

ÉTUDE DE DOSSIER

Assistant 2021

La dette publique correspond à l'ensemble des engagements financiers pris sous formes d'emprunts par un État, ses collectivités publiques et ses organismes qui en dépendent directement. De longue date au cœur des préoccupations des gouvernements, la soutenabilité de la dette pose question, d'autant qu'elle a explosé du fait de la crise sanitaire.

À partir des documents qui vous sont proposés, vous répondrez aux questions suivantes :

1. Quel est le rôle des Banques centrales dans la gestion de la dette ?
2. Est-il nécessaire de rembourser la dette ?
3. La France peut-elle se permettre de s'endetter ?

*Les questions sont indépendantes. Nous vous recommandons toutefois de les traiter dans l'ordre.
Il n'est pas nécessaire de recopier l'intitulé des questions. Les réponses doivent être rédigées en langue française.*

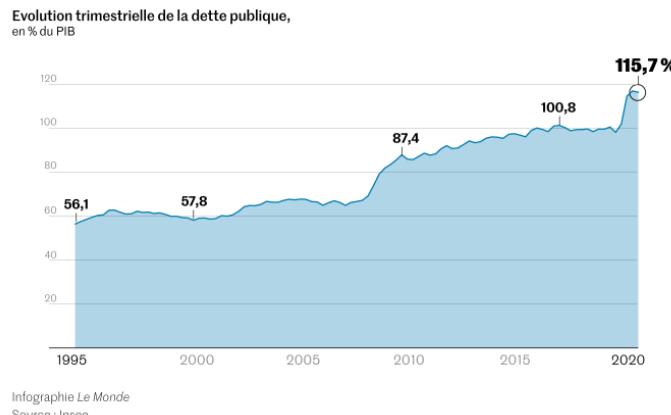
LISTE DES DOCUMENTS JOINTS

1. **Après l'explosion de la dette Covid-19 en France, le dilemme du gouvernement**
A. Tonnellier – www.lemonde.fr – 26/03/2021 – 3 pages
2. **L'avenir de la dette Covid, un débat politique autant qu'économique** – A. Tonnellier
www.lemonde.fr – 29/01/2021 – 2 pages
3. **L'annulation de la dette Covid est « inenvisageable »** – W. Garcin-Berson
www.lefigaro.fr – 07/02/2021 – 2 pages
4. **Dette Covid : un groupe d'experts, un rapport et au lit !** – R. Legendre
www.lopinion.fr – 24/11/2020 – 2 pages
5. **Quel avenir pour la dette Covid ?** – T. Clinkemaillé
www.lsechos.fr – 24/03/2021 – 2 pages
6. **Qui a acheté les dettes en zone euro depuis le début de la crise sanitaire ?** – O. Sirello
<https://blocnotesdeleco.banque-france.fr> – 20/11/2020 – 3 pages
7. **« Nous n'avons pas profité des années meilleures pour nous désendetter », déplore Villeroy de Galhau**
www.lefigaro.fr – 11/12/2020 – 1 page
8. **La relance de l'économie reposera sur la confiance des consommateurs**
www.banque-france.fr – 25/02/2021 – 2 pages
9. **The Covid-19 Pandemic Has Added \$19.5 Trillion to Global Debt**
L.C. McCormick, C. Torres, M. Benhamou, D. Pogkas
www.bloomberg.com – 27/01/2021 – 4 pages
10. **Public Debt Isn't the Problem, Soaring Deficits Are** – L. Komileva
www.bloomberg.com – 15/03/2021 – 2 pages

Après l'explosion de la dette Covid-19 en France, le dilemme du gouvernement

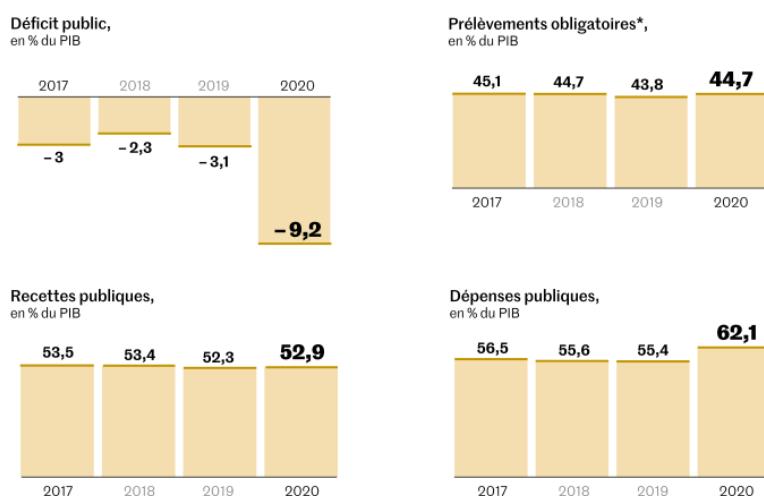
La dette publique a atteint 115,7 % du PIB en 2020 selon l'Insee. Un bond vertigineux qui était attendu après une année de « quoi qu'il en coûte ».

S'il est des domaines où l'on peine à voir la différence avec l'avant, en matière de finances publiques, la France est bel et bien passée dans le monde d'après. En 2020, la dette publique (qui additionne celle de l'État, des administrations de Sécurité sociale et des collectivités) a explosé, à 115,7 % du produit intérieur brut (PIB), soit 2 650,1 milliard d'euros, a annoncé l'Insee, vendredi 26 mars.



C'est moins que la dernière prévision du gouvernement, qui tablait sur 119,8 % du PIB, mais c'est un changement d'ère par rapport aux 98,1 % d'endettement de 2019, avant la crise due au Covid-19. Le déficit public, lui, s'est creusé, à 9,2 % du PIB, là aussi un peu moins que les 11,3 % prévus par Bercy, mais bien au-delà de 2019 (3,1 %). « *Il s'agit du ratio de déficit le plus élevé depuis 1949* », a souligné l'Insee.

La tempête budgétaire de 2020 a aussi été plus violente que celle de 2009, avec une hausse des dépenses publiques -elles culminent à 62,1 % du PIB- et une chute des recettes plus importantes que lors de la crise financière.



Pour Bruno Le Maire, « ces dix-huit points de dette supplémentaires sont la traduction de la baisse d'activité de l'économie française et de l'effort de protection considérable de nos salariés et de nos entreprises ». De quoi « garantir le fort rebond de notre économie lorsque la crise sanitaire sera derrière nous », a assuré le ministre des finances, qui n'a pas manqué de rappeler que « quand l'activité économique se sera redressée, nous devrons commencer à rembourser cette dette suivant la stratégie que nous avons définie : croissance, maîtrise des dépenses publiques et réformes de structure ».

Sujet brûlant

De fait, ce bond vertigineux était attendu après une année de « quoi qu'il en coûte » qui, de reconfinements en couvre-feux avancés, a vu la « facture Covid » gonfler mois après mois. Le déficit public s'établit finalement à 211,5 milliards d'euros (déficit des organismes sociaux, mesures économiques d'urgence, manque à gagner en recettes fiscales).

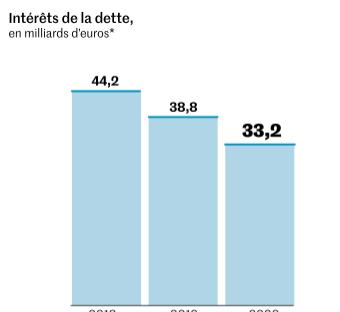
La crise sanitaire place désormais l'exécutif face à un dilemme : difficile de laisser entendre qu'il prend le sujet à la légère, mais impossible de trop resserrer les vannes budgétaires. À Bercy comme à Matignon, on sait que le mandat d'Emmanuel Macron sera jugé sur la manière dont l'endettement colossal hérité de la crise sanitaire aura été géré, mais aussi sur la capacité future de la France à investir pour doper son économie.

Un sujet d'autant plus brûlant que la crise s'éternise. Le chef de l'État a estimé jeudi que l'Europe devra « améliorer » sa réponse économique et budgétaire à la crise du Covid-19 afin que la relance soit « plus vigoureuse ».

C'est le sens du plan de 100 milliards d'euros que Bruno Le Maire tente de faire exister aux côtés des mesures d'urgence qui continuent de s'imposer dans plusieurs secteurs, de la restauration à la culture en passant par les commerces « non essentiels ». Pas question, pour le gouvernement, de donner l'impression qu'il a brûlé toutes ses cartouches budgétaires, à l'heure où des pans entiers de l'économie, et donc de l'emploi, auront besoin en sortie de crise de puissants leviers de redressement.

C'est, aussi, le sens des réflexions sur la gestion des finances publiques contenues dans une série de rapports, remis à l'exécutif ou à venir. La France peut-elle se permettre de s'endetter encore, et si oui, pourquoi ?

Alors que le pays a connu une récession inédite en 2020 et que les taux d'intérêts demeurent très bas, voire négatifs -la dette n'a « coûté » que 33,2 milliards d'euros en intérêts à la France en 2020, soit 6 milliards de moins qu'un an plus tôt !-, un retour direct à la rigueur budgétaire est injustifiable. Personne, d'ailleurs, ne s'y risque en ces termes.



