



HAL
open science

Dette publique et stabilité financière, une question de soutenabilité ?

Colin Vuilletet

► **To cite this version:**

Colin Vuilletet. Dette publique et stabilité financière, une question de soutenabilité ?. XIVe Congrès de l'Association française d'économie politique (AFEP), Science Po Bordeaux, Jun 2025, Bordeaux, France. ⟨hal-05413227⟩

HAL Id: hal-05413227

<https://hal.science/hal-05413227v1>

Submitted on 12 Dec 2025

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.



HAL Authorization

Dettes publiques et stabilité financière, une question de soutenabilité ?

Le cas de la crise des fonds de pension au RU en 2022

Colin Vuilletet

ACT - USPN

19 juin 2025

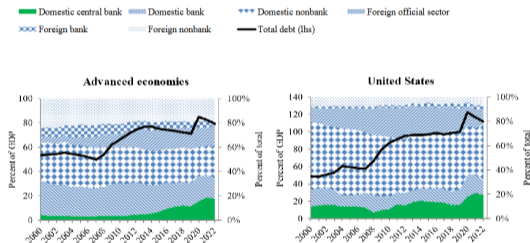
XIVe Congrès de l'AFEP

Introduction

Motivations - Contexte macro

- Abondante littérature sur la soutenabilité de la dette publique
- Peu de recherches sur le rôle de la dette publique pour les marchés financiers
- Contexte post Covid-19 et guerre en Ukraine :
 - hausse des déficits publics,
 - politique monétaire restrictive

Figure 1. Holders of Government Debt, 2000-22
(Total in percent of GDP; Components in percent)



Source : Arslanalp et Eichengreen (2023)

Motivations - Un lien État-marchés financiers ?

- Emergence d'une littérature sur le lien État-marchés financier
- Lien avec la stabilité financière (Borio et al., 2023)
- Littérature sur les liens État-marchés financiers (Gabor et Ban, 2016)
- Une finance « franchisée » (Hockett et Omarova, 2017) et lien monnaie-dette publique (Menand et Younger, 2023)



BIS Working Papers
No 1090
Tackling the fiscal
policy-financial stability
nexus
by Roberto Borio, Mark Fleming and Helene Thevenaz
Monetary and Economic Department
April 2023

Cornell University Law School
Scholarship@Cornell Law: A Digital Repository

Cornell Law Faculty Publications

2017

The Finance Franchise

Robert C. Hockett
Cornell Law School, Robert.Hockett@cornell.edu

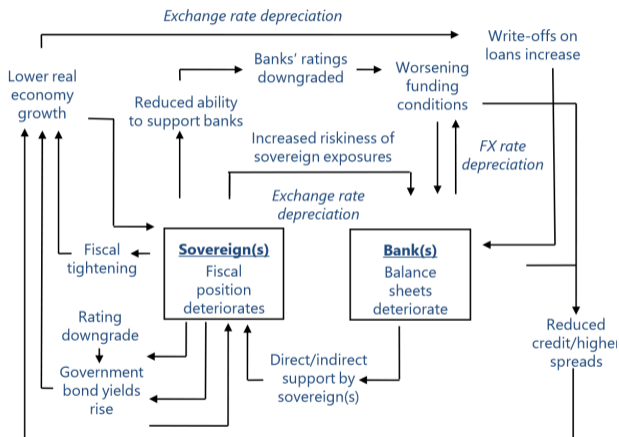
Saule T. Omarova
Cornell Law School, sto24@cornell.edu

MONEY AND THE PUBLIC DEBT:
TREASURY MARKET LIQUIDITY AS A
LEGAL PHENOMENON

Lev Menand*
Joshua Younger†

Motivations - Le lien politique budgétaire-stabilité financière

- Un lien (*nexus*) entre politique fiscale et stabilité financière
- La dette publique stabilise le bilan des acteurs financiers mais les expose à leur souverain
- Politique monétaire et politique fiscale deviennent déterminantes pour la stabilité financière



Motivations - Le moment « Liz Truss »

US faces Liz Truss-style market shock as debt soars, warns watchdog

Fiscal burden on 'unprecedented' path, says independent Congressional Budget Office head



Philip Swagel warned that the US economy raised a similar crisis of confidence that sparked a run on the pound and the collapse of Liz Truss's UK government in 2022 © Graeme Sloan/Bloomberg

Claire Jones in Washington

Published MAR 26 2024



Victory for French far right could trigger Liz Truss-style debt crisis, warns finance minister

Sell-off in French government debt has pushed borrowing costs for some maturities above those of Portugal



Bruno Le Maire warned that France simply [does] not have the means to finance Marine Le Pen's additional [plans] © AFP

The Big Read US politics & policy + Add to myFT

Will the bond market rein in Donald Trump?

