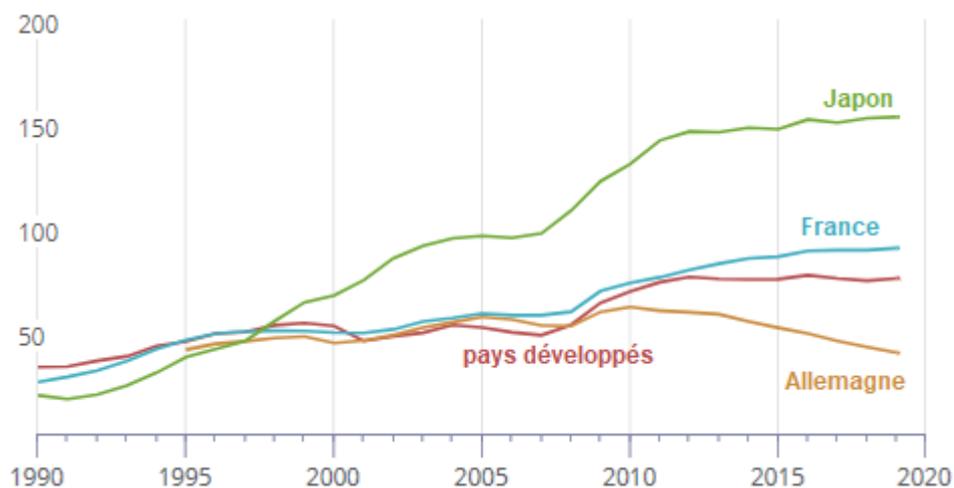


Faut-il s'inquiéter de la hausse de la dette publique ?

blogs.alternatives-economiques.fr/anota/2020/04/04/faut-il-s-inquieter-de-la-hausse-de-la-dette-publique

La dette publique a fortement augmenté dans le sillage de la crise financière mondiale de 2008, initialement pour trois raisons : la contraction de l'activité économique a mécaniquement entraîné un tarissement des recettes fiscales ; les gouvernements ont adopté des plans de relance pour stimuler l'activité ; le secteur bancaire a pu être dans certains pays renfloué (1). Par conséquent, entre 2007 et 2019, le ratio dette publique nette sur PIB est passé de 58 % à 90 % dans le cas de la France, de 48 % à 76 % pour l'ensemble des pays développés (cf. graphique).

GRAPHIQUE Dette publique nette des pays développés (en % du PIB)



source : [FMI](#)

Dans la plupart des pays développés, la dette publique, relativement au PIB, s'est stabilisée en 2012. La zone euro a par contre connu une seconde récession, autour de 2011, qui a retardé la stabilisation de sa dette publique pendant plusieurs années. Si certains pays-membres, comme l'Allemagne, ont fortement réduit leur dette publique depuis, ce n'est pas le cas de tous les autres. La France a stabilisé la sienne autour de 2016. Il est probable qu'une poursuite de la croissance économique lui aurait permis de la réduire. Malheureusement, ce scénario n'est désormais plus d'actualité.

Avec l'épidémie de coronavirus et, surtout, les politiques de confinement adoptées en vue d'en freiner la progression, les pays développés connaissent une puissante récession ; nous pouvons même déjà parler de dépression au vu de l'ampleur de la contraction de l'activité. Dans le cas français, l'activité économique a chuté d'un tiers et chaque mois de confinement devrait réduire la croissance annuelle de 3 points de pourcentage [[Duval, 2020](#)]. En conséquence, la dette publique devrait fortement augmenter ces prochaines années ; au vu de la violence du choc, il est fort probable qu'elle augmente bien davantage que lors de la Grande Récession.

Faut-il s'en inquiéter ? Cette question recouvre en fait deux questions différentes. Je suis incapable de leur donner une réponse définitive, mais je peux toujours préciser certaines pistes.

La dette publique pénalise-t-elle l'activité ?

Dans le sillage de l'étude de Carmen Reinhart et Kenneth Rogoff (2010), plusieurs économistes ont cru déceler une relation négative et non linéaire entre l'endettement public et la croissance économique : à partir d'un certain seuil d'endettement public, tout supplément de dette publique tendrait à freiner la croissance du PIB.

La littérature économique a identifié deux effets pervers susceptibles d'expliquer un tel résultat. Il y a tout d'abord l'« équivalence ricardienne ». En l'occurrence, lorsque la dette publique augmente, les agents peuvent anticiper que le gouvernement augmentera les impôts à un moment ou à un autre dans le futur pour rembourser ce surcroît d'endettement, si bien qu'ils peuvent réagir en épargnant davantage dès à présent pour faire face à ces futurs impôts.

