

---

## Débat d'experts octobre 2021

### *La dette publique française, un actif risqué ? Que nous apprend l'Histoire ?*

---

1. Des comparaisons historiques des chiffres de la dette ont été données ; prenez-vous en compte les engagements hors bilan des États ? Si non quels sont vos commentaires ?

Francis JAISSON : Non, nous ne prenons pas en compte les engagements hors bilan dans ce chiffrage. En l'occurrence, pour la France si nous tenons compte à la fois des garanties accordées par les administrations publiques, si nous prenons en compte l'encours des passifs d'entités qui sont sous contrôles de ces mêmes administrations et si on y ajoute les 140 milliards € de Prêt Garanti par l'État le ratio dette sur PIB s'élève à plus 195%. Vous êtes d'accord Monsieur Baubeau ?

Patrice BAUBEAU : Oui, au moins ! Il y a aussi la retraite des fonctionnaires et je suis bien placé pour en parler, car je suis moi-même fonctionnaire ! Mais même en tenant compte du recyclage de cotisations sociales versées par ces mêmes fonctionnaires, il y a un supplément de dette considérable.

- Ghislaine BAILLY : Vous l'évaluez à combien ?

Patrice BAUBEAU : Je ne sais pas l'évaluer mais les données que j'ai pu voir, il ne faut pas prendre la donnée brute, car les fonctionnaires payent les cotisations sociales. Le chiffre net serait autour de 500 à 600 milliards d'euros.

Donc c'est quand même considérable, en plus de la dette au sens de Maastricht.

- **Ghislaine BAILLY: Pour un PIB qui est autour de 2 300 milliards d'euros.**

Patrice BAUBEAU : Oui c'est ça, l'impact est donc non négligeable. Et c'est vrai que lorsqu'on regarde en longue durée, l'un des problèmes que l'on a c'est effectivement de délimiter l'espace de la dette publique car en longue durée on ne peut pas appliquer les critères de Maastricht, on doit se concentrer sur la dette de l'État central qui est la seule pour laquelle on a des données à peu près continues.

## **2. Comment expliquer la perception différente de la dette entre des pays comme la France et l'Allemagne, par l'histoire ?**

Patrice BAUBEAU : Expliquer par l'histoire relève le plus souvent de deux genres assez différents : recourir à des sortes d'invariants qui auraient été inscrits par l'histoire ou par des événements traumatiques dans la mémoire des peuples et des nations (1) ; restituer des évolutions et des dynamiques déployées dans le temps (2).

### **(1) Traumas et cultures nationales**

De manière générale, en matière financière, toutes les explications à base de traumas ou de nature culturaliste (les Français sont..., les Allemands sont...) se sont révélées fausses. Quelques exemples l'illustrent :

- Pendant longtemps, on a expliqué, même des historiens supposément sérieux, que les Français (on s'intéressait peu aux Françaises) avaient été traumatisés par l'expérience de Law ou par l'épisode des assignats, ce qui expliquerait le retard français en matière bancaire et financière. Or les recherches ont montré que non seulement les Français n'avaient jamais manifesté de méfiance générale à l'égard des banques ou des

\*Note de l'auteur : Ces questions sont plus spéculatives que les précédentes – et les réponses proposées le sont davantage aussi. Mais les enjeux sont tels que je préfère livrer une opinion, même fausse, que de me cacher derrière mon ignorance. Je vous prie de m'en excuser.

titres d'État, sauf épisode spécifique, mais que les innovations monétaires et financières s'y étaient rapidement acclimatées. En fait, on a confondu les discours complaisants de groupes d'intérêt avec l'opinion publique.

- On associe aujourd'hui les Français à un « peuple cigale » tandis que le sérieux allemand fonderait un esprit d'épargne guère éloigné du *Beruf* protestant décrit par Max Weber dans *L'Éthique protestante et l'esprit du capitalisme*. Or à la fin du XIX<sup>e</sup> siècle, à l'époque où écrit Weber, la France accumule les excédents des paiements, réduit sa dette publique en proportion de sa richesse nationale et accumule une épargne nationale considérable – comme l'ont démontré les travaux de Thomas Piketty. L'une des contreparties de cette épargne est évidemment la dette publique française, dont le montant, rarement discuté avant 1913 et plutôt de manière positive, est également considérable. La « réputation » du Français est alors celle d'un accumulateur obsessionnel d'épargne et d'un thésaurisateur d'or : les réserves publiques et privées du métal jaune sont alors parmi les plus élevées au monde.