*Hors correction au titre des services d'intermédiation financière indirectement mesurés

Infographie Le Monde
Source : Insee

Mais le diable se cache dans les détails. Après le rapport de la commission Arthuris, qui préconise d'instaurer un « *niveau plancher* » afin de sanctuariser les « *dépenses d'avenir* » (« *dépenses vertes, investissements, recherche, capital humain* »), Laurent Saint-Martin, le rapporteur (La République en marche) du budget, et Éric Woerth, président (Les Républicains, LR) de la commission des finances de l'Assemblée nationale, comptent déposer prochainement une proposition de loi organique qui dissocie dépenses d'investissement et de fonctionnement. « *Veut-on une dette pour fonctionner ou investir ? Aujourd'hui, elle sert surtout à fonctionner* », explique M. Woerth, qui suggère d'instaurer ces précisions pour toutes les missions et programmes de la loi de finances, présentée chaque année, à l'automne.

« Recettes récurrentes »

Le débat peut sembler technique, mais il aura des répercussions très concrètes. « *C'est un débat politique, qu'il faudra avoir en sortie de crise*, soutient M. Woerth. *C'est lui qui permettra de définir nos priorités en matière de dépenses, et de dire ce qu'est la bonne et la mauvaise dette.* »

« *Les dépenses récurrentes doivent être financées par des recettes récurrentes. Il faut donc trouver des recettes permanentes pour financer la hausse des dépenses de santé et d'éducation, pas utiliser systématiquement la dette* », estime pour sa part Xavier Ragot, président de l'Observatoire français des conjonctures économiques, un cercle de réflexion d'inspiration keynésienne.

« *Il faudra s'arrêter sur un certain nombre de principes, il n'est pas sûr que les députés PS et LR s'accordent sur tout* », convient M. Woerth. « *Le sujet, c'est clairement le salaire des profs* », décrypté Valérie Rabault, présidente du groupe PS à l'Assemblée nationale. L'ancienne rapporteure du budget sous François Hollande déplore que ce travail de longue haleine d'analyse des dépenses publiques, réalisé par ses soins en 2016, n'ait pas été repris par l'actuelle majorité. « *Ils n'ont rien inventé !* », peste-t-elle. Selon ses calculs, les dépenses de fonctionnement -dont le paiement des fonctionnaires- sont stables en pourcentage du PIB (autour de 18 %) depuis vingt ans.

Marisol Touraine, ancienne ministre de la santé de François Hollande et membre de la commission Arthuris, a un avis un peu différent. « *L'éducation n'est-elle pas une dépense d'avenir, à même d'accroître la richesse d'un pays ? C'est un vrai débat à avoir* », estime-t-elle.

Pour M. Woerth, au contraire, « *l'éducation, comme les dépenses sociales, est du domaine de ce que doit mettre en œuvre un État républicain. Elles ne concourent pas à augmenter le potentiel de la croissance française future* ». À Bercy, on regarde cette distinction d'un œil favorable. Malgré un calendrier parlementaire chargé, on assure qu'une loi organique sur le sujet peut encore trouver sa place d'ici à la fin du quinquennat.

Audrey Tonnelier

L'avenir de la dette Covid, un débat politique autant qu'économique

La dette publique devrait atteindre 122,4 % du PIB en 2021... Pourtant, à droite comme à gauche, des voix s'élèvent pour réclamer plus de dépenses, plus d'investissements, afin de doper une économie mise sous cloche depuis dix mois.

C'était il y a un peu plus d'un an, cela paraît un siècle. En décembre 2019, l'Insee révélait que la dette française avait franchi les 100 % du produit intérieur brut (PIB) au troisième trimestre de l'année. De quoi déclencher une flopée de commentaires véhéments, les uns pour rassurer -« ce n'est que provisoire, le seuil fatidique ne sera pas dépassé sur l'ensemble de l'année »-, les autres pour alerter sur le risque d'écorner un peu plus les promesses de redressement des comptes publics faites par Emmanuel Macron en début de mandat.

Un an et une pandémie mondiale plus tard, ces inquiétudes pourraient presque faire sourire si le sujet n'était aussi sérieux. La crise due au Covid-19 a fait plonger l'économie française dans la récession, l'État a fait ruisseler les milliards pour soutenir les entreprises et les salariés, et la trajectoire budgétaire du pays en a été bouleversée. Autrefois tabou infranchissable, le seuil des 100 % de dette publique n'est plus qu'un lointain souvenir : elle devrait atteindre 122,4 % en 2021...

Dans ce « monde d'après », l'exécutif se cherche encore une ligne de conduite. En fin d'année, la perspective de l'arrivée d'un vaccin a amené le ministre de l'économie, Bruno Le Maire, à poser les premiers jalons d'une sortie du « quoi qu'il en coûte », ce principe décrété en mars 2020 par le chef de l'État, comme un rempart à la crise économique et sociale.

En décembre, une commission sur l'avenir des finances publiques, composée de personnalités politiques, de chercheurs et présidée par l'ancien ministre de l'économie Jean Arthuis, a été mandatée pour réfléchir à la manière de gérer la « dette Covid », les quelque 150 milliards d'euros de facture de la crise sanitaire.

Pour l'ex-LR Bruno Le Maire, il en allait du sérieux budgétaire du pays, qui ne peut se permettre de vivre durablement à crédit, mais aussi de la crédibilité de la France vis-à-vis de ses partenaires européens et de celle du gouvernement à dix-huit mois de l'élection présidentielle.

« Aussi longtemps que durera la crise, nous serons là »

Las, le démarrage poussif de la campagne de vaccination s'ajoutant à l'irruption de variants qui relancent l'épidémie et à des reconfinements dans plusieurs pays d'Europe empêchent de tourner la page. La croissance va rester atone au moins jusqu'à l'été, et les mesures de soutien aux secteurs sinistrés (restaurants, bars, événementiel, etc.) ne sont pas près d'être levées. Conséquence : la dette de la France pourrait bien continuer de gonfler jusqu'en 2022. « *Aussi longtemps que durera la crise, nous serons là* », a encore assuré le locataire de Bercy mercredi 27 janvier devant les sénateurs.

Et alors ? s'interrogent de plus en plus d'experts. Les taux d'intérêts sont historiquement bas, en raison d'un surplus d'épargne privée très important dans le monde. En France, les classes moyennes et moyennes supérieures ont largement gonflé leurs bas de laine depuis le premier confinement.

S'endetter ne coûte plus rien, cela peut même permettre à l'État de s'enrichir, avancent, un rien provocateurs, les économistes de l'OFCE, un cercle de réflexion d'inspiration keynésienne. Ils suggèrent rien de moins que doubler le plan de relance, en mettant 100 milliards d'euros de plus sur la table. Ils ne sont pas les seuls : à droite comme à gauche, des voix s'élèvent pour réclamer plus de dépenses, plus d'investissements, afin de doper une économie mise sous cloche depuis dix mois.

« Je pense (...) que le niveau d'endettement devrait rester soutenable pendant longtemps. Il faut surtout retenir qu'il n'y a pas de niveau de dette magique », a indiqué aux *Echos*, mercredi 27 janvier, Olivier Blanchard, l'ancien chef économiste du FMI qui doit remettre prochainement à l'Élysée un rapport sur la manière de relever les « grands défis économiques » des prochaines années (climat, inégalités, vieillissement...).

« La condition de cet endettement supplémentaire est son acceptabilité politique, sociale, européenne, et non sa faisabilité économique », assure, de son côté, Xavier Ragot, le président de l'OFCE. Autrement dit, l'exécutif a beau s'entourer de spécialistes pour tenter de déterminer une stratégie de redressement des comptes publics, la gestion de la dette relève avant tout de choix de gouvernement. L'épineuse question d'un « bon » niveau de dette -sa « soutenabilité » dans le jargon budgétaire- ne repose pas sur un chiffre absolu, mais sur une stratégie politique.

Même la très rigoriste Allemagne est agitée par ces soubresauts à huit mois des élections législatives. Les propos du bras droit d'Angela Merkel, mardi, appelant à s'affranchir durablement des règles de discipline budgétaire ont déclenché une controverse.

La France ne pourra donc pas s'exonérer d'un débat sur le sujet dans la campagne présidentielle à venir. Une partie de l'opposition, à droite comme à gauche, pousse déjà en ce sens, y voyant un angle d'attaque à la fois symbolique et parlant pour les Français.

« On a besoin de politiser le sujet de la dette Covid, plaide Aurélien Pradié, le secrétaire général du parti Les Républicains. *Le gouvernement passe son temps à expliquer qu'il n'y a pas d'argent magique et tout à coup il y en a. On ne s'en sortira pas sans une grande explication démocratique. »* Pour le numéro trois du parti, *« on peut imaginer restructurer une partie de la dette par la BCE [Banque centrale européenne], sous forme de dette perpétuelle, isoler une partie ou l'effacer ».* Annuler la dette, c'est aussi l'idée sur laquelle surfent Arnaud Montebourg ou Jean-Luc Mélenchon.

Les économistes ne sont guère de cet avis : si la marge de manœuvre budgétaire dont dispose le pays est aujourd'hui confortable, envisager une annulation romprait la confiance avec les créanciers. Pour Olivier Blanchard, c'est *« une idée idiote »*, pour Xavier Ragot c'est *« jouer avec le feu »*. Encore faudra-t-il être capable de l'expliquer et de le faire accepter aux Français.

