980, ce que nous avons célébré joyeusement, heureux d'avoir un « franc fort » et de renoncer à l'inflation en oubliant son rôle social. En effet, seules l'inflation et la dévaluation pouvaient lisser un peu la conflictualité sociale forte qui caractérise la France. Aujourd'hui nous avons tellement envie de ressembler à tous les autres que l'Allemagne n'aura pas besoin de faire d'efforts pour que nous la rejoignons. En matière de marché du travail nous rêvions d'être danois, en matière d'éducation nous rêvions d'être finlandais ...

« Si l'Allemagne avait perdu la guerre elle a gagné la paix » (Jean-Michel Quatrepoint).

MARIE-FRANÇOISE BECHTEL

Le fédéralisme furtif et punitif est une chose nocive mais un fédéralisme coopératif serait bien pis ! Il s'attaquerait frontalement à la souveraineté des États qui reste le mythe fondateur de l'Union européenne, ce qui d'ailleurs, et fort heureusement, en altère fortement les chances dans le futur ...

THOMAS LAMBERT

La question de Stéphane Rozès aborde des sujets qui me passionnent.

J'étais conseiller du ministre des Affaires européennes pendant la crise de 2009 quand j'ai reçu un Allemand très influent à Berlin. Nous avons eu une discussion très sympathique sur la relance européenne... jusqu'à ce que nous abordions la question de l'asymétrie. Un Français est toujours un peu choqué par le manque d'universalisme de la pensée économique allemande. Si vous, Allemands, êtes trop austéritaires vous engrangez des excédents commerciaux au détriment d'autres pays, lui dis-je très logiquement. Il m'interrompt : « Vous ne comprenez pas que l'Allemagne démocratique de 1948, celle de Ludwig Erhard, l'Allemagne contemporaine, moderne, s'est construite sur l'exigence d'excédent commercial, sur l'exigence d'une discipline budgétaire et sur la force de la monnaie. C'est existentiel ! ».

En 1992 (je n'avais pas encore le droit de vote, je ne suis pas responsable du traité de Maastricht) nous nous sommes « mariés » avec un pays qui fait de cette exigence l'alpha et l'oméga de sa politique. C'est un choix quasiment religieux. C'est une approche du droit qui vient de l'expérience du nazisme. Laisser des marges au politique est pour eux à la racine du désastre du régime nazi, c'est un État de droit où il n'y a pas de droit. Ce sont des choses absolument fondamentales.

Votre question est fascinante : est-ce que les Allemands changent ?

STÉPHANE ROZÈS

C'est en effet une question passionnante d'articulation entre les questions culturelles et économiques qui remonte à Althusius, philosophe allemand, et à la Guerre de Trente ans. La prévalence de la règle est pour les Allemands leur façon de ne pas s'entredéchirer. Les Allemands sont prêts à aller jusqu'à un imaginaire radicalisé, tel le nazisme, dont l'antisémitisme est la voie ultime, pour justifier le traité de Versailles et la République de Weimar.

THOMAS LAMBERT

C'est exactement ce que ce que me disait mon interlocuteur allemand. L'Allemagne est une réalité chaotique que vous les Français vous ne comprenez pas ! L'exigence d'excédent commercial est la manière de discipliner la société allemande. Ce n'est pas une exigence absurde, c'est une exigence pour l'ordre, pour éviter le chaos.

MARIE-FRANÇOISE BECHTEL

Je ne suis pas sûre que nous devions nous obséder sur cette question. Je suis intimement persuadée que tout pays qui a son système économique a l'imaginaire et la culture qui va avec. Ce n'est pas particulier à l'Allemagne, simplement son imaginaire n'est pas le même.

En Égypte il y a eu une commission de la dette dans les années 1880 quand ce pays était extrêmement endetté envers la France et la Grande-Bretagne. Les actions du canal de Suez qui appartenaient au gouvernement d'Égypte ont été transférées au Royaume-Uni qui est devenu propriétaire du canal de Suez. Aujourd'hui, en finances modernes, on parle de *debt equity-swap*, c'est-à-dire effectivement, quand vous êtes très endetté envers des étrangers, votre souveraineté peut être remise en cause. C'est une chose que l'histoire nous apprend.

Concrètement, les Allemands changent-ils vraiment ? On pourrait citer les arrêts de la Cour constitutionnelle de Karlsruhe sur le traité de Lisbonne, sur les OMT, et très récemment encore, le 5 mai 2020, l'arrêt absolument incroyable sur les achats de dette.

Nous avons consacré un séminaire ici même au premier de ces arrêts<sup>3</sup> en invitant Markus Kerber, qui était à l'origine de la procédure, à venir en débattre. J'ai pour ma part rédigé une note sur la position du juge constitutionnel allemand sur le traité de Lisbonne où il dit : « Il n'existe pas de peuple européen »<sup>4</sup>. C'est vous dire l'intérêt que notre Fondation attache à la question.