Bref, même s'il y a des cultures nationales ou régionales, ces dernières se traduisent en actes en fonction des circonstances, des opportunités et des contraintes et ne sont en aucun cas des caractères permanents. Un bon exemple en est fourni par le terme même de « *Schuld* » qui renvoie aussi bien à dette qu'à faute ou à responsabilité en allemand. Cela facilite clairement le discours moralisateur sur la dette publique, qui s'est particulièrement déployé durant la crise de la dette publique grecque, spécialement dans les discours de Wolfgang Schäuble. Mais en français, la notion de « charge » renvoie à une polysémie similaire : les charges de la dette publique sont aussi celles qui pèsent contre l'accusé ou qui freinent le libre mouvement de l'entrepreneur. On peut donc retrouver des symétries. Mais ce qui compte est la manière dont, à telle époque, ces polysémies vont ou ne vont pas être mobilisées en vue d'un objectif.

\*Note de l'auteur : Ces questions sont plus spéculatives que les précédentes – et les réponses proposées le sont davantage aussi. Mais les enjeux sont tels que je préfère livrer une opinion, même fautive, que de me cacher derrière mon ignorance. Je vous prie de m'en excuser.

## (2) Les dynamiques historiques

S'il n'y a pas d'invariants historiques ou anthropologiques clairs sur ces phénomènes, il faut donc recourir aux dynamiques historiques.

France et Allemagne ont une histoire commune de défaut sur la dette publique. L'Allemagne a fait deux fois défaut au XXe siècle : après la guerre de 1914, après celle de 1945 et les deux fois tant à l'égard des épargnants intérieurs (1924 et 1945) que des créanciers étrangers (1931 et 1948/1953). La France a fait également deux fois défaut au XXe siècle. D'abord à l'égard des épargnants intérieurs en 1928 - même si ce défaut a en fait été étalé sur toute la période d'inflation qui va de 1914 à 1926 (il n'y a pas d'épisode hyperinflationniste à l'allemande) et extérieurs en 1931/1935 (sur la seule partie des dettes interalliées non remboursée, essentiellement à l'égard des Etats-Unis). Puis à l'égard des épargnants intérieurs durant la phase de très forte inflation de 1944 à 1948. S'il n'y a pas défaut sur la dette extérieure, cela doit être nuancé par deux ressources : l'abandon des créances de change allemandes accumulées pendant la 2e guerre mondiale et l'occupation, puis les apports en capitaux américains (Prêt-bail puis plan Marshall).

La différence entre les deux pays se situe donc moins là que dans le rapport établi entre dette publique et stabilité monétaire. Deux fois l'Allemagne a fait l'expérience d'une disparition de sa monnaie, de la valeur de sa monnaie, en même temps que s'effondrait le crédit de l'Etat : en 1923 et en 1945. La seconde fois, la monnaie a été recréée en 1948 par les forces d'occupation et a précédé la création de l'Etat allemand, la RFA, en 1949 : on pourrait presque dire que l'Allemagne moderne et démocratique est fille de la réforme monétaire alliée, tandis que dans la plupart des pays, l'Etat précède la monnaie. En France au contraire, c'est l'extinction de la dette d'Etat ou sa régularisation qui a consolidé la confiance dans la monnaie, tant en 1928 qu'en 1952 (emprunt or Pinay). Il n'y a donc pas de relation négative entre dette publique et monnaie, mais plutôt entre dette à court terme (bons du Trésor et surtout avances de la Banque de France) et monnaie, tandis que la relation entre dette publique à long terme et monnaie n'a jamais posé de problème au XXe siècle. En somme, en France, tant que la dette publique est

\*Note de l'auteur : Ces questions sont plus spéculatives que les précédentes – et les réponses proposées le sont davantage aussi. Mais les enjeux sont tels que je préfère livrer une opinion, même fautive, que de me cacher derrière mon ignorance. Je vous prie de m'en excuser.

placée et financée de manière orthodoxe – sur des marchés libres et par de l'épargne préalable – la dette est jugée saine, quel que soit son montant. Ce n'est pas le cas en Allemagne où, de surcroît, la monnaie fait un peu figure de maîtresse de l'ordre social – un modèle que Jacques Rueff n'a jamais réussi à inscrire dans le cadre français.

