

## Flash Economie

3 décembre 2020 - 1375

### Que peut vouloir dire « rembourser la dette Covid » ?

Le gouvernement français (à la différence du gouvernement italien par exemple) parle de la nécessité de rembourser la dette Covid.

Mais qu'est-ce que ce remboursement peut impliquer ?

- s'il s'agissait que le gouvernement français rembourse la dette publique détenue par la Banque Centrale, il y aurait contraction de l'offre de monnaie en euros, ce qui est extrêmement improbable, et serait très dangereux ;
- s'il s'agissait que le gouvernement français rembourse la dette publique détenue par les agents économiques autres que la Banque Centrale, il y aurait une situation encore plus violente d'excès de demande pour les dettes sans risque, donc des taux d'intérêt réels à long terme encore plus négatifs.

On voit que les deux options pour le remboursement de la dette Covid de la France sont absurdes :

- la première conduit à une contraction inacceptable de l'offre de monnaie ;
- la seconde conduit à une baisse inacceptable des taux d'intérêt réels.

**Patrick Artus**

Tel. (33 1) 58 55 15 00

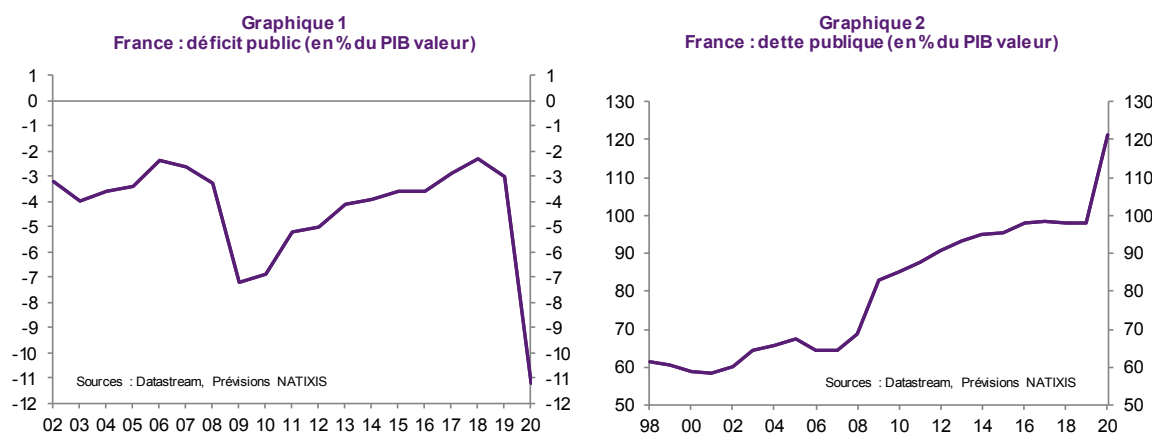
[patrick.artus@natixis.com](mailto:patrick.artus@natixis.com)

 [@PatrickArtus](https://twitter.com/PatrickArtus)

[www.research.natixis.com](http://www.research.natixis.com)

## On parle en France de « rembourser la dette Covid »

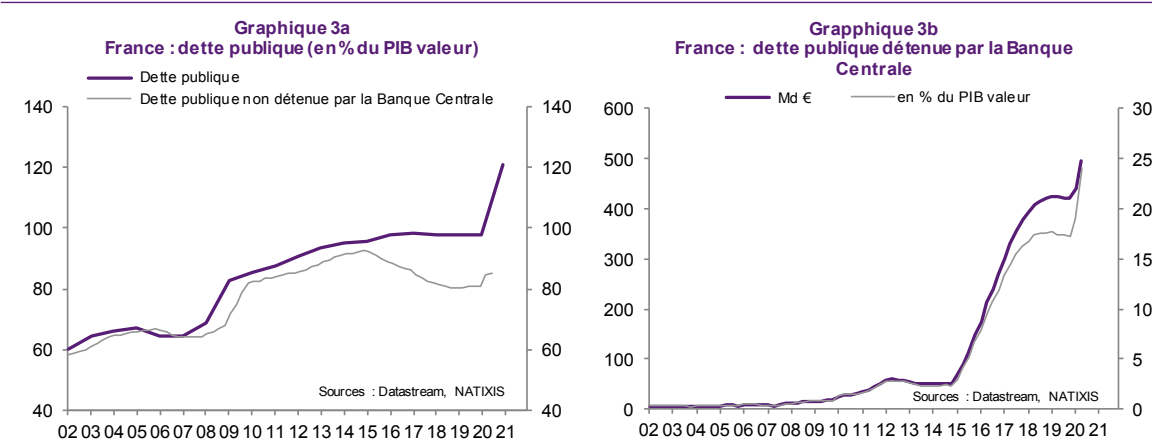
Avec le déficit public énorme mis en place en 2020 (graphique 1), le taux d'endettement public de la France a considérablement augmenté (graphique 2).