Il y a ensuite l'« effet d'éviction ». Parce qu'il y a peu de chances que le gouvernement fasse faillite, les titres publics sont perçus comme bien plus sûrs que les titres privés, ceux qu'émettent les entreprises pour financer leurs investissements. Par conséquent, si l'Etat s'endette, c'est-à-dire émet de nouveaux titres, les épargnants risquent de se détourner des titres privés pour acheter des titres publics. Les entreprises ont alors davantage de difficultés à se financer sur les marchés financiers, sauf à des taux d'intérêt plus élevés, ce qui les contraint à réduire leur investissement.

Dans l'un et l'autre cas, le surcroît d'endettement public déprime l'activité privée. Si l'Etat a emprunté pour financer un plan de relance, c'est-à-dire précisément pour stimuler l'activité privée, son efficacité s'en trouve alors atténuée. Les études empiriques semblent effectivement confirmer la présence d'un effet d'éviction de l'emprunt public sur l'investissement privé [Huang et alii, 2018].

Cela dit, cela ne remet pas en soi en question la nécessité d'un plan de relance *quand* l'activité est déprimée. En effet, lorsque l'économie est en récession, les entreprises souffrent généralement d'un manque de débouchés et elles sont donc loin d'utiliser toutes leurs capacités de production. Dans ce cas, il est peu probable qu'elles cherchent à accroître celles-ci, donc il est peu probable qu'elles cherchent à investir. Autrement dit, l'emprunt public a peu de chances d'évincer l'investissement privé, puisqu'il n'y a pas d'investissement privé à évincer.

De plus, si l'économie est en récession, c'est notamment parce que les agents dépensent trop peu, donc épargnent de trop. En l'occurrence, lors des récessions, les agents cherchent à davantage placer leur épargne dans des actifs sûrs, ce qui se traduit par une pénurie d'actifs sûrs. Par conséquent, en s'endettant pour financer un plan de relance, le gouvernement ne se contente pas de stimuler directement l'activité économique ; en

émittant de nouveaux titres publics, il offre en outre aux agents privés les actifs sûrs qu'ils désirent, ce qui stimule indirectement l'activité économique en alimentant la confiance [Caballero et Farhi, 2018].

Enfin, il faut souligner que la corrélation négative que certains pensent avoir décelé entre dette publique et croissance économique reste sujet à débat et qu'il est difficile d'y voir clairement un sens dans la causalité sous-jacente, si causalité il y a effectivement [Pescatori, 2014]. Il n'est pas improbable que des niveaux élevés de dette publique soient associés à de plus faibles taux de croissance, non pas en raison de leur nocivité en tant que telle, mais parce qu'ils incitent les gouvernements à adopter des plans d'austérité qui, eux, freinent la croissance ; et, en l'occurrence, l'austérité budgétaire dégrade effectivement la croissance à long terme [Fatás et Summers, 2016]. Plus simplement, tant que la croissance reste faible, les recettes fiscales sont déprimées et l'endettement public tend mécaniquement à augmenter : il n'est alors surprenant de voir des périodes de faible croissance s'accompagner d'une hausse de la dette publique.

La dette publique est-elle soutenable ?

Cette deuxième question est bien plus complexe. Il était déjà difficile d'y apporter une réponse positive et pleinement assurée avant la pandémie, notamment dans le cas français [Chavagneux, 2018 ; Timbeau, 2019]. Cette dernière ne fera qu'accentuer les doutes. Ce n'est pas parce que la dette publique atteint au Japon un niveau exceptionnellement élevé, en l'occurrence une dette publique nette de 154 % du PIB (cf. graphique), que les autres pays peuvent atteindre un tel niveau d'endettement, ni même que la dette japonaise puisse rester soutenable.

Cela dit, il faut souligner un point essentiel : l'Etat n'est pas un agent comme les autres. Nous ne pouvons considérer ses finances comme s'il s'agissait de celles d'un simple ménage. En effet, il se singularise notamment par le fait que sa durée de vie est potentiellement infinie, si bien qu'il peut chercher à étaler à très long terme le remboursement de sa dette **(2)**.

En conséquence, le débat s'est souvent ramené à la comparaison entre le taux d'intérêt et le taux de croissance du PIB : si le second est supérieur au premier, la dette publique est a priori soutenable. C'est ce que conclut Olivier Blanchard (2019) dans le cas américain, en notant que le taux de croissance du PIB a généralement été supérieur au taux d'intérêt au cours de l'histoire. Les choses sont moins évidentes dans le cas français [Aussilloux *et alii*, 2020].