Audrey Tonnellier

L'annulation de la dette Covid est « inenvisageable »

La présidente de la Banque centrale européenne Christine Lagarde s'oppose à l'appel d'une centaine d'économistes. Et annonce le retour de la croissance.

A lors que certaines voix appellent à une annulation pure et simple de la dette engendrée par la crise du Covid-19, cette solution a été balayée par les instances européennes. Elle est « *inenvisageable* » et serait « *une violation du traité européen qui interdit strictement le financement monétaire des États* », a souligné dans *le Journal du Dimanche* la présidente de la Banque centrale européenne (BCE) Christine Lagarde.

« *Cette règle constitue l'un des piliers fondamentaux de l'euro* », a expliqué Christine Lagarde dans l'hebdomadaire français. « *Si l'énergie dépensée à réclamer une annulation de la dette par la BCE était consacrée à un débat sur l'utilisation de cette dette, ce serait beaucoup plus utile ! À quoi sera affectée la dépense publique ? Sur quels secteurs d'avenir investir ? Voilà le sujet essentiel aujourd'hui* ».

« *Tous les pays de la zone euro émergeront de cette crise avec des niveaux de dette élevés* », a estimé Christine Lagarde dans le JDD. Mais « *il ne fait aucun doute qu'ils parviendront à la rembourser. Les dettes se gèrent dans le temps long. Les investissements réalisés dans des secteurs déterminants pour l'avenir engendreront une croissance plus forte* ».

Une « très longue maturité »

La position de Christine Lagarde a été relayée lundi 8 février sur RTL par Thierry Breton, Commissaire européen au marché intérieur. Cette dette publique, « *non seulement il faudra mais elle sera remboursée* », a-t-il assuré. « *Une dette doit être faite pour être remboursée, la seule différence c'est qu'il y a des maturités (...). On a des obligations, des instruments financiers qui vont nous permettre de la rembourser à 20, 30, 40, peut-être 50 ans sur une très longue maturité* », a décrypté le commissaire européen.

Dans une lettre adressée à l'eurodéputée (LFI) Manon Aubry et datée du 5 février, Christine Lagarde répondait déjà que « *l'annulation de la dette publique par la BCE n'est pas compatible avec les traités car elle violerait l'interdiction des financements [...]. La BCE et les banques centrales nationales des États membres sont légalement empêchées d'accorder une assistance financière aux États membres* », expliquait-elle. « *Permettez-moi également de noter que l'Union européenne est fondée sur l'état de droit et que ses États membres ont librement et se sont volontairement engagés à respecter leurs valeurs communes* », ajoutait la représentante. Une position déjà précisée mi-novembre lors d'une audition au Parlement européen.

Optimisme mesuré pour 2021

La patronne de la BCE reste optimiste sur l'année à venir. Elle estime que « *2021 sera une année de reprise. La reprise économique a été retardée, mais non battue en brèche. Elle est évidemment attendue avec impatience* ». Et cette reprise « *sera créatrice d'emplois, et donc fédératrice. Nous allons vers une autre économie, plus numérique, plus verte, plus engagée face au changement climatique et pour le maintien de la biodiversité* », déclare-t-elle encore. La croissance dans la zone Euro est attendue « *aux alentours de 4 %* » cette année, après une chute de 6,8 % l'an dernier.

Toutefois, l'incertitude demeure et doit être prise en compte, prévient l'ancienne directrice du FMI : « *nous ne sommes pas à l'abri de risques encore inconnus* », et « *nous ne retrouverons pas les niveaux d'activité économique d'avant la pandémie avant mi-2022* », dit-elle. « *Tout dépendra de la politique de vaccination et du déroulement des campagnes* », ainsi.

De même, tout dépendra également de la bonne mise en place du plan de relance européen, qui doit être « *ratifié à temps pour que la Commission puisse emprunter comme prévu en juin* », soutient la dirigeante. Des inquiétudes ont émergé, ces derniers jours, sur ce point, alors que certaines capitales européennes, dont Rome, connaissent des soubresauts politiques.

Mais, une fois l'épidémie derrière nous, l'activité aura besoin de soutien pendant un temps encore : Christine Lagarde appelle à ne « *pas commettre les erreurs d'autrefois, comme serrer d'un coup tous les robinets des politiques budgétaires et de politique monétaire [...] l'économie devra alors apprendre à fonctionner sans les aides exceptionnelles* » des États, graduellement, à mesure que les contaminations diminueront et que le retour à la normale se confirmera.

Appel d'économistes à annuler les dettes publiques détenues par la BCE

La question de l'annulation de la dette engendrée par la crise du Covid fait débat depuis plusieurs mois. Plus de 100 économistes ont lancé vendredi un appel à annuler les dettes publiques détenues par la BCE pour faciliter la reconstruction sociale et écologique après la pandémie de Covid-19.

« *Nous nous devons à nous-mêmes 25 % de notre dette et si nous remboursons cette somme, nous devrons la trouver ailleurs, soit en réempruntant pour faire rouler la dette au lieu d'emprunter pour investir, soit en augmentant les impôts, soit en baissant les dépenses* », expliquent ces économistes, parmi lesquels 50 Français, dont Thomas Piketty (École d'économie de Paris), l'ancien ministre belge Paul Magnette et l'ancien commissaire européen hongrois Andor Lazlo.

En France, les patrons de Bercy expliquent régulièrement qu'un non remboursement mettrait en danger la solidité de la marque France sur les marchés, et rendrait tout emprunt futur plus délicat. « *La dette se rembourse, c'est un principe* », a ainsi déclaré mi-décembre le ministre délégué chargé des Comptes publics, Olivier Dussopt. Pour l'exécutif, trois leviers principaux permettront de rembourser la dette : la croissance, espérée forte à partir de cette année ; la maîtrise des comptes publics ; et la poursuite de réformes structurelles, dont celle, particulièrement contestée, des retraites.

Pas question, à ce stade, d'augmenter les impôts pesant sur les ménages ou les entreprises, assure Bruno Le Maire : « *il n'y a pas de solution dans l'augmentation des impôts, déclarait-il dans nos colonnes. Le président de la République a été clair : il ne souhaite pas d'augmentation d'impôts dans notre pays. C'est mon rôle que d'y veiller* ».

Wladimir Garcin-Berson

Dette Covid : un groupe d'experts, un rapport et au lit !

Le Paquebot lance un énième rapport sur la dette dont les bonnes âmes espèrent qu'il remettra le sujet dans le débat public. C'est aussi un bon moyen de l'enterrer.

Le ministère de l'Action et des Comptes publics a dévoilé une partie de la composition du groupe d'une dizaine d'experts qui devra rendre d'ici fin février un rapport sur la gestion de la dette Covid et plus largement sur la gouvernance des finances publiques. Un rapport qui doit remettre le sujet du redressement des comptes publics dans le débat après une longue séquence « quoi qu'il en coûte ». Il risque fort de finir comme beaucoup de ses prédécesseurs : au placard.

Cela devient une habitude. À chaque fois que la France passe un palier de 1 000 milliards d'euros de dette, une commission d'experts est désignée pour rédiger un rapport... Qui ne change rien. Si le cru 2005 signé Michel Pébereau a réussi à marquer les esprits en brocardant le chiffre rond de 2 000 milliards d'euros de dette (l'ancien président de BNP Paribas avait cumulé dette maastrichienne et engagement de l'État), il n'a jamais empêché les comptes de dériver. La barre des 2 000 milliards d'euros de dette (maastrichienne, celle-là) a été franchie mi-2014 et les 3 000 milliards le seront en 2023.

Mais qu'importe. Tel Sisyphe, Bercy a décidé de remettre l'ouvrage sur le métier en nommant une dizaine de personnalités d'horizons variés au sein d'un groupe de travail. Parmi la dizaine de volontaires, sont pour l'instant confirmés l'ancienne présidente du Medef Laurence Parisot, l'ancien ministre du Budget Jean Arthuis, le PDG d'ADP Augustin de Romanet, le président de chambre à la Cour des comptes Raoul Briet, le directeur général de l'Insee Jean-Luc Tavernier ou bien encore l'ancienne ministre des Affaires sociales de François Hollande, Marisol Touraine.

« J'attends d'eux qu'ils nourrissent notre réflexion sur la trajectoire des finances publiques et sur le cantonnement de la dette Covid. J'attends aussi des propositions sur la gouvernance des finances publiques », indique Olivier Dussopt à l'Opinion. La lettre de mission sera envoyée par Matignon d'ici quelques jours.

Préparer l'opinion

L'objectif est surtout de préparer l'opinion à l'après « quoi qu'il en coûte ». Bercy veut remettre dans le débat public le sujet du redressement des comptes dès le premier trimestre 2021. La gueule de bois risque d'être douloureuse, même si la Banque centrale européenne (BCE) continue de fournir à tous les États membres de la zone euro une douce morphine monétaire à taux 0 % qui rend la dette indolore... pour l'instant. Résultat, la France paye aujourd'hui la même charge d'intérêt (36,2 milliards en 2020 et 37,1 milliards prévus en 2021) qu'en 2002, avec une dette publique multipliée par deux et demi. Pas de quoi pousser les dirigeants à faire le moindre effort.

Mais la BCE ne pourra pas pallier indéfiniment les carences budgétaires des États. Quand les taux remonteront, d'ici quelques années, la facture sera salée. Une hausse de 1 % et la France devra payer 10 milliards d'euros supplémentaires par an en charge d'intérêt au bout de trois ans, 30 milliards au bout de dix ans.

