

Le vrai coût de la dette publique

lesechos.fr/idees-debats/cercle/0600477142846-le-vrai-cout-de-la-dette-publique-2235201.php

10 janvier 2019

Thomas Philippon / professeur de finance à la Stern Business School Le 10/01 à 10:00

La faiblesse des taux suggère qu'un ajustement (très) lent est socialement désirable.

La faiblesse des taux suggère qu'un ajustement (très) lent est à la fois faisable et socialement désirable. - Icham Chamussy/Sipa

LE COMMENTAIRE DE THOMAS PHILIPPON - Le coût social de la dette est probablement faible. Dans les pays où la croissance surpasse le taux d'intérêt, il vaut mieux favoriser l'investissement public ou diminuer les impôts.

La dette publique des pays développés s'est envolée durant la crise financière de 2008 et la crise de la zone euro de 2011-2012. Le ratio dette sur PIB se situe autour de 87 % en moyenne dans la zone euro, mais il avoisine 100 % en France et en Espagne, il dépasse 130 % en Italie. Depuis dix ans, ces pays font des efforts considérables pour réduire leurs déficits et diminuer leurs dettes. De nouveaux travaux, présentés par Olivier Blanchard lors du congrès annuel de l'American Economic Association - l'association américaine d'économie dont il est le président sortant -, viennent pourtant remettre en cause l'analyse classique de la dynamique des dettes publiques.

La théorie classique repose sur des bases assez simples. Le premier point important est que la dette publique, contrairement à la dette privée, possède un horizon ouvert. Un ménage qui emprunte 1.000 euros doit les rembourser en quelques années. Même les crédits immobiliers ont en moyenne une durée inférieure à 20 ans. Un Etat qui emprunte 1 milliard d'euros, par contre, n'a pas besoin de les rembourser en un temps fini. A partir du moment où le ratio dette sur PIB reste stable à un niveau raisonnable, les dettes à échéance peuvent simplement être remplacées par de nouvelles émissions.

Stabiliser le ratio dette sur PIB

Le second point important est donc de stabiliser le ratio dette sur PIB. Dans la théorie classique, le taux d'intérêt est supérieur au taux de croissance. Par exemple, si le taux d'intérêt (nominal) est de 5 % et la croissance (nominale) de 3 %, le gouvernement doit dégager un excédent primaire de 2 % pour stabiliser le ratio dette sur PIB. Sans excédent primaire, le stock de dette devrait augmenter de 5 % par an pour rembourser les intérêts. Cette croissance serait supérieure à celle du PIB et donc insoutenable.

À lire aussi

>POINT DE VUE - Dette : la seule vraie urgence

C'est ce second point qu'Olivier Blanchard remet en cause. L'ancien chef économiste du Fond monétaire international (FMI) note que le taux américain à 10 ans, autour de 3 %, est inférieur de 1 point à la croissance nominale anticipée de 4 % (2 % de croissance réelle, 2 % d'inflation). La différence est encore plus forte au Royaume-Uni et en zone euro (2 points).

De manière encore plus surprenante, Blanchard montre que cette situation n'a rien d'anormal. Depuis la Seconde Guerre mondiale, le taux de croissance est en moyenne 2 % plus élevé que le taux d'intérêt effectif. Dans cette situation, même avec un déficit primaire de 1 %, le ratio dette sur PIB déclinerait de 1 % par an. En d'autres termes, l'Etat n'aurait jamais besoin de rembourser ses dettes. Faudrait-il pour autant en profiter pour laisser filer les déficits et émettre plus de dette ? Pas forcément, car la dette publique pourrait détourner l'épargne des investissements privés. Mais, là encore, la faiblesse des taux suggère que ces investissements ne sont pas très productifs. La faiblesse des taux suggère qu'un ajustement (très) lent est à la fois faisable et socialement désirable.

Surplus primaire

Que peut-on conclure de cette analyse brillante et provocatrice ? Que le coût social de la dette est probablement faible et que dans les pays où la croissance surpasse le taux d'intérêt, il n'y a aucune raison de maintenir un surplus primaire. Il vaut mieux favoriser l'investissement public ou diminuer les impôts. C'est certainement le cas pour la zone euro dans son ensemble, mais pas dans chaque pays. En Italie, malheureusement, le taux de croissance n'est pas supérieur au taux d'intérêt.

Les conclusions de Blanchard n'exonèrent cependant pas les gouvernements de leurs responsabilités et ne les dispensent certainement pas de faire une analyse critique de la qualité des dépenses. Les conditions macroéconomiques indiquent que le niveau de la dette ne doit pas être un frein à l'investissement public, mais cela ne justifie ni l'embauche de nouveaux fonctionnaires ni les cadeaux fiscaux aux plus riches. Il n'y a pas de cagnotte, il reste du temps et des priorités.

Thomas Philippon est professeur de finance à la Stern Business School de New York.