



**HAL**  
open science

## Plus ou moins de dette publique en France ?

Xavier Ragot

► **To cite this version:**

Xavier Ragot. Plus ou moins de dette publique en France ?. OFCE Policy Brief, 2021, 84, pp.1-18.  
hal-03382888

**HAL Id: hal-03382888**

**<https://sciencespo.hal.science/hal-03382888>**

Submitted on 18 Oct 2021

**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.

# Plus ou moins de dette publique en France ?

Xavier Ragot\*

Sciences Po, OFCE

\* Ce texte a bénéficié des remarques de Guillaume Allègre, Christophe Blot, Edouard Challe, Jérôme Creel, Éric Heyer, Paul Hubert, François Le Grand, Raoul Sampognaro, Xavier Timbeau.

- ◆ L'objet de ce *Policy brief* est de présenter une estimation de l'espace budgétaire pour un nouveau plan de relance en France, en tirant toutes les conséquences de l'environnement de taux d'intérêt faibles.
- ◆ Les taux négatifs doivent amener à mesurer différemment la dette publique, de manière complémentaire à la mesure dite « maastrichienne ». Une mesure alternative du coût de la dette doit tenir compte de la faiblesse des taux d'intérêt et du rachat de la dette publique par les banques centrales.
- ◆ Il existe une confusion dommageable dans le débat public sur les effets redistributifs de la dette publique. Celle-ci est d'abord une redistribution au sein de chaque génération. Une hausse de la dette publique n'est pas un endettement envers les générations futures.
- ◆ La faiblesse des taux d'intérêt provient d'une hausse du taux d'épargne mondial, dont on ne voit pas de facteurs de baisse à moyen terme. La crise de la Covid-19, qui a accru l'épargne des Français de 89 milliards en 2020, va accroître l'excès d'épargne par rapport à l'investissement.
- ◆ La chute des taux d'intérêt réels depuis plusieurs années montre un accroissement de la demande de dettes publiques supérieur à l'offre. Cette pénurie de dettes publiques n'est pas compensée par une hausse d'endettement net privé. Nous vivons une pénurie de supports d'épargne sûrs.
- ◆ Une estimation prudente aboutit à un espace fiscal de 5 points de PIB, soit de l'ordre de 100 milliards pour un plan de relance additionnel. L'espace budgétaire est construit à partir d'un montant prudent du service de la dette ne représentant pas plus de 2 points de PIB, et d'un taux d'intérêt apparent sur les dettes publiques inférieur à 1 %.
- ◆ La gestion des risques de remontée des taux, de crises futures, ainsi que le cadre européen devraient conduire à favoriser l'investissement public dans la définition d'un nouveau plan de relance.
- ◆ Ce plan de relance doit être compris comme complémentaire du plan de relance européen et accompagné d'une mutualisation européenne possible d'une partie de la dette publique héritée de la crise de la Covid-19.
- ◆ Enfin, cette estimation montre que le contexte de taux bas fournit des marges de manœuvre budgétaire conséquentes et que l'annulation de la dette publique détenue par les banques centrales pourrait nous priver de cet environnement par la perte de confiance qu'elle pourrait susciter.

La France, comme tous les pays du monde, fait face à deux tendances qui doivent modifier sa stratégie de finances publiques. La première est un niveau des taux d'intérêt nominaux historiquement bas, en décroissance continue depuis 40 ans, maintenant négatifs (jusqu'à des maturités de vingt ans). La seconde tendance est un endettement public élevé. La dette publique mondiale a atteint un niveau inédit, même en temps de guerre. Son niveau a en effet dépassé le point haut atteint pendant la Seconde Guerre mondiale (FMI, 2020). Ce n'est pas le cas pour la dette publique de la France qui atteint cependant un niveau élevé de 116 % du PIB en 2021 selon les prévisions de l'OFCE (Dauvin *et al.*, 2020). Les dettes publiques élevées sont le résultat non intentionnel des crises de 2008 et de la Covid-19. Elles sont aussi un choix public raisonnable dans un environnement de taux bas, afin de sécuriser les bilans des acteurs privés, d'éviter une forte hausse du chômage et des faillites.

L'objet de ce texte est de présenter toutes les conséquences de ce nouvel environnement de taux bas, afin de fournir une estimation de l'espace budgétaire additionnel en France, par rapport à la situation de décembre 2020. Ce débat est essentiel pour l'élaboration des plans de relance susceptibles de rétablir l'économie française après la période de crise de la Covid-19, tout en respectant ses engagements environnementaux et sans accroître les inégalités (Blanchard 2019 ; Furman et Summers 2020). Cet enjeu sera présent, voire central, pour le débat politique français dans les mois à venir.

Cette estimation de l'espace budgétaire demande auparavant une discussion des effets économiques des dettes publiques, qui créent en ce moment une grande confusion dans le débat public. Par exemple, émettre plus de dettes publiques, ce n'est pas faire payer les générations futures. Ces affirmations faussées cachent les vrais débats quant aux enjeux redistributifs. Ensuite, le débat actuel sur l'annulation de la dette publique est l'exemple d'un faux débat qui, encore une fois, cache le vrai enjeu qui est le montant de dettes publiques supplémentaires que l'on peut (et l'on veut) émettre, ainsi que les objectifs à atteindre.

Pour anticiper la conclusion, l'estimation de l'espace budgétaire est importante, de l'ordre de 5 % du PIB à court terme, ce qui paraît une estimation prudente (en plus du plan de relance actuel). Ce montant représente 100 milliards d'euros d'investissement supplémentaire pour les dix ans à venir. La condition de cet endettement supplémentaire est son acceptabilité politique, sociale, européenne, et non sa faisabilité économique. Ce *Policy brief* décompose ces enjeux en 5 questions.

## 1. Quelle est la quantité de dettes publiques ? Comment mesurer la dette publique ?

La mesure de la dette financière des États n'est pas une question facile, contrairement aux affirmations rapides. La difficulté peut se résumer en une question : si l'État emprunte 100 aujourd'hui et s'il doit rembourser 105 dans un an (à un taux d'intérêt de 5 %, donc) la dette publique est-elle de 100 ou de 105 ? Le chiffre 100 est le montant emprunté, le chiffre 105 est le montant qu'il faudra rembourser. La mesure de la dette publique actuelle, notamment celle retenue par le Traité de Maastricht<sup>1</sup>, repose sur le choix assumé de considérer 100 et non 105. Il faut s'arrêter sur les arguments en faveur de 100 puis ceux en faveur de 105.

1.

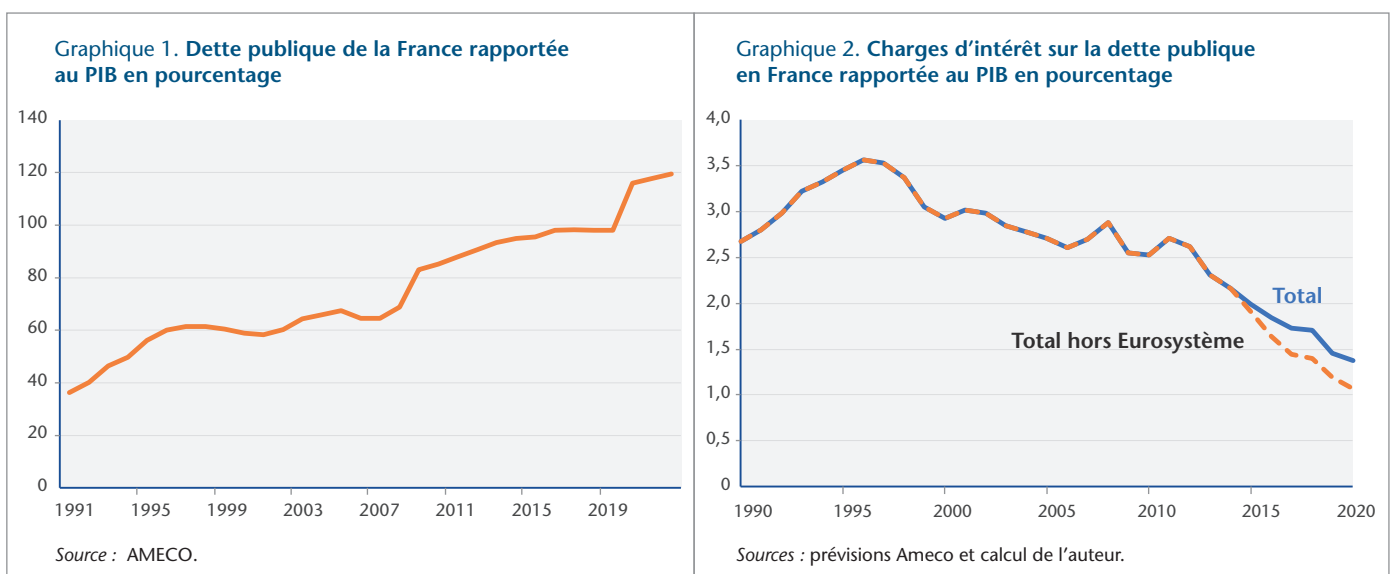
Voir ici <https://www.insee.fr/fr/metadata/definition/c1091> pour une définition formelle.

