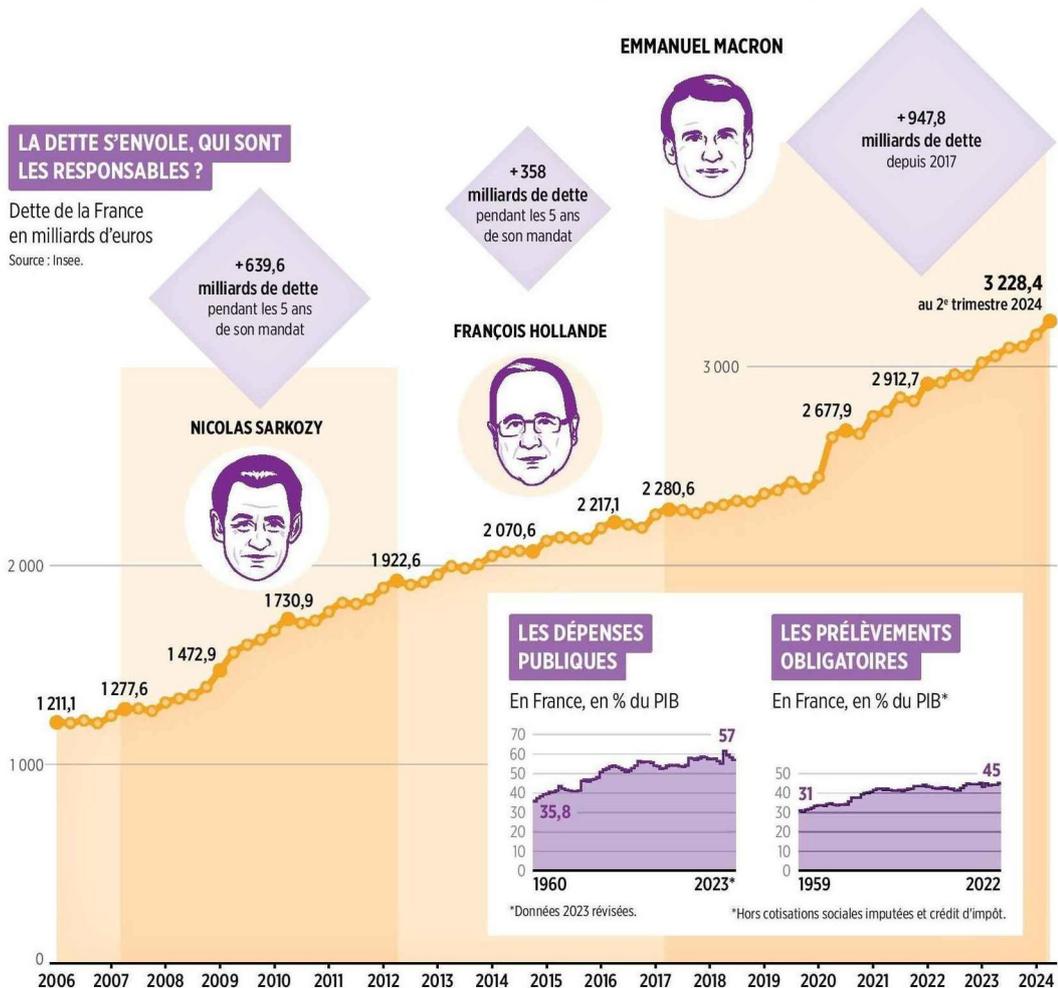


# Dettes : un scandale français

**Rien ne va plus.** Dégradation de la note, procédure pour déficit excessif, augmentation du spread... Pour la France, les signaux négatifs se multiplient.

