



HAL
open science

Dette publique : un changement de paradigme, et après ?

Jérôme Creel, Eric Heyer, Mathieu Plane, Côme Poirier, Xavier Ragot, Francesco Saraceno, Xavier Timbeau

► **To cite this version:**

Jérôme Creel, Eric Heyer, Mathieu Plane, Côme Poirier, Xavier Ragot, et al.. Dette publique : un changement de paradigme, et après ?. Revue de l'OFCE, 2022, D'un quinquennat à l'autre : une contribution au débat, Hors-série, pp.211-235. <hal-03699994>

HAL Id: hal-03699994

<https://sciencespo.hal.science/hal-03699994v1>

Submitted on 20 Jun 2022

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.



Distributed under a Creative Commons CC BY-SA 4.0 - Attribution - ShareAlike - International License

DETTE PUBLIQUE : un changement de paradigme, et après ?

Jérôme Creel, Éric Heyer, Mathieu Plane, Côme Poirier, Xavier Ragot (dir),
Francesco Saraceno, Xavier Timbeau

Sciences Po, OFCE

La dette publique, et plus largement les finances publiques, occupent une place importante dans le débat économique à quelques mois des élections présidentielles. L'objet de cet article est de discuter la dette publique française dans une perspective de moyen terme.

Tout d'abord, la faiblesse des taux d'intérêt et la hausse des dettes publiques depuis dix ans ont conduit à un changement de doctrine dans la gestion des déficits publics dans le monde. Cette nouvelle doctrine ne justifie pas une hausse continue des dettes publiques mais une gestion plus contracyclique de celles-ci.

En France, entre 1978 et 2020, les dépenses publiques sont toujours restées supérieures aux recettes, le déficit public moyen étant de 3,4 % du PIB, soit un niveau trop élevé pour stabiliser la dette. Au cours de cette période, la dette publique française au sens de Maastricht est donc passée de 21,2 % du PIB à 115,1 % et a atteint son plus haut depuis 70 ans.

L'accumulation d'actifs publics montre deux périodes distinctes. Entre 1995 et 2007, la valeur nette des administrations publiques s'est accrue de 30 points de PIB, la valeur des actifs augmentant plus vite que les dettes accumulées au passif. À l'inverse, entre 2007 et 2020, la hausse de la dette publique de 50 points de PIB a eu pour contrepartie une réduction équivalente de la valeur nette patrimoniale des administrations publiques. La dette au cours de 13 dernières années a servi d'amortisseur de crises sans contrepartie à l'actif.

Ensuite, la singularité de la période actuelle est que malgré ce niveau d'endettement public très élevé en France (116 % du PIB en 2021 et 114 % en 2022), la charge d'intérêts payée par l'État français n'a jamais été aussi faible depuis plus de 40 ans.

Dans la zone euro, la spécificité de la France n'est pas tant l'augmentation de sa dette publique que le recours continu au financement par le reste du monde. Cet endettement auprès de l'étranger s'est accru pendant la crise de la Covid-19, ce qui montre que le surcroît d'épargne des ménages (150 milliards d'euros à la mi-2021) et des entreprises n'a pas compensé la hausse de la dette publique.

Le débat économique européen sur la dette publique est ouvert : les positions exprimées sur le niveau atteint par les dettes publiques ont beaucoup gagné en pragmatisme, ce dont témoignent différentes propositions d'évolution du cadre européen. L'évolution des règles budgétaires européennes dépendra in fine de la situation européenne, donc de l'accord de coalition allemand et de la présidence française de l'Union européenne.

Dans un tel environnement, une hausse de l'investissement public est possible, sans augmenter les charges d'intérêt dans le budget de l'État. Il faut cependant distinguer les investissements (ou dépenses) publics selon leurs effets économiques. Un premier type d'investissement public peut être générateur de recettes fiscales et d'un rééquilibrage de la balance courante. D'autres investissements publics s'avèrent nécessaires même s'ils n'ont pas d'effets positifs sur les recettes fiscales à venir, comme les investissements publics pour la transition énergétique dont le but premier doit être la réduction des émissions de CO₂ et le maintien de la biodiversité. L'évaluation des investissements publics demande donc une claire identification des objectifs.

Un cadre analytique pour apprécier la soutenabilité de la dette publique sera proposé dans le *Policy brief* n° 93 « La dette publique au XXI^e siècle », (Timbeau *et al.*, 2021).

1. Un changement de paradigme pour les dettes publiques

La hausse des dettes publiques pendant la crise de la Covid-19 n'est pas seulement le résultat des récessions mondiales depuis la crise de 2008. Elle est à la fois une nouvelle orientation de la politique économique dans toutes les régions du monde et un nouveau consensus parmi les économistes quant à l'effet de la dette publique sur la croissance : il faut prendre la mesure du changement de paradigme économique autour de la dette publique.

Pour mesurer le chemin parcouru, il faut revenir sur la conception de la dette publique à la base du Traité de Maastricht. L'argument pour limiter l'endettement des pays était alors que le volume d'épargne étant fixé, l'endettement d'un État se faisait au détriment des autres États et, indirectement, de l'investissement privé¹. En effet, la hausse des dettes publiques « absorberait » l'épargne au détriment des autres acteurs, ce que l'on appelle l'effet d'éviction. La limitation des endettements nationaux était donc alors perçue comme une condition nécessaire pour éviter une hausse induite de taux d'intérêt dans

1. Voir l'OFCE, *L'économie européenne*, chapitre 6 pour une présentation des règles européennes. Voir aussi P. Martin, J. Pisani-Ferry et X. Ragot, *Note du CAE*, n° 63. <https://www.cae-eco.fr/pour-une-refonte-du-cadre-budgetaire-europeen>

les autres pays. Le faible coût d'une réduction rapide des dettes publiques était défendu par des travaux académiques comme ceux d'Alesina et Ardagna (2010) et le supposé coût économique des dettes publiques élevées par Reinhart et Rogoff (2010), travaux qui se sont avérés approximatifs.

Ces conceptions ont été remises en cause par deux constatations empiriques : la première est l'absence d'effets d'éviction sur l'investissement privé et la croissance, la seconde est la faiblesse historique des taux d'intérêt réels. L'effet d'éviction de la dette publique sur l'investissement privé est non seulement remis en cause mais un consensus a émergé sur la causalité inverse : l'augmentation de la dette publique peut soutenir l'activité et donc stimuler les investissements. Ces constatations ont contribué à forger ce qu'Olivier Blanchard appelle un « nouveau consensus budgétaire ».

En effet, si l'effet des dettes publiques était un sujet académique au début de la crise de la zone euro, la gestion de la crise financière de 2008 en Europe a montré qu'une hausse des impôts et une baisse des dépenses pour réduire les dettes publiques conduisait à une chute rapide de la croissance et de l'investissement. Des rapports d'instituts européens, dont l'OFCE, ont pointé l'effet récessif de la volonté de réduire les dettes publiques dès 2012 (iAGS, 2012, voir aussi le WEO du FMI d'octobre 2012, box 1 page 41). Ensuite, des études empiriques, dont celle de Blanchard et Leigh (2013), ont conduit à opérer un changement de paradigme international. Olivier Blanchard étant alors le chef économiste du FMI, cette étude a conduit à un changement de paradigme international sur le coût de « l'austérité ». L'expression académique de ce débat était la réévaluation du coût en termes de croissance et de hausse du chômage d'une hausse d'impôts ou une baisse de dépenses publiques en période de récession (ce que les économistes appellent les multiplicateurs budgétaires, voir Heyer (2012) et Le Garrec et Touzé (2020) pour des revues d'une vaste littérature). Ce changement de paradigme est visible dans les travaux de l'OCDE dont le discours met en garde contre l'austérité dans la gestion de la crise Covid². Cette évolution de l'OCDE a été réalisée après différentes études empiriques et théoriques³.

Ensuite, le second point qui remet en cause cette approche réductrice de la dette publique comme seule ponction de l'épargne est la faiblesse des taux d'intérêt⁴. L'argument est ici différent de l'idée de financer des investissements nouveaux par des emprunts à taux d'intérêt faibles : la décroissance mondiale et continue des taux d'intérêt des dettes publiques, malgré la

2. Voir le discours de Laurence Boone, chef économiste de l'OCDE : <https://www.ft.com/content/7c721361-37a4-4a44-9117-6043afee0f6b>

3. Voir par exemple Possner et Sommerfeld (2013) ou encore le débat Possner et Sommerfeld (2013), ou encore la contribution de Mark Blyth (2013), *Austerity, the history of a dangerous idea*, New York, Oxford University Press.

hausse continue de ces dernières au niveau mondial (voir IMF, *Fiscal monitor*, 2021) montre que l'épargne mondiale croît plus vite que l'endettement de États. Cette constatation ne doit cependant pas cacher que certains pays peuvent s'endetter plus que d'autres, ce qui est le cas de la France que l'on évoque plus loin. Cette concomitance durable de taux d'épargne élevé et de taux d'activité faible a conduit à réintroduire le concept de « stagnation séculaire » dans le débat économique⁵.