---

<sup>3</sup> « *De l'arrêt du Tribunal constitutionnel de Karlsruhe du 5 mai 2020 à la relance budgétaire et monétaire* », séminaire organisé par la Fondation Res Publica, le 22 septembre 2020.

<sup>4</sup> « *L'ordolibéralisme allemand, obstacle à la puissance européenne* », commentaire de l'arrêt du Tribunal constitutionnel allemand du 5 mai 2020, par Marie-Françoise Bechtel.

THOMAS LAMBERT

Je pense que les Allemands n'ont pas changé. Le paragraphe du traité de coalition sur le fédéralisme européen est très intéressant. En théorie, un « saut fédéral européen », au sens de la Cour constitutionnelle apparaît très difficile. En effet, la Cour constitutionnelle ne s'oppose pas au transfert du modèle allemand fédéral au niveau européen à condition qu'il existe une vie politique active et qu'il y ait un peuple européen. Or la cour constitutionnelle a affirmé en 2009 qu'il n'existe pas.

MARIE-FRANÇOISE BECHTEL

Et depuis lors la même Cour n'a toujours pas trouvé ce peuple européen.

THOMAS LAMBERT

En conséquence, le fédéralisme financier n'est pas possible, comme les *eurobonds* ne sont pas possibles au nom du principe de démocratie : si l'Allemagne d'aujourd'hui vote une garantie de 600 ou 700 milliards sur les dettes des autres et prend le risque qu'un jour un parlement allemand soit forcé de lever des impôts sur les Allemands pour rembourser la dette à la place des Français, c'est attentatoire à la souveraineté de ce parlement dans 10 ans, 20 ans, 30 ans. Donc on ne peut pas le faire. C'est un argument juridique, ça n'a rien à voir avec de la finance.

Ce fédéralisme financier est contraire au principe de démocratie qui est vraiment le cœur du cœur de la constitution allemande. « Ce n'est pas nous qui l'avons inventé, ce sont les Américains en 1948-1949. » disent d'ailleurs les Allemands.

Il est bon de terminer ce débat sur des questions de souveraineté et de fondamentaux. En effet, si les économistes parlent de choses intéressantes, ce ne sont pas eux qui parlent des choses les plus fondamentales.

Et la souveraineté était ce soir « l'éléphant dans la pièce », comme diraient les Anglais.

Ceci nous fournit la transition avec le prochain colloque : « France-Allemagne : convergences et divergences des intérêts fondamentaux de long terme ».

Vous avez élevé le débat l'un et l'autre à un niveau qui nous a tous séduits, je crois pouvoir le dire.

Nous vous remercions infiniment.

## **PUBLICATIONS RÉCENTES**

### **LA POLITIQUE ÉTRANGÈRE DE LA FRANCE DANS LES DEUX DERNIÈRES DÉCENNIES : BILAN ET PERSPECTIVES**

colloque du 7 décembre 2021

### **ÉCOLOGIE ET PROGRÈS**

Colloque du 24 novembre 2021

### **LA SOUVERAINETÉ ALIMENTAIRE, UN ENJEU POUR DEMAIN**

Colloque du 21 octobre 2021

### **QUELLES INSTITUTIONS POUR DEMAIN ?**

Colloque du 22 septembre 2021

### **LA FORMATION DES PROFESSEURS DES ÉCOLES, UN ENJEU MAJEUR POUR LE XXI<sup>E</sup> SIÈCLE**

Colloque du 19 mai 2021

### **COMMENT PENSER LA RECONQUÊTE DE NOTRE INDÉPENDANCE INDUSTRIELLE ET TECHNOLOGIQUE ?**

Colloque du 13 avril 2021

### **ÉTATS-UNIS : CRISE DE LA DÉMOCRATIE ET AVENIR DU « LEADERSHIP » AMÉRICAIN**

Colloque du 9 mars 2021

### **L'ALLEMAGNE ET LA CONSTRUCTION DE LA STABILITÉ EUROPÉENNE**

Colloque du 10 février 2021

### **ENSEIGNER LA RÉPUBLIQUE**

Séminaire du 20 janvier 2021

### **LA POLITIQUE DE RECHERCHE, ENJEU POUR L'AVENIR**

Colloque du jeudi 26 novembre 2020



**LA CHINE DANS LE MONDE**  
Colloque du mardi 17 novembre 2020

**LE RETOUR DE L'ÉTAT, POURQUOI FAIRE ?**  
Séminaire du mardi 6 octobre 2020

**DE L'ARRÊT DU TRIBUNAL CONSTITUTIONNEL DE KARLSRUHE DU  
5 MAI 2020 À LA RELANCE BUDGÉTAIRE ET MONÉTAIRE : LES CHEMINS  
D'UN LEADERSHIP EUROPÉEN ?**  
Séminaire du mardi 22 septembre 2020