« C'est un vrai sujet de réflexion. Derrière, c'est la crédibilité de la monnaie qui est en jeu », prévient Jean Arthuis. Mais personne ne se fait d'illusion. « Quand je suis arrivé à Bercy en 1995, nous avons décidé de cantonner la dette sociale au sein d'une caisse d'amortissement, la Cades, pour la rembourser en quinze ans. On connaît la suite », constate le député européen. Bercy vient de prolonger la Cades jusqu'en 2033 et Bruno Le Maire prévoit déjà d'y loger la dette-Covid pour la rembourser jusqu'en 2042. La CRDS a encore de beaux jours devant elle.

À plus court terme, quel sera le niveau de dette l'année prochaine ? Personne n'en sait rien. Pas même le Haut conseil des finances publiques (HCFP) qui vient de rendre un avis aigre-doux sur les prévisions du projet de loi de finances rectificative (PLFR). Si la prévision de croissance de - 11 % en 2020 est jugée « prudente » et celle révisée de 6 % en 2021 « cohérente avec une levée très graduelle des restrictions sanitaires », les experts du Haut Conseil déplorent n'avoir aucune indication sur l'état des finances publiques l'année prochaine. « En l'absence d'informations relatives notamment à la composition de l'activité, à l'évolution des prix ou à l'emploi, le Haut Conseil ne dispose pas de l'ensemble des éléments nécessaires à l'appréciation de toute prévision macroéconomique », dénonce l'avis. « Nous sommes dans un degré d'imprévisibilité assez fort », répond Olivier Dussopt. Le ministre des Comptes publics devrait toutefois en dire davantage ce mercredi au Sénat.

« Trou dans la raquette »

« Le Haut Conseil regrette ce choix, qui ne lui permet pas d'émettre, conformément à son mandat, un avis suffisamment informé sur le scénario macroéconomique, ni d'apprécier le scénario de finances publiques », ajoute l'avis du HCFP. « Cela prouve qu'il y a un trou dans la raquette et qu'il est nécessaire d'élargir le rôle du Haut Conseil pour en faire un interlocuteur indépendant, à l'instar de nos partenaires européens », ajoute auprès de l'Opinion le président du HCFP, Pierre Moscovici.

Le premier président de la Cour des comptes salue par ailleurs la création d'un groupe de travail sur la dette, qui montre « une volonté politique de ne pas évacuer le débat ». Prévu pour la fin février, « le rendu des travaux est compatible avec l'écriture d'une nouvelle loi de programmation des finances publiques dont nous souhaitons qu'elle soit présentée, si possible, au même moment que le programme de stabilité », mi-avril, ajoute-t-il. Une nouvelle trajectoire des finances publiques qui, comme l'a relevé la Cour dans un rapport publié la semaine dernière, est rarement respectée. Pas sûr que la dizaine d'experts du groupe de travail puisse y changer grand-chose.

Raphaël Legendre

Quel avenir pour la dette Covid ?

Cantonnement, annulation, émission d'une dette perpétuelle... Alors que la troisième vague de coronavirus touche la France, la question du remboursement de la dette Covid se fait de plus en plus présente dans le débat public. Tour d'horizon avec CQFD, le format pédagogique des « Echos ».

Chômage partiel, aides aux entreprises, plans de soutien au secteur de la culture, de l'automobile, du tourisme ou de l'aéronautique, mais aussi achats de masque, de vaccins, prise en charge des tests de dépistage par la Sécurité sociale... depuis le début de la crise sanitaire, le gouvernement débloque sans compter pour soutenir une économie sous cloche depuis plus d'un an. Ce déferlement des dépenses de l'État pèse sur la dette française.

En 2020, cette dernière a explosé. La troisième vague, à laquelle la France est désormais confrontée devrait encore alourdir les dépenses. L'exécutif cherche des pistes pour sortir du « quoi qu'il en coûte ». À quoi pourraient-elles ressembler ? Les explications de CQFD, le format pédagogique des Echos.

1) Quelle est la situation de la France ?

La crise sanitaire a considérablement alourdi la dette française. Fin 2018, cette dernière s'établissait à 2.315,3 milliards d'euros. Exprimée en pourcentage du produit intérieur brut (PIB) elle s'établissait à 98,4 %. Deux ans plus tard, fin 2020, la dette publique franchissait le seuil des 100 %. Autrefois taboue, cette limite n'est désormais plus qu'un souvenir. Début 2021, la dette publique atteignait près de 120 % du PIB, avec une hausse en valeur de près de 300 milliards d'euros.

« Entre les pertes de recettes et les dépenses que nous avons engagées pour faire face à la crise, que ce soit pour l'État en termes de dépenses, pour la Sécurité sociale en termes de pertes de recettes liées à la baisse de l'activité, le coût [...] peut être estimé autour de 160 à 170 milliards d'euros », détaillait récemment au Sénat Olivier Dussopt. Et ce chiffre n'est pas « définitif ». « Nous sommes encore dans la crise sanitaire et épidémique », précisait alors le ministre des Comptes publics. La dette ne devrait donc pas s'alléger dans les semaines à venir. Cette année, elle devrait encore gonfler à 122,4 % du PIB, du fait de nouvelles dépenses pour soutenir l'économie, prévoit le gouvernement.

2) Comment la France se finance-t-elle ?

L'argent débloqué par le gouvernement est loin d'être magique. En période de Covid, ou non, le mécanisme de financement de la France est toujours le même. Quand le pays a besoin de financement, il emprunte sur les marchés financiers.

C'est l'Agence France Trésor qui est en charge des opérations. Elle émet sur le marché des obligations et des bons du Trésor. Des investisseurs privés prêtent de l'argent à l'État, en échange de ces titres. En contrepartie, la France s'engage à payer des intérêts, et à rembourser la somme dans un laps de temps défini.

La France est le premier émetteur de dette de la zone euro, si l'on cumule la dette souveraine (de l'État) et celle des entreprises. Une force, car cela signifie que la dette française est attractive. Une attractivité qui s'explique par le fait que la France honore ses engagements. En clair, la dette française est considérée par les investisseurs comme une valeur sûre. Mais alors, si la France parvient toujours à rembourser, pourquoi vouloir alléger la dette ?

3) Faut-il limiter l'endettement ?

L'endettement de la France est considéré comme soutenable actuellement. Jusqu'à quand ? Une commission d'experts indépendants, présidée par Jean Arthuis, et installée en décembre par le Premier ministre, Jean Castex, estime que la dette passerait de 120 % en 2020 à 133 % en 2030 et même 150 % en 2045.

Pour les experts, cette dynamique est « préoccupante ». Le rapport insiste sur la nécessité de « faire en sorte que les dépenses augmentent moins vite que les recettes ».

« Si l'on regarde la situation de l'endettement de la France, il y a une tendance lourde à l'augmentation et en soi cela n'a rien de désirable », estimait également fin janvier l'économiste Olivier Blanchard, qui travaille actuellement à un rapport sur l'économie de l'après-Covid, destiné à Emmanuel Macron. Car si la dette ne coûte quasiment rien à la France, grâce aux faibles taux d'intérêt, la prudence est de mise. « L'incertitude sur les taux d'intérêt n'est pas négligeable », rappelait récemment aux « Echos » Olivier Blanchard.

4) Quelle est la position du gouvernement ?

Lundi soir, devant l'Assemblée nationale, le ministre de l'Economie, Bruno Le Maire, a présenté sa feuille de route afin d'amorcer le remboursement de la dette Covid. Au centre de sa stratégie, une idée forte : isoler la dette Covid du reste de la dette française. Ce cantonnement de la dette a été régulièrement plébiscité par Bercy depuis le mois de juin, alors que la question du remboursement de la dette commençait à émerger dans le débat public.

Pour la rembourser, le ministre écarte la création d'une taxe, comme cela fut le cas en 1996 pour résorber l'endettement de la Sécurité sociale. Bruno Le Maire compte plutôt sur une partie des recettes issues du retour de la croissance. À cela s'ajouteraient plusieurs réformes, dont celle des retraites, pour assainir les comptes publics.

5) Quelles sont les pistes évoquées ?

Mais la proposition du ministre ne fait pas l'unanimité. Dans leur rapport, les experts de la Commission présidée par Jean Arthuis, excluent l'idée d'un cantonnement de la dette. « Il faudrait alors trouver une recette en face pour le remboursement, et donc un impôt nouveau, ce qui nous semble exclu compte tenu du niveau d'imposition », juge Jean Arthuis.

Le sujet alimente le débat, et certains se positionnent pour une annulation d'une partie de la dette, celle détenue par la BCE. Les défenseurs de l'idée estiment que ce serait une solution au financement de la reconstruction écologique et sociale. Arnaud Montebourg ou Jean-Luc Mélenchon se sont notamment prononcés pour cette solution.

Mais l'idée en fâche aussi certains. Christine Lagarde, la présidente de la BCE a qualifié cette option « d'inenvisageable ». La commission Arthuis rejette aussi l'idée, et estime que le choix de cette solution serait « une grave erreur qui hypothéquerait l'avenir ».

