

ESCALADE DE LA DETTE PUBLIQUE

Dans beaucoup de pays développés, la dette publique en pourcentage du PIB est depuis quarante ans sur une tendance à la hausse. Une dette publique élevée affaiblit la résilience de l'économie aux chocs de croissance et de taux d'intérêt. Un ajustement budgétaire s'imposera donc tôt ou tard. À l'évidence, le moment n'est pas venu. L'économie ne s'est pas encore remise du choc de la pandémie de Covid-19 et les perspectives restent très incertaines. Il n'y a pas non plus d'urgence, compte tenu du niveau très faible des taux d'intérêt. Pour autant, l'absence d'urgence à court terme ne doit pas faire oublier la nécessité d'agir, au risque d'affaiblir davantage la résilience de l'économie. Ce serait aussi prendre le pari qu'à chaque crise, il faille s'en remettre aux programmes d'assouplissement quantitatif des banques centrales.

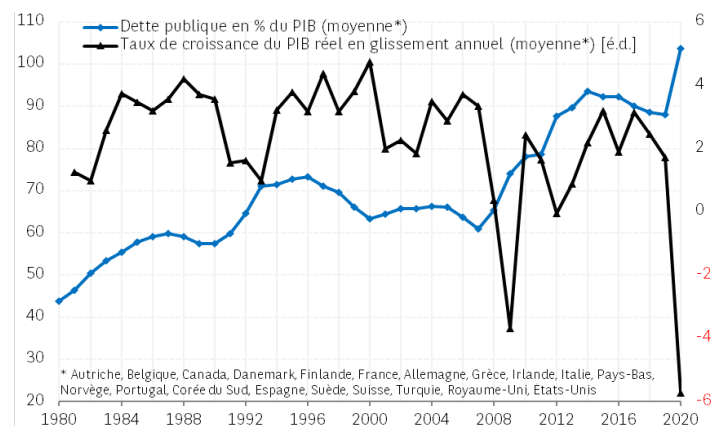
Dans beaucoup de pays développés, la dette publique en pourcentage du PIB est depuis quarante ans sur une tendance à la hausse¹. Les récessions accélèrent cette évolution en raison du repli du PIB, du rôle des stabilisateurs automatiques (baisse des recettes et hausse des dépenses liées notamment au versement des allocations de chômage) et des mesures discrétionnaires visant à soutenir la croissance. Le recul de la dette publique en phase d'expansion économique a tendance à être lent et d'une ampleur plus limitée. La Grande Récession qui, après une reprise de courte durée, a été suivie, dans de nombreux pays de l'échantillon, d'une rechute, a eu un impact sévère et a entraîné une envolée de l'endettement public. Après une baisse limitée, le ratio moyen de la dette enregistrera cette année encore une forte augmentation due à la crise du Covid-19. L'incertitude entourant les perspectives économiques reste très élevée. Dans la dernière édition de son *Moniteur des finances publiques*, le FMI, estime qu'« il faut aller plus loin pour lutter contre la montée de la pauvreté, du chômage et des inégalités et pour stimuler la reprise économique »². Dans l'hypothèse d'un rebond solide de l'activité économique, le Fonds table sur une stabilisation du ratio de la dette publique.

Des taux d'intérêt bas et stables jouent à cet égard un rôle-clé. La crise sanitaire a probablement entraîné un nouveau repli du taux d'intérêt neutre ; la politique monétaire et le *quantitative easing* maintiennent les rendements obligataires sous contrôle et la *forward guidance* de la banque centrale est sans ambiguïté : la politique accommodante va rester en place pendant une très longue période. Dans les années à venir, il est très probable que la croissance du PIB nominal (g) soit supérieure au taux d'intérêt nominal moyen sur le stock de la dette publique (r). Avec $g > r$, la stabilisation du ratio de la dette ne devrait pas être si difficile, une fois l'activité normalisée, dans la mesure où les États pourront alors se permettre d'accuser un léger déficit primaire.

Bien sûr, cela impliquerait que le bond du ratio de la dette publique, induit par la récession, se pérennise, étendant par là-même le modèle historique de l'accroissement de la dette. François Villeroy de Galhau,

gouverneur de la Banque de France, y voit la menace d'une tragédie à venir : « nous ne savons pas si, ni quand la tragédie – un choc de confiance majeur, par exemple – peut se produire. Mais nous savons avec certitude que l'augmentation de la dette publique est un risque croissant qui pèse sur nous, et encore plus sur nos enfants et nos petits-enfants »³. Une dette publique élevée et en hausse constitue, de fait, une source de risque croissant. Premièrement, elle accroît la sensibilité des finances publiques à la hausse des taux d'intérêt due à un resserrement de la politique monétaire. L'abaissement du ratio de la dette est un exercice d'autant plus difficile que l'on part d'un niveau élevé. En conséquence, les investisseurs vont demander une prime de risque, qui poussera à la hausse les coûts d'emprunt et compliquera

DETTE PUBLIQUE ET TAUX DE CROISSANCE DU PIB RÉEL



SOURCES : OXFORD ECONOMICS, BNP PARIBAS

1 Pour un petit nombre de pays seulement, le ratio prévu de la dette publique à fin 2020 n'est pas sensiblement différent de celui de 1980 : Danemark, Irlande et Suède.