**L'AVENIR DE L'INDE, ENTRE INTÉRÊT NATIONAL ET ASPIRATIONS  
RÉGIONALES ET MONDIALES**  
Séminaire du mercredi 9 septembre 2020

**ISLAMISME (ISLAM POLITIQUE) ET DÉMOCRATIE DANS LE MONDE  
MUSULMAN : QUELLE(S) GRILLE(S) DE LECTURE ?**  
Colloque du mercredi 4 mars 2020

**IRAN, ÉTATS-UNIS, OÙ LA CRISE AU MOYEN-ORIENT NOUS  
CONDUIT-ELLE ?**  
Colloque du mercredi 5 février 2020

**QUELLE RECOMPOSITION POLITIQUE POUR LA FRANCE ?**  
Colloque du mardi 3 décembre 2019

**QUELLE RECOMPOSITION GÉOPOLITIQUE DU CAPITALISME ?**  
Colloque du mardi 5 novembre 2019

**L'IMPACT DES TECHNOLOGIES NUMÉRIQUES SUR LE TRAVAIL ET  
L'EMPLOI**  
Colloque du mardi 24 septembre 2019

**IMMIGRATION ET INTÉGRATION – TABLE RONDE AUTOUR DE  
PIERRE BROCHAND**  
Séminaire du mardi 2 juillet 2019

**DÉFIS ÉNERGÉTIQUES ET POLITIQUE EUROPÉENNE**

Colloque du mardi 18 juin 2019

**L'EURO VINGT ANS APRÈS, BILAN ET PERSPECTIVES**

Colloque du lundi 6 mai 2019

**LA SOUVERAINETÉ EUROPÉENNE, QU'EST-CE À DIRE ?**

Colloque du mardi 16 avril 2019

**LA BAISSÉ DE LA NATALITÉ ET LES PERSPECTIVES DE LA  
DÉMOGRAPHIE FRANÇAISE**

Séminaire du mardi 2 avril 2019

**OÙ VONT LES ÉTATS-UNIS ?**

Colloque du mardi 29 janvier 2019

**SITUATION DE L'ITALIE, RÉALITÉ ET PERSPECTIVES**

Colloque du mercredi 5 décembre 2018

**ORDOLIBÉRALISME, MERCANTILISME ALLEMAND ET FRACTURES  
EUROPÉENNES**

Colloque du lundi 19 novembre 2018

**LE DROIT CONTRE LA LOI**

Colloque du lundi 22 octobre 2018

**L'EUROPE FACE À L'EXTRATERRITORIALITÉ DU DROIT AMÉRICAIN**

Colloque du lundi 24 septembre 2018

**FAKE NEWS, FABRIQUE DES OPINIONS ET DÉMOCRATIE**

Colloque du mercredi 20 juin 2018

**LES NOUVELLES ROUTES DE LA SOIE, LA STRATÉGIE DE LA CHINE**

Colloque du lundi 4 juin 2018



## NOTES ET ÉTUDES :

### Parues récemment :

- **Jean-Éric Schoettl**, conseiller d'État (h), secrétaire général du Conseil constitutionnel de 1997 à 2000, membre du Conseil scientifique de la Fondation Res Publica, « **La souveraineté nationale à l'épreuve de la notion européenne d'État de droit** », février 2022.
- **Sylvain Hercberg**, ancien cadre d'EDF, membre du Conseil scientifique de la Fondation Res Publica, auteur de *Sur le système électrique en France* (l'Harmattan, 2019), « **Le programme de la nouvelle coalition allemande en matière énergétique : enjeux et perspectives** », janvier 2022.
- **Marie-Françoise Bechtel**, présidente de la Fondation Res Publica, et **Benjamin Morel**, président du Conseil scientifique, « **Une V<sup>ème</sup> République rénovée – Les propositions de la Fondation Res Publica** », janvier 2022.
- **Joachim Sarfati**, « **L'Europe de l'armement, vecteur de puissance ou braderie des moyens de notre indépendance** », septembre 2021.
- **Baptiste Petitjean**, ancien directeur de la Fondation Res Publica, « **Allemagne, un sursaut inattendu** », juin 2020.
- **Marie-Françoise Bechtel**, présidente de la Fondation Res Publica, membre du Conseil d'administration de l'IFRI, ancienne parlementaire, Conseiller d'État (h), « **L'ordolibéralisme allemand, obstacle à la puissance européenne** », mai 2020.
- **Anne-Marie Le Pourhiet**, Professeur de droit public à l'Université Rennes 1, membre du Conseil scientifique de la Fondation Res Publica, « **La gestation historique et juridique de la souveraineté nationale et populaire** », mai 2020.
- **Jean-Éric Schoettl**, conseiller d'État (h), membre du Conseil scientifique de la Fondation Res Publica, « **La souveraineté nationale à l'épreuve du droit européen** », mai 2020.
- **Marie-Françoise Bechtel**, présidente de la Fondation Res Publica, membre du Conseil d'administration de l'IFRI, ancienne parlementaire, Conseiller d'État (h), « **L'intégration européenne et la résurgence des nationalismes** », mai 2020.