Si le rôle de l'estimation de la dette publique est de mesurer les désajustements budgétaires de l'État, c'est-à-dire ses besoins de financements, alors le choix de 100 est le plus pertinent. On mesure alors le déficit public (qui peut inclure le remboursement de dettes passées) sans tenir compte des évolutions futures des taux d'intérêt, qui peuvent varier dans le temps et entre les pays. Dans le cas européen, il permet d'introduire des règles d'endettement (le fameux critère de 60 % de dette rapportée au PIB).

Le choix des 105 est un choix différent, basé non pas sur les déséquilibres budgétaires de chaque année mais sur les besoins de financement futurs. Si l'on veut prévoir les impôts, les charges d'intérêt dans le budget de l'État, en un mot le coût de la dette publique, le montant de 105 est bien plus pertinent que le montant à l'émission de 100.

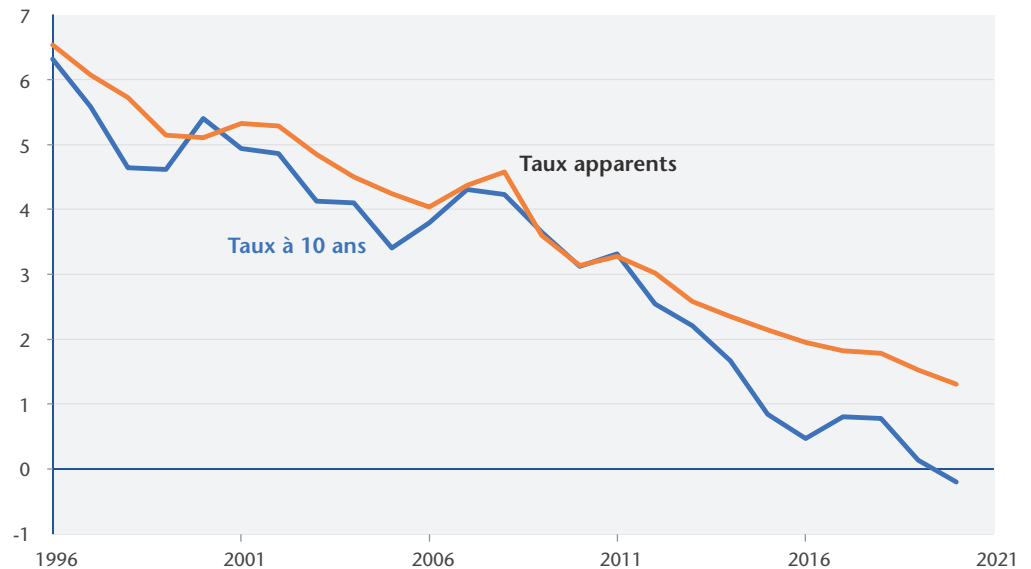
En effet ce qui est essentiel pour les finances publiques est le coût de la dette, pas son montant. Pour bien représenter cette différence, les deux graphiques suivants présentent la dette de la France, au sens de Maastricht (graphique 1), et les charges d'intérêt de la dette publique rapportées au PIB (graphique 2) qui représentent le coût pour les finances publiques de la dette publique. Ce coût est la charge d'intérêt totale sur la dette publique payée par l'État français. Le graphique 1 représente un stock de dettes rapporté au PIB, qui est un flux de richesse annuel. Cette mesure ne donne aucune indication du coût effectif de la dette publique. Le second graphique est le coût des intérêts sur la dette publique rapporté au PIB. C'est donc un ratio de deux flux, ce qui est bien plus cohérent. Ce second graphique distingue l'effet de la détention de dettes publiques par le système européen des banques centrales. Cela permet d'aborder plus loin la question du rachat/annulation des dettes publiques par les banques centrales.

La difficulté révélée par les deux graphiques est manifeste : la mesure de la dette au sens de Maastricht est croissante, alors que le coût effectif de la dette, qui est l'élément pour mesurer la charge fiscale de la dette publique est décroissant. La divergence entre les deux mesures provient de la baisse tendancielle du taux d'intérêt sur la dette publique. Cette baisse des taux d'intérêt est un argument puissant pour repenser la mesure de la dette publique. Il faut se concentrer sur le graphique 2 et non le graphique 1.



Le graphique 3 présente le taux apparent sur la dette publique (qui est le taux moyen tenant compte de toutes les maturités) ainsi que le taux à 10 ans sur les nouvelles émissions. La maturité moyenne de la dette française est entre 7 et 8 ans. Il faut plusieurs années pour que les taux bas sur les nouvelles émissions se transmettent au taux apparent. Le taux des nouvelles émissions étant bien inférieur au taux apparent, une baisse du taux apparent est à attendre.

Graphique 3. Taux d'intérêt sur la dette publique française



Source : Ameco et FRED.

En effet, le coût pour les finances publiques de la dette n'est pas la dette elle-même, mais d'abord les charges d'intérêt sur la dette. Les États sont des agents économiques qui vivent des siècles, voire des millénaires. Si un État veut stabiliser sa dette à 100 et que le taux d'intérêt est 5 %, il devra émettre 100 euros de dette chaque année et payer seulement 5 % d'intérêt : il rembourse 105 chaque année en émettant 100 de dettes et paie 5 euros avec des recettes fiscales. Le coût de la dette pour les finances publiques est donc indéfiniment de 5. Qu'en est-il quand les taux d'intérêt baissent et deviennent négatifs. Si le taux d'intérêt est -1 %, l'État emprunte 100 et doit rembourser 99. Il gagne donc 1 euro chaque année en ne faisant rien ! Cela a-t-il un sens de considérer de la même manière 100 euros de dette quand les taux d'intérêt sont de 5 % et quand ils sont de -1 % ?

Une autre façon de bien comprendre cette question de mesure de la dette est de revenir sur un des plus grands défauts sur les dettes publiques que le capitalisme ait connu dans son histoire, qui est le défaut de la Grèce en 2012. Comment une réduction de dette publique grecque a-t-elle été possible ? Non en réduisant le montant de la dette de la Grèce au sens de Maastricht mais en réduisant les taux d'intérêt que la Grèce devait payer. D'une part, les institutions européennes ont acheté une grande quantité de la dette grecque et se sont engagées à reverser les intérêts payés sur la Grèce au gouvernement grec. Ensuite, il a été convenu d'allonger la maturité de la dette grecque. Ces précisions sont importantes, car l'équivalent de réduction de dette de la Grèce est de l'ordre de 30 % à long terme du fait de la réduction des taux d'intérêt et de l'allongement des maturités, sans une réduction substantielle du montant de la dette au sens de Maastricht<sup>2</sup>.

2.

Voir la discussion présentée par le Mécanisme Européen de Stabilité à <https://www.esm.europa.eu/publications/safeguarding-euro/debt-relief-real-savings-greece>

Un second argument pour repenser la mesure de la dette est le changement de comportement des banques centrales. La relation entre la dette publique et la politique monétaire est une source de confusion extraordinaire, alors que les mécanismes sont, au fond, assez simples. Les banques centrales rachètent aujourd’hui massivement des dettes publiques en créant de la monnaie, qui sont utilisées comme réserves par les banques (Blot et Hubert, 2020). L’Eurosystème (qui est l’ensemble des banques centrales de la zone euro et la BCE) rachète des montants de dettes publiques non directement auprès des États, mais auprès d’acheteurs privés qui ont des dettes publiques. Ce dernier point est ici secondaire. Les banques centrales européennes détiennent donc des montants de dettes publiques et perçoivent les intérêts payés par les États. Cependant, les banques centrales appartiennent aux États, et ces dernières reversent leurs profits aux États. De manière plus précise, le gain pour la banque centrale de détention de la dette publique est la différence entre le taux d’intérêt sur la dette et le taux de rémunération des réserves, induites par le rachat de dettes publiques. Comme ce taux sur les réserves est négatif, le rachat par l’Eurosystème fait un peu plus qu’annuler le coût de la dette. L’indépendance des banques centrales est opérationnelle dans le cadre d’un mandat fixé par les États : l’indépendance n’est nullement financière. Ainsi, les États paient des intérêts aux banques centrales, qui reversent ces mêmes intérêts aux États. C’est comme si la dette publique était de facto inexistante pendant la période de détention par la banque centrale, car elle ne donne pas lieu à un coût financier pour les États (ils reçoivent ce qu’ils paient aux banques centrales). Il est difficile de déterminer la période de détention des dettes par les banques centrales. Les banques centrales pourraient faire décroître ce montant si l’inflation augmentait durablement au-dessus de 2 %, ce qui serait une bonne nouvelle pour les finances publiques, comme on en discute plus loin.