Enfin, le besoin d'un soutien budgétaire à l'économie a trouvé d'autres avocats parmi les banques centrales. En effet, la conséquence de la faiblesse de l'activité du fait de l'absence de soutien fiscal conduit à une inflation durablement plus faible que l'objectif des banques centrales qui est de 2 %. Cela a contraint les banques centrales à mettre en œuvre des politiques non-conventionnelles, comme le rachat massif de dettes⁶. De ce fait, les banquiers centraux en sont progressivement venus à défendre l'idée d'un soutien budgétaire à la croissance⁷.

Ainsi, le danger d'une réduction rapide des dettes publiques fait maintenant consensus, l'absence de base économique pour un critère de dettes publique de 60 % (comme l'indiquent les traités européens) est maintenant reconnue. Bien sûr cela ne signifie pas que toute hausse additionnelle de dettes publiques soit souhaitable : tout dépend de l'utilisation de ces fonds nouveaux par l'État, ce dont témoigne l'exemple français.

2. La dette publique de la France : une forte augmentation mais une valeur nette patrimoniale encore positive

En l'espace de 40 ans, la dette publique de la France, en points de PIB, a été multipliée par plus de cinq. Entre 1978 et 2020, les dépenses publiques sont toujours restées supérieures aux recettes, le déficit public moyen étant de 3,4 % du PIB, soit un trop élevé pour stabiliser la dette. Au cours de cette période, la dette publique française au sens de Maastricht est passée de

4. Voir Olivier Blanchard, 2019, « Public Debt and Low Interest Rates », *American Economic Review*, vol. 109, n° 4, pp. 1197-1229, pour une discussion académique.

5. L'idée de cette nouvelle théorie est qu'un déficit d'activité induit par un taux d'épargne élevé peut conduire à une sous-activité permanente. L'analyse « keynésienne » de l'activité, qui conclue qu'une hausse de la demande (stimulée par des baisses d'impôt ou des investissements publics) peut stimuler la croissance à court terme, se voit ici radicalisé. C'est la croissance de long terme qui dépend maintenant de la croissance de court terme. Voir L. H. Summers (2014), G. Le Garrec et V. Touzé (2018) et T. Michaud (2018).

6. Voir C. Blot 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.

7. Voir par exemple le discours de Mario Draghi, alors président de la BCE, « *Stabilisation policies in a monetary union* ».

21,2 % du PIB à 115,1 %, et a atteint son plus haut depuis 70 ans. Sur la période récente, elle a connu deux épisodes de forte augmentation liée à des récessions économiques majeures, celle faisant suite à la crise des *subprime* et celle liée à la crise de la Covid-19 : la dette publique a cru de 50 points de PIB en seulement 13 ans, ce qui pose la question de sa soutenabilité à long terme.

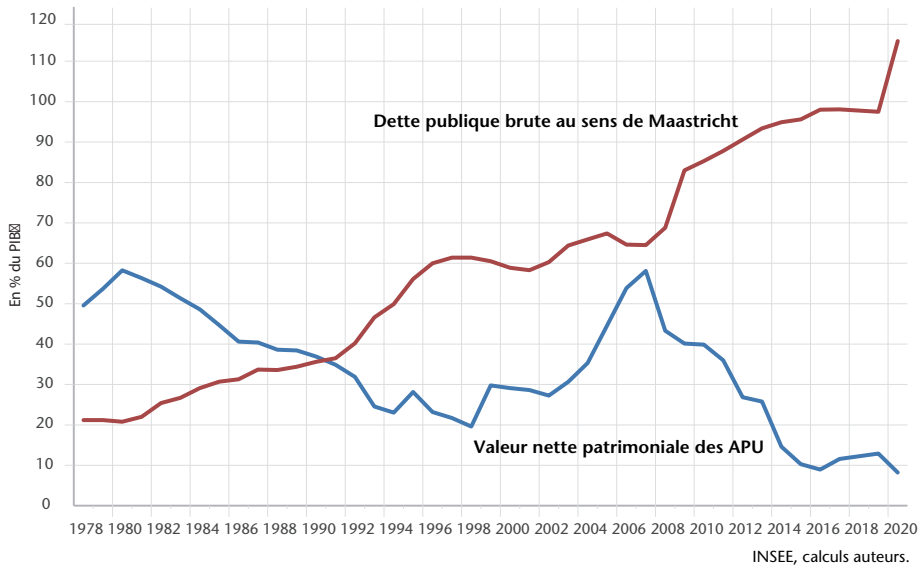
La dette publique est un élément central pour juger de la bonne gestion des finances publiques, approche notamment privilégiée par le Pacte de Stabilité et de Croissance qui repose sur des critères de niveau de dette brute (au sens de Maastricht) visant à la faire converger vers 60 % du PIB. Mais il n'en reste pas moins que cette information ne peut être la seule pour évaluer la soutenabilité des finances publiques. Une approche plus large vise notamment à étudier la situation patrimoniale des administrations publiques (APU) en suivant les évolutions des actifs à leur bilan, contreparties à la dette accumulée. Ces actifs sont de deux types, financiers (numéraires, dépôts, actions...) et non financiers (infrastructures, terrains...). Si, en 2020, la dette brute (au sens de Maastricht) a atteint un niveau historique de 115 % du PIB, soit 17,5 points de PIB de plus qu'en 2019 avec la mise en place des mesures d'urgence et de l'effet mécanique des stabilisateurs automatiques, il n'en reste pas moins que la valeur nette des APU était encore positive (8 % du PIB) (graphique 1). En effet, les actifs détenus par les APU représentent 172 % du PIB (69 % du PIB pour les actifs financiers et 103 % du PIB pour les actifs non financiers) alors que l'ensemble du passif financier des APU se chiffrait à 164 % du PIB. En 2020, chaque habitant en France devait assumer une dette publique équivalente à 56 000 euros mais possédait en contrepartie 35 200 euros d'actifs non financiers publics et 23 600 d'actifs financiers publics. Le patrimoine net public par habitant s'élevait donc à 2 800 euros (tableau 1). Ainsi, le nouveau-né hérite d'une dette conséquente mais aussi d'actifs qui sont même supérieurs à cette dette.

Tableau 1. Situation patrimoniale des APU

En % du PIB	1978	2020	2020 (en euros / h)
Acifs non financiers	60,8	102,8	35 210
Actifs financiers	62,7	69,0	23 620
Passif financier	78,6	163,5	56 020
Valeur nette	49,6	8,2	2 810

INSEE, calculs auteurs.

Graphique 1. Dette publique et valeur nette des APU



Un avant et un après 2008 pour la situation patrimoniale des administrations publiques

Historiquement, la hausse de la dette publique ne s'est pas mécaniquement traduite par une dégradation des comptes patrimoniaux. En effet, entre 1995 et 2007, la dette publique brute a augmenté de 8,5 points de PIB et pourtant, sur la même période, la valeur nette des APU s'est accrue de 30 points de PIB, la valeur des actifs augmentant plus vite que les dettes accumulées au passif. À l'inverse, entre 2007 et 2020, la hausse de la dette publique de 50 points de PIB a eu pour contrepartie une réduction équivalente de la valeur nette patrimoniale des APU (graphique 1). La dette au cours de 13 dernières années a servi d'amortisseur de crises sans contrepartie à l'actif.

Cependant, il est important de noter que la seule évolution de la valeur nette ne permet pas de distinguer dans les variations de l'actif ce qui est lié aux effets de revalorisation (prix du foncier notamment) de ce qui est lié et aux effets de volume (accumulation de capital). L'exemple de la période 1995-2007 est instructif à cet égard. Sur les plus de 1 000 milliards d'augmentation de la valeur des actifs non financiers, 83 % de la hausse est liée à la revalorisation du prix de ces actifs, due très largement à l'augmentation du prix des terrains supportant des bâtiments et ouvrages de génie civil.