## NOTES DE LECTURE :

### Parues récemment :

- « **Le nucléaire civil, une industrie d'avenir** », note de lecture de l'ouvrage de Cédric Lewandowski, *Le Nucléaire* (Que sais-je ? 2021), par Guillaume Servant.
- « **La crise du modèle néolibéral et l'avenir du capitalisme** », note de lecture de l'ouvrage de Patrick Artus et Marie-Paule Virard, *La dernière chance du capitalisme* (Odile Jacob, 2021), par Joachim Sarfati.
- « **La recherche française victime d'une contamination militante ?** », note de lecture de l'ouvrage de Nathalie Heinich, *Ce que le militantisme fait à la recherche* (Gallimard, Tracts, 2021), par Joachim Imad, directeur de la Fondation Res Publica.
- « **Le rôle moteur de l'État dans l'innovation** », note de lecture de l'ouvrage de Mariana Mazzucato, *L'État entrepreneur, pour en finir avec l'opposition public-privé* (2015 ; trad. Fayard, 2020), par Guillaume Mars.
- « **L'assimilation et le modèle républicain français** », note de lecture de l'ouvrage de Raphaël Doan, *Le Rêve de l'assimilation* (Passés composés, 2021), par Joachim Imad, directeur de la Fondation Res Publica.
- « **La dépendance aux métaux rares et les contradictions de la transition énergétique et numérique** », note de lecture de l'ouvrage de Guillaume Pitron, *La guerre des métaux rares* (Les liens qui libèrent, 2018), par Joachim Imad, directeur de la Fondation Res Publica.
- « **Assiste-t-on à une renaissance des classes populaires ?** », note de lecture de l'ouvrage de Christophe Guilluy, *Le temps des gens ordinaires* (Flamarion, 2020), par Joachim Imad, directeur de la Fondation Res Publica.
- « **La relation franco-allemande et le problème de l'hégémonie en Europe** », note de lecture de l'ouvrage de Georg Blume, *Der Frankreich-Blues* (Körber, Hambourg, 2017), par Baptiste Petitjean, ancien directeur de la Fondation Res Publica, et Lise Buttin.



## SOUTENEZ LA FONDATION RES PUBLICA !

Pour nourrir sa réflexion et conduire sa mission d'irrigation du débat intellectuel et d'aide à la décision publique, la Fondation Res Publica a besoin du soutien des entreprises et des particuliers. Leur aide est particulièrement précieuse dans un contexte de réduction de l'aide que la Fondation perçoit de l'État, en raison de restrictions budgétaires de plus en plus fortes.

*La Fondation étant reconnue d'utilité publique par décret du 30 décembre 2005, les versements que vous lui accorderez-vous feront bénéficier d'un avantage fiscal conséquent.*

### **Pour les particuliers :**

Impôt sur le revenu (IR) : la loi de finances permet **une déduction de l'impôt sur le revenu de 66 % du montant de vos dons** dans la limite de 20 % du revenu imposable.

Dans le cas d'un don de 1000 euros, vous pouvez déduire 660 euros de votre impôt sur le revenu.

### **Pour les entreprises, les organismes et les associations :**

Impôt sur les sociétés (IS) : la loi de finances permet une déduction de vos dons de l'impôt sur les sociétés (ou IR pour les sociétés de personne), **à hauteur de 60 %**, dans la limite de 0,5 % du chiffre d'affaires HT (report possible durant 5 ans).

Dans le cas d'un don de 10 000 euros, vous pourrez déduire 6 000 euros d'impôt. Votre contribution aura réellement coûté 4 000 euros à votre entreprise.

Un don supérieur ou égal à 200 euros vous permettra par ailleurs de recevoir à votre adresse les « Cahiers » de la Fondation Res Publica.

Avec tous mes remerciements,

Jean-Pierre Chevènement

Contact : +33 (0)1 45 50 39 50 ; [fondationrespublica@gmail.com](mailto:fondationrespublica@gmail.com) ou [benjelloun@fondation-res-publica.org](mailto:benjelloun@fondation-res-publica.org)





FONDATION RES PUBLICA

52, rue de Bourgogne

75 007 Paris

☎ 01.45.50.39.50

[fondationrespublica@gmail.com](mailto:fondationrespublica@gmail.com)

Achévé  
d'imprimer  
en mars 2022