### 3. Vous aviez déjà présenté une vision "patrimoniale" lors d'un PEF, mais est-ce que vous avez un avis sur cette approche, tenant compte notamment des actifs liquides et mobilisables de l'État, pour approcher une vision plus bilancielle ? (mais ce n'est probablement qu'un élément partiel d'analyse)

**\*Patrice BAUBEAU :** C'est une question très importante, parce que cela oblige à considérer que la dette n'est pas seulement un poids, mais aussi une ressource, un actif, un moyen de modifier l'équilibre temporel ou de risque d'un portefeuille ou d'un patrimoine. Avec trois collègues nous avons tenté, dans un article portant sur la crise financière de 1929 en France, d'apporter une lecture bilancielle. D'abord, c'est très approximatif, parce qu'évidemment ce qui est la créance de l'un est la dette de l'autre. Cela implique que si l'on identifie mal les éléments en cause, on peut se tromper sur les liaisons de bilan et en donner une image très fautive. Surtout, une créance peut servir à créer de nouveaux titres et ce phénomène a connu une croissance vertigineuse depuis 1929 !

Donc sur le fond, oui, ça reste une approche qui me paraît fondamentale – nous avons montré en particulier que la lecture bilancielle de la crise de 1929 aboutissait à cette conclusion que les portefeuilles des institutions financières s'étaient fortement allégés en créances sur les entreprises et renforcés en créances sur l'Etat et autres actifs liquides (en particulier des créances sur la banque centrale et des devises) ce qui avait accentué l'impact macroéconomique de la crise financière. Il y a donc une forme possible d'effet d'éviction lorsque la course à la sécurité favorise excessivement la dette publique par rapport à la dette privée.

\*Note de l'auteur : Ces questions sont plus spéculatives que les précédentes – et les réponses proposées le sont davantage aussi. Mais les enjeux sont tels que je préfère livrer une opinion, même fautive, que de me cacher derrière mon ignorance. Je vous prie de m'en excuser.

Est-ce que l'on pourrait dupliquer cette analyse pour l'époque contemporaine et identifier des facteurs de fragilité ? Ce serait en tout cas intéressant alors que la question de la structure des actifs des organismes financiers est au cœur des réflexions depuis au moins les crises du début des années 1990, avec des évolutions que l'historien a parfois du mal à comprendre – notamment une allergie au risque qui semble confondre sécurité et liquidité. Il y a dans le rapport Pébereau de 2005 des éléments intéressants à ce sujet, de même que dans quelques articles qui ont critiqué les directives sur les instruments financiers.

#### 4. Un État devrait-il faire de l'excédent budgétaire ?

Il ne me semble pas que l'excédent budgétaire serve à rembourser la dette, au contraire de la plupart des ménages (on peut corriger cela par l'idée du « revenu permanent » ou du « cycle de vie » qui voit se succéder des périodes de besoin structurel de financement et d'excédent structurel de financement). Au mieux, c'est un outil d'intervention publique lorsque l'on veut réduire la place de l'Etat dans la vie de la nation. Il peut d'ailleurs tout à fait s'agir d'un objectif légitime de politique publique.

En effet, contrairement à un ménage, un Etat peut rembourser sa dette tout en accumulant des déficits :

- Soit qu'en termes nominaux le déficit alimente une inflation qui vient réduire la dette – c'est en partie ce qu'il se passe entre 1940 et 1951 en France
- Soit qu'en termes relatifs le déficit budgétaire contribue à une croissance économique supérieure à l'augmentation de la dette publique – dans ces conditions, même si la dette augmente en valeur absolue, son volume relatif et le poids de son service dans les dépenses publiques peut décroître, comme cela a été le cas en France entre 1895 et 1913. A cette époque, on a même assisté à un cercle

\*Note de l'auteur : Ces questions sont plus spéculatives que les précédentes – et les réponses proposées le sont davantage aussi. Mais les enjeux sont tels que je préfère livrer une opinion, même fautive, que de me cacher derrière mon ignorance. Je vous prie de m'en excuser.

vertueux, puisque le taux sur la dette publique a diminué alors même que la croissance économique accélérât.

Bref, en moyenne durée (plus de 10 ans), il ne me paraît pas que l'excédent budgétaire soit le meilleur instrument du remboursement de la dette. A court terme en revanche, c'est presque le seul. A long terme enfin, la question du remboursement de la dette devient secondaire par rapport à d'autres enjeux, tels que les enjeux de souveraineté ou de durabilité.