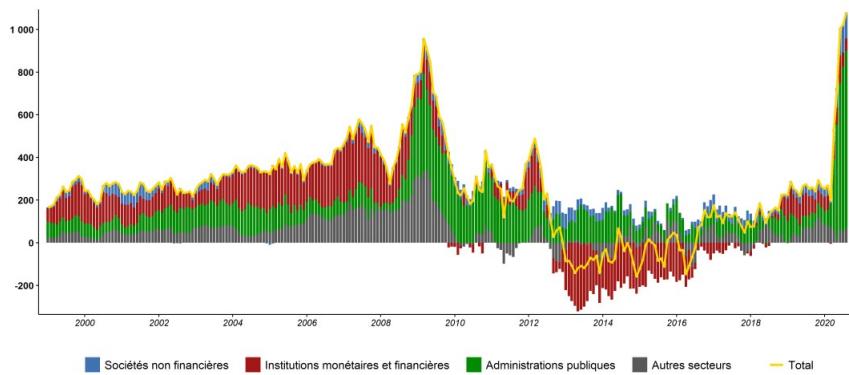
Autre solution : émettre une dette perpétuelle, c'est-à-dire à très longue échéance. Mais là encore, l'idée peine à convaincre. Le rapport Arthuis estime ainsi que la demande des investisseurs ne serait pas au rendez-vous. Le débat est en tout cas lancé, et pourrait même devenir un thème majeur de l'élection présidentielle de 2022.

Tifenn Clinkemaillié

Qui a acheté les dettes en zone euro depuis le début de la crise sanitaire ?

Avec la crise du coronavirus et le recul de l'activité, les besoins de financement ont fortement augmenté. Les émissions nettes de titres de dette publique et privée en zone euro ont ainsi atteint des niveaux jamais observés. Les principaux acheteurs sont les banques centrales, les établissements bancaires et, dans une moindre mesure, les non-résidents.

Graphique 1 : les émissions de dettes publiques et privées ont atteint un record en zone euro (CVS, Mds d'euros)



Source : Banque Centrale Européenne (calcul de l'auteur)

Note : Émissions nettes de titres de dette en zone euro par secteur émetteur (montants cumulés par période glissante de six mois).

Du côté de l'offre, la crise sanitaire a conduit à une hausse considérable des émissions

Les besoins de financement publics et privés associés au recul de l'activité économique depuis le mois de mars 2020 ont conduit non seulement à une forte progression du crédit bancaire mais aussi à une très forte activité d'émission de titres de dette en zone euro. Ce billet traite uniquement de la dette sous forme de titres émis sur les marchés, en laissant de côté l'endettement sous forme de crédits auprès des banques.

En zone euro, les émissions nettes ont atteint 1 116 milliards d'euros depuis le début de la crise sanitaire (graphique 1). Les titres de long terme, soit avec une maturité supérieure à 1 an, représentent les trois-quarts de ces émissions (821 milliards d'euros) contre 295 milliards d'euros pour ceux de court terme. Tous les secteurs émetteurs sont concernés par cette hausse des émissions, avec des différences marquant la spécificité de la crise sanitaire actuelle.

Les émissions nettes des gouvernements de la zone euro ont atteint des sommets jamais observés auparavant à 874 milliards d'euros en seulement six mois entre mars et août 2020 (soit le montant des émissions nettes réalisées en un an et demi après la crise financière, entre septembre 2008 et février 2010). Ces émissions ont été dictées par des besoins de financement considérables induits par le recul historique de l'activité pendant le confinement. Ainsi, les émissions des administrations publiques représentent 78 % du total des émissions nettes survenues au cours de cette même période.

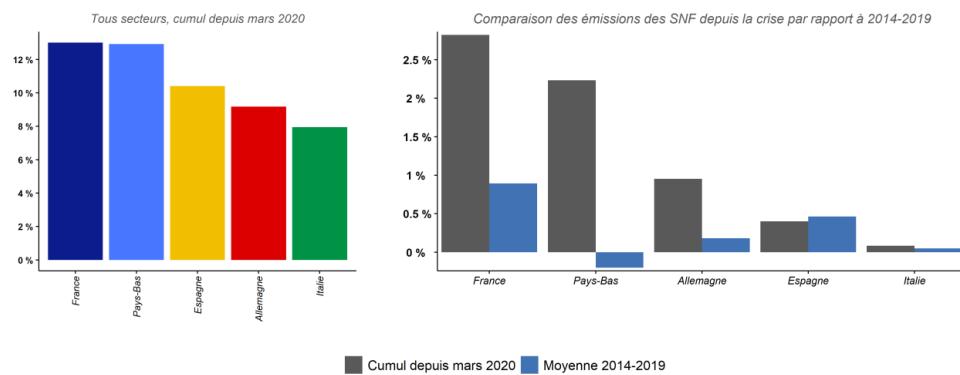
Les sociétés non financières de la zone euro ont levé, en termes nets, 122 milliards d'euros entre mars et août 2020, soit près de deux fois le précédent record observé sur les six mois à partir de décembre 2012 (70 milliards d'euros). Pour ce secteur, les titres de long terme représentent

95 % du total. Ceci pourrait être expliqué par la nécessité pour certaines entreprises de couvrir leurs besoins de trésorerie, ainsi que par un motif de précaution face aux aléas économiques et sanitaires (Banque des règlements internationaux, 2020).

Les levées de fonds du secteur financier (banques, assurances, fonds de pension et d'investissement) ont quant à elles progressé depuis mars 2020 mais sensiblement moins par rapport à la crise financière de 2008 (107,5 milliards d'euros en 2020 contre 409 milliards d'euros au cours des six mois suivant la faillite de Lehman Brothers en septembre 2008). Une explication possible tiendrait à l'abondance des liquidités octroyées aux banques par l'Eurosystème ainsi qu'à la meilleure santé financière du secteur par rapport à 2008.

Cette progression des émissions nettes totales a été observée dans chaque pays de la zone euro (graphique 2). Plus spécifiquement, si l'on rapporte au PIB les émissions nettes au cours de cette période, la France occupe la première place dans la zone euro (13,0 %), suivie par les Pays-Bas (12,9 %). Le poids des émissions françaises s'explique par les titres de court terme des administrations publiques, notamment de sécurité sociale (38 % des émissions de titres de dette publique à court terme de la zone euro entre mars et août 2020, Banque de France). La France arrive également en tête du classement pour le secteur des sociétés non financières (SNF). Ces dernières ont levé 63 milliards d'euros (2,8 % du PIB) sur les marchés de la dette, contre 17 milliards pour les SNF néerlandaises (2,2 % du PIB) et 32 milliards pour les SNF allemandes (0,9 % du PIB). Ceci s'explique notamment par le recours structurellement plus important des entreprises françaises et néerlandaises aux marchés financiers. À noter aussi que, comme dans le reste de la zone euro mais dans une plus large mesure, la forte hausse de l'endettement des SNF françaises est associée à une augmentation quasi équivalente de leur trésorerie (Banque de France).

Graphique 2 : La France est le premier pays émetteur net en zone euro depuis la crise



Sources : BCE, FMI

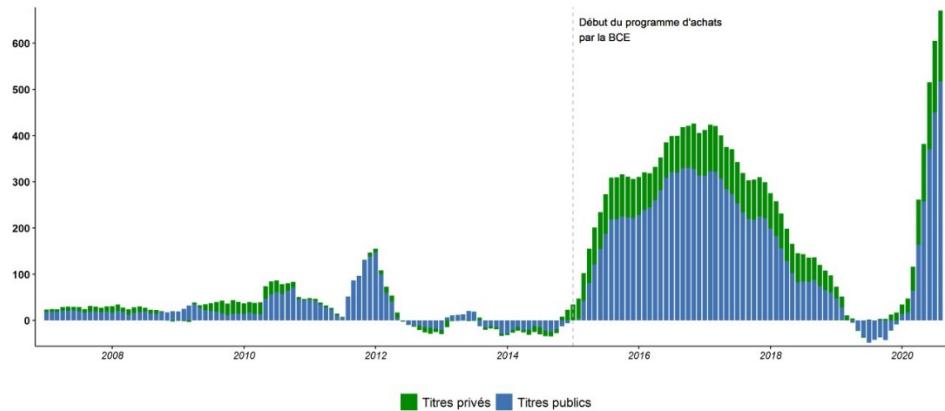
Note : Émissions nettes de titres de dettes publiques et privées, en pourcentage du PIB du pays (projections du WEO, Octobre 2020). La moyenne 2014-2019 correspond à la moyenne du cumul des émissions nettes pour chaque période rapporté au PIB.

Du côté de la demande, ces émissions ont été absorbées principalement par les banques centrales

Plusieurs secteurs ont augmenté leur détention de titres de dette. D'abord, les banques centrales de l'Eurosystème ont joué un rôle déterminant pour absorber l'offre des dettes de la zone euro (Odendahl et alii, 2020). À partir des statistiques monétaires, on note que les 19 banques centrales nationales ont acheté 63,1 % des émissions de dettes privées et 59,2 % publiques de

la zone euro réalisées entre mars et août 2020. Une analyse plus détaillée montre ainsi que l'Eurosystème a acheté 565,6 milliards d'euros dans le cadre du PEPP, 157,2 du PSPP et 33,9 du CSPP.

Graphique 3 : Les achats de titres par l'Eurosystème depuis la crise sanitaire



Source : Banque Centrale Européenne (*calcul de l'auteur*)

Note : Achats nets de titres de dette, publique et privée, de la zone euro, flux en milliards d'euros, cumul par période glissante de six mois.