### Encadré 1. Annuler les dettes ?

Les montants détenus par les banques centrales apparaissent dans le graphique 2 lors du graphe « total hors Eurosystème ». Cette courbe enlève du coût de la dette publique une estimation du montant payé aux banques centrales européennes (et reversé à l’État français)<sup>3</sup>. Ce graphique 2 est important pour le débat actuel sur l’annulation des dettes publiques. Le graphique montre que la part des intérêts issus de la détention des dettes publiques par les banques centrales dans la réduction totale du coût de la dette est faible. L’essentiel de la réduction du coût de la dette provient de la réduction des taux d’intérêt. Ainsi, l’annulation des dettes publiques détenues par les banques centrales n’a comme intérêt que de rendre permanente la réduction du coût de la dette publique. Dans le cadre actuel, cette réduction du coût de la dette pourrait disparaître si la Banque Centrale Européenne choisissait une autre politique, ce qui est peu probable. Par contre, le coût d’une telle annulation sera de mettre fin au rachat de la dette par les banques centrales et de rendre possible un défaut sur la dette publique française. Ces deux effets contribueraient à augmenter les taux sur la dette française, sans aucun gain budgétaire à court terme. Alors que le débat devrait être d’utiliser au mieux les taux d’intérêt bas pour investir, le débat sur l’annulation des dettes publiques tourne le dos à cet enjeu économique de court terme.

3. Ce montant est calculé en faisant l’hypothèse que l’Eurosystème détient une structure moyenne par maturité de la dette publique. Ensuite, on fait l’hypothèse que le taux sur les réserves est nul (et non négatif).

## 2. S’endette-t-on auprès des générations futures ? Non !

La discussion des effets de redistribution de la dette publique entre les générations génère une grande confusion, comme par exemple cette affirmation selon laquelle « On s’endette auprès des générations futures ». L’éclaircissement des enjeux distributifs de la dette publique est pourtant essentiel pour le débat public.

Partons tout d'abord des données factuelles et comptables avant d'aller vers l'analyse économique.

En émettant de la dette publique, l'État s'endette auprès des générations actuelles et remboursera sa dette aux générations futures, si la maturité est suffisamment longue (supposons que l'État s'endette sur 30 ans<sup>4</sup>). L'État s'endette donc auprès des générations présentes qui veulent bien lui prêter de l'argent : Emma, par exemple, veut épargner 100 euros (Emma Épargne). L'État reçoit les 100 euros d'Emma et lui transfère une reconnaissance de dettes à valoir dans 30 ans contre une promesse de rembourser, par exemple, 180 euros dans 30 ans (soit un taux d'intérêt *annuel* de 2 % par an). Quelqu'un aura nécessairement cette reconnaissance de dettes publiques dans 30 ans. Faisons l'hypothèse que c'est la fille d'Emma qui héritera de cette reconnaissance de dette. Le goût pour les prénoms évoluant entre les générations, la fille d'Emma s'appelle Emmatrix. Ainsi, l'État prend 100 à Emma et donne 180 à Emmatrix dans 30 ans.

Est-ce tout ? Non : l'État va utiliser les 100 euros en faveur des générations *actuelles*, que ce soit en transférant du revenu à d'autres personnes, en réalisant de l'investissement public, en payant des fonctionnaires. Des ménages recevront cet argent. Faisons l'hypothèse que c'est Dorothée qui reçoit les 100 euros aujourd'hui. Dorothée consomme une partie (Dorothée Dépense). Elle pourrait aussi épargner une autre partie, augmentant le patrimoine de son enfant Dorothéetrix, mais faisons l'hypothèse que ce n'est pas le cas.

La dette publique est donc un transfert d'Emma vers Dorothée au sein de la génération actuelle, et vers Emmatrix et en partie Dorothéetrix au sein des générations futures.

Est-ce tout ? Non, il faudra bien que l'État rembourse ses dettes dans 30 ans pour payer Emmatrix. Comment va-t-il faire ? Il va taxer les générations futures. Si l'État taxe Dorothéetrix pour rembourser Emmatrix, alors Emmatrix est riche de la dette publique héritée et ne paie pas d'impôt. À l'inverse, Dorothéetrix ne reçoit pas d'héritage, mais paie des impôts supplémentaires. Dans ce cas, Dorothée et Emmatrix sont heureuses de l'accroissement de la dette publique, tandis que Dorothéetrix en paie le coût.

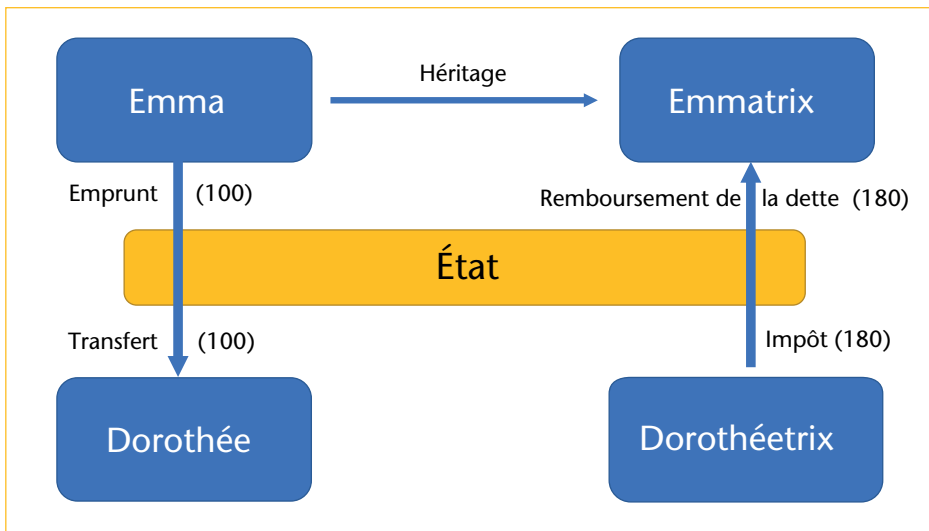
La dette publique est d'abord une redistribution au sein des générations présentes (entre Emma et Dorothée) et au sein des générations futures (Entre Emmatrix et Dorothéetrix). Les générations futures paieront plus d'impôt mais elles recevront aussi le montant de l'impôt payé ! Les quatre affirmations suivantes sont donc vraies toutes à la fois : « L'État s'endette auprès des générations présentes (Emma) », « Les générations présentes reçoivent du revenu grâce à la dette publique (Dorothée) », « les générations futures seront plus riches du fait de la dette actuelle (Emmatrix) », « les générations futures paieront pour la dette publique présente (Dorothéetrix) ».

Cet exemple semble trivial, mais il résume l'essentiel des effets redistributifs directs de la dette publique. Plus de dette publique, c'est d'abord plus de redistribution au sein de chaque génération<sup>5</sup>. Ce premier effet est le plus important. Avant d'introduire la dette extérieure (*i.e.* la dette de la France vis-à-vis du reste du monde), il faut discuter des effets indirects concernant les transferts entre les générations dont il est très difficile de mesurer l'ampleur. En effet, différentes théories s'affrontent quant à l'ampleur des effets indirects.

4. Pour mémoire, la maturité moyenne de la dette publique à l'émission est de 11,1 ans en 2019 en France.

5. Cette affirmation peut être rendue plus rigoureuse. Quel que soit le modèle non-ricardien, il existe un système fiscal qui neutralise les effets redistributifs intergénérationnels et qui restaure l'équivalence ricardienne (voir Weil 1989 par exemple). Les effets entre les générations doivent être conçus comme un écart à ce système fiscal.

Graphique 4. Effets redistributifs de la dette publique\*



\* De nombreux cas sont possibles, Dorothéetrix peut aussi hériter d'une partie de la dette publique, Emma peut recevoir une partie des transferts. Cela complique les effets redistributifs mais pas la conclusion : la dette publique est d'abord de la redistribution au sein des générations.

## Les effets indirects

Les effets indirects de la dette publique entre les générations passent par la croissance et l'investissement. Voici le cœur de l'argument.

Si l'État n'avait pas emprunté 100 euros à Emma, celle-ci aurait pu prêter cet argent à des entreprises pour financer un investissement nouveau. Les effets intergénérationnels passent donc par l'investissement. Ces effets indirects sont complexes. En effet dans notre exemple, Dorothée pourrait investir l'argent transféré par l'État et de manière plus efficace qu'Emma !