## 5. Plus généralement peut-on également ajouter les effets "multiplicateurs" de dettes liées à de l'investissement (recherche, voire social) sur les retours probables liés à cette dette sur le long terme : consommation, épargne... ?

\*Patrice BAUBEAU : De mon point de vue d'historien, votre question soulève deux problèmes :

- Comment accepter d'investir dans des « capitaux », en particulier des capitaux humains, dont il est impossible a priori de calculer le retour sur investissement ? Malgré les réflexions développées déjà par Pigou dans l'entre-deux-guerres, on a du mal à se défaire d'une vision dans laquelle les dépenses d'éducation relèvent de la « consommation » et pas de « l'investissement ». Cela bloque ce type d'investissement quand la décision repose plus ou moins sur des formules d'actualisation.
- Ce type d'investissement répond à des horizons temporels très différents des investissements en matériels ou en équipements. Ce qui signifie d'une part qu'ils sont très risqués (liquidité / spécificité des actifs) pour des entreprises privées ou des marchés, et que d'autre part on ne peut pas facilement les comparer aux autres investissements, ce qui nous ramène au point précédent.

\*Note de l'auteur : Ces questions sont plus spéculatives que les précédentes – et les réponses proposées le sont davantage aussi. Mais les enjeux sont tels que je préfère livrer une opinion, même fautive, que de me cacher derrière mon ignorance. Je vous prie de m'en excuser.

Ce qui est intéressant dans l'effort d'investissement, somme toute limité, consenti par la IIIe République quand elle est devenue « républicaine », en 1878-1879, c'est au fond qu'aucun calcul n'a été réalisé à l'époque, ou plutôt que le calcul était moral, politique : la République ce sont des citoyens actifs ; des citoyens actifs, ce sont des citoyens informés ; des citoyens informés ce sont des citoyens scolarisés, alphabétisés. Je ne sais pas (mais j'espère) si l'on serait capable aujourd'hui, d'un tel choix moral, éthique et financier à longue portée, qui équivaut un peu à un saut dans l'inconnu d'un point de vue économique. On voit bien aujourd'hui que l'information n'empêche pas la diffusion et l'adhésion aux *fake news* par exemple. Donc quel serait le motif éthique ou politique d'un tel effort financier en dehors d'un calcul de rentabilité ? Les débats, très partisans, sur la laïcité ou sur l'islamo-gauchisme ne me semblent pas très mobilisateurs, d'autant qu'ils aboutissent à accuser les principaux intéressés, enseignants « démissionnaires » ou universitaires « gauchistes ». Pourtant ce sont bien des investissements de nature générale, c'est-à-dire dont l'éventail d'application est très large, comme la santé, l'éducation, la communication qui ont joué un rôle d'accélérateur de la croissance au XIXe et au XXe siècle.

## 6. Comment peut-on envisager la normalisation ou la gestion de la dette publique? Plus d'imposition, transformation en dette perpétuelle ?

Lorsque les taux baissent, l'allongement de la durée de la dette présente de très nombreux avantages. Et la dette perpétuelle remplace le service (rémunération + amortissement) par la seule question de la rémunération, en supprimant en plus l'enjeu du renouvellement (roll over) de la dette. La question évidemment est celle de l'acceptabilité d'une telle pratique, qui repose en partie sur le différentiel d'horizon de l'Etat (potentiellement infini) et des individus (contraints par des cycles d'épargne et de désépargne). Néanmoins, ce type d'interrogation n'est pas nouveau : le XIXe siècle français

\*Note de l'auteur : Ces questions sont plus spéculatives que les précédentes – et les réponses proposées le sont davantage aussi. Mais les enjeux sont tels que je préfère livrer une opinion, même fautive, que de me cacher derrière mon ignorance. Je vous prie de m'en excuser.



a violemment débattu de la question de la « conversion » c'est-à-dire de la légitimité de l'Etat à remplacer une dette ancienne à taux nominal élevé par une dette nouvelle à taux nominal faible. Ce débat a été prolongé à partir des années 1870 par celui de l'imposition des revenus tirés de cette dette d'Etat, débat très violent entre 1910 (réflexions sur l'impôt progressif sur le revenu et la loi militaire de trois ans) et 1928 (stabilisation Poincaré et amortissement de la dette consolidée issue de la Première Guerre mondiale). La question n'est donc pas seulement économique, elle est aussi sociale et politique.

