

Impact économique de la dette publique

M. Nautet
L. Van Meensel

Introduction

La crise financière et économique a entraîné une forte hausse de la dette publique dans les pays de la zone euro, au Royaume-Uni, aux États-Unis et au Japon. De surcroît, à politique inchangée, la dette publique continuera à progresser dans la plupart de ces pays.

Le présent article esquisse les conséquences éventuelles et les risques inhérents à cette situation. Ces risques sont d'ailleurs illustrés par les difficultés qu'ont récemment éprouvées certains pays de la zone euro à financer leur dette publique sur les marchés financiers: ces pays ont dû recourir à une assistance financière conditionnelle du FMI et d'autres pays européens. Un retour à des finances publiques soutenables dans ces pays mais également dans la plupart des autres économies avancées exigera un effort d'assainissement soutenu au cours des prochaines années.

La première partie du présent article examine l'évolution de la dette publique dans les économies avancées, ainsi que les perspectives à politique inchangée. La deuxième partie concerne l'impact de la dette publique sur l'activité économique et l'inflation. La nécessité d'une consolidation budgétaire visant à réduire la dette publique et les stratégies recommandées pour parvenir à cet objectif font l'objet de la troisième partie. Une dernière partie comporte quelques conclusions.

1. Aperçu de l'évolution de la dette publique

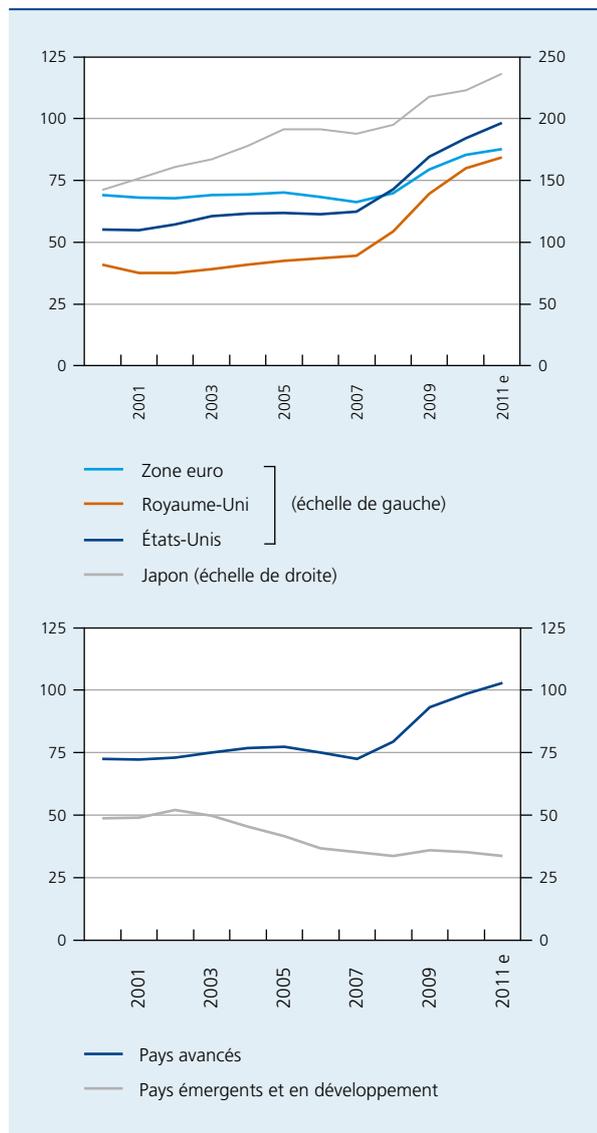
1.1 Situation actuelle

La crise financière, qui a éclaté au cours de l'année 2007 et s'est intensifiée en 2008, et la récession économique qui s'en est suivie ont eu des conséquences négatives très importantes sur les finances publiques de la plupart des économies avancées. En particulier, le taux d'endettement de nombreux pays a connu une nette augmentation.

Au sein de la zone euro, le taux d'endettement devrait passer de 66,2 % en 2007 à 87,7 % en 2011. On constate néanmoins des différences importantes entre les pays. La plus forte hausse devrait être observée en Irlande, avec près de 90 points de pourcentage du PIB. Quant à la Grèce, qui affichait dès avant la crise financière le taux d'endettement le plus élevé de la zone euro, elle devrait faire face à une augmentation de son endettement de plus de 50 points de pourcentage du PIB. De même, l'Espagne et le Portugal devraient connaître une progression considérable de leur dette publique, à savoir plus de 30 points de pourcentage. Dans d'autres pays de la zone euro, la hausse de la dette publique sera certes plus faible, mais substantielle, avec des accroissements de 10 à 20 points de pourcentage. Dans pas moins de douze pays de la zone euro, la dette publique atteint un niveau supérieur à la valeur de référence maximale de 60 % du PIB imposée par le traité de Maastricht.

Les pays de la zone euro ne seront pas les seuls à connaître une augmentation marquée de leur endettement entre 2007 et 2011. Ainsi, sur la même période,

GRAPHIQUE 1 DETTE BRUTE DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES
(en % du PIB)

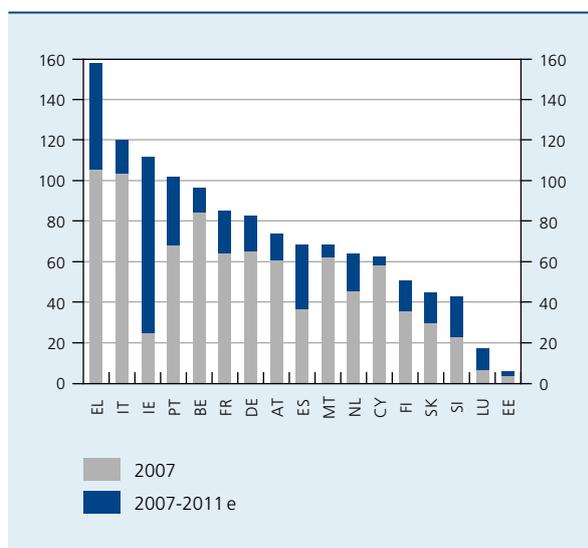


Sources : CE, FMI.

le taux d'endettement des États-Unis passerait d'un peu plus de 60 % à presque 100 % du PIB. Au Japon, où le taux d'endettement était déjà particulièrement élevé en 2007, il grimperait encore d'environ 50 points de pourcentage, pour s'établir à un peu moins de 240 % du PIB. Au Royaume-Uni, la dette progresserait de 40 points de pourcentage, mais, grâce au niveau encore relativement faible enregistré en 2007, la dette demeurerait plus limitée, pour atteindre 84,2 % du PIB fin 2011.

Il est clair que la forte hausse du taux d'endettement observée ces dernières années dans les pays avancés est étroitement liée, d'une part, aux mesures de soutien

GRAPHIQUE 2 DETTE BRUTE DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES
DES PAYS DE LA ZONE EURO
(en % du PIB)



Sources : CE, ICN, BNB.

accordées au secteur financier lors de la crise financière ainsi que, d'autre part, aux pertes de recettes induites par la récession économique qui a suivi. Les opérations de sauvetage menées en faveur du secteur financier n'expliquent toutefois qu'une petite partie de l'augmentation totale de la dette publique depuis l'éclatement de la crise. La croissance des déficits budgétaires constitue effectivement le principal déterminant de cette augmentation. Malgré la reprise économique observée depuis 2010, la dynamique à la hausse du taux d'endettement de la plupart des pays avancés s'est poursuivie.