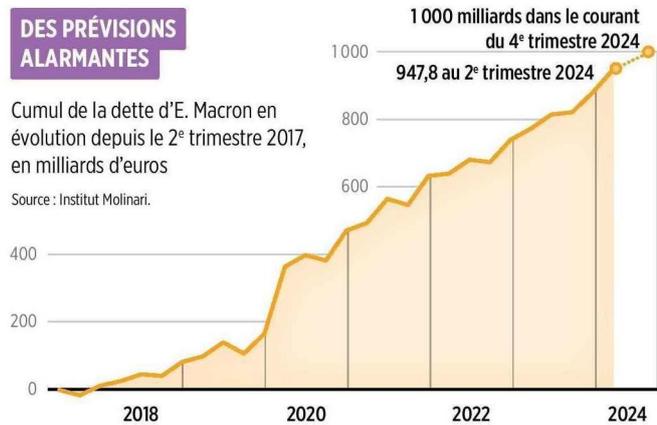


PAR PHILIPPINE ROBERT (AVEC EMMANUEL BERRETTA ET FRANÇOIS MIGUET), INFOGRAPHIE : CLARA DEALBERTO

Nous sommes en 2018. Emmanuel Macron s'apprête à fêter son premier anniversaire de président de la République. En ce jour d'avril, il est en visite au CHU de Rouen. À une soignante qui lui réclame plus de moyens pour l'hôpital, le locataire de l'Élysée répond : « *A la fin, c'est vous qui payez aussi, vous savez. Il n'y a pas d'argent magique.* » À l'époque, la France vient tout juste de sortir de la procédure de déficit excessif dans laquelle Bruxelles l'a placée, à la fin des années 2000. Le jeune et fringant président promet de mettre de l'ordre dans les comptes du pays et de maîtriser notre dette publique, qui navigue alors autour de 100 % du produit intérieur brut. « *La dette, c'est nos enfants qui la paieront, ajoutez-il. Aujourd'hui, nous vivons à crédit, ça fait des décennies que ça dure. Et donc, si nous ne faisons rien, ce seront nos enfants, et eux n'auront pas de choix.* » Seulement six ans se sont écoulés depuis ces paroles, prononcées avec détermination et assurance par le tout nouveau chef de l'État. Et puis, comme s'il était victime d'une malédiction française, Emmanuel Macron, comme tous ses prédécesseurs depuis cinquante ans, s'est mué en président dépensier, en vrai panier percé, et a empilé les déficits. Selon le dernier pointage de l'Insee, réalisé fin septembre, notre dette s'établissait en juin à 3 228,4 milliards d'euros (112 % du PIB). Soit 948 milliards de dettes supplémentaires depuis l'élection présidentielle de 2017 ! En avril, l'institut Molinari avait estimé pour *Le Point* que le seuil fatidique des 1 000 milliards de plus serait atteint entre janvier 2025 et janvier 2027. Le think tank libéral vient d'actualiser ses calculs : nous dépasserons ce cap entre la mi-octobre et la mi-novembre... L'accélération est vertigineuse. Pour le gouvernement Barnier, qui vient d'être nommé, concocter un budget qui nous aide à redresser la barre ressemble à une mission impossible... Entre baisse des dépenses et hausse des impôts, le cocktail ne sera pas agréable à avaler pour une France habituée aux largesses budgétaires...

**Sommes-nous arrivés au bord du précipice ?** Et si, cette fois, c'était vraiment du sérieux ? Ils ont été si nombreux à crier au loup, à tirer le signal d'alarme d'un endettement excessif et dangereux... Pourtant, la France s'en est toujours sortie sans encombre. En 2005, le rapport Pébereau recommandait déjà de « *rompre avec la facilité de la dette publique* ». En 2007, le Premier ministre, François Fillon, estimait qu'il était « *à la tête d'un État qui est en situation de faillite sur le plan financier* ». À l'époque, notre dette atteignait

## DES PRÉVISIONS ALARMANTES



L'institut économique *Molinari* a estimé pour *Le Point* la période à laquelle Emmanuel Macron atteindra les 1 000 milliards de dette cumulée depuis son entrée à l'Élysée. Aujourd'hui, nous sommes à 947,8 milliards. Le seuil des 1 000 milliards sera atteint d'ici à la fin de l'année, quel que soit le scénario retenu.