### 7. Ne peut-on pas considérer aujourd'hui que le rôle de la BCE, en achetant la dette des États de la zone Euro, est de cantonner cette dette ?

Et d'ailleurs cette pratique peut-elle entamer la confiance envers la BCE ?

**Francis JAISSON** : Je peux faire un premier commentaire. Alors c'est vrai que nous avons abordé la question de l'annulation de la dette. Ce sont des idées qui sont reprises aujourd'hui et qui vont de pair avec cette idée de cantonnement possible ou pas. Les économistes débattent de cette question. Mais je pourrais faire une remarque sur la deuxième partie de cette question. Est-ce que cette pratique entame la confiance envers la Banque centrale européenne ? Je crois que l'on peut dire que ce programme d'achat d'actifs a un certain nombre d'inconvénients. Le premier d'entre eux est que cela tronque le prix du risque, mais aussi que cela provoque des distorsions dans la valorisation des actifs et pose la question de la confiance dans la monnaie unique. Qu'en pensez-vous ?

**Patrice BAUBEAU** : Ce sont des questions très intéressantes, notamment parce que nous avons assisté après la première guerre Mondiale à la mise en place de mécanismes qui ont permis d'annuler la dette publique. Mais ces mécanismes sont passés par des logiques comptables, c'est-à-dire qu'à cette époque-là, la valeur de la monnaie était supposée être garantie par

\*Note de l'auteur : Ces questions sont plus spéculatives que les précédentes – et les réponses proposées le sont davantage aussi. Mais les enjeux sont tels que je préfère livrer une opinion, même fautive, que de me cacher derrière mon ignorance. Je vous prie de m'en excuser.

un stock d'actifs réels (des métaux précieux, de l'or...) et donc cet or était évalué suivant une valeur conventionnelle fixée par la loi.

Lorsque par exemple, en juin 1928, Raymond Poincaré met en œuvre sa réforme monétaire, il va fixer la valeur du Franc Poincaré à 1/5ème de sa valeur de 1914 et donc mécaniquement la valeur des actifs réels de la Banque de France est réévaluée de 500%.

Et donc, ce gain nominal qui est fait entre l'ancienne valeur des actifs et la nouvelle valeur est approprié par l'État, par le Trésor Public, pour effacer, à l'actif de la Banque, la partie de cet actif qui consiste en créances sur l'État, c'est-à-dire, la dette à court terme et moyen terme détenue par la Banque. Elle est en quelque sorte compensée par l'augmentation de la valeur nominale des actifs réels de cette même Banque centrale. Donc en fait, c'est une opération comptable, qui permet d'équilibrer un rapport d'actif et passif.

Il y a bien un appauvrissement global de la nation, qui est compréhensible par tout le monde et il met tous les acteurs sur le même plan d'une certaine façon. Il fait payer tout le monde à travers l'enregistrement de l'affaiblissement de la valeur de la monnaie.

Ça a été tellement efficace, que cette modalité est inscrite dans la loi à partir de 1936, de la dévaluation de 1936, et cela va se répéter à chaque fois que le Franc va se dévaluer et cela arrivera souvent, jusqu'au début des années 70 où cela va se compliquer à cause des engagements internationaux de la France. Et c'est une des raisons pour lesquelles la dévaluation devient de moins en moins rentable pour l'économie française à partir des années 70 parce que ce phénomène de compensation qui permet d'annuler une partie de la dette de l'État en échange d'une réévaluation d'une partie des actifs de la Banque perd son efficacité.

- **Ghislaine BAILLY : Est-ce que ce n'est pas lié au décrochage du dollar à l'or ? Cette difficulté dans l'efficacité de la dévaluation ?**

\*Note de l'auteur : Ces questions sont plus spéculatives que les précédentes – et les réponses proposées le sont davantage aussi. Mais les enjeux sont tels que je préfère livrer une opinion, même fautive, que de me cacher derrière mon ignorance. Je vous prie de m'en excuser.

**Patrice BAUBEAU** : C'est surtout lié à la mise en place d'un système multilatéral, avec des systèmes de réserve internationale et d'obligations internationales de participer à ce système de réserve internationale. Si la valeur du Franc baisse, il faut compenser cette baisse en versant davantage aux organisations multilatérales et ce n'est donc pas intéressant. On voit bien que cela a été très efficace pour supprimer de la dette, mais il n'y avait pas véritablement de cantonnement.

