

# Les Forums Mac Mahon

*Organisés par le Centre des  
Professions Financières  
Note de synthèse de la réunion du 6  
novembre 2019.*

*Par Denis KLEIBER,  
Régis de LAROULLIÈRE et Rainier  
BRUNET-GUILLY*

## **« Y a-t-il une limite à l'endettement du secteur public, des entreprises, des ménages dans un contexte de taux très bas voire négatifs ? »**

Depuis des décennies, le sujet de la soutenabilité de la dette publique est en débat, dans notre pays comme dans bien d'autres. En 2006 en France, le rapport Pébereau tirait le signal d'alarme.

Le premier « Forum Mac Mahon » s'est tenu le 6 novembre 2019 dans les locaux du CPF. Ce dernier-né de l'Association se veut être un lieu d'échanges libres, donc n'engageant nullement le CPF, à périodicité mensuelle et prolongeant en quelque sorte le Grand Débat sur des thèmes non traités ou juste effleurés portant en particulier sur des problématiques de long terme.

Une trentaine de membres du CPF s'est réunie sur le thème de « l'endettement dans un contexte de taux très bas ».

Ce vaste sujet a donné lieu à des échanges riches et fournis. Sont repris ci-après les principaux constats, les multiples interrogations et les quelques idées de

solutions qui ont émergé de ce premier débat.

## **Constats**

Quelques données chiffrées sont rappelées en préambule du débat :

À fin 2018, la dette publique totale française atteignait 2 315 milliards €, soit 98,4% du PIB, montant se décomposant en dette de l'Etat de 1842 milliards €, dette des organismes divers de l'administration centrale de 63 milliards €, dette des administrations publiques locales de 205 milliards € et dette des organismes de sécurité sociale de 205 milliards €.

Toujours à fin 2018, l'endettement des entreprises et des ménages en France représentait 133% du PIB, soit 3100 milliards €, taux à comparer au taux moyen de la zone euro (118,7%) et aux taux de l'Allemagne (92,4%), du Royaume Uni (151,7%), du Japon (151,8%) et des États-Unis (148%).

L'endettement de l'État en France a pour origine les déficits continus depuis plus de 40 ans du secteur public ainsi que les besoins croissants du secteur social.

Ce qui s'est passé au Japon depuis près de trente ans est à considérer avec sérieux, car pouvant annoncer ce qui pourrait arriver aux économies européennes : une économie très endettée (une dette de plus de 2 fois le PIB mais quasi exclusivement portée par les Japonais eux-mêmes, ce qui rend la problématique moins prégnante que dans les pays européens - en France, la dette est détenue à 60% par les étrangers-) devenue exsangue, avec une industrie sur une pente descendante.

L'expression « taux d'intérêts négatifs » n'a pas réellement de sens économique. Il faudrait trouver une autre manière de qualifier ce constat pour faire progresser les idées. Ne serait-ce pas plutôt une sorte de taxe sur l'épargne ?

La dette de l'État est toujours mise en avant alors même que la dette des ménages et des entreprises fait l'objet de peu de

communication. Elle est pourtant plus importante (133% du PIB).

Les comparaisons entre pays sont difficiles à mener, les situations étant différemment comptabilisées ; ainsi, les problèmes de financement des retraites vont se poser de manière aiguë dans les 10 ans à venir par exemple en Allemagne et en Grande Bretagne. Ils ne sont pour l'instant qu'inscrits en hors bilan et risquent donc d'alourdir singulièrement le niveau de la dette au moment où la problématique se matérialisera.

La situation actuelle euthanasie progressivement les rentiers et conduit à un déficit d'investissements en infrastructures. L'État n'a plus les moyens de financer tous les transferts sociaux ni de financer tous les investissements indispensables pour la transition énergétique.

Il y a une fatalité de la dette publique... « ce n'est pas grave car on n'a pas la solution »!

Rappelons l'interrogation de Jacques de Larosière : depuis 20 ans, le taux d'endettement sur PIB a crû alors que dans le même temps le taux d'investissement sur PIB a baissé. N'y aurait-il pas cause à effet ?

La dette ne finance pas les investissements mais les transferts sociaux ; c'est aberrant sur un plan économique.

En Italie, pays plus lourdement endetté que la France, le PIB/ habitant n'a pas bougé depuis 20 ans.

Nous avons perdu le sens du débat sur les problèmes monétaires ( cf la grave crise financière en Grèce dans les années 2010).

L'expression monétaire de la dette est à mettre au regard de la valorisation des actifs sous-jacents. Se pose le problème du système de la valorisation donnée aux marchandises sur les marchés à terme ( flash trading, promesses qui circulent mais ne sont pas liquides).

Depuis 40 ans, les taux d'endettement d'État sur PIB n'ont fait que croître, passant par exemple de 40% à 200% pour le Japon.

Les taux faibles/ négatifs mettent en péril les épargnants, les banques et les assureurs.

La BCE, poussée par les Allemands, n'a en ligne de mire que l'inflation. C'est une posture anachronique qui ne permet pas de faire face aux défis à venir.