Depuis le début de la crise financière et économique, les besoins bruts de financement du secteur public ont été très importants. Une partie des dettes, arrivée à échéance, a dû être refinancée. Par ailleurs, les autorités ont également dû lever des fonds pour financer des injections de capital dans le secteur financier mais aussi des déficits budgétaires en forte hausse. Toutefois, jusqu'au milieu de l'année 2010, la forte aversion au risque a généré une demande soutenue pour les titres souverains considérés comme sûrs. Cette demande soutenue et la politique accommodante des banques centrales ont permis à la plupart des pays de bénéficier de taux avantageux. Cependant, depuis le dernier trimestre 2010, les inquiétudes pesant sur la solvabilité de certains pays, entre autres, ont induit une hausse des taux. Ces inquiétudes persistantes, combinées à d'importants besoins bruts de refinancement, pourraient accroître la pression sur les taux.

La crise financière et économique n'a pas touché toutes les régions du monde de manière identique. Les pays émergents et en développement, qui présentaient en moyenne un taux initial d'endettement public inférieur à celui des pays avancés, n'ont pas subi une hausse de leur endettement public. En effet, dans les pays émergents et en développement, depuis la crise, le ratio de dette est resté relativement stable, autour de 35 % du PIB. Cette évolution favorable reflète une croissance plus marquée et des déficits moins importants que dans les pays avancés. L'écart entre les deux groupes de pays s'est donc encore creusé après la crise financière et économique.

1.2 Projections à politique inchangée

En l'absence de mesures de consolidation, la situation budgétaire des pays avancés devrait encore se dégrader. Le vieillissement de la population devrait contribuer à cette détérioration en exerçant une pression supplémentaire sur les dépenses publiques en matière de soins de santé et de pensions. Cette situation devrait générer – à politique inchangée – des déficits encore plus élevés et une forte élévation des niveaux de dette publique.

Les dépenses publiques annuelles liées au vieillissement devraient augmenter de 2,6 points de pourcentage du

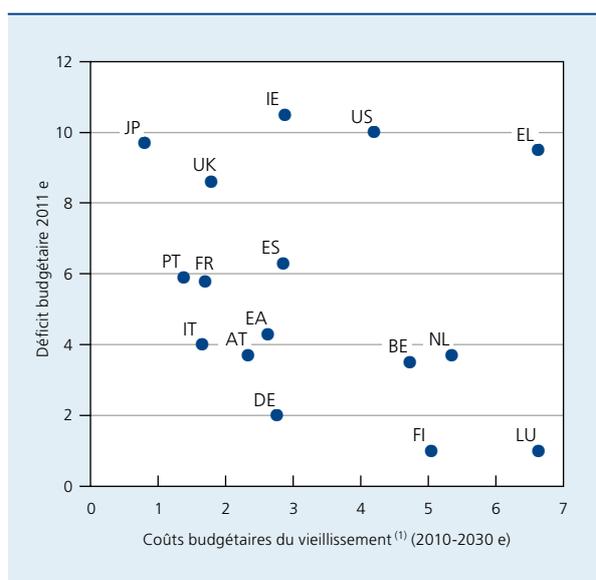
PIB à l'horizon 2030 pour les pays de la zone euro et même de 5,1 points à l'horizon 2060. Il convient toutefois de souligner l'existence de différences importantes entre les pays de la zone euro. Les États-Unis, le Japon et le Royaume-Uni devront également faire face à une hausse considérable des dépenses publiques liées à l'âge. Dans la plupart des économies avancées, la soutenabilité des finances publiques représente donc un sérieux problème. Pour éviter une nette détérioration de la position budgétaire de ces pays, des ajustements substantiels sont requis.

Afin d'illustrer le caractère insoutenable de la politique budgétaire actuelle, l'évolution des niveaux de dette publique à politique inchangée peut être simulée. Cet exercice montre clairement la dynamique explosive des dettes publiques dans la plupart des pays avancés.

Le niveau de la dette dans la zone euro atteindrait plus de 180 % du PIB en 2030. Aucun pays de la zone euro n'échapperait à cette spirale infernale. Dans certains pays, tels la Grèce ou l'Irlande, la dette atteindrait même des niveaux équivalents à 3 à 4 fois leur PIB. Cette explosion de l'endettement public ne s'observerait pas uniquement dans les pays de la zone euro. En effet, à politique inchangée, la dette publique du Royaume-Uni pourrait représenter environ le triple du PIB en 2030, tandis que la dette publique des États-Unis dépasserait ce niveau

GRAPHIQUE 3 DÉFICIT BUDGÉTAIRE ET COÛTS BUDGÉTAIRES DU VIEILLISSEMENT

(en % du PIB)

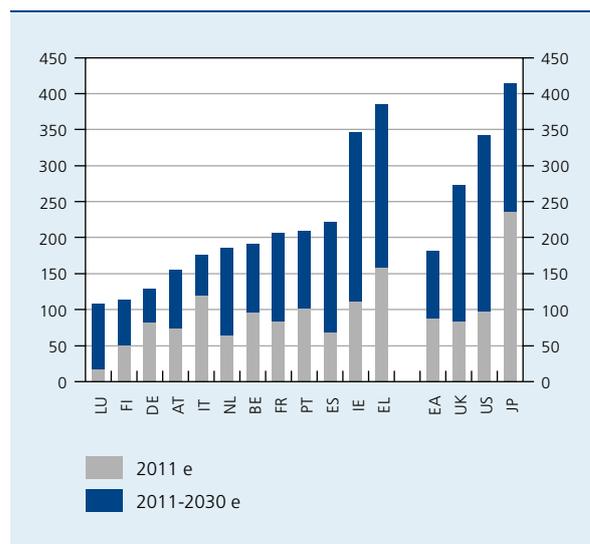


Sources : CE, FMI, BNB.

(1) Coûts limités aux pensions, aux soins de santé et aux soins de longue durée.

GRAPHIQUE 4 PROJECTIONS DE LA DETTE PUBLIQUE À POLITIQUE INCHANGÉE⁽¹⁾

(en % du PIB)



Sources : CE, FMI, BNB.

(1) Ces projections sont basées sur l'hypothèse que le solde primaire se détériorera à concurrence de l'augmentation des dépenses liées au vieillissement. En outre, il est supposé que la croissance nominale du PIB s'élèvera à 3,75 % par an et que le taux d'intérêt implicite de la dette publique tendra à terme vers 4 %.

à cet horizon. Au Japon, le taux d'endettement en 2030 pourrait même être plus de quatre fois supérieur au PIB.

Ainsi, il s'avère que c'est l'ensemble des pays avancés qui seront contraints d'agir pour éviter que leur situation financière ne devienne insoutenable. Certains pays ont d'ores et déjà annoncé des mesures destinées à rendre leurs finances publiques soutenables et saines. Néanmoins, de nombreux pays doivent encore mettre en place de telles mesures.

2. Quel est l'impact économique de la dette publique ?

L'incidence de la politique budgétaire – et donc de la dette publique – sur la croissance économique et d'autres variables économiques a toujours été l'objet d'un débat animé parmi les économistes. Suite à l'augmentation de la dette publique observée dans la plupart des pays avancés, ce thème est plus que jamais d'actualité.

Ce chapitre passe en revue les principaux points de vue actuels sur cette question. D'abord, les taux d'endettement public optimal et maximal font l'objet de quelques considérations théoriques. Ce chapitre se penche ensuite sur la question centrale du présent article: l'impact de la dette publique sur l'activité économique. Enfin, l'incidence potentielle du niveau et de l'évolution de la dette publique sur l'inflation est examinée.