L'effet qui passe par l'investissement a donné lieu à une très grande littérature, au sein de laquelle on peut identifier trois théories<sup>6</sup> :

1. La première est la théorie « évictionniste ». La dette publique « absorbe » une partie de l'épargne nationale. Elle contribue donc à une réduction du taux d'épargne agrégée et à une réduction de l'investissement. Les générations futures souffrent d'une réduction de l'investissement utile ;
2. La seconde est la théorie « ricardienne ». La dette publique donne lieu à des impôts futurs pour payer la dette publique. Les ménages vont donc augmenter leur épargne du montant même de la dette publique, sans que cela modifie l'investissement. La dette publique n'a donc pas d'effet important sur l'investissement privé et sur les transferts intergénérationnels ;
3. La théorie « keynésienne ». L'État emprunte pour stimuler l'activité et l'investissement. Cet accroissement du revenu national augmente l'épargne et l'investissement et donc l'activité future. De fait, les générations futures bénéficient de la dette publique.

Que disent les données ? Avant la crise, les dizaines d'estimations empiriques ont plutôt tendance à rejeter une stricte équivalence ricardienne. Les estimations les plus fines aboutissent à un faible effet positif de la dette publique sur les taux d'intérêt (ce qui renchérit le coût de l'investissement). Les estimations moyennes conduisent à une hausse de 3 ou 4 points de base (c'est-à-dire 0,03 %) pour une hausse de 1 point du

### 6.

La théorie évictionniste est obtenue dans un modèle non-ricardien avec efficacité dynamique (la dette publique diminue capital et bien-être). La théorie ricardienne est présentée par Barro (1974). La théorie « keynésienne » est obtenue dans un modèle avec rigidités nominales et hystérèse. Les arguments récents en termes d'équilibre multiple et stagnation séculaire renforcent la vision « keynésienne », présentée dans Furman et Summers (2020) par exemple. Il faut noter que dans Woodford (1990), une hausse de la dette publique peut aussi augmenter l'investissement en cas de contraintes de crédit sur les entreprises.



ratio de la dette sur le PIB d'un pays. Une hausse de 30 points du ratio de dette sur PIB, par exemple de 65 % à 95 % comme pour la France lors de la crise des *subprime* de 2007 à 2015, auraient dû conduire à une hausse des taux d'intérêt réels de 1 point (qui est  $30 \times 0,033$  %).

Cependant, et c'est l'énigme principale à laquelle nous sommes confrontés, pendant la même période les taux d'intérêt réels ont baissé de 2,8 % à 0,8 %, soit une baisse de 2 %. Cette baisse des taux d'intérêt réels depuis maintenant quarante ans indique que la hausse de l'épargne privée mondiale a plus que compensé la hausse des dettes publiques, malgré leur hausse spectaculaire. Ainsi, les trois effets présentés plus haut (évictionniste, ricardien et keynésien) sont tous dominés par une tendance mondiale à la hausse du taux d'épargne et à une baisse du taux d'intérêt, débutant bien avant la crise de la Covid-19. En d'autres termes, la faiblesse des taux d'intérêt mondiaux indique que le faible investissement dans tous les pays du monde ne provient pas d'un effet d'éviction de la dette publique mais d'autres tendances plus lourdes.

Pour résumer la discussion sur les effets redistributifs de la dette publique, cette dernière est d'abord une redistribution au sein des générations présentes et au sein des générations futures. Les effets intergénérationnels sont dominés par des tendances mondiales bien plus importantes, qui contribuent à l'augmentation de l'épargne des ménages et à la chute de l'investissement<sup>7</sup>.

À ce point de l'analyse, la question cruciale pour la dynamique de la dette est celle de l'évolution des taux d'intérêt et donc de l'épargne mondiale. Faut-il s'attendre à une baisse du taux d'épargne et à une hausse des taux d'intérêt ou, au contraire, sommes-nous durablement entrés dans un monde de taux d'intérêt bas ?

### 3. D'où vient toute cette épargne ? Les taux d'intérêt vont-ils rester faibles ?

Pour comprendre qui finance l'endettement des États, il est utile de revenir à de simples relations comptables, sur lesquelles les théories économiques se bâtissent. En considérant le budget de l'État et la définition du PIB, on trouve facilement une relation comptable bien connue qui explique le financement des déficits primaires des États. Le déficit primaire, appelé  $D$ , est l'excédent des dépenses publiques (hors charge d'intérêt sur la dette publique) sur les recettes publiques. Nécessairement, ce déficit public est égal à l'excédent de l'épargne privée sur l'investissement privé et la balance courante.

$$D = S^{privé} - I - BC$$

Cette relation implique que l'accroissement du déficit public se fait soit par un accroissement de l'épargne privée du pays (des ménages et des entreprises)  $S^{privé}$  (effets ricardien et keynésien mentionnés plus haut), soit par une chute de l'investissement privé (effet évictionniste), soit par l'endettement du pays auprès du reste du monde et une dégradation de la balance courante ( $BC$ ). Ce dernier effet est connu sous le nom de « théorie » des déficits jumeaux : un déficit public primaire conduirait à un déficit de la balance courante, c'est-à-dire un endettement international du pays.

Comme on l'a vu plus haut la baisse des taux d'intérêt indique que c'est la hausse de l'épargne mondiale qui a plus que compensé l'accroissement de l'endettement public. Cependant, cette hausse de l'épargne mondiale provient-elle d'un pays en particulier ou bien tous les pays sont-ils concernés ?

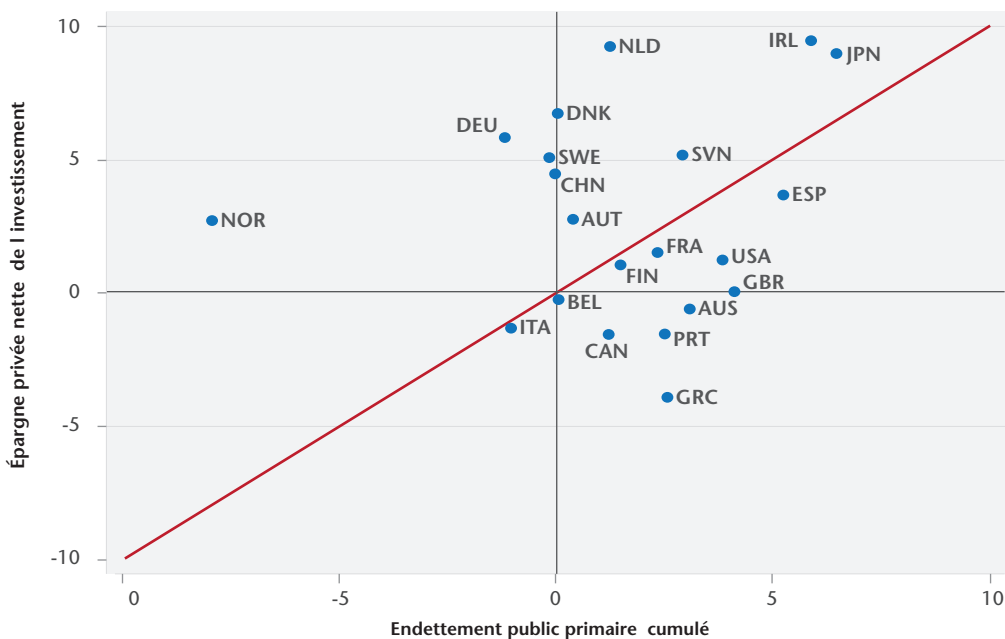
#### 7.

Il existe une vaste littérature sur les effets redistributifs des politiques publiques, appelées comptabilité intergénérationnelle, initiée par Kotlikoff (1992). Voir Masson (2002) et Pestiau (2010) pour une présentation et les limites. Pour une discussion plus générale des effets redistributifs des dettes publiques, voir la synthèse de Timbeau (2011).

Pour répondre à cette question, le graphique 5 reproduit la hausse de l'endettement public en abscisse sur la période 2007-2017, et la différence entre l'épargne privée et l'investissement en ordonnée pour les principaux pays de l'OCDE. La droite est la courbe à 45°.

Un pays qui finance son endettement public primaire par une hausse égale de l'épargne privée (nette de l'investissement privé) se trouve sur la droite à 45° (pays ricardien). Un pays qui a épargné plus que l'accroissement de sa dette publique et de l'investissement se trouve au-dessus de la droite à 45° et a donc prêté au reste du monde. Un pays qui a épargné moins (net de l'investissement) est en dessous de la courbe à 45° (déficits jumeaux). Il a donc dû emprunter aux pays au-dessus de la droite à 45°.

