

RAPPORT

« Dettes publiques en zone euro : Enseignements de l'Histoire et stratégie pour l'avenir »

*Michel Aglietta (CEPII), Nil Bayik (Caisse des Dépôts), Thomas Brand (CEPII),
Benjamin Carton (CEPREMAP), Evelyne Dourille-Feer (CEPII),
Gilles Dufrénot (Banque de France), Karim Triki (Banque de France)*

**Cette recherche a été réalisée avec le soutien de l'Institut CDC pour la Recherche,
Caisse des Dépôts**

Juillet 2014

CHAPITRE III

COMMENT REDUIRE LES HAUTS NIVEAUX DE DETTES ? UNE ANALYSE HISTORIQUE DU CAS FRANÇAIS DEPUIS 1890.

Gilles Dufrénot²⁹ et Karim Triki³⁰

Introduction

La forte progression du ratio de la dette publique française depuis plusieurs décennies n'est pas seulement due à des causes conjoncturelles (telles que les récessions ou des crises), mais également à des facteurs structurels (par exemple, le biais contra-cyclique de la politique budgétaire, y compris durant les périodes de bonne conjoncture, ou la fin du financement monétaire des déficits budgétaires). Le risque est que la dette devienne non soutenable avec des intérêts qui croissent de plus en plus. Comment réduire le ratio de la dette publique ? Doit-on procéder à des consolidations budgétaires par une réduction drastique des dépenses ou une fiscalité plus élevée ? Doit-on laisser dériver l'inflation pour gonfler les recettes et réduire le coût réel de la dette publique ? Faut-il compter sur le retour indispensable d'une forte croissance économique ?

Face au risque d'emballement de la dette publique, on peut envisager trois options.

Option 1 : accroître l'inflation

Blanchard et al. (2010) ont proposé une solution consistant à tolérer un taux d'inflation au-dessus de la cible habituelle de 2 % au sein de la zone euro, ce qui aurait au moins deux avantages, à savoir

- la réduction de la charge de la dette grâce aux effets sur le taux d'intérêt réel,
- un effet indirect positif pour la croissance et les finances publiques, car les baisses de taux d'intérêt réel stimulent la croissance.

Historiquement, c'est souvent l'inflation non anticipée qui a joué, comme ce fut le cas par exemple lors de la dévaluation Poincaré de 1926, ou à la suite des chocs pétroliers. En effet, lorsque l'inflation est anticipée, elle entraîne de façon mécanique une hausse des primes de risque. La hausse des taux nominaux annule alors celle des prix.

Option 2 : réduire les déficits ou accroître les excédents des soldes primaires

C'est l'option retenue par les pays de l'Union européenne. En témoignent les politiques budgétaires restrictives actuelles et les mesures visant à encadrer leur évolution par des procédures plus contraignantes (renforcement des règles de la surveillance et des mécanismes de sanction dans le cadre du TSCG³¹). Mais cette option a soulevé des débats, opposant ceux qui croient aux consolidations expansives (les expériences canadienne et suédoise étant le plus souvent cités en exemples) et ceux qui mettent en cause les effets négatifs sur la croissance (et donc en retour sur les finances publiques) parce que les multiplicateurs liés aux récessions sont très élevés (voir les travaux de Blanchard et Leigh, 2013). Sur longue période, les consolidations budgétaires qui ont réussi ont été accompagnées par des politiques accommodantes (par exemple, une politique monétaire de baisses des taux d'intérêt).

Les opinions émises ne reflètent pas nécessairement le point de vue des institutions auxquelles appartiennent les auteurs.

²⁹ AMSE (Aix-Marseille Université, CNRS et EHESS), Banque de France, CEPII.

³⁰ Banque de France, Direction de la Conjoncture et de la Prévision Macroéconomique, Service des Finances Publiques.

³¹ Ces nouvelles règles sont présentées dans la deuxième partie du rapport. Voir également, Bouthevillain et al. (2013).