Afin de mieux comprendre la dynamique patrimoniale des APU, en contrôlant des effets de revalorisation, nous étudions l'évolution des contre-

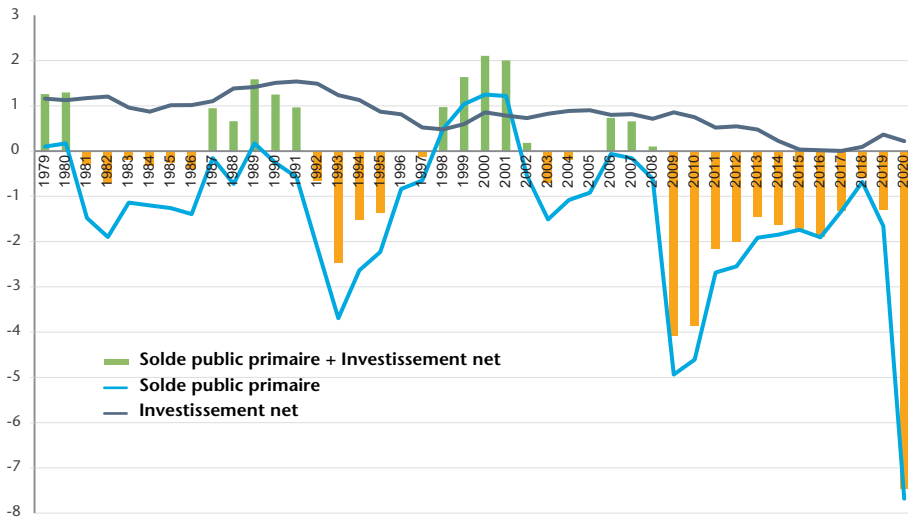
parties à la dette, à savoir si les déficits primaires accumulés par le passé ont servi à financer l'accumulation de capital fixe ou ont été utilisés pour financer des déficits courants. Ainsi, lorsque le déficit public primaire est inférieur (supérieur) à l'investissement net de la consommation de capital fixe des APU, les APU améliorent (détériorent) leur situation patrimoniale.

Comme l'illustre le graphique 2, la France a accumulé du capital productif public sur les 4 dernières décennies, bien qu'à des degrés divers selon les périodes : 1,2 point de PIB en moyenne sur la période 1979-1994, 0,8 point de PIB sur la période 1995-2010, 0,2 point de PIB sur la période 2011-2020 (avec même un épisode de 2015 à 2017 où l'investissement net a été nul, ce qui veut dire que les investissements réalisés par les APU n'ont fait que couvrir l'usure du capital au cours de ces trois années). De l'autre côté, depuis 1979, le solde public primaire a enregistré 35 années en déficit et 7 années en excédent.

Depuis 1979, la France a connu trois phases distinctes en termes de gestion patrimoniale. La première, de 1979 à 1995, se caractérise en moyenne par une accumulation de capital fixe proche du flux d'endettement, avec une phase plus positive de 1987 à 1991 et une phase plus négative de 1992 à 1995. La seconde, qui va de 1996 à 2008, est marquée par une accumulation de capital supérieure aux déficits primaires cumulés, correspondant, hors effet revalorisation du prix des actifs, à une amélioration de la valeur nette patrimoniale de 7 points de PIB sur 13 ans (+0,5 point de PIB par an). En revanche, la période allant de 2009 à 2020 est totalement différente : les APU se sont systématiquement plus endettées qu'elles n'ont accumulé de capital, conduisant à une dégradation continue de leur situation patrimoniale, de près de 30 points de PIB en 12 ans (-2,5 points de PIB par an), avec une perte de 8 points de PIB sur 2009-2010 et de plus de 7 points de PIB sur la seule année 2020. Cette analyse montre que la nouvelle dette émise depuis 2009 a servi essentiellement à éponger les conséquences économiques des crises. En effet, seulement 10 % du flux d'endettement a été utilisé à accroître le capital productif public.

Cette analyse permet de dresser un constat sur la dynamique patrimoniale, peu favorable depuis 2009, sans pour autant conclure à une mauvaise gestion publique car cette analyse ne tient pas compte des transferts opérés par les APU et leur impact sur les patrimoines des autres agents économiques. Cet effet a été particulièrement marqué en 2020 avec la crise de la Covid-19 et le fameux « quoi qu'il en coûte » visant à préserver le revenu des entreprises et des ménages. La valeur nette patrimoniale des APU, hors effet prix, s'est en effet dégradée de 197 milliards alors que celle des sociétés non financières s'est améliorée de 18 milliards et celle des ménages de 202 milliards.

Graphique 2. Écart entre investissement net des APU et solde public primaire*



* L'investissement net correspond à l'investissement brut moins la consommation de capital fixe. Le solde public primaire est égal au solde public moins les charges d'intérêts.
INSEE, calculs OFCE.

Par ailleurs, si l'analyse comptable est importante pour comprendre la dynamique patrimoniale des APU et la soutenabilité des dettes, elle présente cependant certaines limites. Premièrement, cette analyse ne recouvre pas le champ des investissements privés. Or certaines mesures, comme celles contenues dans le Plan de relance ou dans le Plan d'investissement, visent, sous l'impulsion des pouvoirs publics, à orienter l'investissement sur des secteurs stratégiques à travers des subventions ou des facilités de financement. L'effet recherché, à travers le fléchage de ces investissements privés, est d'améliorer la compétitivité et la croissance potentielle de l'économie. Dans ce cas-là, le déficit public aura pour contrepartie un supplément d'activité et un accroissement de la base fiscale mais ne donnera pas de contrepartie positive en termes d'actifs publics, ce qui va dégrader la valeur nette patrimoniale des APU mais pas forcément celle de la Nation. Deuxièmement, l'investissement public au sens de la comptabilité nationale regroupe l'ensemble des immobilisations détenues par APU allant des bâtiments, ouvrages de génie civil, machines et équipements aux systèmes d'armes, à la R&D, aux logiciels et bases de données. Ainsi l'investissement dans l'éducation, la formation ou la prévention, bien qu'ayant un impact positif sur la croissance à long terme, ne sera pas comptabilisé comme investissement au sens de la comptabilité nationale et ne pourra apparaître dans le capital public.

3. Le grand écart : des dettes élevées et des taux d'intérêt faibles

Une charge d'intérêt historiquement faible en France

La France, comme la plupart des pays développés, fait face à deux tendances qui modifient sa stratégie de finances publiques. La première est des taux d'intérêt nominaux historiquement bas proche de 0 % à 10 ans. Rappelons d'ailleurs que l'État français a levé en début d'année un montant record de 7 milliards de dette à 50 ans au taux fixe de 0,59 %, attirant au passage 75 milliards d'ordres pour cette émission obligataire de très long terme. La seconde tendance est le niveau élevé des dettes publiques. La dette publique mondiale a atteint un niveau inconnu, même en temps de guerre. Son niveau a en effet dépassé le point haut atteint pendant la Seconde Guerre mondiale (FMI, 2020).

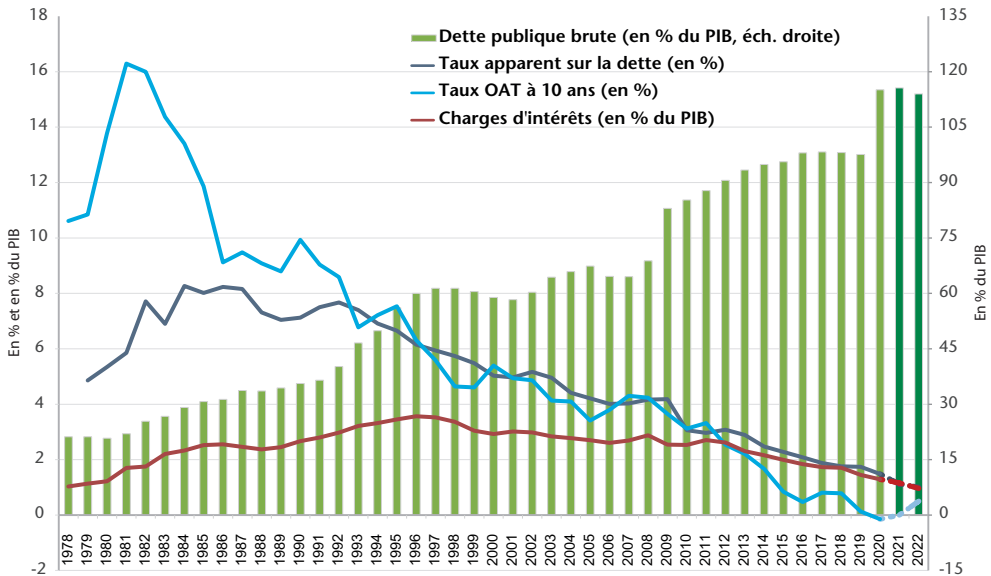
Mais la singularité de la période actuelle est que malgré ce niveau d'endettement public très élevé en France (116 % du PIB en 2021 et 114 % en 2022 selon le Projet de loi de finances pour 2022), la charge d'intérêts payée par l'État français n'a pas été aussi faible depuis plus de 40 ans (graphique 3). Elle était de 1,3 % du PIB en 2020 et atteindrait 1 % du PIB en 2022, soit un niveau équivalent à celui de la fin des années 1970 lorsque la dette publique avoisinait les 20 % du PIB. Et pour comparer à une période plus récente, la charge d'intérêts payée par l'État en 2022 serait trois fois moins élevée qu'en 2008 alors même que la dette en 2022 serait, en points de PIB, 70 % plus élevée qu'en 2008. La divergence entre les deux mesures est la baisse tendancielle du taux d'intérêt sur la dette publique. En effet, alors que le taux sur les OAT à 10 ans était supérieur à 10 % jusqu'au milieu des années 1980, ce taux a régulièrement baissé jusqu'à entrer en territoire négatif à la mi-2019. Selon la prévision prudente de Bercy contenue dans le PLF 2022, ce taux serait en moyenne de 0 % en 2021 et de 0,5 % en 2022 mais, en raison du renouvellement progressif de la dette, le taux apparent sur la dette continuerait de baisser pour atteindre 1 % en 2022. Par ailleurs, la maturité moyenne de la dette est passée de moins de 6 ans en 2003 à plus de 8 ans depuis 2019 et celle-ci continue de s'allonger. La maturité moyenne des émissions de moyen et long termes est en effet passée d'environ 8 ans en 2012 à près de 13 ans en 2021.