Aujourd'hui, la logique c'est davantage une logique de cantonnement et donc cela pose la question de la confiance et du prix du risque. Un autre aspect intéressant qui s'est passé, notamment à partir de 1944, c'est que l'on a segmenté le marché financier, on a donc deux prix du risque différents :

- un prix du risque sur les actifs publics qui sont gérés par des modalités de ventes, d'achats et de marchés spécifiques avec notamment des obligations de détention, pour un certain nombre d'acteurs, de la dette publique, donc le marché est artificiellement maintenu à un niveau minimal élevé.
- Et puis les autres actifs financiers. Alors il faut bien voir que l'une des contreparties de ce système a été, ce qu'on appelle, les phénomènes de « crowding out » c'est-à-dire d'élimination de l'accès des opérateurs privés aux ressources du marché financier. En recréant un marché financier unifié dans les années 80, on a mis fin à cela.

Mais du coup, le problème du cantonnement de la dette publique et de la différenciation entre le taux sur la dette publique et le taux sur les autres types d'actifs se pose de manière cruciale, ce qui n'était pas le cas avant.

## 8. La banqueroute des 2/3 de 1797 serait-elle applicable aujourd'hui via la BCE ... ?

\*Note de l'auteur : Ces questions sont plus spéculatives que les précédentes – et les réponses proposées le sont davantage aussi. Mais les enjeux sont tels que je préfère livrer une opinion, même fautive, que de me cacher derrière mon ignorance. Je vous prie de m'en excuser.

**Patrice BAUBEAU :** Cela paraît assez inimaginable pour deux raisons principales :

- Les niveaux de dette publique sont trop disparates au sein de l'Eurozone, ce qui conférerait un avantage à certains pays par rapport à d'autres
- Les différentiels de dette publique sont assez bien corrélés aux soldes dans Target 2 et donc au fonctionnement même de l'Eurozone

D'autre part, comme la dette publique détenue par le SEBC est de même nature que la dette publique négociée sur les marchés, on peut craindre un effet négatif (même si la raréfaction du stock de dette publique pourrait avoir un effet positif) sur la crédibilité de cette dette, laquelle sert d'actif étalon pour de nombreux organismes financiers et de support d'épargne pour des centaines de millions d'Européens ou non.

Enfin, les épisodes antérieurs d'annulation de dettes publiques logées dans les banques centrales ont le plus souvent reposé sur une opération de compensation au sein du bilan, notamment entre actifs en réserve et dettes publiques, à l'occasion d'une réévaluation nominale de ces actifs en réserve. Or aujourd'hui, comme les devises sont « fiat », la revalorisation nominale à attendre serait nulle. En fait, la seule « contrepartie » à la dette publique, ce sont les billets de banque et les comptes créditeurs du SEBC, et on voit mal comment rappeler ces liquidités pour les compenser avec les dettes publiques, à moins d'une opération de conversion autoritaire, comme par exemple l'échange des billets de 5000 F en France en 1948 ou la réforme monétaire allemande cette même année.

En tout état de cause, la dette cantonnée dans le SEBC signifie deux choses :

- L'actif public demeure sans risque puisque si le risque augmente, la BCE en rachète
- La pression sur les finances publiques demeure faible, puisque la BCE peut se contenter de taux faibles sur ces dettes

\*Note de l'auteur : Ces questions sont plus spéculatives que les précédentes – et les réponses proposées le sont davantage aussi. Mais les enjeux sont tels que je préfère livrer une opinion, même fautive, que de me cacher derrière mon ignorance. Je vous prie de m'en excuser.

Ces deux éléments sont favorables à une attrition progressive de la dette publique. Mais ils ne résolvent en rien les problèmes des marchés financiers face à des taux réels nuls ou négatifs. La solution après la Seconde Guerre mondiale avait consisté à segmenter les marchés financiers pour limiter la contagion des taux, avec le défaut de remplacer les mécanismes d'allocation par les prix par des mécanismes d'allocation par les quantités, au risque d'effets d'éviction massifs et d'inefficacité dans l'allocation des capitaux. Ce qui avait minimisé ces risques était la formulation d'une stratégie de moyen terme claire, car fondée sur une trajectoire simple imitée du modèle américain. Est-il possible aujourd'hui de définir une trajectoire de ce type, minimisant les risques de compartimentage des marchés financiers ?