**Plusieurs scénarios sont possibles** : avec une dette supplémentaire par trimestre de 34 ou 37 milliards, ils seront atteints mi-novembre.

Avec une dette supplémentaire par trimestre de 44 ou 46 milliards, les 1 000 milliards seront atteints mi-octobre.

## 4

### POINTS DE PIB

C'est l'ajustement budgétaire à faire en 7 à 12 ans selon les économistes du Conseil d'analyse économique (CAE). Soit environ 112 milliards d'euros. Ils préconisent notamment de réduire les aides à l'apprentissage et de recentrer le crédit d'impôt recherche (CIR).

à peine 67 % du PIB... La crise des subprimes (2007-2008) puis celle des dettes souveraines (2010) ne nous ont finalement pas emportés, mais c'est seulement grâce à l'action de la Banque centrale européenne (BCE), qui a sorti le bazooka pour sauver la zone euro. « *Whatever it takes* » avait alors déclaré le boss de l'institution, l'Italien Mario Draghi, inventeur du « *quoi qu'il en coûte* ». S'est alors ouverte une étonnante période de taux d'intérêt au plancher, voire... négatifs ! Une étrangeté : l'emprunteur était rémunéré par le prêteur. Le monde à l'envers ! De nombreux économistes ont alors formulé cette recommandation : empruntons pour financer des investissements d'avenir, tout en faisant le ménage dans nos pesantes dépenses de fonctionnement, qui alourdissent chaque année notre déficit et, in fine, notre dette. Il n'en fallait pas moins pour que certains fassent un raccourci et pensent que l'on pouvait continuer à s'endetter indéfiniment...

**Emmanuel Macron n'a pas échappé à la folie dépensière française.** Après un début de premier quinquennat où les cordons de la bourse ont été un peu retenus, le coffre magique s'est vite ouvert avec la crise des Gilets jaunes, puis la pandémie de Covid et, enfin, la crise énergétique. Et il ne s'est toujours pas refermé, malgré la fin du chômage partiel et l'arrêt progressif ■■■

■■■ du bouclier tarifaire... Ces épisodes hors normes n'expliquent d'ailleurs pas toute la progression de l'endettement. Selon les calculs de l'Observatoire français des conjonctures économiques (OFCE), les crises et les mesures exceptionnelles mises en place pour y faire face – y compris le plan de relance – représentent 69 % des 12,6 points de PIB de dette supplémentaire enregistrés depuis l'élection d'Emmanuel Macron, tandis que les « effets budgétaires structurels directement attribuables aux choix discrectionnaires durables » représentent 31 % de la hausse...

**Plus de 3 000 milliards d'euros de dette...** Mais peu importe, claironnent les plus optimistes: la dette n'est pas un problème pour un pays aussi solide et riche que la France! Les signaux d'alerte sur nos finances publiques se multiplient pourtant depuis plusieurs mois. La première fissure est apparue en avril 2023, quand l'agence de notation Fitch a dégradé la note de la France. Une première depuis 2014 et les soubresauts de la crise des dettes souveraines... S&P a suivi au printemps dernier, reléguant elle aussi la France de AA à AA-. Et, selon les spécialistes, il ne serait pas étonnant que Moody's, la dernière des trois grandes agences chargées d'évaluer la capacité d'un emprunteur à rembourser sa dette, abaisse également la note hexagonale le 25 octobre.

Nos partenaires européens commencent également à tiquer. Avec le retour de règles budgé-

## Fin septembre, le taux d'intérêt sur les obligations françaises à cinq ans est devenu supérieur au taux grec, un pays qui a frôlé la faillite il y a quinze ans...