Option 3 : élever le niveau de croissance potentielle au-dessus du taux d'intérêt apparent réel

Jusqu'en 1980 cette option était réalisée en utilisant plusieurs leviers : a) l'inflation, b) le contrôle de l'évolution des taux d'intérêt de la dette (grâce aux politiques dites de « répression financière »), c) une croissance économique exceptionnelle.

Mais depuis 1980, cette option est devenue difficile en raison de la baisse graduelle de la domination de la politique monétaire sur la politique budgétaire et en raison de la fin de la croissance exceptionnelle de la période des trente glorieuses.

Ce chapitre montre que la réussite des trois options précédentes n'est pas indépendante du contexte dans lequel elles sont mises en œuvre. Pour tenter de dégager quelques faits stylisés, nous nous plaçons sur longue période, en débutant par des années où la dette publique a connu une forte hausse et où l'on disposait de séries statistiques fiables sur la dette publique française. Les premiers problèmes sérieux d'endettement public apparaissent à partir de 1870, au moment où éclate la guerre contre la Prusse. La dette va fortement augmenter jusqu'en 1890 avant de connaître une baisse significative au moment où la France entre dans la période de la Belle Époque. L'explosion de la dette a lieu dans un contexte de guerre et de grande dépression économique. 1890 est donc notre année de départ. La France avait alors avec un ratio de dette publique très élevé comparable à celui d'aujourd'hui, c'est-à-dire au-dessus de 80 % du PIB.

Sur longue période, nos travaux font apparaître deux ruptures. La première concerne les années cinquante, la seconde les années quatre-vingts³². Depuis 1950, les soldes primaires contribuent peu à l'évolution du ratio de la dette. Seuls les taux d'intérêt réels et la croissance économique jouent. Par ailleurs, depuis 1980, les gouvernements n'ont plus réussi à faire baisser le ratio de la dette publique après de fortes hausses. On observe plutôt un effet de cliquet : le ratio de la dette ne baisse plus, au mieux il se stabilise.

Pour expliquer ces ruptures, nous mettons en avant en avant plusieurs faits stylisés.

Fait stylisé 1. L'inflation qui permet de réduire le ratio de la dette - *via* une baisse des charges d'intérêt - est l'inflation surprise ou non anticipée. Elle fait baisser la charge de la dette, à condition qu'en même temps les taux nominaux n'augmentent pas. Or des taux d'intérêt bas sont le résultat de deux types de facteurs. Soit, les taux d'intérêt des marchés sont bas. C'est ce que l'on observait au moment de la première éclosion des marchés financiers durant la période de la Belle Époque avant la première guerre mondiale. Soit, les taux nominaux sont maintenus à un niveau bas par les autorités monétaires. Cette situation a prévalu durant la période des trente glorieuses et jusqu'au milieu des années quatre-vingts (taux administrés, circuit de financement privilégiés à travers les correspondants du Trésor).

Fait stylisé 2. Les consolidations budgétaires ne font baisser le ratio de la dette publique que si elles sont accompagnées de politiques permettant de limiter les effets négatifs des réductions de dépenses publiques ou de hausses des impôts sur la croissance. Il peut s'agir d'une politique monétaire accommodante permettant à l'investissement privé de prendre le relais de l'investissement public, grâce à des taux d'intérêt bas. En outre, les consolidations budgétaires passées n'ont réussi que dans des contextes de croissance exceptionnelle.

Fait stylisé 3. La croissance qui permet de réduire le ratio de la dette est souvent une croissance exceptionnelle et surtout une croissance de moyen-long terme (croissance potentielle) et non pas celles observées au cours des épisodes d'expansion liées au cycle conjoncturel.

Fait stylisé 4. Pour inverser la dynamique de hausse de la dette, les consolidations budgétaires observées par le passé ont dû être fortes (retour à l'équilibre après une forte dégradation des soldes budgétaires, phénomène observé après une guerre ou après de graves crises budgétaires comme par exemple durant les années trente). Mais, ce type de politique n'a qu'un effet bénéfique de court terme, parce que les contractions budgétaires affectent la croissance économique.