2 Source : FMI, *Moniteur des finances publiques*, octobre 2020.

3 *La réponse des banques centrales à la « tragédie à l'horizon »*, discours de François Villeroy de Galhau, Gouverneur de la Banque de France, SUERF – Conférence en ligne, 14 octobre 2020.

” L'absence d'urgence à court terme ne doit pas faire oublier la nécessité d'un assainissement budgétaire à un moment donné. L'inaction affaiblirait la résilience de l'économie aux chocs. Ce serait aussi prendre le pari qu'à chaque crise, il faille s'en remettre aux programmes d'assouplissement quantitatif des banques centrales.



la stabilisation de la dette⁴. Au stade actuel, ce risque semble éloigné car l'assouplissement quantitatif de la BCE – en particulier, le PEPP (*Pandemic Emergency Purchase Programme*) – a joué un rôle décisif dans la réduction des *spreads* souverains. Mais, lorsque les achats nets réalisés dans le cadre de ces programmes prendront fin, il faut s'attendre à une revalorisation du risque et à certain élargissement des *spreads* souverains. Deuxièmement, en raison de l'impact sur les coûts d'emprunt, cela restreint les possibilités de relance budgétaire, à moins que la banque centrale n'introduise un nouveau programme de QE et rachète des obligations d'État. Troisièmement, la sensibilité des finances publiques à une récession augmente : une contraction du PIB entraîne une hausse plus importante du ratio de la dette en pourcentage de ce dernier.

Il faudra donc, pour toutes ces raisons, mettre en œuvre un ajustement budgétaire, c'est-à-dire réduire, année après année, le déficit primaire corrigé du cycle ou même augmenter l'excédent. La question est de savoir quand engager un tel ajustement. À l'évidence, ce n'est pas actuellement le moment. Les perspectives économiques restent très incertaines en raison de la pandémie et, même en cas de découverte et de déploiement d'un vaccin, les économies se maintiendront, pour la plupart, en dessous de leur potentiel pendant un certain temps.

Une politique budgétaire restrictive avec un *output gap* négatif aurait, dans une large mesure, pour effet de neutraliser les efforts des banques centrales visant à faire remonter l'inflation en recourant à une politique monétaire accommodante. Par ailleurs, une politique d'assainissement budgétaire avec un *output gap* positif limiterait le degré de resserrement monétaire nécessaire pour conserver la maîtrise de l'inflation. Même si l'interaction avec la politique monétaire doit être prise en compte au moment de décider du calendrier de l'assainissement budgétaire, la principale préoccupation doit être de savoir si l'économie est en mesure de résister à une politique d'austérité budgétaire.

Les baisses des dépenses publiques ou les hausses d'impôt ont un impact direct sur la demande finale et sur le revenu mais elles ont aussi pour effet d'accroître l'incertitude entourant les revenus et bénéfices futurs. A priori, on pourrait s'attendre à ce que la sensibilité soit plus forte en période de croissance atone qu'en phase de forte conjoncture. La recherche empirique montre que cette sensibilité, également appelée « *multipliateur budgétaire* », varie selon la conjoncture : elle est plus élevée en période de récession et plus faible en période d'expansion. Mieux vaut donc reporter l'effort d'assainissement budgétaire et attendre que l'environnement de croissance soit plus solide. Les effets d'hystérèse – mécanismes par lesquels une hausse cyclique du chômage finit par devenir permanente – confortent l'argumentaire en faveur d'un report de l'ajustement budgétaire « *jusqu'à ce que le moment soit venu* »⁵.

Dans l'environnement actuel de taux bas et d'assouplissement quantitatif, il n'y a pas non plus urgence à agir. Comme nous l'avons expliqué plus haut, avec $g > r$, le ratio de la dette recule « automatiquement », à moins que le déficit primaire ne soit, au départ, trop élevé. Pour autant, l'absence d'urgence à court terme ne doit pas faire oublier la nécessité d'agir ultérieurement lorsque les circonstances sont plus favorables. L'inaction affaiblirait la résilience de l'économie face aux chocs de croissance et de taux d'intérêt. Ce serait aussi prendre le pari qu'à chaque crise, il faille s'en remettre aux programmes d'assouplissement quantitatif des banques centrales.

William De Vijlder

4 Selon Cinzia Alcidi et Daniel Gros, une hausse marginale de la dette finit par entraîner un alourdissement considérable des charges d'intérêt car la dette devra être refinancée à des taux plus élevés. Ils se fondent, à cet égard, sur cette règle d'or du FMI, selon laquelle « *la prime de risque augmente de quatre points de base pour chaque augmentation d'un point de pourcentage du ratio de la dette publique, rapportée au PIB, au-dessus de 60 %*. Les auteurs indiquent que pour la Commission européenne, cette augmentation est de 3 pb ». Source : *Public Debt and the Risk Premium: A Dangerous Doom Loop*, *EconPol Europe Opinion*, 2019, vol. 2.

5 Cette question est traitée dans l'excellente étude du FMI, intitulée : *How delaying fiscal consolidation affects the present value of GDP*, document de travail 15/52, mars 2015.