2.1 Considérations théoriques relatives aux taux d'endettement public optimal et maximal

La dette publique tend à accroître le revenu disponible de la génération actuelle tandis que, *ceteris paribus*, elle réduit celui des générations futures. Il semble donc pertinent d'analyser le niveau de dette publique dans un cadre intergénérationnel. Dans ce contexte, la dette publique et les déficits sont acceptables s'ils permettent d'augmenter les capacités de production et si le rendement de l'intervention publique ainsi financée outrepassé les coûts induits par la dette. Une comparaison de ces coûts et du rendement de l'intervention publique permet donc de déterminer le niveau optimal de l'endettement public. L'intervention des administrations publiques peut porter sur des dépenses d'investissement d'infrastructures, l'enseignement, le fonctionnement des institutions publiques, la sécurité, ainsi qu'une diminution de la fiscalité afin de la rendre moins néfaste pour la croissance économique. Le critère de la neutralité intergénérationnelle – celui-ci signifie que la contribution nette de chaque génération aux administrations publiques devrait être

équivalente – requiert aussi que l'incidence de la démographie sur cette neutralité soit intégrée dans l'analyse: dans la perspective d'un vieillissement significatif de la population, il paraît opportun d'anticiper des charges accrues, sous la forme de pensions et de soins de santé pour les personnes âgées, et de les faire financer en partie par la génération actuelle.

Concrètement, il est pourtant malaisé de déterminer le niveau optimal d'endettement public. Tout d'abord, la notion de contribution nette équivalente de chaque génération aux administrations publiques peut se définir en termes absolus ou relatifs. En outre, il est extrêmement ardu de mesurer le rendement économique de l'intervention publique. Il est donc difficile de préciser le niveau auquel le rendement de l'intervention publique financée par l'endettement est inférieur aux coûts de la dette publique. En raison de ces problèmes méthodologiques, la littérature empirique traitant du niveau optimal d'endettement est assez limitée, et les résultats sont fortement divergents.

Il s'avère toutefois que la politique budgétaire ne correspond pas nécessairement à ce que l'on peut considérer comme optimal d'un point de vue macroéconomique. Ainsi, au cours des décennies écoulées, les administrations publiques de bon nombre de pays ont fait preuve d'un manque de discipline budgétaire et ont dès lors accru leurs niveaux d'endettement. La littérature attribue ce manque de discipline budgétaire au « biais en faveur d'un déficit » (*deficit bias*). Elle indique par là que le processus décisionnel démocratique peut inciter à dévier d'une politique budgétaire optimale. La politique budgétaire pourrait être trop peu prévoyante lorsque la population ne voit essentiellement que les avantages à court terme d'un abaissement des impôts ou d'une hausse des dépenses, sans être toujours consciente du caractère néfaste des éventuelles retombées à long terme d'une politique budgétaire expansive. Les décideurs politiques pourraient avoir tendance à jouer sur ce plan en vue d'accroître leurs chances de réélection. De plus, il est possible qu'il existe une tendance naturelle à avantager sciemment les générations actuelles et à déplacer le fardeau de l'endettement sur les générations à venir. Une autre explication du biais en faveur d'un déficit résiderait dans ce que la théorie des jeux nomme le « problème de la mise en commun » (*common pool problem*). En matière de politique budgétaire, ce concept signifie que chaque groupe d'intérêt ou chaque parti au sein d'un gouvernement de coalition veille à ses propres intérêts, le déficit budgétaire et la dette publique pouvant ainsi dépasser les niveaux optimaux. Le biais en faveur d'un déficit et ses effets indésirables peuvent être contre-carrés par des institutions indépendantes et des règles imposant des restrictions budgétaires.

À côté du concept de dette optimale, la littérature se penche aussi sur le concept de dette publique maximale acceptable, correspondant à la capacité maximale d'un pays à rembourser ses dettes. En effet, le niveau actuel d'endettement public est, par définition, égal à la valeur actualisée des soldes primaires futurs. Dans la littérature, il est fait référence au concept de contrainte budgétaire intertemporelle. Sur la base de cette contrainte, plus le taux d'endettement public est élevé, plus les soldes primaires futurs doivent être importants.

Par conséquent, le taux d'endettement maximal acceptable correspond à la valeur actualisée des soldes primaires futurs maximaux acceptables. Une hausse des soldes primaires ne peut se concrétiser que par le biais d'une augmentation des recettes publiques ou d'une restriction des dépenses publiques. Dès lors, le taux d'endettement maximal acceptable est déterminé par le niveau maximal acceptable des recettes publiques et le niveau minimal acceptable des dépenses publiques primaires. Ces niveaux ne peuvent pas être établis uniquement à partir de considérations économiques. Ce sont essentiellement des considérations sociales et politiques qui peuvent imposer des restrictions en la matière. Si le niveau actuel de la dette publique est supérieur à la valeur actualisée des soldes primaires futurs que la population est disposée à générer, se posera alors – tôt ou tard – un problème de défaut de paiement de la dette publique. Il est toutefois extrêmement difficile de quantifier le concept théorique de taux d'endettement maximal. Par ailleurs, le taux d'endettement maximal acceptable peut varier d'un pays à l'autre.

2.2 Impact de la dette publique sur le PIB

2.2.1 Effets à court et long termes d'une réduction de la dette publique

La littérature théorique et empirique consacrée à l'incidence de la politique budgétaire sur l'activité économique est très vaste. Elle n'offre cependant pas de réponse univoque quant au lien existant entre la politique budgétaire et l'activité économique. L'impact dépend en effet largement des circonstances, lesquelles peuvent varier sensiblement dans le temps et selon le pays. Il est à cet égard crucial d'opérer une distinction entre l'impact économique à court terme de la dette publique et celui à long terme.

Impact à court terme

À court terme, les mesures adoptées en vue d'assainir le budget devraient induire un effet négatif sur la croissance économique. La plupart des études empiriques montrent

en effet que les multiplicateurs budgétaires – qui indiquent dans quelle mesure une impulsion budgétaire déterminée influence la croissance de l'activité – présentent un signe positif à court terme.

Cependant, l'ampleur de l'impact négatif à court terme d'un plan d'assainissement sur l'activité économique varie selon les mesures adoptées. Des mesures relatives à la consommation et aux investissements publics ont un impact relativement grand sur l'activité économique, alors que des mesures portant sur des transferts, comme les impôts ou les allocations sociales, ont une incidence plus limitée. En effet, ces dernières ne modifient qu'indirectement la consommation ou les investissements, via une modification des revenus des particuliers ou des sociétés. La mesure dans laquelle les ménages et les entreprises sont confrontés à des restrictions de liquidités ou de crédits est aussi importante pour connaître l'incidence de relèvements d'impôts ou de réductions d'allocations sociales sur la croissance économique.

De plus, il semble que l'incidence négative des mesures d'assainissement sur la croissance économique à court terme est plus faible – voire même pratiquement inexistante – lorsque la situation des finances publiques se détériore et que cette situation est perçue comme préoccupante. En effet, les mesures d'assainissement peuvent permettre d'éviter une hausse des taux d'intérêt, qui comprimerait les investissements privés. De plus, elles peuvent induire une baisse du taux d'épargne, du fait par exemple du recul de l'épargne de précaution des ménages grâce à un regain de confiance après une période de difficultés budgétaires⁽¹⁾. Dans ce cas, l'incidence négative sur l'activité économique à court terme pourrait être très limitée. Dans la situation actuelle, ces derniers éléments semblent pertinents, si bien qu'un assainissement budgétaire n'exercerait pas nécessairement un effet fortement négatif sur la conjoncture.

L'ampleur de l'impact de la consolidation est également fonction des conditions économiques et monétaires dans lesquelles elle est mise en place. Lorsque la consolidation est mise en œuvre dans une petite économie ouverte, son impact à court terme est plus limité que dans le cas d'une consolidation simultanée dans plusieurs pays, dont l'effet de freinage sur la demande globale est plus important.