³² Voir Dufrénot et Triki (2012).

À la lumière de ces faits stylisés, la lecture des ruptures correspondant aux années cinquante et quatre-vingts est la suivante.

Après 1950, la dette a baissé grâce à deux facteurs : la politique des taux d'intérêt administrés qui a permis de maintenir la charge d'intérêt de la dette à des niveaux bas, et, une croissance économique exceptionnelle. Ces deux facteurs seuls ont été suffisants pour faire baisser le ratio de la dette. Ils ont fonctionné d'autant plus efficacement qu'aucun gouvernement après 1950 n'a engagé de politiques de consolidations budgétaires de grande ampleur (au moins jusqu'en 2010).

La rupture des années 1980 s'explique de la manière suivante. Les phases de réduction des déficits budgétaires discrétionnaires n'ont pas eu d'effets durables, ni sur l'amélioration des finances publiques, ni sur la baisse du ratio de la dette pour deux raisons. La première est que la contribution de la croissance économique à la réduction du ratio de la dette est restée faible. Cette situation tranche avec celles des années de la Belle Époque ou des trente glorieuses où la croissance expliquait une partie de la diminution de la dette publique mesurée en pourcentage du PIB. La seconde raison est que la politique de lutte contre l'inflation et l'indépendance de la Banque de France a mis fin au policy-mix dans lequel la politique monétaire était assujettie à la politique budgétaire.

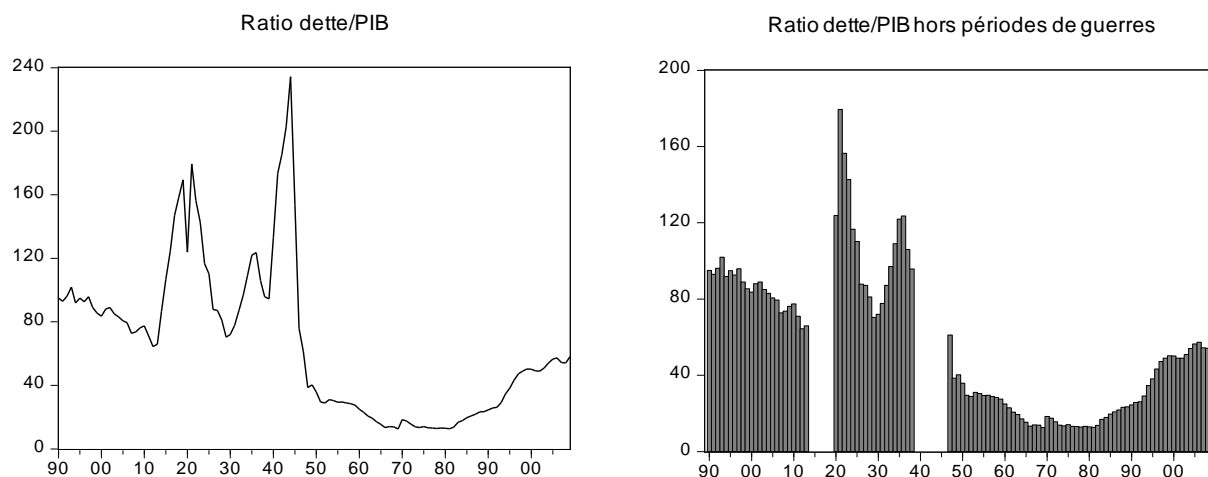
Le chapitre est organisé de la manière suivante. La section 1 examine de manière plus détaillée les résultats énoncés précédemment. Nous présentons les contributions de la croissance, du taux d'intérêt réel et des soldes budgétaires à la dynamique du ratio de la dette. Dans la seconde section, nous examinons ce que l'évolution historique permet de conclure pour la période récente.

I. Quels facteurs contribuent à faire baisser le ratio de dette lorsqu'il est élevé ?

1. Comment a évolué le ratio de la dette sur longue période ?

Le graphique 1 présente l'évolution du ratio de la dette française entre 1890 et 2009³³, en incluant puis en excluant les années de guerre.