Cette baisse des taux d'intérêt est un argument puissant pour repenser la mesure de la dette publique. 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 sont nuls. Si le taux d'intérêt est de 0 %, l'État emprunte 100 et doit rembourser 100. Cette dette ne lui coûte donc rien. Cela a-t-il un sens de considérer de la même manière 100 euros de dettes quand les taux d'intérêt sont de 5 % et quand ils sont de 0 % ? La réponse négative semble évidente.

La soutenabilité de la dette est donc étroitement liée à l'évolution des taux d'intérêts mais elle est aussi étroitement liée à la croissance. Si la croissance nominale du PIB, qui reflète la dynamique de l'assiette fiscale de l'économie, augmente plus vite que les taux d'intérêt, alors la charge d'intérêts de la dette diminue mécaniquement dans le PIB. Or cette situation est celle que nous vivons depuis 2015 (à l'exception de 2020 en raison de la forte perte d'activité) et elle est amenée à se poursuivre encore plusieurs années d'après les prévisions. Cet écart entre la croissance nominale du PIB (g) et celle des OAT à 10 ans (r) représenterait en moyenne près de 2 points sur la période 2015-2022 alors que sur la période 1980-2014, l'écart était à l'inverse de -2 points en moyenne, les taux étant supérieurs à la croissance nominale (voir le graphique ci-après pour les sources).

Graphique 3. Taux, charges d'intérêts et dette publique



Les taux d'intérêt vont-ils remonter ? Les débats actuels

La situation des taux d'intérêt en France est une situation mondiale. Depuis le début des années 1990, les taux d'intérêt nominaux ont baissé de manière significative dans presque tous les pays avancés et plus que l'inflation. Il en résulte une baisse des taux réels qui a contribué à alléger le fardeau de la dette. Le taux apparent, le rapport entre les dépenses d'intérêt et la dette publique, a baissé malgré une augmentation importante du ratio de la dette sur le PIB. La tendance montrée plus haut pour la France est mondiale : cela s'est produit non seulement dans les pays vertueux, mais aussi dans ceux où les finances publiques sont les plus fragiles⁸.

Cette tendance de long terme contribue à mettre en perspective le débat sur la politique monétaire et à écarter une croyance très répandue : ce ne sont pas les banques centrales qui maintiennent les taux d'intérêt de marché à un niveau bas, mais des facteurs structurels. Sur le long terme les politiques monétaires ne font qu'en prendre note en adaptant les taux directeurs à l'équilibre des marchés.

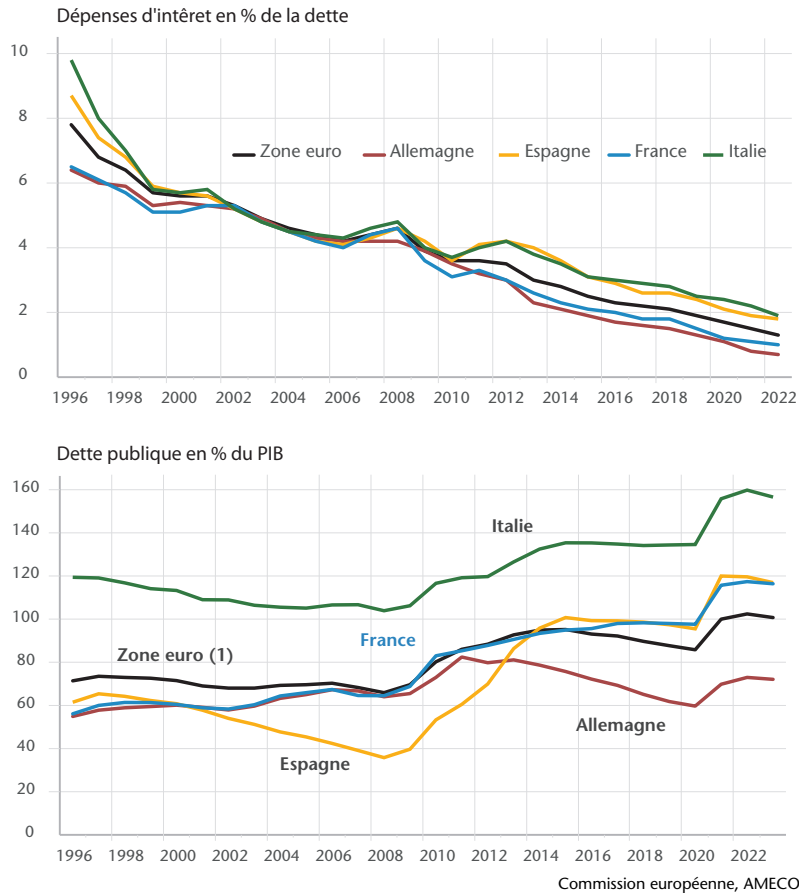
La littérature récente s'est penchée sur cette tendance à long terme, d'une part pour tenter d'en comprendre les raisons, d'autre part pour tenter de prévoir sa persistance future. Le taux d'intérêt dit « naturel » est celui qui conduit à l'équilibre entre épargne et investissement au niveau correspondant à la pleine utilisation de la capacité productive ; une tendance à la baisse indique donc, en termes généraux, un contexte d'excès d'épargne (qui décrit en fait une insuffisance chronique de demande agrégée). Le taux naturel est estimé par de nombreux économistes à zéro (ou moins) pour la plupart des économies avancées, qui butent sur la borne inférieure des taux depuis au moins 2009⁹. Quelles sont les raisons de cet excès chronique d'épargne ? Et surtout, en ce qui concerne le thème de cet article, quelles sont les perspectives pour les années à venir ? Devons-nous interpréter les récentes flambées inflationnistes comme le signal que, grâce aux relances budgétaires et monétaires massives, les économies avancées ont finalement réussi à s'extraire de la stagnation *séculaire*¹⁰ et qu'on reviendra à un horizon raisonnable vers une condition normale de taux naturels positifs ?

8. Pour une analyse des implications pour la France, voir X. Ragot, (2021) « Plus ou moins de dette publique en France ? », *OFCE Policy brief*, n° 84 (27 janvier).

9. Voir K. Holston, T. Laubach et J. Williams (2016), « Measuring the Natural Rate of Interest: International Trends and Determinants », in *NBER International Seminar on Macroeconomics 2016*.

10. L'expression date des années 1930, et a été réactualisée par Larry Summers en 2014 (L. H. Summers, (2014), « U.S. Economic Prospects: Secular Stagnation, Hysteresis, and the Zero Lower Bound », *Business Economics*, vol. 49, n° 2, pp. 65-73. Voir aussi G. Le Garrec, V. Touzé (2017), « La macroéconomie à l'heure de la stagnation séculaire », *Revue de l'OFCE*, n° 153, pp. 79-104.

Graphique 4. Dette publique et taux d'intérêt dans la zone euro



On peut résumer la vaste littérature sur les raisons structurelles de la tendance baissière des taux¹¹ en quelques causalités. Depuis la fin des années 1980, et plus encore depuis les premières années de ce siècle, l'épargne mondiale a considérablement augmenté. Les raisons de cette augmentation sont multiples, de l'augmentation récente de l'incertitude et de l'instabilité financière au vieillissement de la population, en passant par l'augmentation des inégalités (redistribution des revenus vers des ménages qui épargnent davantage), la mise en place de règles prudentielles incitant les intermédiaires financiers à détenir des actifs sûrs. Dans les pays avancés, cette augmentation de l'épargne s'est accompagnée d'une réduction significative

11. Pour des détails voir X. Ragot, C. Thimann, et N. Valla (2016) « Taux d'intérêt très bas : symptôme et opportunité », *Notes du conseil d'analyse économique*, vol. 36, n° 9, pp. 1-12.

de l'investissement. D'abord, l'investissement public¹², ensuite, dans une mesure presque égale, l'investissement privé, dont la baisse peut être expliquée par le ralentissement de la productivité¹³ et l'émergence d'une économie de service, moins intensive en capital, la fragilité financière des entreprises, l'incertitude qui a comprimé les « esprits animaux ». Certes, la baisse des investissements ne s'est produite que dans les pays avancés et, au niveau global, elle a été compensée par le boom dans les pays émergents et à faible revenu. Cependant, l'épargne de ces derniers, à la recherche d'« actifs sûrs », s'est reversée prioritairement sur les marchés financiers des pays avancés.

