

L'inauguration le 5 septembre 2025 du premier supercalculateur escale européen, Jupiter en Allemagne, qui a nécessité des financements de l'État allemand mais également des fonds européen souligne l'importance du rôle du financement public, qui repose sur sa capacité à s'endetter, pour développer des projets soutenant la compétitivité de l'économie. C'est un enjeu dans un contexte de marges de manœuvres restreintes en raison du taux d'endettement public élevé de certains pays, dont la France alors que dans le même temps des besoins de financements importants sont évalués pour la transition écologique, numérique et la défense.

La dette publique est la somme des déficits publics c'est-à-dire la différence entre les dépenses publiques et les recettes publiques. Au sens de Maastricht la dette publique recouvre les dettes des administrations publiques centrales, locales et de sécurité sociale. Elle dépend donc de deux facteurs principaux : le solde budgétaire primaire, différence entre les dépenses et les recettes publiques hors charges de la dette, et la différence entre le taux d'intérêt (coût de financement) et le taux de croissance du PIB, la dette étant exprimée par rapport au PIB, puisque celui-ci s'apparente à l'assiette fiscale. Les ménages et les sociétés non financières (SNF) empruntent également lorsque leurs revenus sont inférieurs à leur besoin d'investissement.

Dans un contexte de hausse importante de l'endettement public et privé suite à la succession de crises récentes : crise financière et économique (2008), crise des dettes souveraines (2010-2012) ou encore crise de la Covid-19, soutenue par les politiques d'assouplissement quantitatif (quantitative easing) menées par les banques centrales, la hausse de l'inflation à partir de mi-2021 (l'inflation en moyenne annuelle étant passée en France de 1,5% en juillet 2021 à 6,8% en juillet 2022) a conduit à une normalisation puis à un resserrement de la politique monétaire des principales banques centrales des pays développés, et par conséquent à une dégradation des conditions de financement. Cela engendre des questionnements sur la soutenabilité de la dette et les risques pour la stabilité financière que fait peser l'exposition des institutions financières aux SNF fortement endettées.

Il est alors opportun de se demander quelles mesures peuvent être mises en œuvre par les régulateurs et autorités de supervision pour empêcher que l'endettement public et privé, nécessaire pour amortir les chocs macroéconomiques et financer des investissements sources de croissance, ne devienne lui-même source de crises et nuise à l'économie.

La forte hausse de l'endettement public et privé a permis d'absorber les chocs économiques récents mais induisent de nombreux risques tant pour l'économie que le système financier (I). C'est pour les cadres de surveillance et les normes encadrant l'endettement public et privé existants doivent être maintenus et accompagnés de réformes structurelles permettant une meilleure allocation de l'épargne, les besoins de

financement important ne pouvant être supportés par les budgets des États et les bilans bancaires (II).

*

La dette est un outil de stabilisation économique et de financement de la croissance à long terme (IA). La dette publique française a fortement augmenté au cours de la crise de la pandémie de Covid-19, passant de 98% du PIB à 114,8% du PIB entre 2019 et 2020, en raison de la hausse des dépenses publiques par des mesures exceptionnelles (chômage partiel, prêts garantis aux entreprises, reports de cotisations sociales...) alors que dans le même temps les recettes publiques diminuaient en raison de la chute de l'activité. Le déficit public en 2020 s'établissait à 9,8% du PIB. Or ces mesures ont permis de préserver l'appareil productif et les revenus, et de fournir des liquidités aux entreprises. Les administrations publiques ont ainsi amorti 78% du choc économiques. Ce rôle stabilisateur, tant par les stabilisateurs économiques que les mesures contracycliques mises en œuvre ont également été efficaces lors de la crise énergétique, suite à l'invasion russe en Ukraine. Les dépenses publiques permettent de réduire les inégalités, fonction de redistribution (Musgrove, 1959).

L'endettement public et privé permet de financer par ailleurs des investissements à long terme, sources de croissance (Romer, Barro, Lucas). En particulier, la dette publique permet le financement de biens publics (Solow, Samuelson, 1954) ou d'investissement porteurs d'externalités positives. À titre d'exemple, l'écart de la productivité horaire entre les Etats-Unis et l'Europe s'explique aux 2/3 par les secteurs à haute intensité technologique (Bunel, 2025), qui reflète un écart croissant d'investissement dans les technologies de rupture (disruptive technologies) par les entreprises européennes (Aghion, Bergeaud, 2024).