(1) Selon la théorie de l'équivalence ricardienne, une augmentation de la dette publique est compensée par un accroissement du taux d'épargne des particuliers, car ceux-ci tiennent compte d'une possible hausse des impôts et d'une possible baisse des dépenses publiques à l'avenir. La théorie de l'équivalence ricardienne repose toutefois sur une série d'hypothèses non réalistes, comme le fait que les ménages n'ont pas de contraintes budgétaires et qu'ils prennent en compte un horizon temporel infini et des impôts forfaitaires (*lump-sum taxes*). Par conséquent, une augmentation de la dette publique peut certes entraîner un accroissement du taux d'épargne des particuliers, mais ce dernier ne sera pas suffisant pour compenser totalement le repli de l'épargne nationale nette.

Ensuite, si les banques centrales ont la possibilité d'adopter une politique accommodante, la consolidation est moins pénalisante pour la croissance. Toutefois, si les taux d'intérêt sont proches de zéro, la capacité des banques centrales de compenser la baisse de la demande globale et de l'inflation qui pourraient résulter de l'augmentation des recettes et de la réduction des dépenses publiques est plus limitée. Enfin, la présence d'un taux de change fixe tend à renforcer l'incidence négative de la consolidation sur la croissance, comparativement à un système de taux de change flottant, qui joue généralement un rôle important d'amortisseur.

Impact à long terme

Contrairement aux effets de court terme, les effets à long terme d'un assainissement budgétaire qui permet d'assurer la soutenabilité des finances publiques sont indéniablement positifs. Ceux-ci incluent notamment une baisse des taux d'intérêt à long terme, en raison d'une contraction de l'offre de titres publics placés sur le marché et d'une réduction des primes de risque. En outre, la réduction des charges d'intérêts résultant d'un assainissement permet de libérer davantage de moyens pour réaliser des dépenses publiques productives ou pour alléger la pression fiscale et parafiscale.

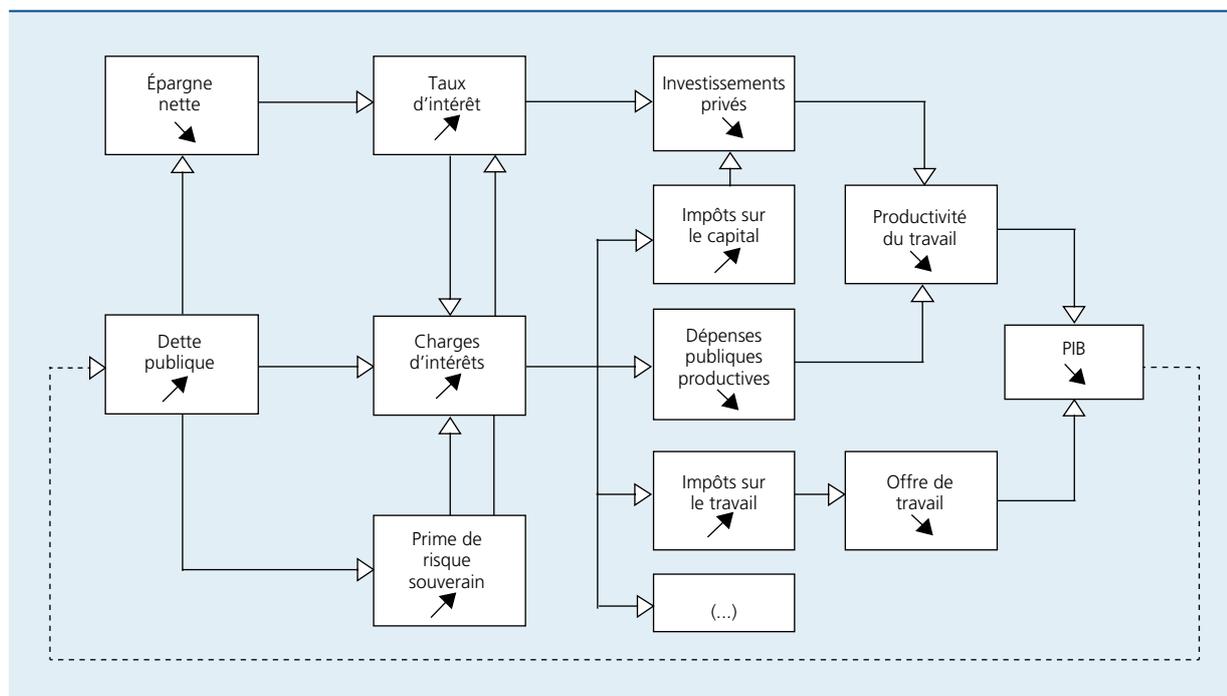
D'après la littérature, les assainissements budgétaires reposant sur des réductions des dépenses sont plus efficaces et exercent des effets plus favorables sur la croissance économique à long terme que ceux qui s'appuient sur une hausse des recettes publiques. C'est particulièrement le cas si ces assainissements budgétaires portent sur d'autres dépenses que celles qui sont généralement considérées comme productives, comme les dépenses en matière d'investissement, d'enseignement, de recherche et d'innovation. L'ampleur de l'impact de la consolidation sur l'activité économique sera fonction de l'utilisation faite des économies générées par l'austérité budgétaire (voir la section 2.2.3).

2.2.2 Les mécanismes de transmission

La hausse (la diminution) de la dette publique peut exercer une influence négative (positive) sur l'activité économique à long terme de plusieurs manières. Trois grands canaux de transmission peuvent être distingués.

Tout d'abord, d'une manière générale, l'augmentation de la dette publique correspond à une diminution de l'épargne positive ou une augmentation de l'épargne négative des administrations publiques, ce qui induit une diminution du volume de l'épargne nationale nette.

GRAPHIQUE 5 MÉCANISMES DE TRANSMISSION ⁽¹⁾



(1) Ce schéma présente les principaux mécanismes de transmission par lesquels une dette publique plus élevée conduit, à long terme, à une croissance du PIB plus faible. Dans le cas d'une réduction de la dette publique, les effets inverses sont observés.