Avec la reprise post-pandémique, les prix de certaines matières premières ont fortement augmenté, l'inflation récente ayant largement dépassé l'objectif de 2 % aux États-Unis, et dans une moindre mesure dans la zone euro. Les banques centrales réagissent toutefois avec prudence, se préparant dans les mois à venir à une restriction monétaire modérée, avec la conviction que la flambée des prix est temporaire. On peut partager ce diagnostic. En effet, au cours des premiers mois de cette année, le bond en avant de l'économie a amplifié certaines distorsions introduites par la pandémie qui, avec le temps, seront résorbées. Du côté de la demande, la confiance est revenue (grâce à la campagne de vaccination) et une petite partie de l'énorme masse d'épargne accumulée en 2020 (en partie forcée et en partie de précaution) s'est partiellement déversée sur les marchés sous forme de demande de biens, de consommation ou d'investissement. Le surcroît d'épargne de la crise de la Covid-19 est un phénomène mondial¹⁴. Des tensions inflationnistes pourraient apparaître si les ménages consommaient rapidement une partie de cette épargne Covid.

Le résultat de ces interdépendances est une prévision d'inflation modérée. L'inflation annuelle, suivant les prévisions de l'OFCE au 16 septembre 2021¹⁵ reste inférieure à 2 %, qui est la cible de la Banque centrale européenne. Par ailleurs, cette dernière a reconnu qu'une hausse temporaire de la cible dans la

12. Voir F. Cerniglia, et F. Saraceno (eds) (2020), *A European Public Investment Outlook*, Cambridge, Open Book Publishers, et F. Cerniglia, et al. (eds) (à paraître), *The Great Reset. 2021, European Public Investment Outlook*, Cambridge, Open Book Publishers.

13. C'est la thèse notamment de Robert Gordon (Gordon, 2016), *The Rise and Fall of American Growth: The U.S. Standard of Living since the Civil War*, The Princeton Economic History of the Western World. Princeton University Press, selon qui les économies avancées sont rentrées dans une phase de ralentissement du progrès technique. Cette thèse ne fait pas l'unanimité : voir E.S. Phelps (2013), *Mass Flourishing: How Grassroots Innovation Created Jobs, Challenge, and Change*. Princeton University Press.

14. Voir l'estimation du surcroît d'épargne par l'OFCE en avril : <https://www.ofce.sciences-po.fr/pdf/revue/03-172OFCE.pdf>.

15. Voir le blog OFCE « Perspectives de rentrée pour l'économie française 2021-2022 : la vague de la reprise » : <https://www.ofce.sciences-po.fr/blog/perspectives-de-rentree-pour-leconomie-francaise-2021-2022-la-vague-de-la-reprise/>

zone euro était compatible avec son mandat. Au niveau international, les prévisions d'inflation de l'OCDE restent faibles pour la zone euro en 2021 et 2022 pour finir à 1,5 % fin 2022, après un pic d'inflation à 2,3 % fin de 2021. Cette situation diffère des États-Unis qui connaissent une inflation supérieure à 3 % jusqu'au deuxième trimestre 2022¹⁶. Pour conclure, la hausse modérée de l'inflation à sa cible en France, les tendances structurelles mondiales de baisse du taux d'intérêt naturel, le surcroît d'épargne conjoncturelle : tous ces éléments conduisent à une anticipation modérée des taux nominaux sur la période, inférieurs au taux de croissance nominal de l'économie en 2021 et 2022 et même inférieurs à l'inflation.

À un horizon plus long, au-delà de quinze ans, la dynamique des taux d'intérêt réels est difficile à prévoir. À cet horizon, la gestion d'un risque (même faible) de remontée des taux est nécessaire. Cela doit conduire à un allongement de la maturité de la dette publique et à une stratégie de réduction de la dette ou de sécurisation des recettes fiscales à cet horizon. Enfin, la question de la soutenabilité de la dette sera traitée dans le prochain *Policy brief* n° 93 de l'OFCE.

4. D'où vient l'argent ? Le financement par le reste du monde : une spécificité française

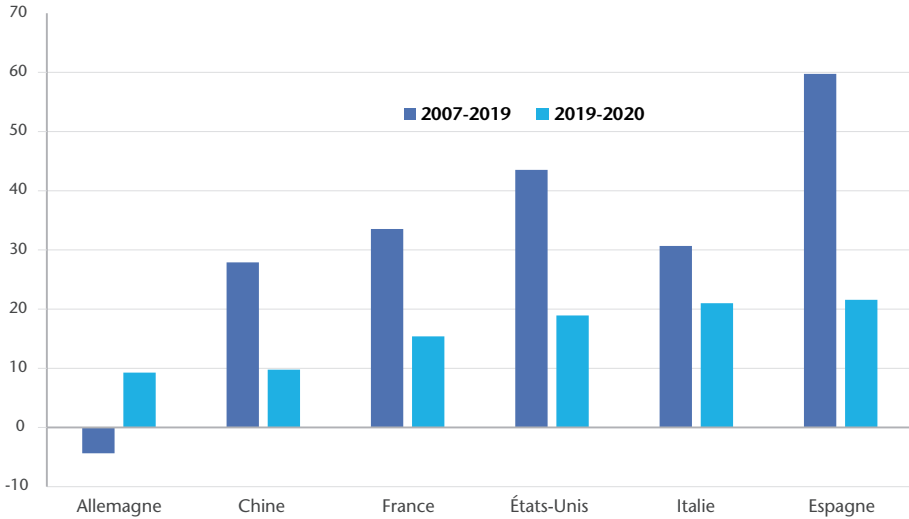
La hausse des dettes publique et la faiblesse des taux d'intérêt sont deux tendances mondiales depuis les années 2000. Comment le financement des déficits publics a-t-il été réalisé en France ? Existe-t-il une spécificité française ? Cette section présente une comparaison internationale pour identifier les spécificités du financement des déficits publics pour la France.

Le graphique 5 représente les variations des taux d'endettement de principaux pays dont les économies sont similaires à la France entre 2007 et 2019 et entre 2019 et 2020, c'est-à-dire l'évolution du ratio dette publique/PIB d'une année à l'autre.

Tous les gouvernements ont augmenté leur niveau d'endettement à la suite de la crise de la Covid-19, avec des variations allant de +9,9 points de PIB pour l'Allemagne à près de +22 points pour l'Espagne. En moyenne, les dettes publiques ont augmenté de 13,5 points de PIB national pour les pays de la zone euro, ce qui est légèrement inférieur à la France (+17,5 points). Nous retrouvons aussi des chiffres similaires pour les autres puissances mondiales comme par exemple les États-Unis (+18,9 points), la Chine

16. Voir <https://data.oecd.org/price/inflation-forecast.htm> pour les anticipations d'inflation de l'OCDE.

Graphique 5. Variation des dettes publiques entre 2019 et 2020



(+9,8 points) ou encore le Japon (+21,4 points). L'accroissement de l'endettement français n'est donc pas démesuré au regard des autres pays développés.

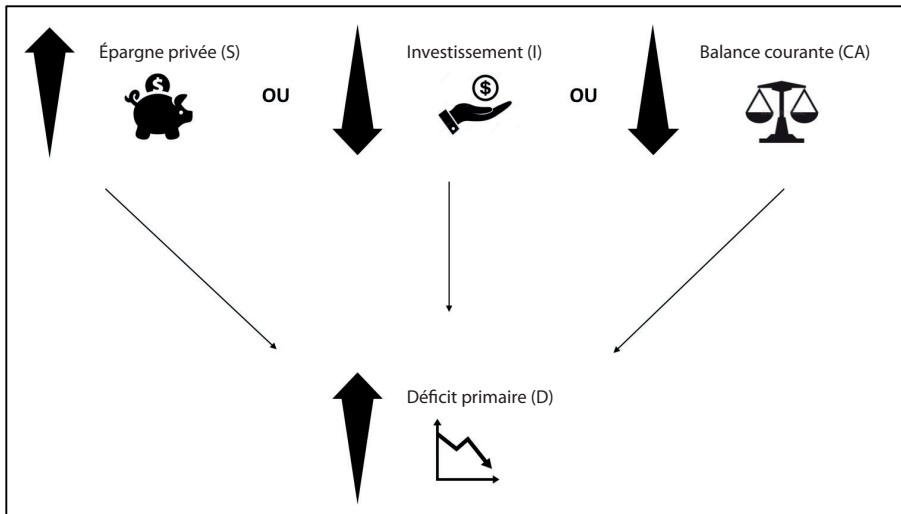
Qui finance les déficits publics ?