### **9. Le risque sur la dette ne se sera-t-il pas à nouveau plus prégnant, dans les prochains mois, avec la résurgence d'une inflation ?**

**Patrice BAUBEAU :** C'est une question qui est compliquée. Parlons-nous du stock de la dette, à mon avis le risque est faible, c'est à la Banque centrale.

Ou parlons-nous de l'émission de la dette nouvelle pour se substituer à la dette qui arrive à échéance. Et donc nous avons deux enjeux :

L'allongement des maturités : avec des taux très faibles, on a intérêt à allonger les maturités de la dette. Et c'est d'ailleurs ce que l'on observe, la maturité de la dette française a beaucoup augmenté depuis une vingtaine d'années.

Et d'autre part, est-ce qu'avec les taux actuels on peut assurer à la fois le service et le roll-over de la dette qui vient à échéance. Tant qu'il y a une garantie d'achat par la Banque centrale européenne et tant qu'elle est peu sensible aux taux, il n'y a pas de raison qu'il y ait de problème. Le problème se posera si la BCE exige que le rendement sur la dette publique qu'elle achète corresponde à une norme qu'elle sera seule en mesure de fixer.

- **Ghislaine BAILLY :** En clair, la clé est entre les mains de Christine LAGARDE.

\*Note de l'auteur : Ces questions sont plus spéculatives que les précédentes – et les réponses proposées le sont davantage aussi. Mais les enjeux sont tels que je préfère livrer une opinion, même fautive, que de me cacher derrière mon ignorance. Je vous prie de m'en excuser.

Patrice BAUBEAU : C'est ça, et de ce que l'on estime être une monnaie saine.

## 10. En période de surendettement des États, les désendettlements sont souvent liés à des répressions monétaires ou fiscales.

La croissance vertueuse qui permet le désendettement de l'État sans conséquence négative pour les autres agents économiques est-elle possible ?

Patrice BAUBEAU : D'abord clairement sur la deuxième question, il n'y a pas de désendettement possible sans effet redistributif donc il y a forcément des gagnants et des perdants. C'est inévitable et c'est une situation qu'il faut aborder de front. Il y a eu des épisodes de remboursement vertueux dans le passé qui sont très intéressants de ce point de vue-là. Sur l'histoire de France depuis 1815, il n'y a qu'une seule phase durant laquelle on a, malgré l'augmentation du stock nominal de la dette, une diminution du rapport dette sur PIB en temps de paix, sans inflation. C'est la période qui va de 1895 à 1913 à peu près. Durant cette période, la dette augmente mais le PIB augmente plus vite donc le ratio dette /PIB baisse.

Alors pourquoi ce PIB augmente ? C'est une phase de croissance internationale, ce que l'on a appelé « La Belle époque » mais c'est également le moment où viennent à maturité les investissements engagés avec de l'endettement public pendant la période précédente de dépression. Donc en gros le contrat cyclique de la dette, avec des investissements dans les infrastructures - ce que l'on appelle le plan Freycinet en 1878 - et puis l'investissement massif dans le capital humain, ce sont les lois Ferry sur l'École de 1880 à 1882. Donc on voit bien qu'un désendettement spontané ou de croissance vertueuse ne tombe pas du ciel. Cela peut légitimer un effort d'endettement initial qui va provoquer une augmentation de la productivité des facteurs à terme. Et c'est toute la question de la légitimité ou de la qualité de la dépense publique aujourd'hui.

\*Note de l'auteur : Ces questions sont plus spéculatives que les précédentes – et les réponses proposées le sont davantage aussi. Mais les enjeux sont tels que je préfère livrer une opinion, même fautive, que de me cacher derrière mon ignorance. Je vous prie de m'en excuser.

## 11. Pensez-vous que l'inflation actuelle tant aux États-Unis qu'en Europe est véritablement temporaire

**\*Patrice BAUBEAU :** Je suis totalement incompetent pour répondre à cette question. En revanche, les discours récurrents indiquant que l'on n'avait jamais vu des taux réels aussi bas et aussi longtemps me font beaucoup rire. D'abord entre 1880 et 1914 les taux nominaux ont fréquemment flirté avec les 1,5 % pendant de longues périodes, avec des taux d'inflation certes très faibles. Ensuite entre 1944 et 1948 on a tout de même quatre années d'inflation à 50 % par an environ mais des taux nominaux de la Banque central compris autour entre 1,5 et 3 %...