Graphique 5. Relation entre le déficit public national et l'épargne nette, sur la période 2008-2017



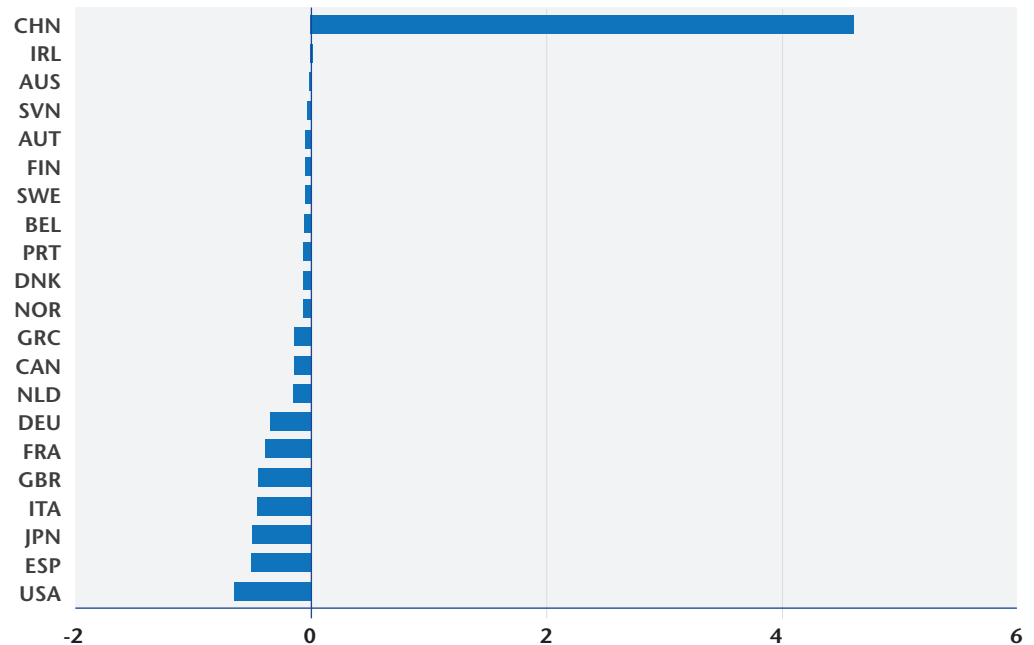
Source : calculs de l'auteur, voir Pinois et Ragot (2019).

La situation de la France est proche de la ligne à 45°. L'accroissement de l'épargne est très proche de l'endettement public sur la période. Ce n'est pas le reste du monde qui a financé l'endettement public sur la période mais essentiellement l'épargne domestique.

Le second enseignement de ce graphique est que de nombreux pays sont dans une zone où l'épargne privée a augmenté plus que l'investissement (la plupart des pays sont dans la moitié supérieure du graphique, c'est-à-dire au-dessus de la droite horizontale à 0° où l'épargne nette de l'investissement est positive). Cela signifie que de nombreux pays ont un accroissement de l'épargne nette supérieur à l'investissement sur la période. En d'autres termes, la hausse de l'épargne domestique est un phénomène mondial, elle concerne la plupart des pays. La hausse des taux d'épargne nationaux provient des phénomènes structurels comme le vieillissement des populations, l'augmentation des inégalités dans certains pays, l'émergence de classes moyennes à taux d'épargne plus élevé, l'incertitude macroéconomique, entre autres (voir Ragot *et al.* 2016 pour une discussion plus longue).

Avant de revenir sur la période de la crise de la Covid-19, il faut s'arrêter sur un point particulier qui est l'évolution de l'investissement. Comme on l'a écrit plus haut, les taux d'intérêt étant particulièrement faibles, ce n'est pas l'absence d'épargne qui explique la faiblesse de l'investissement. Le graphique suivant représente la variation entre 2007 et 2017 de l'investissement par rapport au PIB mondial.

Graphique 6. Variation de l'investissement 2008-2017, rapporté au PIB mondial



Source : calculs de l'auteur, voir Pinois et Ragot (2019).

On peut observer que tous les pays ont connu un recul de l'investissement considéré au niveau mondial, sauf la Chine dont l'investissement a fortement crû. L'investissement chinois représentait 5 % de l'investissement mondial en 2007, il représente maintenant 30 %. On ne prend pas l'ampleur de cette évolution impressionnante de l'accumulation du capital mondial. Pour notre propos, il est connu que l'accroissement de l'investissement en Chine a été le fruit d'une politique volontariste pour soutenir l'activité. Il y a maintenant des signes de suraccumulation du capital en Chine, qui laissent prévoir une réduction de l'investissement à venir. Ainsi, si le taux d'investissement mondial est resté constant sur la période, 2007-2017, cela provient d'une hausse du taux chinois, qui n'est probablement pas durable. Par ailleurs, la mise en place progressive d'un système de protection sociale en Chine entraînera à terme une baisse du taux d'épargne. L'horizon de cette baisse est cependant bien plus éloigné que celui de la baisse du taux d'investissement<sup>8</sup>.

8.

Les travaux de Rachel et Summers (2019) donnent des arguments additionnels pour une permanence des taux d'intérêt faibles.

La crise de la Covid-19 a conduit à une profonde évolution de l'épargne des ménages. Celle-ci a considérablement augmenté du fait de l'impossibilité de consommer certains biens et services et du fait de l'incertitude. Le revenu des ménages a été relativement stabilisé en France par une hausse importante de l'endettement public et des mécanismes comme le chômage partiel, le fonds d'indemnisation des indépendants, entre autres. Selon les estimations de l'OFCE (OFCE, Dauvin, *et al.* 2020) l'épargne des ménages s'est accrue de 89 milliards et l'investissement a décliné de 11 % en 2020. Il est à noter que la France connaît pendant la crise une dégradation de sa balance courante du fait de la dégradation de sa balance commerciale. Il existe

cependant une telle incertitude sur le commerce international (aussi liée au Brexit), qu'il est prématuré d'anticiper l'évolution de la balance courante et de l'endettement international de la France.

Résumons. Il existe de fortes tendances à l'augmentation de l'épargne au niveau mondial, qui vont perdurer à moyen terme. Il existe de puissantes tendances au recul de l'investissement mondial, sauf en Chine pour des raisons qui ne peuvent continuer. De ce fait, il est plus que difficile de prévoir des tendances nouvelles qui conduiraient à une rupture des tendances qui font décroître le taux d'intérêt mondial. L'hypothèse d'une stabilisation des taux semble une hypothèse prudente<sup>9</sup>. Le plus probable est que les taux d'intérêt sur les dettes publiques continuent leur décroissance<sup>10</sup>.

### Encadré 2. Quel est le montant optimal de dettes publiques ? Une évolution profonde de la pensée économique

Après ces considérations comptables, on peut maintenant aborder la question du niveau optimal de la dette publique. Cette question est étrangement absente du débat public, alors qu'elle a donné lieu aux analyses économiques les plus intéressantes dans les dernières années. En effet, la dette publique est toujours vue comme un coût. Les travaux récents montrent qu'elle est aussi un bien public, car elle fournit un support d'épargne sûr. Même si ces études récentes n'aboutissent pas à des objectifs quantitatifs précis, elles permettent de donner un cadre à la réflexion qui sous-tend la compréhension de la faiblesse actuelle des taux d'intérêt.

En effet, les travaux récents ont mis à jour la possibilité que les économies de marché ne produisent pas assez de support d'épargne (Woodford, 1990 ; Holmstrom et Tirole, 1998). En d'autres termes, il n'y a pas assez d'emprunteurs, qui émettent des actifs de bonne qualité. Quelle est l'expression de cette pénurie d'actifs sûrs ? C'est précisément la faiblesse des taux d'intérêts sur les dettes publiques. Les épargnants se font concurrence entre eux et acceptent des rendements de plus en plus faibles pour des supports d'épargne en pénurie relative.

Dans un monde de pénurie d'actifs sûrs, qui peut fournir des supports d'épargne suffisants ? L'État, bien sûr. En émettant des dettes publiques, l'État fournit des supports d'épargne. L'arbitrage auquel fait face l'État est le suivant : fournir des supports d'épargne adéquats et sûrs pour tous les ménages et augmenter les impôts (avec de possibles effets négatifs) afin de payer les intérêts sur les dettes publiques nouvelles. L'analyse quantitative de ces deux effets par Aiyagari et MacGratan (1998) conduisent à un niveau optimal de dette publique de l'ordre de 60 % du PIB. Des études ultérieures montrent cependant que ce niveau optimal est mal identifié et peut varier facilement entre 20 % et 200 % du PIB. En effet, l'effet sur le bien-être à long terme de la dette publique est faible.

Ces réflexions paraissent abstraites. Elles aboutissent cependant à deux conclusions fortes : les taux d'intérêt faibles peuvent être le signe d'une pénurie d'actifs sûrs. Le montant optimal de dette publique existe, mais est soumis à une grande incertitude, qui est peu dommageable.