Ensuite, les autres institutions financières monétaires (IFM hors banques centrales) de la zone euro ont également augmenté leur détention de titres de dette. Celles-ci ont acheté près de 317 milliards d'euros de dettes publiques et privées entre mars et août 2020, dont 271 milliards d'euros (85%) de titres publics. Ces derniers ont notamment servi pour alimenter le pool de collatéral des banques pour souscrire aux opérations de TLTRO III mises en place lors de la crise sanitaire par la BCE. En rapportant les achats de titres publics au total des émissions nettes effectuées par les administrations publiques de la zone euro, les IFM, hors banques centrales, ont ainsi absorbé un tiers des émissions entre mars et août 2020, contre des ventes nettes enregistrées au cours de la même période en 2019 (- 35 %). En revanche, le taux de détention (encours détenus sur encours émis) par les IFM de la zone euro (19,0 %) demeure en deçà des taux enregistrés en 2009 (25,3 %) et 2012 (22,5 %). Comparativement, le taux de détention des titres de dette publique par les assurances de la zone euro s'établit à un niveau plus élevé (22,3 % au T2 2020), mais il n'a pas évolué sensiblement avec la crise sanitaire.

Enfin, contrairement à 2008, les investisseurs hors zone euro n'ont acheté que 10,4 % des titres publics et privés émis entre mars et juillet 2020 en zone euro (soit 115,9 milliards d'euros en six mois). Ces achats ont porté principalement sur les titres de dette de court terme (164 milliards d'euros), notamment français, alors que les titres avec une maturité supérieure à un an ont fait l'objet de ventes (- 48,2 milliards d'euros). À titre de comparaison, les investisseurs hors zone euro avaient acheté 18,0 % des émissions nettes totales de la zone euro réalisées au cours des six mois qui avaient suivi la faillite de Lehman Brothers en septembre 2008.

La crise sanitaire a ainsi entraîné une forte augmentation des émissions de titres de dette au niveau de la zone euro. Cette hausse touche l'ensemble des pays de la zone euro, avec quelques différences en fonction du secteur émetteur. Du côté de la demande, les banques centrales de la zone euro, avec les autres institutions financières monétaires, ont joué un rôle prépondérant pour absorber l'offre de titres.

Olivier Sirello

« Nous n'avons pas profité des années meilleures pour nous désendetter », déplore Villeroy de Galhau

Le gouverneur de la Banque de France appelle l'État à revenir à une politique de réduction des dépenses publiques après la crise.

François Villeroy de Galhau, gouverneur de la Banque de France, s'inquiète du niveau de la dette d'avant crise. « *L'endettement est justifié. Il fallait répondre très vigoureusement à la crise. Notre problème, ce sont les 100 % d'avant Covid. Nous n'avons pas profité des années meilleures pour nous désendetter* », a-t-il déploré ce vendredi sur le plateau de BFM Business. Le gouverneur de la Banque de France estime que lorsque nous serons revenus au niveau d'activité pré-Covid, « *quelque part en 2022* », il faudra une « *stabilisation des dépenses publiques qui sont les plus élevées du monde* ».

La dette publique française, qui flirtait avec les 100 % du PIB en début d'année, n'a fait que s'aggraver avec la crise et les nombreuses mesures de soutien à l'économie. L'endettement public devrait ainsi dépasser les 120 % du PIB en 2020.

Soutien européen

Pour accompagner la relance de la croissance en France et dans le reste de l'Europe, François Villeroy de Galhau juge nécessaire de coordonner l'action européenne. Le gouverneur de la banque de France a, à ce titre, salué la décision prise jeudi par le conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne, d'amplifier et de prolonger son programme de rachats d'actifs d'urgence lié à la pandémie (PEPP). Augmentée de 500 milliards d'euros, son enveloppe totale atteint désormais 1 850 milliards.

« *Notre objectif a été de prendre les décisions adaptées et importantes. Nous l'avons fait (...) Nous avons prolongé nos programmes exceptionnels car ce sont des programmes anti-crise. Avec la seconde vague, cette crise va durer plus longtemps que prévu. Sa durée s'étale. Les incertitudes restent fortes à court terme. Nous voulons garantir un eurosystème agile et réactif pour s'adapter à ces incertitudes* », a-t-il expliqué. « *Nous aidons tous les acteurs à traverser cette crise aussi longtemps que nécessaire. Nous construisons un pont de financement* ».

La relance de l'économie reposera sur la confiance des consommateurs

Pour le gouverneur de la Banque de France, la crise doit être l'occasion de construire une économie plus numérique et écologique.

« Sud Ouest » : Comment l'économie française résiste-t-elle à l'impact du Covid ?

François Villeroy de Galhau : Notre économie souffre de cette grave crise, mais résiste mieux que prévu. Grâce notamment au rebond l'été dernier, qui a été le plus fort dans toute l'Europe. En outre, lors du second confinement au mois de novembre, le PIB français n'a reculé « que » de 7 %, soit cinq fois moins qu'au premier confinement. Plusieurs secteurs d'activité ont aujourd'hui un niveau proche de leur niveau d'avant-Covid, à l'image du bâtiment et de l'industrie, hors aéronautique, qui compte beaucoup dans votre région. Les services aux entreprises résistent bien également. À l'inverse, les services à la personne sont très affectés par la crise sanitaire. Au final, depuis décembre, l'économie française se situe à 5 % en dessous de son niveau d'avant-Covid. Nous maintenons notre prévision de forte croissance de 5 % pour 2021, ce qui n'est pas arrivé depuis le premier choc pétrolier en 1973.

Quand estimatez-vous que l'économie pourra revenir à la « normale » ?

Cela dépendra de l'évolution de la situation sanitaire. À ce jour, nous estimons que l'économie française reviendra à son niveau d'avant-crise à l'horizon mi-2022. Mais, avec des différences fortes entre les secteurs. Les services à la personne (tourisme, restauration...) restent très sensibles au contexte sanitaire. La confiance sera la clé de la reprise. Ce qui est rassurant, c'est que lors des deux derniers épisodes de levées de restrictions, les consommateurs ont fortement répondu présents. Même au mois de décembre, qui fut le meilleur pour le commerce depuis toujours.

Certes, mais les moteurs de relance, la confiance en l'avenir et l'investissement, ne semblent pas là...

L'aide d'urgence a reposé sur des fonds publics, mais dans la phase de redémarrage de l'économie, ce qui comptera le plus, c'est la confiance des consommateurs. Les entrepreneurs ont besoin avant tout de commandes pour investir et embaucher. Leur trésorerie a été globalement préservée du fait du soutien de l'État. Mais nous devons avoir plus confiance en nous-mêmes en France, en nos capacités de rebondir et reconstruire. C'est le sens du livre que je viens de publier, « Retrouver confiance en l'économie », aux éditions Odile Jacob.

Quel sera le visage de l'économie post-Covid ?

Cette reconstruction ne peut se faire à l'identique. Notre économie doit se transformer pour être plus numérique et plus innovante, plus écologique (30 milliards y sont dédiés dans le plan de relance) et plus qualifiée. Cette rude crise pourrait alors être aussi une opportunité de fortifier notre économie. Nous Français doutons trop de nos propres succès et de notre capacité à réformer. Entre 2016 et 2019, la France a créé un million d'emplois nets, ce qui n'était pas arrivé depuis 20 ans, grâce à des réformes comme celles du Cice (Crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi), et de l'apprentissage.

Jusqu'où peut-on aller sur le quoi qu'il en coûte ?

Le « quoi qu'il en coûte » est justifié dans une phase aigüe de la crise. Mais, au fur et à mesure que les restrictions sanitaires vont être levées, le soutien de l'État doit diminuer. Nous n'avons pas vocation à être toujours dans une économie assistée et nous pouvons avoir confiance : les acteurs privés vont prendre le relais.

Peut-on ne pas rembourser toute la dette liée au coronavirus ?

Non, une dette doit être remboursée, tôt ou tard. Le problème n'est pas la dette liée au Covid-19, mais le niveau de notre dette publique avant la crise. Elle avait atteint déjà 100 % du PIB début 2020, contre 60 % du PIB en Allemagne. Nous ne pouvons pas transmettre un sac à dos toujours plus lourd aux nouvelles générations. Il y a 40 ans, la dette publique était de 20 %. Soit six fois moins qu'aujourd'hui (120 % du PIB avec l'impact du coronavirus).

Nous devrons donc nous attacher à réduire cette dette publique, sur un horizon de dix ans une fois que nous aurons retrouvé notre niveau d'activité d'avant-crise. Se désendetter prendra du temps, mais il y a des solutions. Deux ingrédients nous y aideront : stimuler la croissance et améliorer l'efficacité de notre dépense publique. La France a le niveau de dépense publique le plus élevé parmi les pays avancés. Si nous parvenions à contenir à 0,5 % (au lieu de 1 %) la croissance annuelle de nos dépenses publiques hors inflation, la dette publique diminuerait déjà à 110 % du PIB. Nos voisins ont réussi sur le sujet, sans rien renier de notre modèle social commun. Il faut cesser de penser que la France est irréformable.

L'un des enjeux pour nos entreprises est de renforcer leurs fonds propres, qui restent faibles par rapport à d'autres pays, comment y remédier ?