La hausse de l'endettement public et privé en Europe a été facilitée par les conditions de financement favorables depuis 2008, avec des taux d'intérêts faibles et la fourniture massive de liquidités -rachats de titres de dette de manière massive et généralisée par les banques centrales- pour lutter contre la déflation et relancer l'activité. Par ailleurs il y a une forte importance de l'intermédiation bancaire en Europe, les entreprises se finançant plutôt par emprunt bancaire que par l'émission de titres.

*

Un niveau élevé d'endettement a des effets négatifs sur la croissance mais également sur la stabilité financière (IB).

En premier lieu l'endettement public élevé peut entraîner un risque d'effet « boule de neige » c'est-à-dire que les charges de la dette entretiennent la dette. Des déficits publics structurels élevés peuvent interroger la soutenabilité de la dette et conduire à une dégradation des conditions de financement, les investisseurs requérant une "prime de risque" autrement dit un taux d'intérêt majoré par le risque de crédit. Cette soutenabilité

dépend de plusieurs facteurs, dont la détention de la dette par des non-résidents : si la dette est détenue par des non-résidents il peut y avoir un risque de souveraineté mais également des pressions pour une consolidation budgétaire plus rapide qui peut nuire à la croissance par une baisse de la demande agrégée. Ainsi si la dette publique du Japon presque représente 250% de son PIB, sa soutenabilité est peu questionnée car elle est détenue à plus de 80% par des résidents.

Au sein de la zone euro il y a en particulier un risque de "flight to quality" des investisseurs et que l'augmentation de la dette d'un État n'entraîne un écart des taux d'intérêts des dettes souveraines (« spread »), conduisant à un risque de fragmentation, c'est-à-dire de divergence des conditions de financement des agents privés qui ne reposent pas sur des fondamentaux économiques (De Grauwe). Cet écart des spreads s'observe actuellement sur les taux d'empreintes de la dette française en raison de la divergence de ses déficits publics, qui étaient respectivement de 5,5% en 2023 et 5,8% en 2024, contre 3,6% et 3% en moyenne au sein de la zone euro.

Une consolidation budgétaire peut réduire la croissance mais de même un taux d'endettement public élevé peut réduire la demande des agents économiques, s'ils anticipent des hausses d'impôts futurs et préfèrent donc épargner (Barro). Par ailleurs l'endettement important des entreprises peut conduire à une "zombification" de l'économie, empêchant la réallocation des facteurs de production et des capitaux vers des entreprises plus productives, donc freiner la destruction créatrice, qui engendre d'importants gains de productivité (Schumpeter, 1942, Aghion et Howitt, 1993 DGT 2020).

Un fort taux d'endettement peut réduire l'investissement des SNF, donc l'innovation et la croissance. Enfin une exposition trop importante des banques et du système financier aux SNF et ménages les plus endettés induit des risques de crédit et des risques pour la stabilité financière, à l'image de la crise financière de 2008, causée par les prêts subprimes aux ménages américains. Cela peut également engendrer un rationnement du crédit (Stiglitz, Weiss, 1982) en présence d'asymétries d'informations, perturbant la transmission de la politique monétaire.

*

Les défis d'un niveau élevé d'endettement ont conduit les régulateurs et superviseurs à mettre en place un cadre de surveillance de la gestion des finances publiques et un cadre macroprudentiel (IIA).

En France l'endettement des ménages a été encadré, d'une part avec le développement d'un cadre réglementaire autour du surendettement, dont la mise en œuvre est assurée par la Banque de France, et d'autre part par des normes émises par le Haut Conseil de stabilité financière (HCSF) encadrant l'octroi de crédit aux ménages, avec un taux d'effort de 35% du revenu et un délai d'endettement maximum de 25 ans, avec des dérogations possibles sur 20% de la production de crédit.