Ces réflexions, qui font partie des quelques nouvelles conceptions importantes en macroéconomie, ont influencé les économistes réfléchissant à la construction européenne. Une pénurie d'actifs sûrs européens conduit à une prime (c'est-à-dire des intérêts très faibles) pour les États dont la dette est perçue comme la plus sûre, ce qui est notamment le cas de l'Allemagne, alors que d'autres pays plus fragiles, comme l'Italie, peuvent subir des taux d'intérêt plus élevés, pénalisant la capacité d'intervention des États. La création d'un actif sûr européen, comme les Eurobonds, est un moyen de faire bénéficier tous les pays de l'Union européenne de la demande d'actifs sûrs. Ces réflexions ont commencé dès 2011 et ont animé les débats européens (voir la revue de littérature de Leandro et Zettelmayer, 2019). Ces analyses ont conduit, sans difficulté manifeste, au cadre intellectuel qui a permis l'émergence des Eurobonds dans cette crise de la Covid-19. Un tel changement intellectuel, qui semblait impensable il y a seulement quelques années, est le fruit de ces avancées de la pensée économique, malheureusement trop peu expliquées au grand public.

9. L'analyse de cette partie s'intéresse au taux d'intérêt sur la dette publique. D'une manière générale, tous les taux d'intérêt, même sur les actifs risqués, ont décliné sur la période (voir Jorda *et al.* 2019).

10. Furman et Summers (2020) avancent aussi récemment des éléments confirmant la persistance des taux d'intérêt faibles aux États-Unis. Les arguments sont équivalents pour la zone euro.

Pour notre propos, qui ne concerne que la dette publique de la France, dans le cadre européen, il suffit de reconnaître que les montants actuels de dettes publiques ne sont pas alarmants.

## 4. Quel est l'espace budgétaire en France ?

De ces analyses, on peut déduire une estimation de l'espace budgétaire en France. On essaie ici de déterminer le montant additionnel d'endettement public, en plus de la dette issue de la crise de la Covid-19 à la fin 2020, pouvant être mobilisé pour stimuler l'investissement en France et la reprise de l'activité économique.

La notion d'espace budgétaire a ici pour objectif de mesurer la capacité additionnelle d'endettement d'un État, avant que la soutenabilité de la dette publique ne pose problème. Cette question difficile a été étudiée dans des travaux présentant un ensemble d'indicateurs pertinents à différents horizons (Blanchard, 1990 ; OCDE, 2016), permettant d'assurer la soutenabilité du service de la dette, c'est-à-dire du paiement des intérêts sur la dette publique. Par exemple, à très long terme la soutenabilité de la dette publique dépend de la différence  $r-g$ , entre le taux d'intérêt nominal apparent sur les dettes publiques et le taux de croissance nominale de l'économie, qui est difficile à anticiper après la crise de la Covid-19.

Pour la France, l'analyse peut se simplifier en se concentrant directement sur l'évolution du service de la dette<sup>11</sup>. La dette publique est soutenable si le service de la dette est acceptable : pour un pays comme la France, le problème budgétaire n'est pas le déficit, ni la dette, mais le service de la dette publique. Ce point est essentiel pour tenir compte du nouvel environnement de taux d'intérêt.

### 11.

Pour les pays en développement, la soutenabilité de la dette dépend aussi de la capacité d'émission de la dette, de l'accès aux marchés. Des problèmes de liquidité peuvent donc exister. Ces derniers sont gérés par les banques centrales des grandes zones, comme l'exemple de la Grèce en 2012 l'a montré. Voir aussi Ducoudré, Sampognaro et Timbeau (2019) pour une analyse de la dynamique de la dette.

### a. Détermination de l'espace budgétaire pour un plan de relance additionnel

Reprenons les points importants de l'analyse précédente : 1) l'espace budgétaire doit se mesurer par une estimation d'un maximum de charge d'intérêt toléré sur PIB, qui est le résumé pertinent du coût de la dette publique ; 2) Le montant des charges d'intérêt dépend de manière cruciale de l'évolution des taux d'intérêt (plus que du rachat par les banques centrales) ; 3) Les taux d'intérêt seront probablement faibles dans les dix prochaines années, mais il est essentiel de gérer le risque d'une remontée des taux réels (Creel, 2020).

Construisons alors un scénario prudent. Le montant moyen de charge d'intérêt sur le PIB a décliné de 3,5 % à 1 % du PIB anticipé en 2022, sans que de tels niveaux ne créent de tensions importantes sur les finances publiques. On peut donc considérer la moyenne du service de la dette des vingt dernières années comme une borne acceptable, soit 2 % du PIB, niveau éloigné du point haut de 3,5 % atteint aux débuts des années 2000.

Ensuite, le taux d'intérêt apparent sur les dettes publiques est de 1 % aujourd'hui. Il va décroître dans un futur proche. En effet, les nouvelles émissions à 10 ans ont des taux d'intérêt négatifs, à -0,35 % en janvier 2020. Le taux apparent actuel est bien plus élevé, car la maturité moyenne de la dette française est entre 7 et 8 ans. De ce fait, il faut 8 ans pour que le taux apparent s'ajuste aux taux des émissions actuelles.

Ensuite, et c'est essentiel, c'est le taux des nouvelles émissions de l'espace budgétaire que l'on mesure ici qui affectera les charges de la dette future. De ce fait, considérer un taux de 1 % dans les dix ans qui viennent semble un majorant.

De ce fait, avec une charge d'intérêt actuelle de 1 % rapportée au PIB, un taux d'intérêt futur de 1 %, et une borne maximum, conservatrice elle aussi de 2 % du PIB de charge d'intérêt, cela conduit à un premier montant de 100 % de dette sur PIB supplémentaire, ce qui conduirait à un taux d'endettement semblable à celui du Japon par exemple. Ce montant *ne soustrait pas* les volumes détenus par les banques centrales, pour ne pas se fonder sur une permanence de la politique monétaire actuelle. Partant de cette estimation haute, nous tenons compte ensuite de différents facteurs conduisant à réduire cet espace budgétaire.

***Incertitude de la crise de la Covid-19.*** Les dettes nouvelles issues de la gestion de la crise de la Covid-19 ne sont pas encore clairement identifiées, tout comme l'effet de la crise sur la croissance potentielle. La perte de revenu de la crise a été absorbée aux 2/3 par le budget de l'État (Dauvin *et al.*, 2020), et a engendré une hausse de l'ordre de 20 points de PIB de la dette publique rapportée au PIB. La stratégie de sortie de crise va ensuite demander la poursuite des plans de soutien à l'économie. Pour être plus précis, on ne peut exclure une annulation partielle et sectorielle des prêts sous forme de PGE et des annulations des charges sociales et fiscales après leur report. Sans prétendre ici faire une prévision, des montants du même ordre dans les dix prochaines années semblent un majorant des dettes issues de la crise actuelle.

***Crise financière.*** La crise des *subprime* en 2008, puis la crise de la Covid-19 en 2020, montre que les crises macroéconomiques sont maintenant des phénomènes récurrents. Considérer un espace budgétaire avec l'occurrence d'une crise dans les dix prochaines années, susceptible de faire fortement augmenter la dette publique, est malheureusement nécessaire pour une estimation prudente.

***Ajustements des comptes publics.*** Les engagements de l'État pour les dix années à venir, par exemple pour le système de retraite (COR, 2019) ou plus généralement pour le système de protection sociale, dépendent de décisions politiques prises pour en assurer les financements. Les temps d'ajustement de ces paramètres conduiront probablement à un accroissement des dettes publiques.

La soustraction de majorant de tous ces éléments conduit à une estimation plus prudente de l'espace fiscal entre 5 et 10 points du PIB, en plus du plan de relance présenté en 2020. En considérant la fourchette basse, une estimation d'un plan de relance additionnel de 5 % du PIB, soit de l'ordre de 100 milliards d'euros pour de nouveaux investissements publics (que l'on décrit plus loin) est donc prudente.

## **b. Gestion des risques associés à l'utilisation de l'espace budgétaire**

***Gestion de l'incertitude sur les taux.*** Le risque de remontée des taux d'intérêt est d'une double nature. Si les taux d'intérêt remontent du fait d'une hausse de la croissance nominale, cette remontée n'est pas problématique pour les finances publiques, car les recettes fiscales et le PIB augmenteront avec la croissance. Le véritable risque est celui d'une remontée des taux d'intérêt sans que la croissance nominale du pays augmente. Dans ce cas, les charges d'intérêt rapportées au PIB pourraient devenir élevées. Cette incertitude sur les taux d'intérêt peut être facilement gérée. La stratégie d'endettement devrait avoir lieu tant que le taux d'intérêt sur les nouvelles émissions de dettes publiques reste soit inférieur à 1 % (alors qu'il est égal à -0,35 % aujourd'hui pour les émissions à 10 ans) soit inférieur de 1 point au taux de croissance moyen de l'économie (ce taux moyen est de 2,8 % en 2019, soit 1,5% de croissance et 1,3 % d'inflation). Ce dernier seuil demande une prévision de la croissance moyenne sur les prochaines années qui devrait être de l'ordre de 1,2 % en termes réels, une fois levées les mesures sanitaires contre la diffusion de la Covid-19.