Cependant, si les gouvernements ont accru leur déficit dans le but de soutenir l'activité économique, le financement de l'endettement n'a pas été le même pour tous les pays. Afin de mieux comprendre l'origine du financement de la dette publique, il faut revenir aux égalités comptables fondamentales. Chaque année, un pays possède un surcroît d'épargne par rapport à son investissement qui est $S - I$. À ce surcroît d'épargne s'ajoute l'emprunt que peut réaliser le pays au reste du monde. Le montant de cet emprunt est mesuré tous les ans par l'opposé de la balance courante $-CA$. En d'autres termes, si la balance courante est négative, $-CA$ est positif et le pays s'endette auprès du reste du monde. Si la balance courante est positive le pays prête au reste du monde. De ce fait, au niveau mondial, la somme des balances courantes est nulle, car si un pays prête, d'autres pays doivent emprunter du même montant. Ainsi le surcroît d'épargne national et provenant du reste du monde est, chaque année, de $S - I - CA$. C'est exactement ce surcroît d'épargne qui finance le déficit public. Plus précisément, le déficit primaire (c'est-à-dire hors charge d'intérêt) d'un pays i est égal chaque année t au surcroît d'épargne.

$$D_{i,t} = S_{i,t} - I_{i,t} - CA_{i,t} \quad (1)$$

Cette égalité est une relation comptable : elle est toujours vraie (voir Ragot et Pinois (2018) pour une discussion), et elle permet donc d'expliquer comment un État évalue son déficit primaire : *via* une augmentation de l'épargne privée, une diminution de l'investissement ou une détérioration de la balance courante¹⁷. Ces mécanismes sont illustrés dans le schéma suivant.

Graphique 6. Schéma des mécanismes de financement du déficit public



Cette simple égalité comptable a permis de construire trois théories différentes du financement des déficits publics. Un accroissement du déficit public peut être financé par :

1. Le reste du monde (théorie dites des déficits jumeaux) : un accroissement de la dette publique conduit à un endettement de tout le pays par rapport au reste du monde ;
2. Une chute de l'investissement (théorie de l'effet d'éviction) : le volume d'épargne étant supposé limité, une hausse de la dette publique réduit la dette privée finançant l'investissement ;
3. Une hausse de l'épargne privée (théorie ricardienne et théorie keynésienne) : une hausse des déficits publics conduit à une hausse de l'épargne privée car soit les ménages anticipent des impôts futurs soit la stimulation de la demande crée un revenu nouveau et donc de l'épargne additionnelle.

17. L'intérêt de cette approche en termes de flux est qu'elle contourne la question de la réévaluation des actifs des positions extérieures nettes des pays, voir Hale et Juvenal (2021) pour une discussion récente.

Le financement du déficit de la France de 2007 à 2019

Nous pouvons maintenant décomposer pour chaque pays le mode de financement de la dette publique sur la période 2007-2019. Le tableau 2 représente l'accroissement moyen du déficit primaire en points de PIB sur la période 2007-2019 (voir encadré *in fine* pour une définition plus formelle des variables).

Tableau 2. Décomposition des cumuls de déficits primaires entre 2007 et 2019

Pays	Déficit primaire	=	Épargne privée	-	Ponction dû à l'Investissement	-	Déficit de la Balance courante
France	2,0		24,4		-23,0		0,6
Allemagne	-1,5		26,0		-20,5		-7,0
Italie	-1,3		17,7		-19,0		-0,1
Espagne	3,7		24,0		-21,5		1,3
Moyenne euro	0,7		22,6		-22,0		0,1
Chine	2,0		48,7		44,3		-2,4
États-Unis	42		22,3		-20,4		2,6

IMF World Economic Outlook, avril 2021, calcul des auteurs.

La lecture du tableau est la suivante : la France accuse un déficit annuel moyen (2,0 points) supérieur à la moyenne des pays de la zone euro (0,7 point). En comparaison avec les autres économies de l'union monétaire, la France a subi une augmentation de sa dette publique conséquente puisque seule l'Espagne accuse un déficit moyen supérieur (3,7 points respectivement). Malgré un taux d'épargne privée supérieur aux deux moyennes, c'est en grande partie la situation de la balance courante qui finance le déficit public entre 2007 et 2019 par rapport aux autres pays. La dégradation moyenne est de 0,6 point. L'Espagne semble avoir un déficit courant plus important que la France. Cependant cette comparaison est trompeuse car il s'agit d'une moyenne sur 2007-2017. Le déficit courant de l'Espagne s'est considérablement amélioré depuis 2008, où le déficit atteignait 10 % du PIB ! L'Espagne connaît en 2019 un excédent de près de 2 %. La France est le seul grand pays de la zone euro avec un déficit courant en 2019. L'Allemagne, quant à elle, a vu un excédent primaire et une épargne privée abondante financer un excédent de balance courante (et donc un prêt au reste du monde) de près de 7 points sur la période.

Le financement du déficit public pendant la période de la crise de la Covid-19

Nous réalisons maintenant une décomposition similaire pour la période de la crise de la Covid-19, entre 2019 et 2020. Le tableau 3 représente le financement de la variation du déficit entre 2019 et 2020.

Tableau 3. Financement des déficits primaires entre 2019 et 2020

Pays	Hausse du déficit primaire	=	Hausse de l'épargne privé	Chute de l'investissement	Dégradation de la balance courante
France	7,1		4,9	0,5	1,7
Allemagne	5,9		4,8	1,0	0,0
Italie	7,8		7,9	0,5	-0,6
Espagne	8,6		6,6	0,6	1,5
Moyenne euro	7,3		6,5	1,0	-0,3
Chine	4,9		6,5	-0,6	-1,0
États-Unis	10,2		9,4	0,0	0,8

Note : un nombre positif dans la colonne « Chute de l'investissement » indique une baisse de l'investissement. De même pour la dernière colonne, un nombre positif indique une dégradation de la balance courante, voir l'annexe pour le détail.

IMF World Economic Outlook, avril 2021, calcul des auteurs.

Sur la période de la crise de la Covid-19, la France a donc creusé son déficit en dessous de la moyenne de la zone euro. La décomposition de cet accroissement est différente d'un point de vue structurel par rapport à la moyenne de la zone euro puisque l'investissement a été moins déprimé (chute de 0,5 points pour la France contre 1,0 pour la zone euro) et que les agents privés ont moins épargné (augmentation de l'épargne de 4,9 points pour la France contre 6,5 pour la zone euro). De ce fait, la France accuse une détérioration additionnelle de la balance courante de 1,7 point alors que la moyenne de la zone euro a connu une amélioration de sa balance courante de 0,3 point. Entre autres, on remarque que parmi les plus grandes puissances économiques (Allemagne, Italie, Espagne, États-Unis, Chine), la France est le pays dont la balance courante s'est le plus détériorée.

Ainsi, la France a financé son déficit primaire par deux leviers principaux. Le premier est l'augmentation de l'épargne des acteurs privés (ménages et entreprises) sur la période Covid : d'une part les agents ont été contraints à ne pas consommer en raison des restrictions et confinements (épargne dite « forcée ») et, d'autre part, les situations de crise économique ont tendance à pousser les agents à se prémunir en cas de nouvelles crises et donc à sur-épargner (épargne dite « de précaution »). Ensuite le second levier est l'endettement de la France auprès des autres pays, accusant une détérioration

nette de sa balance courante : l'incapacité de l'économie à dynamiser ses exportations ou limiter ses importations durant la pandémie. Si la tendance de sur-épargne qui est observée depuis le début de la crise est commune à l'ensemble des économies développées, la dégradation de la balance courante est, quant à elle, un phénomène plus spécifique à la France, en particulier au regard d'autres économies comparables.