Il est vrai que les entreprises européennes ont bien moins de fonds propres que leurs homologues aux États-Unis. Pour y remédier, il faut des quasi-fonds propres publics en sortie de crise, via des prêts participatifs, des obligations subordonnées, au cas par cas... Cela passe aussi par une réorientation de l'épargne, très abondante, des Français. Par exemple, les Français ont intérêt à placer leur épargne longue sur des produits actions, qui sont plus rentables dans la durée. Certains dispositifs sont d'ailleurs facilités par la loi Pacte (adoptée le 12 avril 2018) qui simplifie les produits d'épargne retraite et en assure la portabilité. L'épargne Covid accumulée par nos concitoyens en 2020 est conséquente : elle dépasse 100 milliards d'euros, soit plus de 4 % de notre PIB.

Comment éviter une génération sacrifiée parmi les jeunes ?

C'est tout l'enjeu de la bataille des compétences et de la formation. Notamment en développant l'apprentissage. La loi « Avenir professionnel » de 2018 et le plan lancé l'été dernier « Un jeune, une solution » ont été moteurs en ce sens. Malgré la crise, nous avons en 2020 un nombre record d'apprentis. Ce qui est une très bonne chose.

L'Europe a-t-elle encore les moyens de rivaliser avec la Chine et les États-Unis ?

Il y a une carte à jouer pour l'Europe dans le « monde d'après ». Elle est en tête de la bataille sur le changement climatique, la RSE et la justice sociale. Autant d'aspirations fortes parmi les jeunes. L'Europe porte un modèle social et le monde d'après en a besoin. Elle a su, par exemple, imposer sa vision d'un numérique plus responsable avec le RGPD. Mais il faut que l'Europe sache davantage investir sur l'innovation, la transformation numérique, écologique et soit plus agile, plus créative. Comme premier pas en ce sens, l'Union Européenne a su avancer groupée en décidant en 2020 ce paquet de solidarité de 750 milliards d'euros.

The Covid-19 Pandemic Has Added \$19.5 Trillion to Global Debt

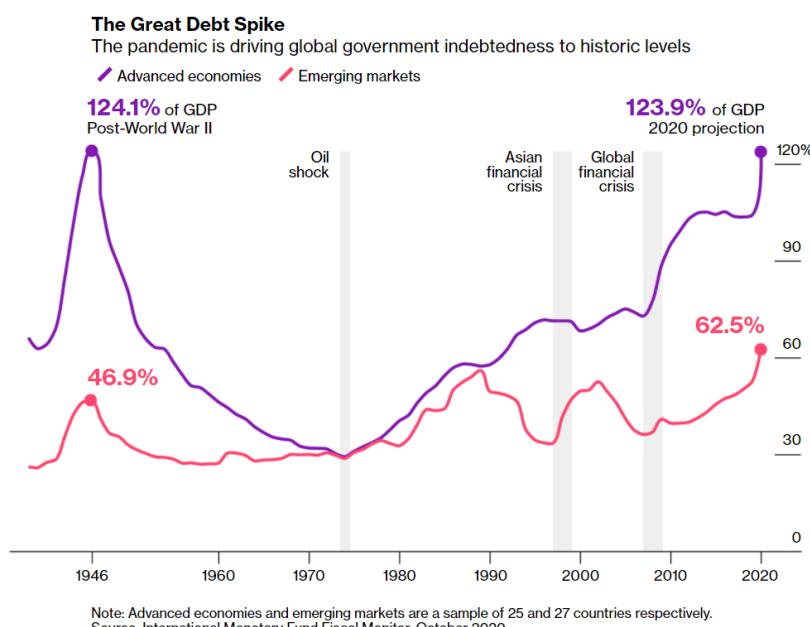
In the battle against Covid-19, governments around the globe are on the cusp of becoming more indebted than at any point in modern history, surpassing even World War II.

From Germany to Japan, Canada to China, fiscal authorities have spent vast sums protecting their people and defending their economies from the colossal toll of the pandemic.

At the same time corporations, emboldened by unprecedented government support for markets, are selling bonds like never before.

The borrowing binge has come with a hefty price tag—\$19.5 trillion last year alone, according to Institute of International Finance estimates. Still, compared to the alternative—a deep and lasting depression—that looks cheap.

In a world where rock-bottom interest rates have kept debt costs manageable, it's also affordable. But if rates rise faster and higher than expected, the end of the Covid-19 crisis could mark the beginning of a reckoning.



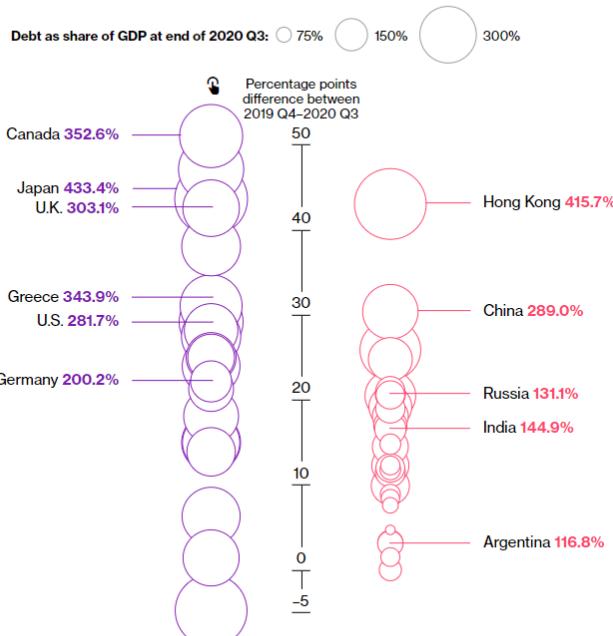
Federal Reserve Chairman Jerome Powell described it best. Huge borrowing by governments and corporations during the pandemic served as a “bridge” across the economic chasm of lockdowns, plunging consumer spending, idled cruise ships, vacant hotels, and millions of lost jobs. It allowed companies to pay the employees they didn’t fire and maintain assets in working condition. It funded jobless benefits for those who were fired, so they could pay rent and buy food.

“Whatever the price tag is, it would be more if we didn’t do anything right away,” said Drew Matus, chief market strategist at MetLife Investment Management, which manages over \$650 billion.

The bills run up in the fight against the coronavirus vary greatly from country to country. Developed nations, with easier access to capital markets, have spent more to shore up their economies, while emerging-market governments have had to do so with fewer resources.

Debt Burdens
After the pandemic broke out, public and private debt as share of GDP jumped in some of the most indebted nations

● Mature economies ○ Emerging markets

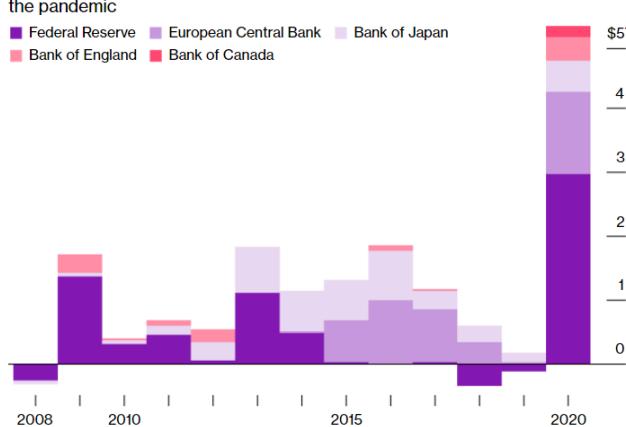


Note: Graphic aggregates debt of governments, households and non-financial corporations for economies with a nominal GDP of over \$60 billion at the end of 2020 Q3.
Source: IIF

If government borrowing is a bridge to recovery, central banks are the supports. By slashing interest rates and buying more than \$5 trillion of assets, they have allowed countries to borrow at a breakneck pace.

The Fed alone has added about \$3 trillion to its balance sheet over the past year, similar in magnitude to its total monetary expansion in the decade following the 2008 financial crisis.

Buying Binge
Central banks beefed up asset purchases to support government responses to the pandemic



Note: Figures converted from local currency.
Source: Data compiled by Bloomberg

With central banks providing ample support, countries by-and-large haven't had to pay up to leverage their economies.

An analysis by Bloomberg Economics shows that even as debt for the G-7 group of advanced economies rose from 85% of gross domestic product in 2005 to 140% now, the cost of servicing

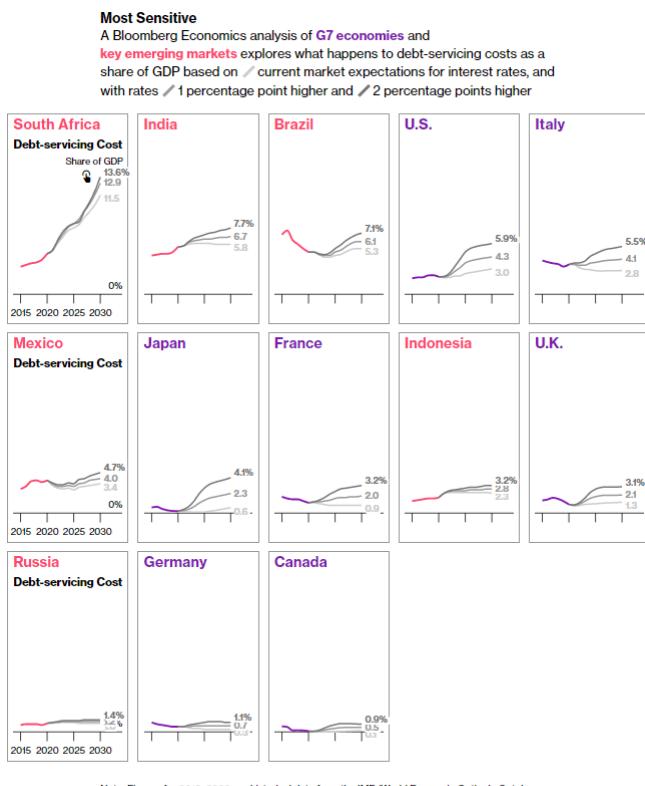
that debt has fallen, from close to 2% of GDP to 1.5%. Projections out to 2030 show that for many countries, costs are expected to stay manageable.