Enfin, l'incertitude sur les taux d'intérêt est partiellement contenue par un allongement de la maturité des dettes publiques. Les taux présentés dans cette note sont principalement les taux à 10 ans. Cette maturité pourrait être encore allongée avec des taux faibles, ce qui permettrait d'envisager des besoins de refinancement à des horizons éloignés.

**Gestion de l'incertitude sur la demande agrégée.** Le comportement de consommation après la crise de la Covid-19 est incertain. L'épargne accumulée par les ménages pourrait être consommée lorsque les conditions sanitaires le permettront. Une partie pourrait aussi se transformer durablement en accumulation patrimoniale. L'utilisation d'une partie de l'espace budgétaire permet de gérer le risque d'une demande agrégée faible. Le risque d'une demande agrégée trop dynamique est bien plus simple à gérer. Tout d'abord, une hausse de l'inflation est une bonne nouvelle pour les finances publiques. Ensuite, une hausse progressive des prélèvements permet de réduire la demande et la dette publique à la fois. Il serait donc plutôt *souhaitable* que le risque d'une demande agrégée dynamique se matérialise.

### c. Espace budgétaire, investissement public et dette nette

La discussion de l'espace budgétaire a volontairement retardé la discussion de l'utilisation de cet espace budgétaire. Tout d'abord, ce montant est un montant total pour les années à venir. Il ne s'agit pas d'augmenter le déficit de 10 points de PIB tous les ans. De ce fait, une hausse *permanente* des dépenses publiques doit être financée soit par une hausse des prélèvements obligatoires, soit par une économie de dépenses sur d'autres postes de la dépense publique. Par contre, des investissements publics générant des dépenses non récurrentes, dont on perçoit l'utilité aujourd'hui pour la transition énergétique, le système de santé, le système éducatif et la recherche nationale, rentrent parfaitement dans la logique de l'estimation de cet espace budgétaire.

Ensuite, il est bien sûr souhaitable que cet espace fiscal soit utilisé pour des investissements publics ayant un fort effet sur le bien-être et les recettes fiscales futures, c'est-à-dire avec de forts effets sur l'activité économique (voir Le Garrec et Touzé, 2020). Ces investissements conduiraient à l'accumulation d'actifs, et donc à une augmentation de la dette publique brute, mais une hausse moindre de la dette nette (voir Plane, Saraceno et Ragot, 2019 pour la différence entre dette publique brute et nette en France). Des opportunités d'investissements publics sont présentées dans Plane, *et al.* (2020), Creel *et al.* (2020) ou encore Cerniglia et Saraceno (2020), avec des considérations européennes.

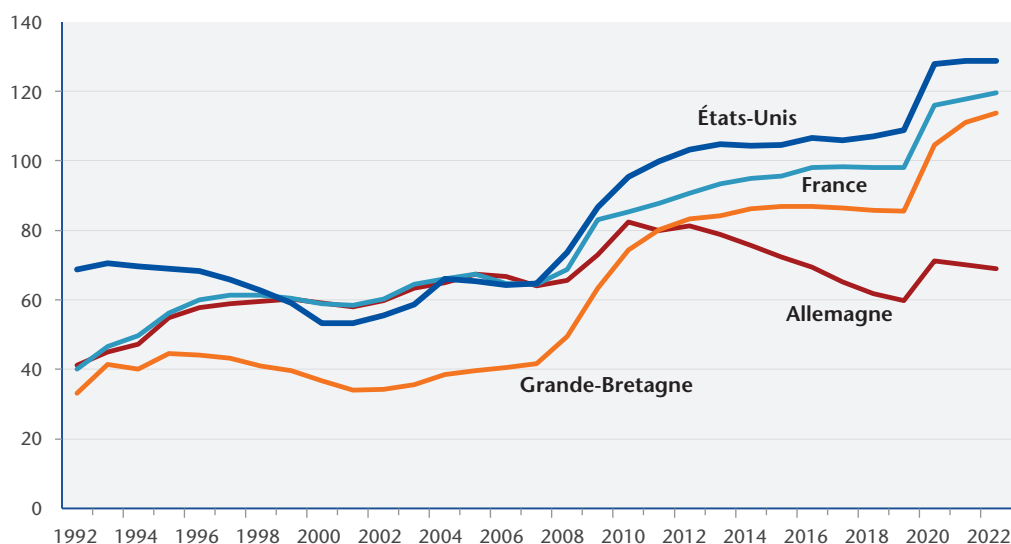
## 5. Une stratégie européenne ?

L'estimation de cet espace budgétaire français doit maintenant être replacée dans le contexte européen. L'espace budgétaire additionnel français a été identifié indépendamment de possibles initiatives européennes, en plus du plan Next-Generation EU de 750 milliards d'euros. Une initiative additionnelle concertée au niveau européen serait plus efficace que des initiatives nationales non coordonnées, car elle bénéficierait de taux d'intérêt faibles, du fait de la garantie commune. Ensuite, un plan de relance européen permettrait d'éviter les effets d'éviction entre les pays : une relance dans un pays pourrait stimuler les exportations d'autres pays ne réalisant pas de plan de relance. Cependant, il est peu probable qu'un accord européen émerge sur un plan de relance supplémentaire européen financé par l'emprunt. La mutualisation d'une partie des dettes nationales générées par la crise de la Covid-19 est un objectif plus réaliste,

comme on l'indique plus loin. La coexistence de plans de relance européen et nationaux permet de gérer l'hétérogénéité des situations européennes, qui ne décroît pas dans cette crise.

En guise d'exemple, on s'intéresse ici à la divergence entre la France et l'Allemagne, les deux plus grands pays de la zone euro. Le graphique suivant représente la dette (au sens de Maastricht) rapportée au PIB de chacun des pays, ainsi que celle des États-Unis et de la Grande Bretagne. Il apparaît clairement deux périodes dans l'évolution des finances publiques en France et en Allemagne qui incluent les prévisions de la Commission européenne jusqu'en 2022. De 1990 à 2010, les dettes publiques des deux pays se superposent. Sans coordination explicite, la France et l'Allemagne suivent la même chronique de leur endettement public. La divergence apparaît à la suite de la crise des *subprime*, en 2010. L'endettement allemand retournant à 60 % du PIB tandis que l'endettement français continue d'augmenter pour atteindre 100 % du PIB avant la crise de la Covid-19. La divergence entre la France et l'Allemagne est inédite. En 2022 la divergence sera de l'ordre de 50 points du PIB.

Graphique 7. Dette publique en France, en Allemagne, aux États-Unis et en Grande-Bretagne en pourcentage du PIB



Source : AMECO pour données et prévisions.

Ce n'est pas le lieu ici d'expliquer la divergence entre la France et l'Allemagne (voir Ragot et Le Moigne, 2015). Mentionnons simplement que la capacité exportatrice de l'Allemagne lui permet de tirer profit d'une demande européenne et mondiale pour stimuler son économie, ce qui se traduit par une réduction de la dette publique sans augmenter le chômage ni réduire la croissance.

Cette divergence européenne va créer des problèmes dans l'utilisation des flexibilités des traités européens, nécessaires pour l'utilisation de l'espace budgétaire national. Pour être plus précis, les traités européens indiquent que le ratio maximum de dette sur PIB est de 60% depuis les critères de Maastricht en 1993. Ce seuil, économiquement arbitraire, semblait une borne supérieure au moment où les traités ont été élaborés. Maintenant, ce chiffre ne fait pas de sens économique, sans qu'il y ait une volonté forte de changer les traités. Les flexibilités ont été introduites dans le cadre européen pour faire de ce chiffre un objectif. De fait, les pays qui ont une dette supérieure à 60 % du PIB doivent réduire de 1/20 l'écart de leur dette au seuil de 60 % chaque année, sauf



exception. Ces exceptions sont aujourd'hui le quotidien des pays européens, de sorte que le critère de dette n'est pas mis en œuvre.

La possibilité d'utiliser effectivement l'espace budgétaire national pour un plan de relance dépendra d'un accord politique entre les pays européens, permettant de définir la situation actuelle comme une situation exceptionnelle. Il faut séparer deux débats. Le premier est la réforme des règles européennes pour tenir compte des taux bas et repenser la cible de référence de la dette de 60 % du PIB dans ce cadre (voir Ducoudré *et al.*, 2018 pour une réflexion sur les règles européennes). Le second est l'utilisation des flexibilités des traités européens dans le cadre actuel. C'est dans ce cadre que la divergence des endettements européens pose problème. Il faut convaincre les institutions européennes que l'accroissement additionnel de l'endettement français est un investissement pour la relance et non une irresponsabilité fiscale, présageant des transferts internationaux futurs.