Tariffs, trade wars and plans for big tax cuts could all rattle investors in US Treasuries, but it's a resilient market with few alternatives

Harriet Clarfelt in New York

Published FEB 20 2025



The downfall of UK prime minister Liz Truss in 2022 served as a reminder that investor acquiescence in unorthodox or unexpected fiscal policy cannot be taken for granted — even if the \$28tn total of US Treasuries in issue is more than eight times the size of the gilt market.

How French extravagance made Macron the new Liz Truss

Years of debt-fuelled spending have left France's bond markets on a hair trigger

Tim Wallace, Melissa Leavelle

Related Topics
Economic Outlook, Debt, Marine Le Pen, Global economy, France, Liz Truss

17 June 2024 4:02pm BST



Get this article here




French debt as a share of GDP



Motivations - Le moment « Liz Truss »

Britain's post-Trussmatic stress

Goldman grasps the long, spiky tail of the gilts crisis



© Chris Radburn/FT

Louis Ashworth

Published MAY 14 2025

12

Objectifs

- L'approche par la soutenabilité de la dette publique est-elle pertinente pour approcher le lien dette publique-marché financier ?
 - Que nous dit la crise de des fonds de pension au RU de 2022 sur ce lien ?
- Thèse : la soutenabilité n'est pas l'approche la plus pertinente pour approcher ce lien, la crise des LDI au RU montre au contraire que le rôle de la dette publique dans les marchés financiers, et son utilisation par certains acteurs, est plus pertinente

1. Dette publique, stabilité financière et soutenabilité?
2. La crise des fonds de pension au RU en septembre 2022
3. Quelques mots sur le *nexus*

Dette publique, stabilité financière et soutenabilité

Dette publique, stabilité financière et soutenabilité ?

- Argumentaire fondé sur les concepts de « espace fiscal » (*fiscal space*) et de soutenabilité de la dette publique + recommandations prudentielles douteuses

Dette publique, stabilité financière et soutenabilité ?

- Argumentaire fondé sur les concepts de « espace fiscal » (*fiscal space*) et de soutenabilité de la dette publique + recommandations prudentielles douteuses
- « *Ultimately, to ensure financial stability there is no substitute for fiscal prudence* » (Borio et al., 2023, p. 17)

Dette publique, stabilité financière et soutenabilité ?

- Argumentaire fondé sur les concepts de « espace fiscal » (*fiscal space*) et de soutenabilité de la dette publique + recommandations prudentielles douteuses
- « *Ultimately, to ensure financial stability there is no substitute for fiscal prudence* » (Borio et al., 2023, p. 17)
- Approche imparfaite (Debrun et al., 2019) et « impossibility principle » (Wyplosz, 2011)
 - Règle dite *Non-Ponzi* : « Fiscal policy will be sustainable if the present value of the future stream of primary surpluses [to infinity], as a percentage of GDP, matches the “inherited” stock of government debt » (Afonso, 2005, p. 23).

Dette publique, stabilité financière et soutenabilité ?

- Argumentaire fondé sur les concepts de « espace fiscal » (*fiscal space*) et de soutenabilité de la dette publique + recommandations prudentielles douteuses
- « *Ultimately, to ensure financial stability there is no substitute for fiscal prudence* » (Borio et al., 2023, p. 17)
- Approche imparfaite (Debrun et al., 2019) et « impossibility principle » (Wyplosz, 2011)
 - Règle dite *Non-Ponzi* : « Fiscal policy will be sustainable if the present value of the future stream of primary surpluses [to infinity], as a percentage of GDP, matches the “inherited” stock of government debt » (Afonso, 2005, p. 23).
 - *Espace fiscal* : « there is not just one fiscal space, there is an infinity of them [...] there are as many spaces as there are plausible forecasts of future real interest and growth rates » (Wyplosz, 2020, p. 4)

Dette publique, stabilité financière et soutenabilité ?

- Argumentaire fondé sur les concepts de « espace fiscal » (*fiscal space*) et de soutenabilité de la dette publique + recommandations prudentielles douteuses
- « *Ultimately, to ensure financial stability there is no substitute for fiscal prudence* » (Borio et al., 2023, p. 17)
- Approche imparfaite (Debrun et al., 2019) et « impossibility principle » (Wyplosz, 2011)
 - Principe d'*impossibilité* : « because the future is unknown, any debt sustainability assessment is only valid within the bounds of the underlying guesses » (Wyplosz, 2011, p. 27)

Dette publique, stabilité financière et soutenabilité ?