Le HCSF fixe également un coussin contracyclique de fonds propres pour les banques, actuellement de 1% du niveau européen des exigences prudentielles strictes de fonds propres (CRR3/CRD6) et le mécanisme de surveillance unique du système bancaire. Les risques que font peser les SNF endettées au secteur financier sont surveillées par les autorités (Rapport sur la stabilité financière, Banque de France, juin 2025).

Depuis le traité de Maastricht (1992) et l'adoption du Pacte de Stabilité et de croissance (1997), les États de la zone euro doivent avoir un déficit public annuel maximum de 3% du PIB et un endettement public inférieur à 60% du PIB. Ce cadre de surveillance, qui repose sur un volet préventif et un volet répressif avec la procédure de déficit excessif a été réformé en 2011, 2013 et 2015. L'adoption du traité de stabilité, de coordination et de gouvernance (TSCG) en 2013 a introduit une nouvelle règle d'or budgétaire pour tenir compte des effets des cycles économiques sur les soldes budgétaires. Les règles ont été suspendues de 2020 à avril 2024 en raison de la crise Covid. Elles ont montré leurs limites et un besoin de réformes, puisque malgré ce cadre, en 2024, 12 des 27 États de l'Union européenne avaient un ratio de dette sur PIB supérieur à 60%, dont 6 au-dessus de 90% (Grèce, Italie, France, Portugal, Belgique, Espagne). Ainsi plutôt que des limites ad hoc, la révision d'avril 2024 introduit une obligation de trajectoires de finances publiques pluriannuelles, de 4 à 7 ans, avec une amélioration du ratio de dette publique minimum de 0,5% par an en cas de dette/PIB supérieure à 60% et de 1% s'il est supérieur à 90%. Cette approche repose davantage sur la modélisation de la trajectoire des finances publiques grâce à de nouveaux outils tels que le "Debt Sustainability Analysis".

Une meilleure orientation de l'épargne européenne par la réalisation de l'union pour l'épargne et l'investissement, permettrait de répondre aux besoins de financement de l'Union européenne sans aggraver l'endettement public et privé (IIB).

Un marché de capitaux intégré transfrontalier, par un meilleur partage des risques et la diversification de l'actionnariat des entreprises est un canal d'absorption des chocs macroéconomiques important, réduisant ainsi l'impact sur les finances publiques en cas de crise (Asdrubali, 1996, Alcidi, 2023). Cela est d'autant plus important que les chocs d'offres seront plus fréquents et importants à l'avenir (Bensidoun, "Le temps de l'offre", CEPII, 2024).

Par ailleurs il y a un excédent d'épargne européen d'environ 300 Md€ par an (Rapport 2025 Conseil national de la productivité), qui est insuffisamment mobilisé. Le sous-développement du capital risque et des financements par fonds-propres permettraient une hausse des investissements des entreprises sans aggraver l'endettement privé.

En outre dans un contexte de marges budgétaires contraintes par l'endettement public élevé au sein de l'UE, les besoins de financement en matière de transition numérique, écologique et d'innovation sont estimés de 750 à 800 Md€ par an d'ici 2030 par le Rapport Draghi (septembre 2024), auxquels s'ajoutent 100 à 150 Md€ pour la défense dans le cadre du plan Readiness 2030 de la Commission européenne. Des réformes structurelles

pour réduire la fragmentation des marchés de capitaux, par une suppression des barrières internes réglementaires et fiscales, la création de fonds paneuropéens de capital risque, la consolidation des marchés boursiers et l'intégration des infrastructures post-marché, la centralisation de la surveillance financière par l'ESMA ou encore le développement de produits d'épargne européens de long terme apparaissent essentiels.

*

Si la normalisation et le resserrement de la politique monétaire, qui s'est traduite par une hausse inédite de ses taux directeurs de 450 points de base entre juillet 2022 et septembre 2023 ne s'est pas traduit par des tensions sur les marchés sur la dette privée et publique, une attention au niveau d'endettement doit continuer d'être portée par les autorités micro et macroprudentielles, a fortiori dans un contexte de dérégulation par l'administration américaine, avec le refus de transposer les règles de Bâle III dont la transposition a également été reportée en Angleterre à 2027.

Les banques centrales, en ancrant les anticipations d'inflation à long terme contribuent au bon financement et à la stabilité économique, essentiels lorsque les agents économiques sont fortement endettés.