Dans le graphique précédent, on a également représenté la dynamique attendue de la dette des États-Unis et de la Grande-Bretagne. Ceci a pour but de montrer que le choix d'une utilisation de l'espace budgétaire ne serait pas une spécificité française, et serait partagé avec les États-Unis et la Grande-Bretagne. Au contraire, c'est la stratégie allemande de réduction rapide de la dette qui est une singularité internationale, rendue possible par son fort excédent commercial. La France ne doit pas chercher à reproduire une stratégie qui n'est pas adaptée à son économie. Enfin, l'argument de la force du dollar pour justifier la possibilité d'un endettement américain (ce qui ne serait pas le cas pour la France) n'est pas pertinent<sup>12</sup>. La consolidation de la construction européenne dans la crise de la Covid-19 fait de l'euro une monnaie forte et des dettes publiques européennes des dettes attractives, comme le montre le taux négatif des émissions de dettes françaises. Si les nouvelles dettes sont perçues comme un investissement, la capacité de financement se manifestera par des taux bas, ce qui est aussi le cas pour la Grande-Bretagne.

Pour finir sur l'aspect européen, le vrai débat sur les dettes au niveau européen est le renforcement et la logique du plan européen Next-Generation EU, qui a conduit à un endettement commun, solidaire de la zone euro de 750 milliards d'euros répartis entre les pays selon leurs besoins économiques et non suivant leur contribution au budget de l'Europe. L'étape suivante est la mutualisation des dettes européennes créées par les plans de soutien de l'économie pendant la crise de la Covid-19, et d'une partie des plans de relance. Ces dettes sont aujourd'hui en grande partie détenues par les banques centrales, pour un montant de 25 % du PIB de la zone euro. La mutualisation de ces dettes nationales semble un objectif européen plus réaliste que la définition d'un plan de relance additionnel au niveau européen.

Ainsi, ce qu'il faut maintenant gérer est la coexistence de plans de relance nationaux et européen, de dettes publiques nationales et européennes. Cette coexistence permettra de gérer l'hétérogénéité des situations nationales.

12.

Voir <http://www.cepii.fr/BLOG/bi/post.asp?IDcommunique=720> pour la démonstration d'un « privilège exorbitant » de la France.

## Conclusion

La transformation du capitalisme mondial conduit à une situation inédite de fort endettement public et de taux d'intérêt historiquement faibles. C'est ce dernier point qui est le fait le plus important, et l'on doit concevoir la hausse des dettes publiques comme des réponses adéquates des gouvernements dans ce nouvel environnement. L'analyse de ce *Policy brief* conduit à un espace budgétaire français additionnel de

5 points de PIB soit de l'ordre de 100 milliards d'euros, comme une estimation prudente. L'utilisation de cet espace budgétaire doit dépendre de la pertinence des investissements qu'il permet. Il faut utiliser cette capacité d'endettement à bon escient, car elle accroîtra la redistribution au sein des générations futures dont il faut s'assurer l'acceptabilité politique par le débat démocratique.

Ensuite, cette analyse montre que le débat est de déterminer quel endettement public la France s'autorise et pour quels objectifs. Définir le débat comme la nécessité d'une annulation de dette est un contresens dans la situation actuelle d'endettement à taux négatif. Le signal à envoyer aux épargnants est au contraire celui d'une solidité de la dette française, condition d'utilisation des taux d'intérêt faibles ■

## Références citées

- Aiyagari S. et E. McGrattan, 1998, « The optimum quantity of debt? », *Journal of Monetary Economics*, Vol. 42, n° 3, pp. 447-469.
- Barro R. J., 1974, « Are government bonds net wealth? », *The Journal of Political Economy*, Vol. 82, n° 6, pp. 1095-1117.
- Blanchard O. *et al.*, 1990, « The Sustainability of Fiscal Policy: New Answers to an Old Questions », *OECD Economic Studies*, n° 15, automne.
- Blanchard Olivier, 2019, « Public Debt and Low Interest Rates », *American Economic Review*, Vol. 109, n° 4, pp. 1197-1229.
- Blot C. et P. Hubert 2020, « De la monétisation à l'annulation des dettes publiques, quels enjeux pour les banques centrales ? », *OFCE Policy brief*, n° 80, 9 novembre.
- Challe E. et X. Ragot, 2011, « Public Spending Shock in a Liquidity Constrained Economy », *Economic Journal*, Vol. 121, n° 551, pp. 273-317.
- Cerniglia F. et F. Saraceno (dirs.), 2020, *A European public investment outlook*, OpenBook Publishers.
- COR, 2019, « Perspectives des retraites en France à l'horizon 2030 », *Rapport du COR*, novembre 2019.
- Creel J., M. Holzner, F. Saraceno, A. Watt et J. Wittwer, 2020, « How to spend it: A proposal for a European Covid-19 recovery programme », *OFCE Policy brief*, n° 72, 18 juin 2020.
- Creel J., 2020, « Fiscal space in the euro area before Covid-19 », *Economics Bulletin*, Vol. 40, n° 2, pp. 1698-1706.
- Dauvin M., Ducoudré B., Heyer É., Madec P., Plane M., Sampognaro R. et Timbeau X., 2020, « Évaluation au 11 décembre 2020 de l'impact économique de la pandémie de Covid-19 en France et perspectives pour 2021 », *OFCE Policy brief*, n° 81, décembre.
- Ducoudré B., M. Plane, X. Ragot, R. Sampognaro, F. Saraceno et X. Timbeau, 2018, « Refonte des règles budgétaires européennes », *Revue de l'OFCE*, n° 158, pp.307-330.
- Ducoudré B., R. Sampognaro et X. Timbeau, 2019, « Taux d'intérêt durablement bas et orientation de la politique budgétaire », *Revue de l'OFCE*, n° 163, pp. 281-301.
- FMI, 2020, *Fiscal Monitor*, octobre.
- Furman J. et L. Summers, 2020, « A Reconsideration of Fiscal Policy in the Era of Low Interest Rates », discussion draft.
- Holmström B. et J. Tirole, 1998, « Private and Public Supply of Liquidity », *Journal of Political Economy*, Vol. 106, n° 1, février, pp. 1-40.

- Jordà Ò., K. Knoll, D. Kuvshinov, M. Schularick et Al. M. Taylor, 2019, « The Rate of Return on Everything, 1870-2015 », *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 134, n° 3, août, pp. 1225-1298.
- Leandro A. et J. Zettelmeyer, 2019, « Search for a Euro Area Safe Asset », *PIIE Working paper*.
- Kolitzoff L., 1992, *Generational Accounting*, New York, The Free Press.
- Le Garrec G. et Touzé V., 2020, « Le multiplicateur d'investissement public : Une revue de littérature », *Sciences Po OFCE Working Paper*, n° 2020-28, décembre.
- Le Moigne M. et X. Ragot, 2015, « France et Allemagne : une histoire du désajustement européen », *Revue de l'OFCE*, n° 142, pp. 177-231.
- Lukasz R. et L. H. Summers, 2019, « Our Secular Stagnation in the Industrialized World », *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 50, n° 1, pp. 1-54.
- Masson A., 2002, « Méthodes et usages des comptes générationnels : un regard décalé », *Economie et prévision*, n° 154, pp. 1-24.
- OCDE, J. Botev, J.-M. Fournier et A. Mourougane, 2016, « A Re-assessment of fiscal space in OECD countries », *Economic Department Working Papers*, n° 1352.
- Pestieau P., 2010, « La comptabilité générationnelle : un concept utile mais un outil bancal », *Regards croisés sur l'Économie*, n° 2010/1, pp. 235-238.
- Pinois R. et X. Ragot, 2019, « Public debt and the world financial market », *Revue de l'OFCE*, n° 164.
- Plane M., X. Ragot et F. Saraceno, 2020, « Investissement et capital productifs publics en France : état des lieux et perspectives », *OFCE Policy brief*, n° 79, octobre.
- Ragot X., C. Thimann et N. Valla, 2016, « Taux d'intérêt très bas : symptôme et opportunité », *Note du CAE*, n° 36, décembre.
- Timbeau X., 2011, « Solidarité intergénérationnelle et dette publique », *Revue de l'OFCE*, n° 116, pp. 191-212.
- Weil P., 1989, « Overlapping families of infinitely-lived agents », *Journal of Public Economics*, Vol. 38, n° 2, pp. 183-198.
- Woodford M., 1990, « Public debt as private liquidity », *American Economic Review*, Vol. 80, n° 2, pp. 382-388.



Xavier Ragot, 2021, « Plus ou moins de dette publique en France ? », *OFCE Policy brief* 84, 27 janvier.

Directeur de la publication Xavier Ragot  
Rédacteur en chef du blog et des *Policy briefs* Guillaume Allègre  
Réalisation Najette Moummi (OFCE).

Copyright © 2021 – OFCE *policy brief* ISSN 2271-359X. All Rights Reserved.

[www.ofce.sciences-po.fr](http://www.ofce.sciences-po.fr)  @ofceparis