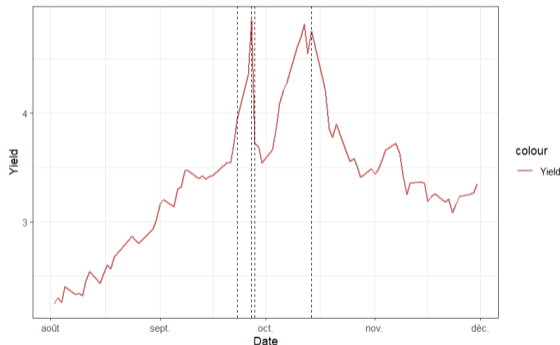
- Argumentaire fondé sur les concepts de « espace fiscal » (*fiscal space*) et de soutenabilité de la dette publique + recommandations prudentielles douteuses
- « *Ultimately, to ensure financial stability there is no substitute for fiscal prudence* » (Borio et al., 2023, p. 17)
- Approche imparfaite (Debrun et al., 2019) et « impossibility principle » (Wyplosz, 2011)
 - Principe d'*impossibilité* : « because the future is unknown, any debt sustainability assessment is only valid within the bounds of the underlying guesses » (Wyplosz, 2011, p. 27)
- ⇒ Non-satisfaisante pour comprendre le lien dette publique-stabilité financière

La crise des fonds de pension au RU Septembre-Octobre 2022

Mini-budget et crise de la dette publique RU

UK 30 years government bond yields, August-December 2022, daily.

- Forte hausse du taux d'intérêt sur la dette publique (entre 21 et 25 septembre 2022, 140 pb)
- Suite à l'annonce du mini-budget de Liz Truss le 23 septembre (30pb)
- Associé aux stratégies LDI (*Liability-Driven Investments*) des fonds de pension anglais (BoE, 2022; Hauser, 2022; Pinter, 2023; Pinter et al., 2024)



Source : Author's own elaboration.

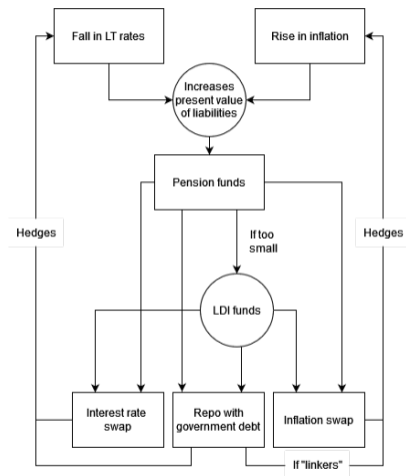
Dotted lines are September 23rd, 27th, 28th and October 10th, 14th.

Les stratégies LDI

- Les fonds de pension *hedge* la valeur actualisée de leur passif contre le risque d'inflation et de baisse des taux (£1 trillion 5 octobre (Cunliffe, 2022))

⇒ PF investissent dans T-bonds de long terme (30y) ou dans des swaps d'inflation et de taux d'intérêt (eux-mêmes ou via des *AM* et *LDI funds*)

- Utilisent massivement des *repos* (repurchase agreements) car effet de levier + moins coûteux etc. (Pinter, 2023)



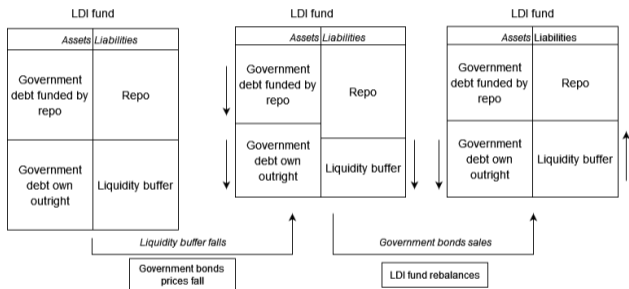
Source : Author's own elaboration

Rebalancing et spirale de liquidité

- Augmentation des taux d'intérêt sur la dette publique à partir du 22 et du 23 septembre (annonce de QT de la BoE 20 pb et mini-budget 30 pb)

⇒ LDI font des pertes, si les pertes dépassent les buffers de liquidité ou le capital des fonds, LDI doivent rééquilibrer (*rebalancing*) (BoE, 2022)