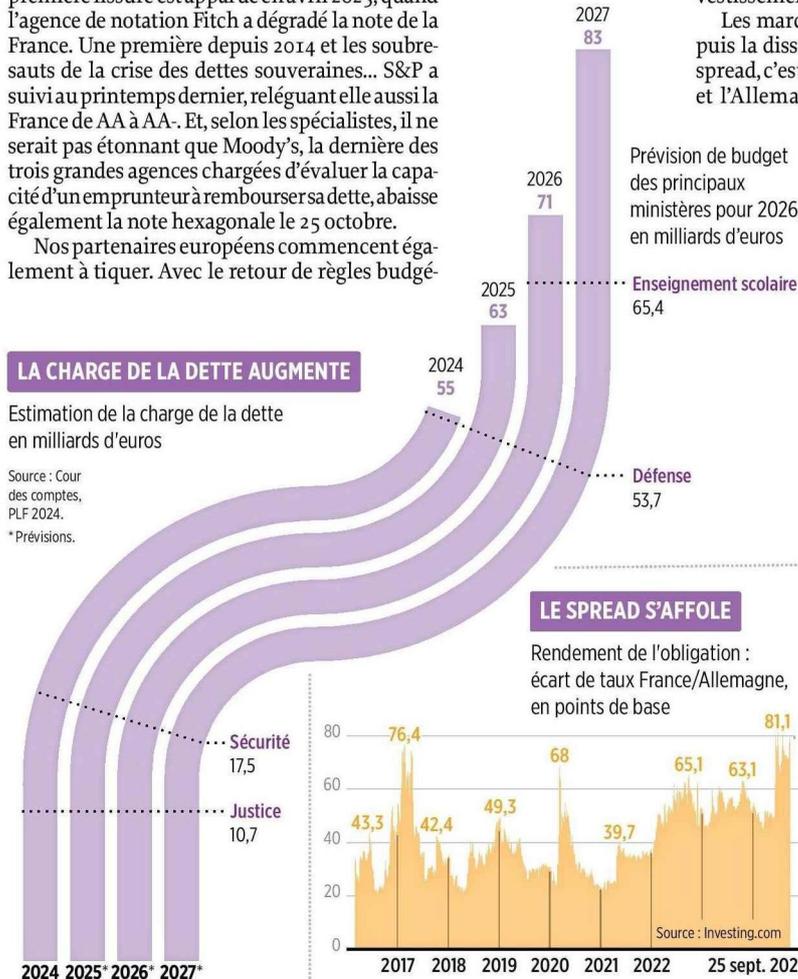
taires rénovées – elles avaient été suspendues au moment de la pandémie de Covid –, la France a de nouveau été placée en procédure pour déficit excessif en juillet et doit convaincre Bruxelles qu'elle peut redresser la barre. « C'est un moment de vérité », confie une source proche du dossier. En plus du budget annuel, la France doit présenter à la Commission européenne d'ici à la fin du mois d'octobre une trajectoire financière sur quatre à sept ans, assortie d'un programme d'investissements et de réformes.

Les marchés nous ont également à l'œil. Depuis la dissolution de l'Assemblée nationale, le spread, c'est-à-dire l'écart de taux, entre la France et l'Allemagne, a bondi, jusqu'à atteindre les

### LA CHARGE DE LA DETTE AUGMENTE

Estimation de la charge de la dette en milliards d'euros

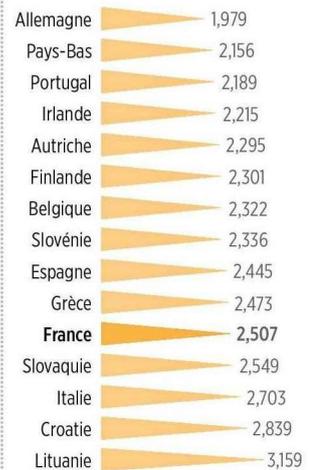
Source : Cour des comptes, PLF 2024.  
\* Prévisions.



### DÉGRADATION DE LA CONFIANCE

Taux de rendement des obligations publiques à cinq ans, en %

Source : Reuters.