On a décidé que **cette hausse de l'endettement public due à la crise de la Covid s'appellerait « dette Covid »**. Le gouvernement français a passé le message que **cette « dette Covid » devrait être remboursée**.

Rappelons qu'il y a **deux composantes dans la dette publique de la France (graphiques 3a/b)** :

- **la dette publique détenue par la Banque Centrale**, achetée par les opérations d'achats de dette du secteur public ;
- **la dette publique non détenue par la Banque Centrale.**



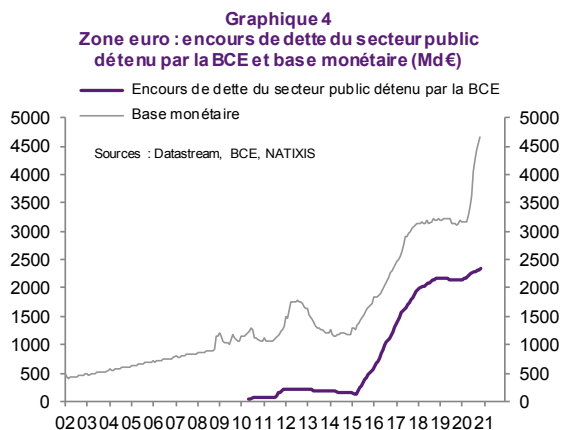
## Que se passe-t-il si l'État français rembourse sa dette ?

Il y a donc deux possibilités :

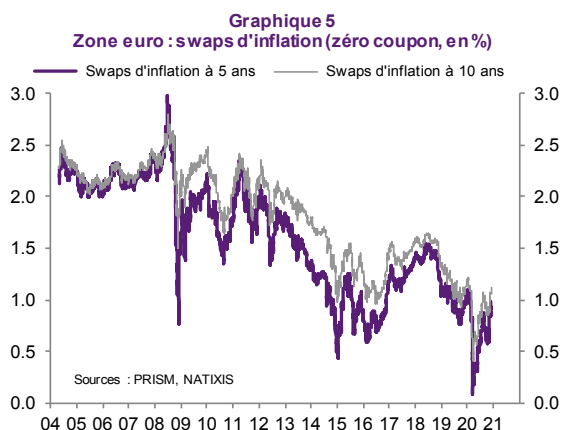
- il rembourse la dette publique détenue par la Banque Centrale ;
- il rembourse la dette publique non détenue par la Banque Centrale.

## 1. L'État français rembourse la dette publique détenue par la Banque Centrale

Si l'État français rembourse de la dette publique détenue par la Banque Centrale, il y a **destruction de monnaie**, symétrique de la création monétaire liée aux achats de dette par la Banque Centrale (**graphique 4**).



**Cette destruction de monnaie est très improbable**, alors que la BCE veut éviter une crise (des dettes ou de liquidité), qu'elle annonce qu'elle veut contribuer au soutien de l'économie, que l'inflation anticipée reste très faible (**graphique 5**).



## 2. L'État français rembourse la dette publique détenue par les agents économiques autres que la Banque Centrale

Cette partie de la dette publique, non détenue par la Banque Centrale, n'a pas augmenté depuis la période qui suit la crise des subprimes (**graphique 3a**).

Si l'État rembourse une partie de cette dette, il **accroît encore le niveau de l'excès de demande pour les dettes sans risque**, d'où une nouvelle baisse des taux d'intérêt réels à long terme (**graphique 6**) qui deviendraient extrêmement négatifs.

**Graphique 6**  
France : taux d'intérêt réel à 10 ans sur les emprunts d'Etat (déflaté par le CPI, en %)



## Synthèse : il n'y aura pas de remboursement de la dette Covid

**La France (comme les autres pays de la zone euro) ne remboursera pas la dette Covid :**

- **un remboursement de la dette détenue par la BCE** (par la Banque de France opérationnellement) **conduirait à une contraction monétaire** que la BCE ne souhaitera pas déclencher avec les risques induits (crise des dettes, crise de liquidité, freinage de l'activité) ;
- **un remboursement de la dette détenue par les agents économiques autres que la Banque Centrale aggraverait encore l'insuffisance de l'offre de dette sans risque**, et conduirait à des taux d'intérêt réels à long terme « absurdemment » négatifs.

**Les coûts du remboursement de la dette Covid sont donc trop élevés pour que ce remboursement puisse avoir lieu.**