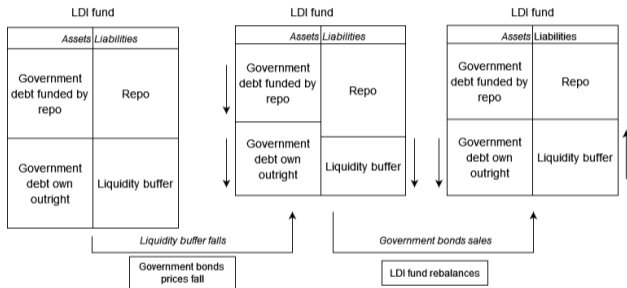
- Demander un apport de capital du sponsor
- Vendre certains actifs hors dette publique
- Vendre des titres publics



Source : Author's own elaboration

Rebalancing et spirale de liquidité

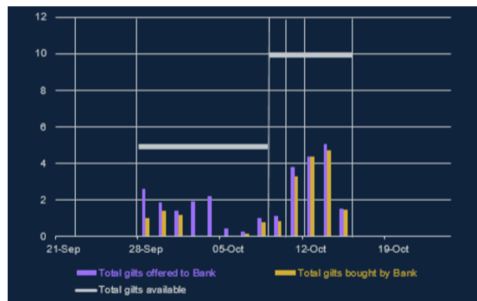
« [A] large quantity of gilts, held as collateral by banks that had lent to these LDI funds, was likely to be sold on the market, driving a potentially self-reinforcing spiral and threatening severe disruption of core funding markets and consequent widespread financial instability » (Cunliffe, 2022, p. 4)



Source : Author's own elaboration

Réponse de la BoE

- Première série de rachats (« *reluctantly* ») entre le 28 septembre et le 10 octobre (jusqu'à £40 milliards)
 - Pas suffisante alors que montant max pas atteint
 - Taux continuent d'augmenter sur la période (Pinter et al., 2024)
 - BoE refuse de relancer QE + pricing prohibitif
- Le 10 octobre hausse du plafond journalier + Temporary Expanded Collateral Repo Facility (TECRF)
 - Augmente le nombre de rachat par la BoE (3/4 achetés entre du 10 au 14 octobre)



Sources: Bank of England, Bloomberg Finance L.P.

Une crise de soutenabilité ?

- Le récit retenu par la presse, les commentateurs économiques et politiques...
- Pourtant Pinter et al. (2024) estiment que 60% de la hausse des taux est attribuable aux fonds LDI (sûrement plus)
- Et un contexte commun avec des crises précédentes (normalisation, incertitude, faible liquidité) et particulier Mars 2020
- Le 22 septembre, annonce du QT → 20pb

Conclusion

Révision du lien dette publique-stabilité financière

- Rôle central du contexte de politique monétaire
- Liquidité sur le marché des titres publics liée à leur utilisation comme collatéral dans des *repos*
- Et au rôles des acteurs institutionnels qui structurent ces marchés
- Un lien dette publique-stabilité financière caractérisé par son rôle dans les marchés financiers
- Et par la BC comme *market-maker of last resort* malgré un tabou de la monétisation (Bateman et Van 'T Klooster, 2024)

Révision du lien dette publique-stabilité financière

- Rôle central du contexte de politique monétaire
- Liquidité sur le marché des titres publics liée à leur utilisation comme collatéral dans des *repos*
 - « *poorly-managed leverage* » : « *excessive or poorly-managed leverage increases the potential for forced asset sales in the face of shocks, with adverse implications for market functioning and so the real economy* » (Breedon, 2022, p. 5)
 - Spiral de liquidité (Gabor, 2016; Sissoko, 2019)
- Et au rôles des acteurs institutionnels qui structurent ces marchés
- Un lien dette publique-stabilité financière caractérisé par son rôle dans les marchés financiers
- Et par la BC comme *market-maker of last resort* malgré un tabou de la monétisation (Bateman et Van 'T Klooster, 2024)

Révision du lien dette publique-stabilité financière

- Rôle central du contexte de politique monétaire
- Liquidité sur le marché des titres publics liée à leur utilisation comme collatéral dans des *repos*
- Et au rôles des acteurs institutionnels qui structurent ces marchés
 - En particulier les *dealers* (Baranova et al., 2023 ; Duffie, 2023 ; Pinter, 2023)
 - « recent concerns regarding the functionality of government bond markets in the face of increasing amounts of bonds issued and constraints on dealers' intermediation capacity » (Pinter, 2023, p. 32)
- Un lien dette publique-stabilité financière caractérisé par son rôle dans les marchés financiers
- Et par la BC comme *market-maker of last resort* malgré un tabou de la monétisation (Bateman et Van 'T Klooster, 2024)