### LE SPREAD S'AFFOLE

Rendement de l'obligation : écart de taux France/Allemagne, en points de base



80 points de base. «*Ce n'est pas encore un seuil inquiétant, mais nous ne sommes plus du tout dans une zone de confort*», analyse Alexandre Baradez, chef analyste chez IG. Les investisseurs ont désormais plus confiance dans la dette espagnole ou portugaise. Fin septembre, le taux d'intérêt sur les obligations françaises à cinq ans est même devenu supérieur au taux grec, un pays qui a frôlé la faillite il y a quinze ans... Il faut dire que le moment a de quoi crisper les observateurs : un budget doit être conçu dans l'urgence et voté par une Assemblée sans majorité. Tous ont bien compris que la dette de la France est en train de devenir un problème. «*Il n'existe pas de chiffre magique au-dessus duquel la dette devient dangereuse*, rappelle Thomas Philippon, professeur d'économie à l'Université de New York, *mais il faut tout de même noter qu'aucun pays de la zone euro n'a connu un destin heureux avec une dette dépassant les 120 % du PIB. Le Covid nous a rapprochés de ce plafond et le transpercer ne serait pas une bonne idée.*»

Notre trajectoire inquiète également. Contrairement à nos voisins européens, qui ont tous serré la vis après le Covid, la France continue de dérapier. Cette année, notre déficit devrait dépasser 6 % du PIB, selon les dernières déclarations du nouveau ministre du Budget, Laurent Saint-Martin. Lors du vote du projet de loi de finances pour 2024, à l'automne dernier, il était pourtant attendu à 4,4 %... Le retour à 3 % en 2027, l'objectif d'Emmanuel Macron, n'est plus même difficile, il est devenu complètement utopique. Non seulement notre bulletin de notes est mauvais, mais nous sommes le dernier de la classe. Même les Italiens, qui ne sont pourtant pas réputés pour leur sérieux budgétaire, annoncent un retour sous les 3 % d'ici à 2026... «*Entre 2019 et 2023, la croissance de notre taux d'endettement a été l'un des plus forts de la zone euro. Et, en outre, cela s'est fait sans gain de croissance du PIB par habitant, contrairement à ce qu'ont connu d'autres pays de la zone. Donc ce surcroît de dette n'a pas été productif*», décortique Olivier Klein, professeur à HEC Paris et directeur général de Lazard Frères Banque.

**Peut-être aurions-nous pu vivre dans l'illusion encore longtemps...** Mais la remontée des taux d'intérêt a changé la donne. «*Pendant plusieurs années, le taux d'intérêt était très inférieur au taux de croissance. Nous pouvions alors stabiliser le ratio de dette sans faire d'effort budgétaire*, analyse Isabelle Job-Bazille, directrice des études économiques de Crédit agricole SA et ancien membre du Haut Conseil des finances publiques. *Aujourd'hui, les deux sont quasi équivalents : il suffirait que la croissance s'essouffle ou que les taux augmentent pour que la situation bascule.*» Dans les prochaines années, la charge de la dette va devenir le plus gros budget de l'État. «*C'est ■■■*

■■■ *autant d'argent qui ne peut pas être utilisé pour la transition écologique, le régalién ou la justice: la France a des besoins énormes, mais n'a plus aucune marge de manœuvre*», souligne Éric Dor, directeur des études économiques à l'Ieseg School of Management. «*Peu importe qui sera élu en 2027, il ne pourra rien faire car la priorité sera de payer les intérêts de la dette*», estime quant à lui Christopher Dembik, conseiller en stratégie d'investissement chez Pictet AM. Ce n'est pas le seul effet pervers de la dette. Par ricochet, celle-ci peut finir par peser aussi sur les autres acteurs économiques. «*S'ils ont des anticipations pessimistes – par exemple s'ils pensent que des impôts seront levés pour rembourser la dette ou qu'elle sera rachetée par la Banque centrale, ce qui peut conduire à un nouvel épisode inflationniste –, ils peuvent s'interroger sur l'intérêt de faire un effort productif, ce qui n'est pas bon pour la croissance*», explique François Facchini, professeur au Centre d'économie de la Sorbonne.