5. Quel cadre européen pour les dettes publiques ?

La hausse des dettes publiques française et européenne ont lieu dans un cadre budgétaire européen qui était déjà en débat avant la crise de la Covid-19, du fait de certaines contraintes obsolètes. Depuis les critères de Maastricht (qui fixent les limites de dette publique à 60 % du PIB et celle du déficit à 3 % du PIB), le cadre budgétaire européen a évolué par ajouts et par une interprétation différente des mêmes textes. Le critère de 3 % a été précisé comme pouvant ne pas être respecté si les conditions économiques le justifiaient. Le critère de 60 % de dette est simplement mis de côté. Comme noté par de nombreux auteurs (voir *L'économie européenne*, OFCE, 2021, chapitre 6), les ajouts et précisions d'interprétation des textes ont rendu le cadre européen extrêmement complexe. Si l'on peut voir dans cette évolution un certain pragmatisme européen sur une trame initiale inadéquate, le coût est une architecture incompréhensible pour les non-spécialistes qui peuvent entretenir une défiance par rapport à des procédures nationales plus simples ou au moins mieux connues. La relative flexibilité du Traité est rendue possible par des interprétations récentes que l'on peut dater à 2015. La gestion de la crise précédente de 2012 à 2015, lorsque la Grèce, Chypre et d'autres ont frôlé la faillite, a montré qu'une lecture rigoriste a entraîné une phase d'austérité trop précoce et a amplifié les déséquilibres d'un pays en l'enfonçant dans la crise (cf. iAGS, 2012)¹⁸. Vouloir ramener le ratio de dette publique sur PIB d'un pays à 60 %, même à un horizon de 20 ans, serait coûteux et replongerait l'économie européenne dans la crise¹⁹.

Le cadre européen possède une clause permettant de réagir en cas de crise économique majeure. Afin de rendre possible une réponse budgétaire crédible à cette crise, la clause de suspension du Pacte de stabilité et de croissance (PSC) a été activée dès 2020, puis prolongée jusqu'à courant 2022. Il faut cependant préciser la nature de cette suspension. Le pacte budgétaire

18. Pour une actualisation de ces travaux, voir prochainement le *Policy brief* n° 93 de l'OFCE et l'application *Debtwatch* (Timbeau *et al.*, 2021).

19. Cette affirmation sera évidente à l'aide du simulateur de dette, *Debtwatch* de l'OFCE.

européen comporte deux volets : un volet préventif et un volet correctif. Concernant seulement le volet préventif du Pacte, la suspension ne porte donc que sur les objectifs de finances publiques à moyen terme et sur les procédures de retour vers l'équilibre budgétaire. L'application des limites aux dettes et aux déficits publics n'est donc pas suspendue et des procédures en déficit excessif – le volet correctif du Pacte – pourraient être lancées. Cela semble cependant en contradiction avec la volonté politique de relancer l'investissement et la reprise économique en Europe. Si l'intensité de la crise que la Covid-19 a fait subir à l'économie mondiale en général, et à l'économie européenne en particulier, laisse peu de doute sur la relative bienveillance de la Commission et du Conseil sur la gestion des finances publiques européennes en 2020 et 2021, la fin de la période de suspension laisse ouverte la voie à plus d'incertitude quant à l'application des deux volets du Pacte de stabilité et de croissance, qui dépendra des gouvernements français et allemands, en particulier. Au-delà de 2022 en effet, la question se pose de savoir si le PSC sera appliqué en l'état ou s'il sera modifié et, dans ce cas, quels changements lui seront apportés.

Les débats sur le cadre budgétaire européen

On peut résumer les débats sur les règles budgétaires européennes autour de cinq propositions, que l'on présente par ordre croissant d'ambition.

La première proposition est de ne rien changer. Cette proposition comporte deux types de soutiens. Les premiers considèrent qu'il est urgent de diminuer rapidement la dette publique. Cette proposition, plus rare en France, est plus fréquente dans les pays du nord de l'Europe. Cependant, d'autres soutiens à cette position sont plus pragmatiques. Les règles actuelles ont montré une grande souplesse dans le cadre des conditions de flexibilité du pacte (Juncker et Moscovici, 2015). Dès lors une interprétation souple des règles actuelles permettrait d'éviter d'ouvrir le débat des changements de règles susceptibles de faire naître de fortes tensions politiques européennes. Cependant, si le critère de déficit public peut donner lieu à des exceptions motivées, l'inscription du critère de dette à 60 % du PIB avec des conditions de convergence rapide n'est ni réaliste ni souhaitable. La position qui consisterait à ne rien changer, certes prudente, augmenterait l'écart entre le droit et la pratique conduisant à une incompréhension grandissante des citoyens européens. Ensuite, l'interprétation du droit européen serait du ressort de la Commission européenne ayant un rôle accru dans les recommandations faites aux pays, avec de possibles recours juridiques de certains pays²⁰.

20. On peut voir la difficulté d'une gouvernance par les règles comme une confirmation des analyses de J.-P. Fitoussi, *La règle et le Choix. De la souveraineté économique en Europe*, La République des Idées, Seuil, 2002.

Darvas et Wolff (2021) adoptent une position prudente sur la réforme du cadre budgétaire européen. Ils proposent d'ajuster le cadre actuel à l'aune du réchauffement climatique. Le Pacte de stabilité et de croissance serait appliqué quasiment en son état d'avant la crise de la Covid-19, à deux exceptions près : les dispositions de flexibilité dans l'interprétation de l'application du Pacte de janvier 2015, pour favoriser l'adoption de réformes structurelles et relancer les investissements, seraient reconduites et, surtout, les investissements (nets) « verts » seraient exclus de la norme de déficit public à respecter, le critère de dette servant d'un ancrage à long terme. Il s'agirait donc d'adopter une règle d'or des finances publiques limitée aux seuls investissements publics « verts ». Une telle réforme empêcherait, certes, l'investissement public vert de décroître lors de périodes de consolidation fiscale, mais elle peut avoir des effets négatifs sur d'autres investissements. Sans modification de la cible de dette publique, les dépenses hors investissement « vert » devront diminuer et, parmi elles, des dépenses sociales, d'éducation et de santé, rendant alors un peu plus difficile l'acceptabilité des mesures de lutte contre le changement climatique auprès des populations, et cela sans parler à nouveau des effets économiques qu'une contraction budgétaire généralisée et éventuellement entreprise à contretemps pourrait engendrer.

Ensuite, un ensemble d'économistes, dont récemment Truger (2015, 2020) et Dullien *et al.* (2020), proposent d'exclure tous les investissements publics nets des normes de déficits à respecter. Cette proposition, appelée « règle d'or » des finances publiques, conduit à distinguer les dépenses d'investissements des dépenses récurrentes, qui doivent être financées par l'impôt et non la dette. Cette proposition permet de soutenir l'ensemble des investissements publics nets (infrastructure physique et numérique par exemple, y compris la R&D) qui assurent les conditions de la croissance future. La cohérence de l'idée en fait une proposition souvent débattue, qui se heurte cependant à des difficultés d'identification de « l'investissement public net ». Pour donner un exemple concret, les dépenses d'éducation et d'enseignement supérieur sont des investissements efficaces pour augmenter la croissance de long terme. Il serait dommageable que l'application de critères européens conduisent quasi-automatiquement et sans discernement à une réduction des budgets d'éducation. La préservation des dépenses éducatives dans les ajustements budgétaires devrait faire consensus. L'adoption d'une règle d'or des finances publiques pose donc des questions délicates de périmètre de l'investissement public net à déduire de la norme budgétaire à respecter.

S'éloignant d'une notion de règle d'or, Martin, Pisani-Ferry et Ragot (2021) proposent de faire de la soutenabilité le point de départ d'un pacte de stabilité rénové, mais ils y ajoutent un instrument budgétaire européen

pérenne doté d'une capacité d'emprunt à moyen terme. Afin de juger de la soutenabilité de la dette publique, deux éléments sont cruciaux : la capacité d'un État à dégager à l'avenir un surplus primaire (un niveau de recettes publiques supérieur au niveau de ses dépenses, hors charges d'intérêt) et l'écart entre le taux d'intérêt sur la dette et le taux de croissance de l'économie. Or ceux-ci sont différents d'un pays à l'autre de la zone euro. La norme de dette et la norme de dépense que proposent Martin *et al.* (2021) pour assurer cette soutenabilité ne peuvent donc être uniformes : chaque pays de la zone euro sera jugé sur sa capacité à atteindre une cible spécifique de dette publique sur un horizon de cinq années. Quant à l'instrument budgétaire commun, gagé sur des ressources propres, il devra pouvoir être mobilisé pour répondre à des besoins spécifiques – le financement de biens publics européens, et en ce sens, il aurait une vocation plus structurelle que conjoncturelle – ou des programmes de correction de divergences économiques aggravées entre les États membres.