Révision du lien dette publique-stabilité financière

- Rôle central du contexte de politique monétaire
- Liquidité sur le marché des titres publics liée à leur utilisation comme collatéral dans des *repos*
- Et au rôles des acteurs institutionnels qui structurent ces marchés
- Un lien dette publique-stabilité financière caractérisé par son rôle dans les marchés financiers
 - « *organic embeddedness between state institutions... and financial markets* » (Gabor et Ban, 2016, p. 28)
 - Une finance *franchisée* par l'Etat (Hockett et Omarova, 2017)
- Et par la BC comme *market-maker of last resort* malgré un tabou de la monétisation (Bateman et Van 'T Klooster, 2024)

-  Afonso, António (2005). « Fiscal Sustainability : The Unpleasant European Case ». In : FinanzArchiv / Public Finance Analysis 61.1 (1), p. 19-44.
-  Arslanalp, Serkan et Barry Eichengreen (2023). « Living with High Public Debt ». In : Jackson Hole Economic Symposium 2023.
-  Baranova, Yuliya et al. (2023). « The Potential Impact of Broader Central Clearing on Dealer Balance Sheet Capacity : A Case Study of UK Gilt and Gilt Repo Markets ». In : Bank of England Staff Working Paper No. 1,026.
-  Bateman, Will et Jens Van 'T Klooster (2024). « The Dysfunctional Taboo : Monetary Financing at the Bank of England, the Federal Reserve, and the European Central Bank ». In : Review of International Political Economy 31.2, p. 413-437. issn : 0969-2290, 1466-4526.
-  BoE (2022). « Financial Stability Report December 2022 ». In : Bank of England Financial Stability Report December 2022.
-  Borio, Claudio, Marc Farag et Fabrizio Zampolli (2023). Tackling the Fiscal Policy-Financial Stability Nexus. BIS Working Papers N°1090. Bank for International Settlements.



Breeden, Sarah (2022).

Risks from Leverage : How Did a Small Corner of the Pensions Industry Threaten Financial

Speech by Sarah Breeden given at a conference organised by ISDA & AIMA, London, 7 November 2022. Bank of England.



Cunliffe, Jon (2022). « Letter from Jon Cunliffe Deputy Governor on Financial Stability, to Mel Stride, Chair of the Treasury Committee, 5 October 2022 ». In : Bank of England.



Debrun, Xavier et al. (2019). « Debt Sustainability ». In : Sovereign Debt. Oxford University Press, p. 151-191. isbn : 978-0-19-885082-3 978-0-19-188569-3.



Duffie, Darrell (2023). « Dealer Capacity and US Treasury Market Functionality ». In : BIS Working Papers No 1138.



Gabor, Daniela (2016). « The (Impossible) Repo Trinity : The Political Economy of Repo Markets ». In : Review of International Political Economy 23.6 (6), p. 967-1000. issn : 0969-2290, 1466-4526.



Gabor, Daniela et Cornel Ban (2016). « Banking on Bonds : The New Links Between States and Markets : Banking on Bonds ». In : JCMS : Journal of Common Market Studies 54.3 (3), p. 617-635. issn : 00219886.



Hauser, Andrew (2022).

Thirteen Days in October : How Central Bank Balance Sheets Can Support Monetary and
Speech by Andrew Hauser at the ECB's 2022 Conference on Money Markets on
November 4, 2022. Bank of England.



Hockett, Robert C et Saule T Omarova (2017). « The Finance Franchise ». In :
Cornell Law Review 102.15 (15), p. 1143-1218.



Menand, Lev et Joshua Younger (2023). « Money and the Public Debt : Treasury Market
Liquidity as a Legal Phenomenon ». In : Columbia Business Law Review 2023.1 (1). issn :
0898-0721, 1930-7934.



Pinter, Gabor (2023). An Anatomy of the 2022 Gilt Market Crisis. Staff Working Paper
No. 1,019. Bank of England.



Pinter, Gabor, Emil Siriwardane et Danny Walker (2024). Fire Sales of Safe Assets. Staff
Working Paper No. 1,089. Bank of England.



Sissoko, Carolyn (2019). « Repurchase Agreements and the (de)Construction of
Financial Markets ». In : Economy and Society 48.3 (3), p. 315-341. issn : 0308-5147,
1469-5766.



Wyplosz, Charles (2011). « Debt Sustainability Assessment : Mission Impossible ». In : Review of Economics and Institutions 2.3 (3), p. 37. issn : 2038-1379, 2038-1344.



– (2020). What's Wrong with Fiscal Space? Discussion Paper DP14431. Centre for Economic Policy Research.