Il y a aussi d'importants risques. *Même si* la croissance était forte, cela n'écarterait pas la possibilité d'un défaut souverain. Les équilibres multiples peuvent apparaître : il suffit que les marchés obligataires doutent de la soutenabilité d'un Etat pour exiger des taux d'intérêt plus élevés et le contraindre ainsi à la faillite. De plus, l'appartenance à la zone euro contraint fortement ses membres [Chavagneux, 2020 ; Couppey-Soubeyran et Lalucq, 2020]. Par exemple, une banque centrale peut en principe acheter des titres publics et ainsi jouer ainsi le rôle de « prêteur en dernier ressort » pour l'Etat, mais aucun Etat-membre de la zone euro ne possède sa propre monnaie. Enfin, rien ne suggère que le

taux de croissance retrouve un rythme soutenu ces prochaines, années, voire ces prochaines décennies. Les pays développés faisaient initialement face à une demande structurellement faible, notamment en raison de tendances lourdes comme le vieillissement démographique : l'actuelle récession ne rend peut-être que plus probable le risque de « stagnation séculaire » [Summers, 2015].

Mais nous pouvons toutefois sérieusement douter que les taux d'intérêt augmentent significativement. Si, comme beaucoup d'économistes le croient, les taux d'intérêt sont fondamentalement déterminés par la confrontation entre l'épargne et l'investissement, alors tout porte à croire que les taux d'intérêt resteront faibles. D'une part, la récession risque d'amener les ménages, mais aussi les entreprises, à épargner davantage (pour un motif de précaution). De l'autre, les entreprises peuvent être durablement désincitées à investir. Or, un accroissement de l'épargne désirée dans un contexte d'investissement déprimé tend à réduire les taux d'intérêt. C'est notamment pour cette qu'Olivier Blanchard (2020) estiment que les pays développés disposent d'une marge de manœuvre budgétaire pour absorber le choc économique provoqué par l'épidémie du coronavirus.

L'histoire peut nous donner d'ailleurs quelques éclairages sur cette question. Comme l'ont noté Oscar Jordà et alii (2020), les pandémies passées ont eu des conséquences durables sur l'activité économique. Elles ont en l'occurrence été suivies par des périodes longues de plusieurs décennies marquées par de faibles taux d'intérêt. Ces derniers étant aujourd'hui déjà extrêmement faibles, cela suggère qu'ils devraient le rester, voire même qu'ils devraient s'enfoncer en territoire négatif. Ils ne feraient ainsi que poursuivre une tendance multiséculaire [Schmelzing, 2020].

L'endettement public et le « coronacoma »

Pour l'heure, face à l'épidémie de coronavirus, ce ne sont pas des plans de « relance » que les gouvernements adoptent, mais des plans de « soutien ». Il s'agit de permettre aux entreprises et ménages en manque de liquidité de faire face à leurs obligations financières de court terme et de « survivre » [Raveaud, 2020]. En effet, tant que la production et la consommation sont comprimées avec le confinement, toute relance de la demande semble inopportune : les ménages sont précisément poussés à restreindre leur consommation et les entreprises à restreindre leur production. C'est toute la particularité de la récession actuelle : les gouvernements mettent délibérément à l'arrêt l'économie pour endiguer la pandémie. Ainsi, la récession s'apparente à l'équivalent économique d'un coma artificiel [Krugman, 2020]. Par contre, les gouvernements visent à ce que les ménages soient à même de reprendre leur consommation et les entreprises leur production lorsque le confinement prendra fin. Là, il sera peut-être opportun pour les autorités budgétaires de procéder alors à des plans de relance pour s'assurer effectivement du rebond de l'activité. Nous n'en sommes pas encore là.

Nous avons relativement ignoré le rôle de la politique monétaire, or celui-ci est déterminant. La banque centrale peut participer aussi bien au soutien des entreprises et ménages contraints en termes de liquidité lors du confinement qu'à la stimulation de la demande globale au sortir du confinement. Elle influence également notamment la soutenabilité des dettes publiques, non seulement en raison de ses décisions en matière

de taux d'intérêt, mais aussi parce qu'elle est à même d'acheter des titres publics, voire de faire directement des transferts auprès des administrations publiques [Couppéy-Soubeyran et Lalucq, 2020].

Dans tous les cas, l'endigement de l'épidémie reste la première priorité, or elle impose la récession. En outre, il est difficile d'imaginer que la dette publique puisse être soutenable si l'ensemble du tissu productif s'écroule, ce qui implique de veiller à ce qu'il se maintienne. Et si l'économie s'effondre entièrement ou si nous ne parvenons pas à contenir l'épidémie, la question de la soutenabilité de la dette publique sera certainement le cadet de nos soucis.