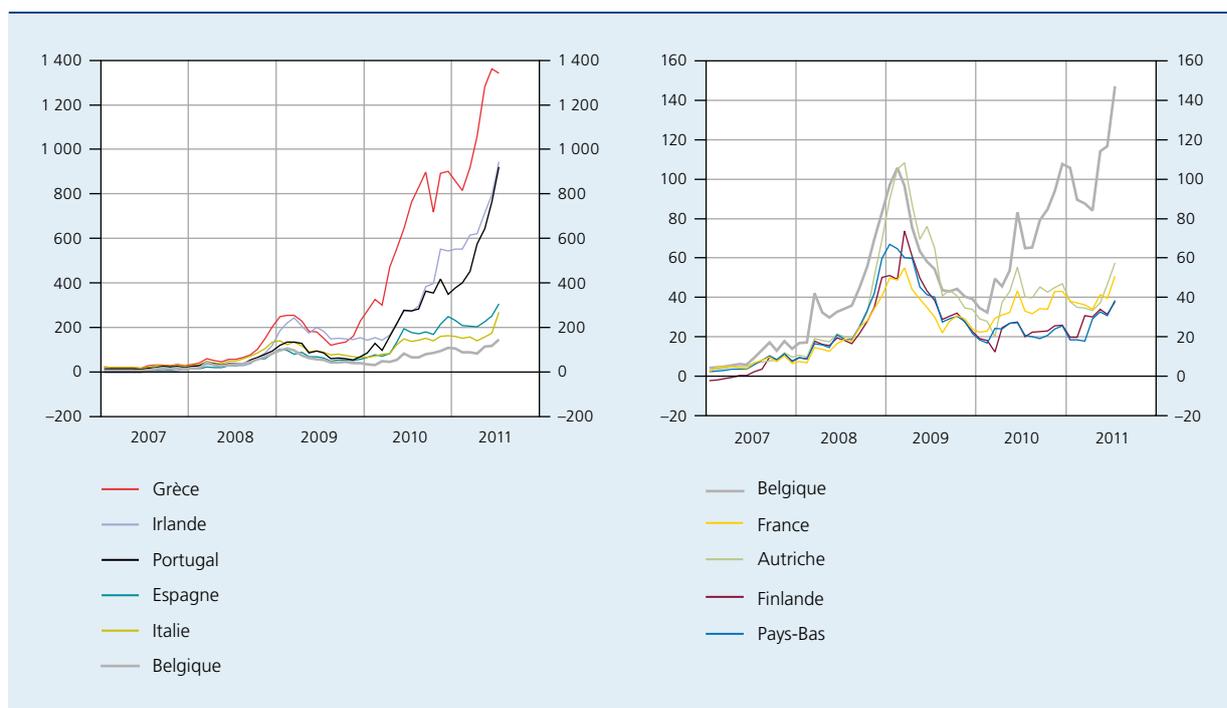
Celle-ci tend à relever les taux d'intérêt. La hausse des taux d'intérêt provoque une réduction des investissements et de la croissance du stock de capital. Il en résulte une moindre productivité du travail. Le ralentissement de l'accumulation de capital freine les innovations, qui améliorent la productivité. Il convient de remarquer que l'incidence sur les taux d'intérêt dépend de l'importance de la région affectée par la hausse de la dette publique. Si cette dernière se limite à une petite économie ouverte, l'incidence qui s'exercera sur les taux d'intérêt de marché sera très modeste. En revanche, si la dette augmente simultanément dans des pays formant une grande zone économique, l'impact à la hausse sur les taux d'intérêt de marché sera substantiel.

En outre, l'augmentation de la dette conduit à un relèvement des charges d'intérêts. Celles-ci se substituent alors à des dépenses productives – par exemple des investissements publics d'infrastructures – ou sont compensées par une hausse de la taxation et des distorsions qui y sont liées. Selon la mesure fiscale introduite, des effets négatifs peuvent se faire sentir sur la consommation – dans le cas d'une augmentation de la TVA et des accises –, sur les investissements privés – dans le cas des taxes sur le capital –, ainsi que sur l'offre de travail – dans le cas des taxes sur les salaires.

Enfin, lorsque l'augmentation de la dette conduit à l'émergence du risque souverain, la dette affecte les primes de risque à la hausse. L'augmentation de celles-ci génère un relèvement des coûts de financement qui peut mettre en péril la solvabilité des finances publiques. De plus, cette évolution peut induire une hausse des taux d'intérêt appliqués aux particuliers et aux entreprises.

Lorsque des dettes substantielles sont combinées à des conditions initiales budgétaires défavorables, l'effet négatif et non linéaire d'une dette élevée sur les taux d'intérêt serait amplifié. L'importance des conditions initiales budgétaires, structurelles et institutionnelles, ainsi que des effets de contagion issus des marchés financiers doit être soulignée dans ce contexte. Ainsi, des éléments tels que des institutions faibles ou inadéquates, une épargne privée faible, un afflux de capitaux étrangers peu élevé, le faible degré de compétitivité de l'économie nationale, un taux de chômage élevé, un secteur bancaire fragile ou une forte sensibilité aux effets de contagion jouent un rôle important pour déterminer l'ampleur de l'incidence de la dette sur les taux d'intérêt. L'impact du vieillissement de la population sur la soutenabilité des finances publiques peut également être un déterminant essentiel.

GRAPHIQUE 6 ÉCARTS DE RENDEMENT ENTRE LES EMPRUNTS PUBLICS À DIX ANS DES PAYS DE LA ZONE EURO ET LE *BUND* ALLEMAND
(moyennes mensuelles, en points de base)



Source : Thomson Reuters Datastream.

L'évolution des écarts de rendement sur les titres publics à dix ans des pays de la zone euro vis-à-vis du *Bund* allemand met en évidence la forte sensibilité des primes de risque sur les titres souverains depuis le début de la crise financière et économique. Il apparaît de l'évolution de ces primes de risque que, depuis 2010 surtout, les marchés financiers ont fortement revu à la hausse le risque de défaut de certains pays. Cette évolution montre aussi que les marchés financiers peuvent réagir soudainement et que cette réaction peut être très vigoureuse.

L'incidence négative de la dette publique sur l'activité économique peut se faire aussi par le biais d'autres mécanismes de transmission, comme des attentes d'une inflation plus élevée, une plus grande incertitude et une volatilité macroéconomique accrue. L'impact que peut avoir une augmentation de la dette publique sur les anticipations d'inflation est traité dans la partie 2.3.

Il convient aussi de souligner que si la dette a une incidence négative sur la croissance, la relation de causalité inverse est également vraie. En d'autres termes, une détérioration de la croissance économique tend à augmenter le ratio de dette.

2.2.3 Résultats empiriques

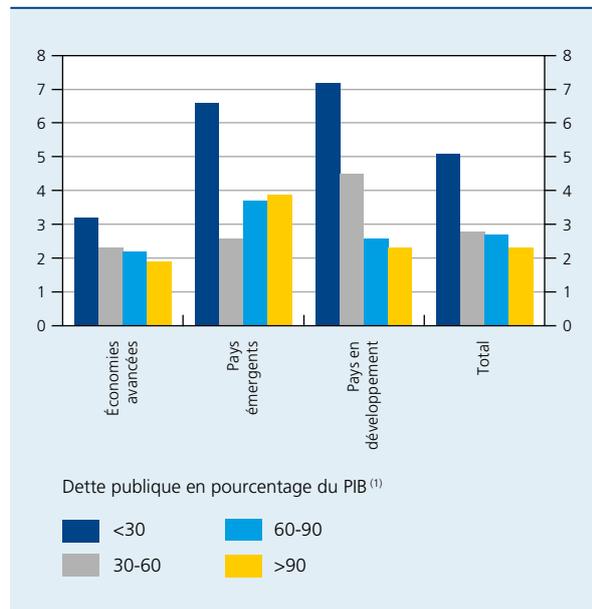
Relation entre la dette publique et la croissance économique

Des données couvrant la période 1970-2007, il ressort qu'il existe une relation négative significative entre, d'une part, le niveau de la dette publique et, d'autre part, la hausse du PIB par habitant à prix constants. Les économies avancées dont le taux d'endettement est inférieur à 30 % du PIB ont présenté au cours de cette période une augmentation moyenne du PIB par habitant à prix constants de 3,2 %, alors que cette progression ne s'élevait qu'à 1,9 % pour les économies avancées ayant un taux d'endettement supérieur à 90 % du PIB. Le lien est moins clair en ce qui concerne les pays émergents, mais ici aussi la hausse moyenne du PIB par habitant à prix constants est la plus forte dans les pays affichant la dette publique la plus modeste. Enfin, dans les pays en développement, l'augmentation du PIB par habitant à prix constants est clairement plus élevée à mesure que diminue la dette publique.