In fact, Treasury Secretary Janet Yellen told lawmakers during her confirmation hearing this month that America's relatively low interest burden as a share of GDP bolsters the case for even more stimulus, a sentiment even the fiercest debt hawks would struggle to disagree with.

Yet as the recovery gathers steam, the balance of risks will change. Central banks may face tough trade-offs between managing inflation and maintaining supportive policies in the years ahead. A repeat of the 2013 U.S. taper tantrum, for example, would make the debt-sustainability calculus start to look less favorable.

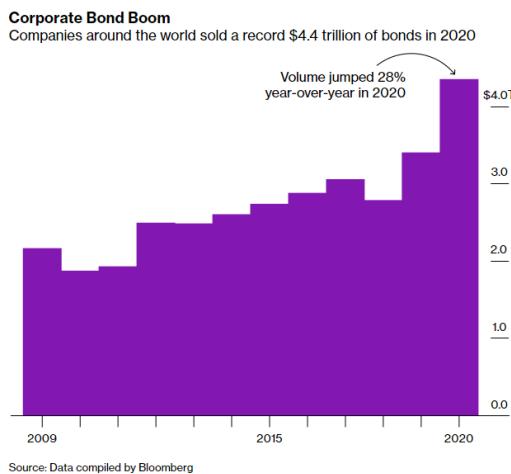
In an adverse scenario where U.S. borrowing costs rise 2 percentage points above current market expectations, the price tag to service the nation's debt would jump from 2% of GDP in 2020 to nearly 6% of GDP in 2030. To put that in perspective, that's comparable to total annual outlays for Social Security. In Italy, costs could hit 5.5% of GDP—higher than during the European sovereign debt crisis.

Among emerging markets, South Africa's already-unsustainable debt could reach a crisis point even more quickly. India and Brazil would also face major fiscal dilemmas.

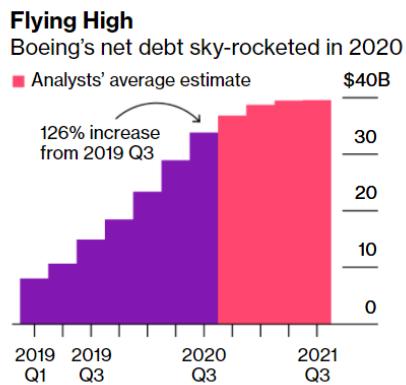


Unprecedented steps by central banks have also bolstered credit markets, helping global companies sell a record \$4.4 trillion of bonds in 2020.

Nearly every corner of the market was lifted, allowing struggling corporations to tap much needed financing while providing top-rated issuers access to some of the cheapest funding ever seen.



Perhaps no company was a bigger beneficiary than Boeing Co. After initially asking Washington for a \$60 billion bailout for itself and its suppliers, the iconic plane maker was able to sell nearly \$30 billion of bonds in 2020, bringing its net debt to \$33.8 billion at the end of the third quarter and underscoring the extent government policies rebuilt confidence in credit markets.



Note: Actuals as of fiscal 2020 Q3
Sources: Company filings, data compiled by Bloomberg

While much of those fresh funds helped thousands of businesses stay afloat, the risk is that the debt overhang will force companies to divert cash from expanding their payrolls and investing in their facilities to repaying obligations, imperiling the recovery.

Ultimately, unprecedented borrowing by corporations and governments dramatically reduced the economic toll of the pandemic. Yet when the world does eventually come out the other side, it will be weighed down by larger debt burdens that could hobble growth over the longer term.

“Massive stimulus—financed by massive borrowing—is the best, indeed the only possible response to the Covid-19 recession,” said Jamie Rush, chief European economist for Bloomberg Economics. “Extremely low interest rates mean the immediate cost is basically zero. That doesn’t mean stimulus is free. Government and corporate balance sheets are now significantly more exposed to the risk of rising rates.”

Liz Capo McCormick
Craig Torres
Mathieu Benhamou
Demetrios Pogkas

Public Debt Isn't the Problem, Soaring Deficits Are

For markets, it is not debt levels, but fear of uncontrolled debt growth, where crises are born.

Governments are borrowing like never before to shield their economies from the pandemic.

Given how cheap it is to do so, thanks to central banks maintaining negative and low interest rates and buying up bonds en masse, this hasn't been a problem. But debt and deficits are set to remain elevated for years to come. This will complicate policy makers' ability to balance growth and deficits in the future, raising the risks of a boom-bust cycle followed by years of government austerity and market stress. The only way to ensure a lasting pandemic recovery and avoid a financial crash is to adopt a long-term vision for sustainable growth.

Global GDP fell by more than 4% last year, compared with a 0.1% decline during the global financial crisis. The euro area alone suffered an unprecedented 7% shock in 2020, versus a 4.5% decline in 2009. Meanwhile, government borrowing in the developed world has jumped by a record 60% in the past year — almost double the pace that preceded the euro sovereign debt crises a decade ago.

This central bank-funded fiscal action has allowed countries to prop up the balance sheets of entire economic sectors, from hospitality to aviation and from households to local governments. The result is that debt in both the euro zone and the U.S. has now eclipsed the size of their economies.

This is not presently a reason for market concern, thanks to the extraordinary measures taken by the U.S. Federal Reserve and the European Central Bank to absorb new government issuance and keep bond yields — and thus the cost of debt as a share of GDP — historically low. But the question is: What happens to market confidence and borrowing costs in the future?

While the effects of Covid on growth tend to be seen as mostly cyclical and transitory, the effects on debt and future borrowing needs are structural and long term. From the starting position of record-high borrowing volumes and record-low borrowing costs, it follows that the direction for both cyclical and structural forces is toward higher future borrowing costs as market equilibrium rates adjust.

This has indeed been the case. Just look at the past year's steepening of benchmark government yield curves and the recent rapid rise in bond yields, despite unchanged policy rates and with central bank quantitative easing extending the maturity of government debt piles. U.K. Chancellor of the Exchequer Rishi Sunak has already expressed concern about higher borrowing costs.

The pandemic has also aggravated chronic fiscal vulnerabilities. In the euro area, government financing needs — the sum of fiscal deficits and maturing debt — are projected to remain sizable over the next two years, at near 20% of GDP, and stay higher than pre-crisis levels thereafter. Even in the event of a swift recovery and unchanged policy rates, debt ratios are projected to continue to rise well into the middle of this decade and remain well above pre-Covid levels into the 2030s.

For markets, it is fear of uncontrolled debt growth where crises are born.

The role of central banks as financial cycle regulators during the pandemic remains critical and will prevent liquidity gaps in debt markets over the short term. But the ECB's assurances on Thursday that it will intervene to prevent a near-term tightening of financial conditions is neither a commitment to targeting lower future bond yields nor to buying infinite amounts of government debt for the rest of the decade.

This still leaves markets to ponder the long-term legacy of Covid, via the interconnected parts of debt, the recovery, inflation and fiscal versus monetary policy choices.

This matters especially in the euro zone where, after Covid, fiscal stress is no longer a “peripheral” problem: Higher debt has left three of its four largest borrowers — France, Italy and Spain — much more vulnerable to a rise in borrowing costs and another growth shock. Without a closer European Union, these stresses are not within the power of the ECB to forestall or underwrite indefinitely.

Nor will the Fed be able to guarantee a cheap cost of debt if markets decide that large U.S. fiscal deficits, the rocket fuel of \$1.5 trillion in consumer savings, and the Fed’s “average inflation” framework will succeed in reflating U.S. growth. Arguably, markets do not need to see sustained inflation volatility to price deflation out of bond market valuations and raise borrowing costs.

Similar to where we were after the global financial crisis, Europe and the U.S. are facing a new era of worrisome debt growth and structural disrepair. Governments need to plan now for how to tackle the twin challenges of debt and growth sustainability after Covid-19.

This first means sustaining fiscal lifelines to avoid deeper Covid scarring on the economy. But it also means transitioning away from one-off programs focused on propping up demand and toward targeted supply-side measures focused on rebuilding growth. These measures should include incentivizing long-term business investment, upskilling workers, rebuilding domestic supply chains and international markets, and developing green markets, industries and jobs.

Raising our economies’ growth potential is critical for long-term debt sustainability, as higher potential growth would secure a low-inflation recovery, extend central bank support for low borrowing costs and reduce future borrowing needs. All three levers would support market confidence in high public debt sustainability and a long-lasting post-Covid rebound. The alternative would be a new financial crisis and a lost decade for growth.

Lena Komileva