(1) Par contre, une fois les pays sortis de la Grande Récession, la généralisation de l'austérité en 2010 a certainement contribué à freiner la reprise, ce qui a mécaniquement empêché les ratios d'endettement de refluer rapidement, en particulier dans la zone euro.

(2) L'Etat se singularise également par le fait non seulement que ses recettes et ses dépenses dépendent de l'activité économique, mais aussi que celles-ci affectent aussi en retour cette dernière. Si un ménage cherche à rembourser sa dette rapidement, il y arrivera plus facilement en comprimant ses dépenses. Mais si l'Etat cherche à rapidement rembourser sa dette, que ce soit en exigeant davantage de recettes fiscales ou en réduisant ses dépenses, il risque de déprimer l'activité économique, donc en retour ses recettes fiscales. C'est pour cette raison que l'austérité ne conduit pas toujours à une baisse des ratios d'endettement public et que les gouvernements ne doivent adopter un plan d'austérité (s'ils en ont le choix) que lorsque la croissance et l'emploi sont suffisamment robustes pour en compenser les effets pervers.

Références

AUSSILLOUX, Vincent, François ECALLE & Dimitris MAVRIDIS (2020), « Taux bas : quelles implications pour la politique budgétaire ? », France Stratégie, note d'analyse, n° 86.

BLANCHARD, Olivier (2019), « Public debt and low interest rates », PIIE, *working paper*, n° 19-4.

BLANCHARD, Olivier (2020), « "Whatever it takes." Getting into the specifics of fiscal policy to fight COVID-19 », in PIIE, *Realtime Economic Issues Watch* (blog), 30 mars. Traduction française, « Quels rôles doit jouer la politique budgétaire face au coronavirus ? ».

CABALLERO, Ricardo J., & Emmanuel FARHI (2018), « The safety trap », in *Review of Economic Studies*, vol. 85, n° 1.

CHAVAGNEUX, Christian (2018), « Dette publique : pas de quoi paniquer ! », in *Alternatives économiques*, 17 décembre.

CHAVAGNEUX, Christian (2020), « Qui va payer les dettes de la crise ? », in *Alternatives économiques*, 2 avril.

COUPPEY-SOUBEYRAN, Jézabel, & Aurore LALUCQ (2020), « La "monnaie hélicoptère" ou le désastre », in *L'Obs*, 30 mars.

DUVAL, Guillaume (2020), « L'activité en recul d'un tiers », in *Alternatives économiques*, 2 avril.

FATÁS, Antonio, & Lawrence H. SUMMERS (2016), « The permanent effects of fiscal consolidations », NBER, *working paper*, n° 22374.

HUANG, Yi, Ugo PANIZZA & Richard VARGHESE (2018), « Does public debt crowd out corporate investment? International evidence », CEPR, *discussion paper*, n° 12931.

JORDÀ, Oscar, Sanjay R. SINGH & Alan M. TAYLOR (2020), « Longer-run economic consequences of pandemics », Federal Reserve Bank of San Francisco, *working paper*, n° 2020-09.

KRUGMAN, Paul (2020), « Notes on the coronacoma », in *New York Times*, 1er avril.

PESCATORI, Andrea, Damiano SANDRI & John SIMON (2014), « Debt and growth: Is there a magic threshold? », FMI, *working paper*, n° 14/34, février.

RAVEAUD, Gilles (2020), « Comment l'Etat peut faire face à la récession », in *Alternatives économiques*, n° 400, avril.

REINHART, Carmen M., & Kenneth S. ROGOFF (2010), « Growth in a time of debt », in *American Economic Review: Papers & Proceedings*, vol. 100, n° 2.

SCHMELZING, Paul (2020), « Eight centuries of global real interest rates, R-G, and the 'suprasecular' decline, 1311–2018 », Bank of England, *staff working paper*, n° 845.

SUMMERS, Lawrence (2015), « Demand side secular stagnation », in *American Economic Review Papers and Proceedings*, vol. 105.

TIMBEAU, Xavier (2019), « Taux bas : faut-il laisser filer les déficits publics ? », in *L'Economie politique*, n° 84, 19 novembre.

Ajouter un commentaire

▼ CAPTCHA

Cette question sert à vérifier si vous êtes un visiteur humain ou non afin d'éviter les soumissions de pourriel (spam) automatisées.

Quelle est la capitale de la France ?