S'agissant des pays émergents et des pays en développement, une relation négative peut aussi être observée pour la période 1970-2007 entre, d'une part, le niveau de la dette publique et, d'autre part, la formation brute de capital fixe. Ce constat semble confirmer l'existence d'un important canal de transmission qui opère par le biais de

GRAPHIQUE 7 DETTE PUBLIQUE ET CROISSANCE ÉCONOMIQUE

(1970-2007, taux de croissance annuel du PIB par habitant à prix constants)

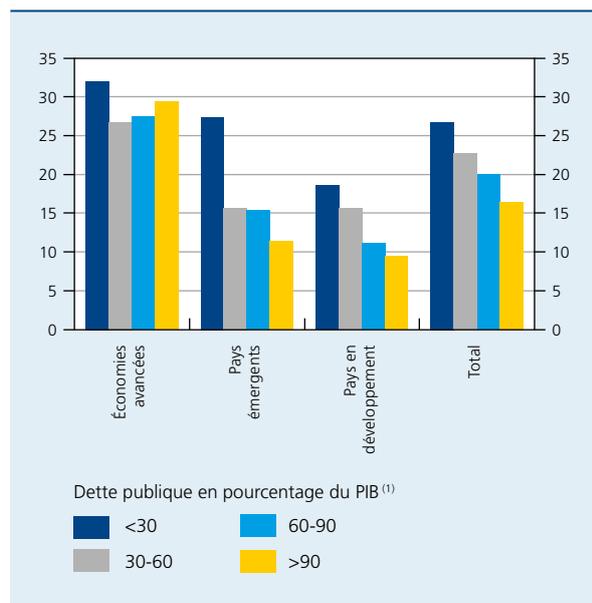


Source : Kumar et Woo (2010).

(1) Il s'agit du niveau initial de la dette publique au début de chaque période de cinq ans et de la croissance annuelle moyenne du PIB par habitant à prix constants par période.

GRAPHIQUE 8 DETTE PUBLIQUE ET FORMATION BRUTE DE CAPITAL

(1970-2007, formation brute de capital fixe en % du PIB)

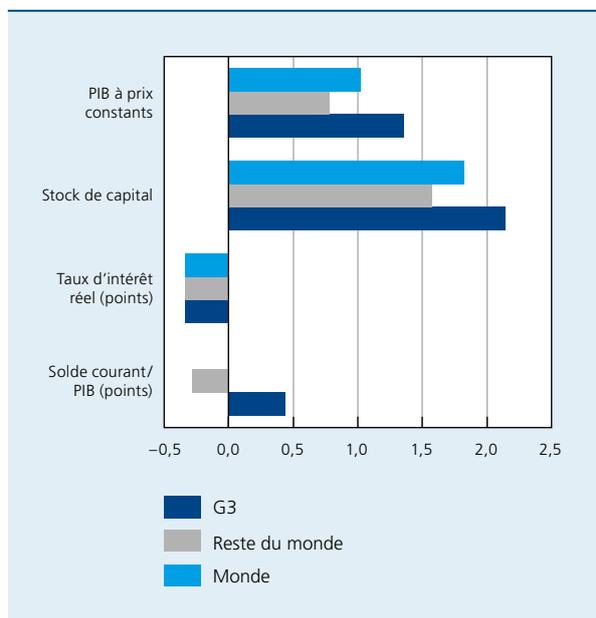


Source : Kumar et Woo (2010).

(1) Il s'agit du niveau initial de la dette publique au début de chaque période de cinq ans et de la formation brute de capital rapportée au PIB moyenne par période.

GRAPHIQUE 9 EFFETS À LONG TERME D'UNE BAISSÉ PERMANENTE DE 10 POINTS DE POURCENTAGE DU RATIO DETTE PUBLIQUE/PIB DU G3^{(1), (2)}

(G3= zone euro, États-Unis, Japon ; pourcentages, sauf mention contraire)



Source : FMI, Perspectives de l'économie mondiale (octobre 2010).

(1) Simulation du modèle monétaire et budgétaire mondial intégré GIMF du FMI, dans l'hypothèse où les économies en intérêts servent à réduire les impôts sur les revenus du travail.

(2) Les résultats ne tiennent pas compte de la probabilité que la réduction de la dette publique fasse baisser les primes de risque sur les taux d'intérêt du marché. Cette baisse renforcerait et accélérerait les effets positifs à long terme sur la production.

la formation brute de capital. Par contre, pour les économies avancées, il n'apparaît pas de lien net entre le niveau de la dette publique et la formation brute de capital fixe.

Plusieurs études empiriques ont tenté de déterminer le seuil limite de dette à ne pas dépasser pour éviter une forte incidence négative sur la croissance économique. Ces études⁽¹⁾ confirment l'existence d'une relation de causalité négative et non linéaire de la dette sur le PIB. Elles concluent en effet qu'un niveau de dette faible n'a pas d'incidence sur la croissance économique, tandis qu'à partir d'un certain niveau, la dette affecte négativement la croissance. D'après ces études, le niveau critique de dette se situerait entre 90 et 100 % du PIB.

Toutefois, dans certains cas, les faits observés ne permettent pas de vérifier cet effet de seuil pour des niveaux de dette équivalents – ou supérieurs – à 90 à 100 % du PIB. C'est le cas notamment du Japon, dont la dette dépasse les 200 % du PIB. Ce seuil critique devrait donc

(1) Voir par exemple Kumar et Woo (2010), Reinhart et Rogoff (2010a), Chercherita et Rother (2010) et Caner, Grennes et Koehler-Geib (2010).

(2) Pour plus de détails, voir FMI (2010).

être analysé et défini pays par pays, en tenant compte des caractéristiques domestiques économiques, budgétaires et institutionnelles. La perception des marchés du risque de solvabilité et de la stabilité macroéconomique est également un élément crucial.

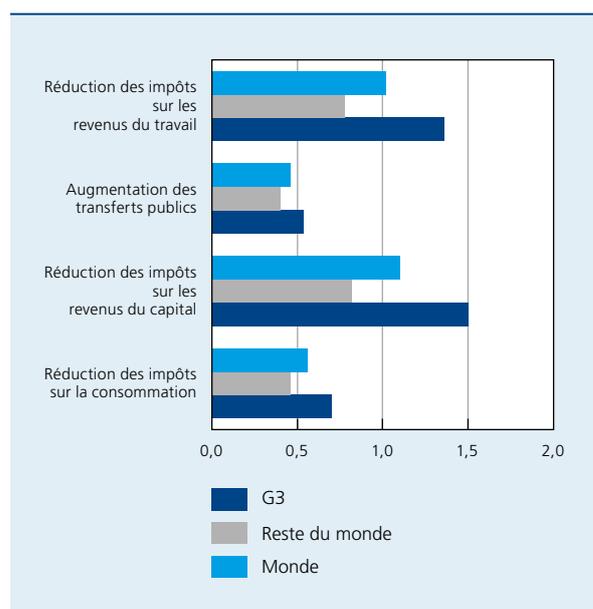
Effets à long terme d'une réduction permanente de la dette publique

Si, à court terme, une consolidation budgétaire est généralement pénalisante pour les pays qui ne connaissent pas de problèmes de solvabilité importants, à long terme, un rééquilibrage budgétaire serait bénéfique. Ainsi, sur la base des simulations du FMI⁽²⁾, une réduction de la dette de 10 % dans la zone euro, aux États-Unis et au Japon permettrait d'accroître la production dans ces pays, mais aussi dans le reste du monde. Le rééquilibrage introduit dans cet exercice de simulation se compose de réductions permanentes de la consommation et des transferts publics. La réduction du déficit conduirait à une baisse progressive des taux d'intérêt réels, ce qui stimulerait les investissements privés.

Pour une diminution des ratios de dette de 10 %, la réduction des taux d'intérêt s'élèverait à 30 points de base. Cette baisse des taux d'intérêt provoquerait une hausse des investissements privés, ce qui permettrait

GRAPHIQUE 10 IDEM GRAPHIQUE 9, INCIDENCE SUR LE PIB À PRIX CONSTANTS SELON L'UTILISATION DES ÉCONOMIES EN INTÉRÊTS

(%)



Source : FMI, Perspectives de l'économie mondiale (octobre 2010).

d'accroître le stock de capital physique ainsi que la production à long terme. Le FMI souligne que l'amélioration de la production dans les pays sous analyse engendre aussi des bienfaits pour le reste du monde, qui bénéficie d'une augmentation des exportations vers ces pays. Dans l'exercice du FMI, le stock de capital serait ainsi relevé de 2,1 % dans les pays concernés et de 1,6 % dans le reste du monde.