Enfin, Blanchard *et al.* (2021) préconisent de renoncer aux limites sur les dettes et les déficits publics et à les remplacer par des normes budgétaires (*fiscal standards*) qui refléteraient des prescriptions individuelles de politique budgétaire pour assurer la soutenabilité de la dette publique. Plutôt que de s'en remettre à des limites *ad hoc*, comme dans la logique maastrichtienne, l'analyse de soutenabilité ouvrirait la voie, selon ces auteurs, à un jugement éclairé sur les raisons, politiques et/ou macroéconomiques, ayant pu conduire à un niveau insoutenable de la dette. Cette analyse, menée séparément pour tous les États membres de la zone euro, serait réalisée par un comité indépendant (à créer) ou par la Commission, et les litiges seraient portés devant la Cour de justice de l'UE. Outre les questions de responsabilité démocratique qu'une telle réforme impliquerait (*cf.* Creel, 2021), l'adoption de normes budgétaires contrôlées *a posteriori* pourrait engendrer plus d'instabilité macroéconomique par l'adoption tardive de mesures correctrices pour assurer la soutenabilité d'une dette publique.

Le débat économique sur la dette publique est donc ouvert tant l'écart entre les traités et la réalité économique est patent. Les positions exprimées sur le niveau atteint par les dettes publiques ne sont plus figées dans des postures idéologiques et ont gagné en pragmatisme, ce dont témoignent les différentes voies de réforme rappelées ici. Enfin, si la judiciarisation de la gouvernance économique est à écarter, l'analyse économique plaide pour une différenciation des cibles de dettes par pays. Cependant, l'évolution des règles budgétaires européennes dépendra *in fine* de la situation européenne, donc à la fois de l'accord de coalition allemand et de la présidence française de l'Union européenne.

6. Conclusion : la dette publique pour quel objectif ?

La hausse des dettes publiques commune à toutes les économies indique un changement de paradigme par rapport à la gestion des dettes publiques dans un environnement de taux d'intérêt durablement faibles. La hausse de la dette publique française est importante par rapport à celle de l'Allemagne mais presque proche de la moyenne de la zone euro. Cependant, cette hausse de la dette publique s'accompagne depuis 2008 de la baisse de la valeur patrimoniale des actifs publics, ce qui traduit une baisse de l'investissement public net.

La spécificité française est une dégradation tendancielle de la balance courante, qui conduit à un endettement accru par rapport au reste du monde. On peut lire cette tendance comme l'incapacité de la hausse de la dette publique à contribuer à une augmentation des exportations ou une diminution des importations.

Dans un environnement de taux d'intérêt réels durablement bas, ces constatations plaident pour une stimulation de l'investissement public, sans augmenter les charges d'intérêt dans le budget de l'État. Il faut cependant distinguer les investissements publics selon leurs effets économiques. Un premier type d'investissement public peut avoir pour but de stimuler l'innovation et la production sur le territoire domestique. De tels investissements publics sont générateurs de recettes fiscales et d'un rééquilibrage de la balance courante. D'autres investissements publics s'avèrent nécessaires même s'ils n'ont pas d'effets très positifs sur les recettes fiscales à venir, comme les investissements publics pour la transition énergétique dont le but premier doit être la réduction des émissions de CO₂ et le maintien de la biodiversité.

Le gouvernement français a annoncé un plan d'investissement France 2030, avec des montants évoqués de plusieurs dizaines de milliards d'euros. Autant que le montant de ce plan, la nature des investissements et les objectifs annoncés sont essentiels pour une évaluation économique.

De manière plus générale, l'analyse prospective de la dynamique de la dette – conséquence des choix de politique économique des candidats et candidates aux élections présidentielles – dépend de l'évolution des recettes fiscales, mais aussi de la nature des investissements publics proposés. Le cadre d'analyse de ces évaluations, comme la discussion de la soutenabilité des dettes publiques sera l'objet du prochain *Policy brief* n° 93 « La dette publique au XXI^e siècle », (Timbeau *et al.*, 2021).

Références bibliographiques additionnelles

- Allesina A. et S. Ardagna, 2010, « Large Changes in Fiscal Policy: Taxes vs. Spending » in: J. R. Brown (ed.), *Tax Policy and the Economy* 24, Chicago, University of Chicago Press, pp. 35-68.
- Blanchard Olivier J. et Daniel Leigh, 2013, « Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers », *American Economic Review*, vol. 103, n° 3, pp. 117-20.
- Blanchard O., A. Leandro et J. Zettelmeyer, 2021, « Redesigning EU fiscal rules: From rules to standards », *PIIE Working Paper*, n° 21, février.
- Creel J., 2021, « Establishing a fiscal dialogue in Europe », *Comparative Economic Studies*, n° 63, pp. 339-355.
- Darvas Z. et G. Wolff, 2021, « A green fiscal pact: Climate investment in times of budget consolidation », *Bruegel Policy Contribution*, n° 18/21, septembre.
- Dullien S., C. Paetz, A. Watt et S. Watzka, 2020, « Proposals for a reform of the EU's fiscal rules and economic governance », *IMK Report*, n° 159.
- Hale G. et J. Juvenal, 2021, « External Balance Sheets and the Covid-19 Crisis », *NBER Working Paper*, n° 29277.
- Heyer Éric, 2012, « Une revue récente de la littérature sur les multiplicateurs budgétaires : la taille compte ! », *OFCE le blog*.
- iAGS, 2012, « Failed austerity in Europe: The way out », *OFCE-ECLM-IMK Report*, novembre.
- Le Garrrec G. et V. Touzé, 2018, « Macroeconomics in the age of secular stagnation », *Revue de l'OFCE*, n° 157.
- Martin P., J. Pisani-Ferry et X. Ragot, 2021, « Pour une refonte du cadre budgétaire européen », *Notes du CAE*, n° 63, avril.
- Michaud J.-G., 2018, « Secular Stagnation: Theory and Remedies », *Journal of Economic Theory*, n° 176, pp. 552-618.
- Possner P. et M. Sommerfeld, 2013, « The politics of fiscal austerity: Democracies and hard choices », *OECD Journal on Budgeting*, n° 1.
- Reinhart Carmen M. et Kenneth S. Rogoff, 2010, « Growth in a Time of Debt », *American Economic Review*, American Economic Association, vol. 100, n° 2, pp. 573-78,
- Summers L. H., 2014, « U.S. Economic Prospects: Secular Stagnation, Hysteresis, and the Zero Lower Bound », *Business Economics*, vol. 49, n° 2.
- Timbeau, X., E. Aurissergues, É. Heyer, 2021, *Debtwatch, un simulateur de dette publique pour le XXI^e siècle*, ofce.shinyapps.io/dwr, github.com/OFCE/dwr
- Timbeau, X., E. Aurissergues, É. Heyer, 2021, « la dette publique au XXI^e siècle », Analyse de la soutenabilité avec Debtwatch, *OFCE Policy brief*, n° 93, ofce.shinyapps.io/dwr, github.com/OFCE/dwr
- Truger A., 2015, « Implementing the Golden Rule for Public Investment in Europe. Safeguarding Public Investment and Supporting the Recovery », AK Wien, *Working Paper*, n° 138.
- Truger A., 2020, « Reforming EU Fiscal Rules: More Leeway, Investment Orientation and Democratic Coordination », *Intereconomics*, vol. 55, n° 5, pp. 277-281.

ANNEXE

Le cumul des variables sur la période 2007-2019, soit pour chaque variable X , pour chaque pays i est défini par

$$\sum_{t=2007}^{2019} x_{i,t} = \frac{\sum_{t=2007}^{2019} X_{i,t}}{\sum_{t=2007}^{2019} PIB_{i,t}}$$

En d'autres termes, les valeurs représentées dans le tableau sont les moyennes des variables sur la période 2007-2019. Par exemple,

$$\sum_{t=2007}^{2019} d_{France,t}$$

représente le déficit primaire annuel moyen de la France sur la période. Nous décomposons alors ce cumul des déficits primaires en sommant l'équation (1) :

$$\sum_{t=2007}^{2019} d_{i,t} = \sum_{t=2007}^{2019} s_{i,t} - \sum_{t=2007}^{2019} i_{i,t} - \sum_{t=2007}^{2019} ca_{i,t} \quad (2)$$

C'est cette relation qui est représentée dans le tableau 2.

La variation du déficit primaire entre 2019 et 2020 est décomposée pour comprendre comment l'État français et les autres gouvernements ont pu financer l'accroissement du déficit pendant la pandémie. Pour ce faire, nous différencions ces variables entre 2020 et 2019, soit mathématiquement :

$$D_{i,2020} - D_{i,2019} = S_{i,2020} - S_{i,2019} - (I_{i,2020} - I_{i,2019}) - (CA_{i,2020} - CA_{i,2019})$$

ce qui se réécrit :

$$\Delta D_i = \Delta S_i - \Delta I_i - \Delta CA_i \quad (3)$$

Grâce à cette équation, il est donc possible de comprendre et comparer la structure d'endettement des pays depuis le début de la pandémie jusque fin 2020.