### **Le pire des scénarios serait celui de la crise de financement.**

Heureusement, nous ne sommes pas encore entrés dans ce cercle vicieux. Les investisseurs exigent une prime de risque un peu plus importante qu'auparavant, certes, mais ils ne rechignent pas à acheter de la dette française. Bien au contraire. «*La dette française est bien marketée et c'est un produit recherché. Quand un investisseur veut une dette en euros liquide et qui rapporte, il n'a de toute façon pas l'embarras du choix, car la dette italienne n'est pas très liquide et la dette allemande ne paie pas*», nous confiait récemment un fin connaisseur du marché. La zone euro nous offre également un solide coussin amortissant. «*Mais la protection offerte par les États membres et la BCE vient avec le respect des conditions du Pacte de stabilité, qui est une contrepartie à la solidarité*», rappelle Xavier Timbeau, directeur de l'OFCE.

Tout ira bien... jusqu'au jour où les marchés décideront que la dette française est un problème! «*Vous savez, les investisseurs sont un peu comme Dory, le poisson du dessin animé Le Monde de Dory: ils ont très peu de mémoire et ne peuvent retenir que deux ou trois sujets à la fois. En ce moment, ils ne pensent qu'à deux choses: "Est-ce que Nvidia [entreprise américaine qui produit des puces d'intelligence artificielle, NDLR] va continuer de croître?"*

# 47%

## **DES FOYERS FISCAUX**

Part de foyers fiscaux ayant payé l'impôt sur le revenu en 2023. Les 10 % de ménages les plus aisés ont acquitté 76 % des 94 milliards d'euros collectés, avec un montant moyen de 15 310 euros.

et "Que va faire la Fed?". Rien d'autre ne les intéresse. Mais, un jour, ils se remettront à se dire que les dettes souveraines sont un problème. Et, quand ce jour arrivera, les taux vont monter, les actifs seront tous réévalués à la baisse, et ce sera compliqué pour la France», juge un grand investisseur américain. «*Nous n'avons jamais réussi à prouver que nous pouvions réduire notre dette. La crise est inévitable, car nous n'avons plus aucune crédibilité*», s'inquiète François Langot, économiste au Centre pour la recherche économique et ses applications. «*L'enjeu est à deux ou trois ans. Si le déficit continue à se creuser et que les marchés ont un coup de stress, la prophétie deviendra autoréalisatrice*», ajoute Christophe Boucher, directeur des investissements chez ABN Amro Investment Solutions. Le coût à payer serait alors très élevé. La BCE finirait sans doute par intervenir, même si elle n'est pas censée sauver un État qui aurait décidé de cramer la caisse. Mais il est peu probable qu'elle le fasse sans demander un effort d'austérité immédiat et des réformes structurelles...

Pour nous sortir de la zone de turbulences, l'économiste Olivier Blanchard, ex-chef économiste du Fonds monétaire international, préconisait l'été dernier dans nos colonnes de ramener notre déficit primaire (sans compter les taux d'intérêt) à l'équilibre. Une recommandation qui est également celle d'Adrien Auclert, de Thomas Philippon et de Xavier Ragot, auteurs d'une note pour le Conseil d'analyse économique sur la trajectoire de nos finances publiques. Ils conseillent à la France d'économiser 112 milliards d'euros pendant sept à douze ans. «*C'est la condition pour retrouver la maîtrise de notre destin*», précise Thomas Philippon. Reste maintenant au gouvernement à trouver le bon cocktail entre baisse des dépenses, hausse des impôts et réformes structurelles qui doperont la croissance... et de le faire adopter par le Parlement. Une mission qui paraît titanique ■

**« Peu importe qui sera élu en 2027, il ne pourra rien faire car la priorité sera de payer les intérêts de la dette. »**

Christopher Dembik (Pictet AM)