En outre, la baisse des taux d'intérêt permettrait de réduire les charges sur la dette. Si ces économies d'intérêts sont utilisées pour réduire les impôts sur les revenus du travail, l'offre de travail et, par conséquent, la production augmentent. Si les économies d'intérêts sont utilisées pour réduire les impôts sur les revenus du capital, les effets à long terme sur la croissance pourraient être encore plus favorables, par le biais d'investissements accrus dans le secteur privé. Par contre, si les économies sont utilisées pour réduire la fiscalité sur la consommation ou augmenter les transferts publics, l'augmentation de la production serait plus modérée.

Pendant les trois premières années de la consolidation, les coûts de celle-ci seraient supérieurs aux gains. Ensuite, les gains devraient dépasser indéfiniment les coûts de l'assainissement budgétaire. Après cinq ans, les gains engendrés par la consolidation compenseraient exactement les pertes subies les trois premières années. À long terme, le PIB serait relevé de 1,4 % dans la zone euro, aux États-Unis et au Japon, et de 0,8 % dans le reste du monde.

Il convient de souligner que cette simulation du FMI ne tient pas compte de l'effet positif d'une réduction de la dette sur la perception du risque souverain, et par ce biais, sur la prime de risque sur les titres publics. Cette évolution permettrait, elle aussi, de contribuer à la réduction des coûts de financement de la dette et des charges d'intérêts, ce qui renforcerait et accélérerait les effets positifs à long terme sur la production.

2.3 Incidence de la dette publique sur l'inflation

Une augmentation de la dette publique peut induire dans certains cas une hausse du risque d'inflation. Si la dette publique s'accroît fortement, les pouvoirs publics peuvent en effet être tentés de réduire la valeur de cette dette en créant de l'inflation. Ceci survient si la dette publique est monétisée. Dans ce cas, les pouvoirs publics émettent des dettes qui sont achetées par la banque centrale – elle y est le plus souvent contrainte. L'argent que les pouvoirs publics reçoivent ainsi de la banque centrale est utilisé pour financer le déficit budgétaire. La masse monétaire

augmente de ce fait considérablement et une poussée inflationniste est observée, pouvant conduire à une hyperinflation.

Toutes les périodes d'hyperinflation qui ont été relevées dans le passé trouvent d'ailleurs leur origine dans une crise budgétaire, qui peut découler d'une guerre, de chocs économiques extrêmement négatifs ou d'une mauvaise politique. Cette crise budgétaire peut empêcher les administrations publiques de se financer sur le marché des capitaux, ou les forcer à le faire à des taux d'intérêt très élevés, ce qui les pousse à recourir à la monétisation de la dette publique.

Si la dette publique augmente et si les agents économiques tiennent compte d'une probabilité accrue de monétisation de celle-ci, les anticipations d'inflation – et donc aussi l'inflation actuelle – peuvent progresser. Dans ce cas, outre les canaux de transmission déjà décrits, une incidence négative supplémentaire s'exercerait sur l'activité économique.

Le fait que ce risque se matérialise ou non est notamment fonction de facteurs institutionnels. Ainsi, il ne sera pas possible de monétiser la dette publique si la loi interdit le financement monétaire des dépenses ou des déficits publics, comme c'est le cas dans l'Union européenne. L'indépendance de la banque centrale et un mandat clair axé sur le maintien de la stabilité des prix sont aussi importants pour prévenir le risque de voir une forte hausse de la dette publique entraîner une accélération de l'inflation.

Dans certains pays en développement ou émergents, au cours de la période postérieure à la Seconde guerre mondiale, une augmentation du ratio de dette s'est accompagnée d'une hausse de l'inflation. Par contre, durant cette même période, dans les pays avancés, le relèvement du ratio de dette n'a pas provoqué de pression inflationniste. L'existence d'institutions indépendantes des gouvernements pour établir les choix de politique monétaire et le rôle de celles-ci quant au contrôle de l'inflation ont certainement été déterminants à cet égard.

Quoi qu'il en soit, une situation caractérisée par l'insoutenable des finances publiques complique considérablement la conduite de la politique monétaire, qui doit être axée sur la stabilité des prix. Si une telle situation devait alimenter les anticipations d'inflation, on observerait inévitablement un resserrement de la politique monétaire, sous la forme d'une hausse des taux d'intérêt à court terme. En outre, des tensions pourraient apparaître entre la banque centrale et les pouvoirs publics qui, confrontés à une dette publique élevée, sont très sensibles aux hausses des taux d'intérêt.

3. Stratégies pour réduire la dette publique

L'accumulation de dettes publiques à des niveaux historiques est problématique pour plusieurs raisons. Tout d'abord, les niveaux élevés et croissants de l'endettement public soulèvent des problèmes de soutenabilité des finances publiques et des risques de solvabilité. L'augmentation de la prime de risque qui en découle conduit à un relèvement du coût d'emprunt pour les pays. Par ailleurs, pour certains pays comme la Grèce, l'Irlande, et le Portugal, la solvabilité de l'État est déjà remise en question par les marchés financiers. En outre, la hausse des taux d'intérêt engendrée par l'augmentation de la dette publique peut avoir un impact défavorable sur la croissance et la productivité à long terme par le biais notamment d'un ralentissement des investissements privés. En plus, l'impact budgétaire du vieillissement de la population va encore venir aggraver les problèmes de soutenabilité des finances publiques. Enfin, les incertitudes pesant sur la soutenabilité peuvent réduire la capacité de la politique monétaire à contrôler les anticipations d'inflation et à influencer favorablement l'économie réelle.

Par conséquent, la consolidation des finances publiques est inévitable dans presque tous les pays avancés. À cette fin, des programmes de consolidation crédibles sont nécessaires de toute urgence. Néanmoins, la stratégie peut être différente d'un pays à l'autre. Elle sera plus urgente et plus sévère pour les pays confrontés à des primes de risque élevées et croissantes. Pour ces pays, repousser la consolidation ne devrait pas uniquement augmenter les coûts de financement de la dette publique mais aussi accroître l'instabilité macroéconomique. Les coûts d'une non intervention pourraient dès lors être encore plus importants. Les gouvernements fortement endettés doivent donc s'engager dans les plus brefs délais dans des programmes d'ajustement. Pour les pays dont les primes de risque sont plus faibles, la consolidation n'en est pas moins urgente, mais l'ajustement peut se faire de manière plus progressive.

La stratégie en trois volets formulée lors du Conseil européen de Stockholm en mars 2001 pour répondre au défi que représente le vieillissement de la population garde toute sa pertinence dans la lutte qui s'est engagée pour rétablir la soutenabilité des finances publiques. Cette stratégie budgétaire consiste à réduire la dette publique, à augmenter le taux d'emploi et la productivité, et à réformer les régimes de pension existants, ainsi que les soins de santé et les soins aux personnes âgées.

Premièrement, presque tous les pays avancés devraient atteindre et conserver des situations budgétaires saines.