## 12. Encourons-nous le risque d'une nouvelle crise de dette souveraine en Europe ? Des pays très endettés comme l'Italie ne se sont guère réformés depuis la crise de 2011.

**\*Patrice BAUBEAU :** Le risque, il me semble, est toujours présent, même lorsque la dette est faible. Du fait de l'absence de change interne du franc dans les années 1970 et au début des années 1980, et du déficit de la balance des paiements français, le Trésor était constamment à court de devises. Il fallait donc « ratisser » d'une part, une pratique mise au point dans les années 1950 et consistant à centraliser d'autorité toutes les trésoreries en devises des grandes entreprises nationales et des « correspondants du Trésor », mais aussi, le cas échéant, obtenir de ces GEN qu'elles placent des emprunts en devises auprès des marchés ou de puissants prêteurs (les pays du Golfe...), devises ensuite remises au Trésor en échange d'une garantie de change... D'où des angoisses sur l'endettement (externe) de la France alors que la dette publique ne dépassait pas 15 puis 20 % du PIB.

La question est donc double :

- Les sources des crises de la dette – et ici le fait d'être endetté en monnaie domestique est fondamental pour réduire les risques.

\*Note de l'auteur : Ces questions sont plus spéculatives que les précédentes – et les réponses proposées le sont davantage aussi. Mais les enjeux sont tels que je préfère livrer une opinion, même fautive, que de me cacher derrière mon ignorance. Je vous prie de m'en excuser.

- La pression des détenteurs non-résidents de la dette. Paradoxalement, les crises de 2008 et 2019 ont renforcé la part des résidents, ce qui est positif dans une Eurozone qui peut être soumise à des pressions internes inédites (tensions entre pays créanciers, notamment dans Target 2, et pays débiteurs) et externes (pays créanciers, ou manipulations politiques des marchés, qu'on ne peut écarter).

En revanche il est difficile d'identifier un seuil qui augmenterait significativement le risque de défaut ou de crise. Il y a toutefois des indices relatifs intéressants : par exemple, tant que la durée de la dette augmente, on se trouve dans une phase plutôt rassurante...

### **13. Les engagements inscrits au bilan de la BCE ont considérablement augmenté (de 40 à 60% PIB) depuis COVID et davantage que pour les autres grandes Banques Centrales. Une divergence des politiques monétaires et une limite de capacité sont t'elles à redouter ?**

\*Patrice BAUBEAU : Oui, et davantage pour des motifs politiques qu'économiques voire sociaux. En effet, tous les pays européens sont aujourd'hui confrontés aux mêmes réalités démographiques, même si elles ne se traduisent pas partout de la même façon. Or les réactions à cette situation (redistribution en faveur des retraités ; immigration de travail ; effort de formation) provoquent des divergences sensibles de trajectoires. Il est ainsi notable que le régime de l'UEM (1992-1998/2002) a plutôt fait progresser la convergence entre futurs pays de l'Eurozone, tandis que la période suivante (2002-2012) s'est plutôt traduite par un phénomène de divergence, même si on ne tient pas compte du cas grec (voir notamment Castaneda et alii). Évaluer la période la plus récente est compliqué, justement en raison du rôle de l'endettement public et du financement monétaire.

\*Note de l'auteur : Ces questions sont plus spéculatives que les précédentes – et les réponses proposées le sont davantage aussi. Mais les enjeux sont tels que je préfère livrer une opinion, même fautive, que de me cacher derrière mon ignorance. Je vous prie de m'en excuser.



Or la divergence peut être positive si elle signale un phénomène de spécialisation régionale complété par un renforcement des mécanismes d'amortissement des chocs asymétriques – tout le monde gagne en productivité. Mais si elle provoque des tensions sur les règles, les niveaux et les mécanismes de solidarité, alors, comme pour la Grèce, la crise, en devenant vraisemblable, devient aussi probable.

\*Note de l'auteur : Ces questions sont plus spéculatives que les précédentes – et les réponses proposées le sont davantage aussi. Mais les enjeux sont tels que je préfère livrer une opinion, même fausse, que de me cacher derrière mon ignorance. Je vous prie de m'en excuser.