Les taux proches de 0 incitent les acteurs économiques (les entreprises en particulier) à s'endetter, non pour investir, mais pour réduire leur capital afin d'en améliorer le rendement. Ce comportement est favorisé par la peur du risque de l'épargnant. Aussi, faudrait-il éduquer celui-ci pour qu'il accepte de prendre des risques pour avoir une rémunération.

## **Principales questions**

Pourquoi en sommes-nous arrivés là ?

Quelle redistribution de l'État providence souhaite-t-on ? (Santé, éducation, retraite,...)

A quoi sert la dette ? Aux dépenses courantes ou aux investissements ?

Dans quel état allons-nous laisser la situation d'endettement à nos enfants ?

Quelle est la vision de la jeunesse sur ce sujet ? Cette génération est, pour l'instant, curieusement muette sur ce thème.

Le niveau de dette est tout relatif. Quelle est la justification théorique du taux limite de 60% de la Dette/PIB ? En France, ce taux est allègrement dépassé depuis 35 ans sans que des conséquences lourdes aient pu être mesurées jusqu'à présent.

Qui va investir dans les infrastructures, pourtant indispensables, s'il n'y a pas de rendement de ces investissements ?

Quels sont les bénéficiaires et quels sont les perdants de cette situation d'endettement généralisé et de taux bas ( ou négatifs) ?

Que faire pour rendre soutenable cette dette ?

Sur qui pèsera le poids de l'ajustement ?

Quel est l'impact des nouveaux instruments monétaires (crypto monnaies) sur la politique monétaire ?

Quel est le rôle du Shadow banking dans l'accroissement de l'endettement ?

Comment beaucoup de pays pourraient-ils boucler leur budget s'il n'y avait pas le niveau très bas de taux que l'on connaît actuellement ?

Où retrouve-t-on les 2400 milliards € de quantitative easing de la BCE ? Dans l'économie ou dans la bulle immobilière ?

Quel est l'endettement responsable (ou soutenable) ?

## *Solutions esquissées*

Nous pouvons admettre de nous endetter si la rentabilité de ce qui est financé est supérieure au coût de la dette.

Pour résoudre le surendettement, conséquence des turpitudes faites en termes de dette de fonctionnement, l'alternative suivante s'offre à nous : ou nous remboursons la dette ou nous la diluons dans un plus grand ensemble, par exemple au niveau européen ; mais les pays qui ont été les plus rigoureux vont ils l'accepter ?

Enfin, nous pouvons également envisager d'allonger la durée du remboursement de la dette, en comptant sur un delta positif entre le taux d'inflation et les taux d'intérêts.

Depuis 40 ans, les taux d'endettement sur PIB des États n'ont fait que croître. Si les taux d'intérêts n'augmentent pas, pas de problème majeur en France : le poids des intérêts de la dette de l'Etat est resté quasi stable sur la période ! On pourrait même argumenter qu'au niveau actuel des taux d'intérêt, le renouvellement progressif de la dette va en faire baisser la charge !

Pour les pays en économie ouverte, il est difficile de mettre en œuvre les solutions (rééchelonnement, franchise, annulation partielle,...) habituelles des Club de Paris et Club de Londres. Le problème est que nous ne disposons pas de la théorie sur ce qui se passe depuis 10 ans, notamment dans le contexte actuel de taux.

Nous n'avons donc pas les outils et cela fait 10 ans que nous faisons face aux mêmes problèmes sans trouver de solutions.

Il faut donc imaginer des outils nouveaux. 3 pistes de réflexion ont été mentionnées à cet égard :

1. L'une avec les outils de la théorie des jeux en envisageant deux scénarios.
  - Dans le premier scénario, les taux ne remontent jamais. Dans ce contexte hypothétique favorable, la capacité d'endettement n'a pas de limites financières et la dette augmentera tant que les prêteurs accepteront de

renouveler leurs encours, voire de les accroître. C'est le spread qui servira de pilotage.

- Dans le deuxième scénario, les taux d'intérêts remontent à un moment ou à un autre. Les pays les plus endettés se trouvent alors en défaut, avec les conséquences connues (cf. l'exemple récent de la Grèce). Une ligne de conduite possible est alors de se dire que, tous les pays ne faisant pas faillite, le système financier international arrivant finalement à trouver des solutions, il convient de ne pas être parmi les pays les plus endettés, mais plutôt de se trouver à l'abri dans le gros du peloton. Ceci est également vrai pour les acteurs privés : ne pas être le plus exposé au moment où se déclenche la crise permet de survivre jusqu'à ce que des mesures sauvant le système soient prises.

2. Une autre approche par les stress tests est envisageable. Pourquoi ne pas suggérer que les États, à l'instar de ce qui a été imposé aux banques, rendent publics les résultats d'études ou de tests sur la soutenabilité de leur trajectoire d'endettement, permettant ainsi des comparaisons de résilience ?

3. Une troisième approche serait de donner la parole à ceux qui ont ou auront à assumer les conséquences de l'endettement public. Autrement dit demander aux électeurs d'aujourd'hui et aux électeurs de demain ce qu'ils pensent de l'évolution des déficits et de l'endettement de leur pays...Une manière de pousser les pouvoirs publics à agir !