Dans la plupart des pays avancés, les mesures d'ajustement devraient être composées principalement d'importantes réductions des dépenses publiques, ces dernières ayant eu tendance à augmenter au cours des dernières années. Cependant, il conviendrait d'éviter de réduire certaines dépenses publiques considérées comme productives, telles que les dépenses publiques d'investissement, de recherche et d'innovation ou d'enseignement. Au vu de l'ampleur de l'assainissement budgétaire requis dans la plupart des pays avancés, il sera toutefois probablement inévitable de prendre aussi des mesures de consolidation du côté des recettes. Le renforcement des institutions et des règles budgétaires est un autre élément essentiel pour assurer la réussite d'une consolidation. Dans ce contexte, le renforcement du cadre budgétaire de la zone euro est un signal positif. Il convient à cet égard d'accorder davantage d'attention à la dette publique que par le passé. Ainsi, les pays dont la dette brute excède 60 % du PIB doivent réduire l'écart entre les deux variables d'au moins un vingtième par an.

Deuxièmement, les pays devraient accroître leur taux d'emploi et améliorer la productivité du travail. La mise en œuvre fructueuse de telles mesures pourrait en effet augmenter le PIB potentiel, ce qui élargirait également la marge de manœuvre budgétaire. À cet égard, l'enseignement est considéré comme un facteur déterminant.

Troisièmement, les pays devraient envisager des réformes appropriées des régimes de pension, de soins de santé et de soins aux personnes âgées. En effet, les contraintes liées aux dépenses relatives au vieillissement seront particulièrement importantes à la lumière des pressions démographiques dans de nombreux pays. Il est dès lors nécessaire de développer des stratégies pour gérer l'augmentation de ces dépenses. Pour les pays avancés, où la pression est très forte, il est essentiel d'éviter l'explosion de ces dépenses à moyen terme. En ce qui concerne les dépenses de pension, de nombreux pays avancés devraient mettre en place des réformes afin de relever l'âge de départ effectif à la retraite.

Conclusions

La crise financière n'a pas uniquement induit un net ralentissement économique et de fortes incertitudes, elle a aussi engendré une détérioration des finances publiques dans la plupart des pays avancés. Cette situation, caractérisée par une augmentation marquée des niveaux de dette publique, est problématique. Dans certains pays, l'accroissement du niveau de la dette publique soulève même un risque de solvabilité. En outre, les coûts liés au vieillissement vont venir aggraver le problème de soutenabilité des finances publiques.

Dès lors, un programme de réduction de la dette est requis dans la plupart des pays avancés. La consolidation sera plus urgente pour les pays dont la solvabilité est remise en question par les marchés financiers et qui sont confrontés à des primes de risque élevées et croissantes. Pour les autres pays, l'ajustement peut se faire de manière plus progressive. Les mesures de consolidation devraient porter principalement sur la réduction des dépenses publiques. Vu l'ampleur de l'ajustement nécessaire dans la plupart des pays avancés, des mesures qui permettent

d'augmenter les recettes seront probablement aussi indispensables. À court terme, les effets de la consolidation pourraient causer un ralentissement de l'activité économique. À long terme, cependant, le rééquilibrage budgétaire sera certainement bénéfique.

À l'heure actuelle, certains pays ont déjà pris des mesures de consolidation, tandis que d'autres pays – dont la Belgique – doivent encore mettre en place une grande partie de ces mesures.

Bibliographie

- Aiyagari S.R. et E.R. Mc Gratten (1998), « The optimum quantity of debt », *Journal of Monetary Economics*, 42 (3), 447–469, October.
- Balassone F., J. Cunha, G. Langenus, B. Manzke, J. Pavot, D. Prammer et P. Tommasino (2011), « Fiscal sustainability and policy implications for the euro area », *International Journal of Sustainable Economy*, 3 (2), Special issue on sustainable public finances in a turbulent global economy, 210-234.
- Baldacci E., S. Gupta et C. Granados (2009), *How effective is fiscal policy response in systemic banking crises?*, IMF, Working Paper 160, July.
- Baldacci E. et M.S. Kumar (2010), *Fiscal deficit, public debt and sovereign bond yields*, IMF, Working Paper 184, August.
- Baldacci E., S. Gupta et C. Mulas-Grandos (2010), *Restoring debt sustainability after crisis: Implications for the fiscal mix*, IMF, Working Paper 232, October.
- Blanchard O., J.-C. Choraqui, R.P. Hagemann et N. Sartor (1990), *The sustainability of fiscal policy: New answers to an old question*, OECD Economic Studies 15, Autumn.
- Blanchard O. (2009), *Macroeconomics*, Pearson Prentice Hall, 5th edition.
- Blanchard O., G. Dell’Ariccia et M. Paolo (2010), *Rethinking macroeconomic policy*, IMF, Research Department, Staff Position Note SPN/10/03, February 12.
- BNB (2002), « Considérations relatives au niveau de l’endettement des pouvoirs publics », *Revue économique*, III, 23-33.
- Caner M., T. Grennes et F. Koehler-Geib (2010), *Finding the tipping point: When sovereign debt turns bad*, World Bank, Policy Research Working Paper 5391, July.
- Checherita C. et P. Rother (2010), *The impact of high and growing government debt on economic growth: An empirical investigation for the euro area*, ECB, Working Paper 1237, August.
- Corsetti G., K. Kuester, A. Meier et G. Mueller (2010), « Debt consolidation and fiscal stabilization of deep recessions », *American Economic Review*, 100 (2), 41-45, May.
- Corsetti G. (2010), *Fiscal consolidation as a policy strategy to exit the global crisis*, A VoxEU.org Publication, July 7.
- De Prest E., B. Eugène et L. Van Meensel (2010), « Les stratégies et les mesures d’assainissement des finances publiques », BNB, *Revue économique*, 43-63, septembre.
- Dury D., G. Langenus, K. Van Cauter et L. Van Meensel (2009), « Les plans de relance économique », BNB, *Revue économique*, 63–78, septembre.
- Dury D. et L. Van Meensel (2008), « Utilité et efficacité des règles budgétaires et des institutions budgétaires indépendantes », BNB, *Revue économique*, 73-90, juin.
- Elmendorf D. et G. Mankiw (1999), « Government debt » in Taylor J. et Woodford M. (ed.), *Handbook of Macroeconomics*, volume 1c, North Holland, Elsevier, 1615-1669.
- Europese Commissie (2010), *Public finances in EMU 2010*, European Economy, 4.

FMI (2010), *Perspectives de l'économie mondiale: Reprise, risques et rééquilibrage*, Études économiques et financières, octobre.

FMI (2011), *Mise à jour du moniteur des finances publiques: Renforcer la crédibilité des finances publiques*, Fiscal Affairs Department, 27 janvier.

IMF (2010a), *From stimulus to consolidation: Revenue and expenditure policies in advanced and emerging economies*, Fiscal Affairs Department, April 30.

IMF (2010b), « Fiscal monitor: Navigating the fiscal challenges ahead », prepared by the staff of the Fiscal Affairs Department, *World economic and financial surveys*, May 14.

Kumar M. S. et J. Woo (2010), *Public debt and growth*, IMF, Fiscal Affairs Department, Working Paper 174, July.

Milesi-Feretti G.M. et N. Roubini (1998), « On the taxation of human and physical capital in models of endogenous growth », *Journal of Public Economics*, 70 (2), November.

Ostry J., A. Ghosh, J. Kim et M. Qureshi (2010), *Fiscal space*, IMF, Research Department, Staff Position Note SPN/10/11, September 1.

Persson T. et G. Tabellini (1999), « Political economics and macroeconomic policy » in Taylor J. et Woodford M. (ed.), *Handbook of Macroeconomics*, volume 1c, North Holland, Elsevier, 1397-1482.

Reinhart C et K. Rogoff (2010a), *Growth in a time of debt*, NBER, Working Paper 15639, January.

Reinhart C. et K. Rogoff (2010b), *From financial crash to debt crisis*, NBER, Working Paper 15795, March.