Graphique 1. Ratio de la dette publique française entre 1890 et 2009



Il progresse fortement durant les périodes de guerre et reste élevé au cours des années suivantes. La dette élevée de 1890 provient du paiement des indemnités de guerre à la Prusse. Les niveaux de dette élevés de 1920 et 1946 sont le résultat des deux guerres mondiales. La dette connaît également un pic durant la crise des années 1930. Le graphique 1 montre que le ratio de la dette a systématiquement diminué après avoir fortement augmenté. Mais ce n'est plus le cas depuis le début des années 1980 qui apparaissent donc comme une période de rupture. En effet, le ratio de la dette ne baisse plus. Au

³³ Notre analyse se limite à la période précédant les années récentes de crise des dettes publiques.

mieux, sa hausse est ralentie certaines années (évolution en escalier). Nous observons également une autre rupture, à partir de 1950. En comparant les deux sous-périodes (avant et après les années 1950), nous remarquons que le ratio de la dette est en moyenne plus faible après 1950 et que les baisses du ratio de dette après 1950 sont moins marquées qu'avant 1950.

2. Comment expliquer ces évolutions ?

Les déterminants du ratio de la dette sont étudiés à l'aide de la contrainte budgétaire de l'État. L'analyse des contributions à la variation du ratio de la dette s'appuie sur l'équation d'accumulation de la dette publique. En partant de l'équation comptable reliant la dette à ses déterminants, on montre facilement que la variation du ratio de la dette publique, notée Δd_t , dépend de plusieurs facteurs :

- la contribution du taux d'intérêt réel : $\frac{R_t - \pi_t}{1 + \pi_t + \gamma_t} d_{t-1}$,
- la contribution du taux de croissance du PIB réel : $\frac{-\gamma_t}{1 + \pi_t + \gamma_t} d_{t-1}$,
- la contribution du solde primaire en points de PIB : $-sp_t$,
- la contribution des financements alternatifs à l'emprunt, comme par exemple le financement monétaire³⁴,

où d_t est le ratio de la dette en points de PIB de l'année t et $\Delta d_t = d_t - d_{t-1}$, sp_t est le solde primaire de l'année t (solde public hors charges d'intérêt de la dette) en points de PIB, γ_t est le taux de croissance du PIB réel entre les années t-1 et t, π_t est le taux d'inflation entre les années t-1 et t, R_t est le taux d'intérêt apparent de la dette de l'année t (charge d'intérêt de la dette de l'année t divisée par le stock de la dette de l'année t-1).

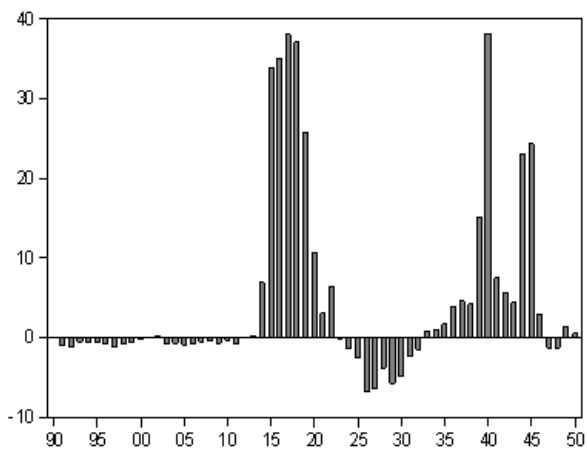
Les graphiques 2a et 2b synthétisent la contribution des déterminants à la variation du ratio de la dette. Elles mettent en évidence plusieurs sous-périodes :

- 1890-1913 : le ratio de la dette diminue grâce surtout à la croissance,
- 1919-1930: Le ratio de la dette baisse grâce à un accroissement des excédents primaires et à l'inflation,
- 1931-1938 : tous les facteurs favorisent la hausse de l'endettement public,
- 1946-1973 : Le ratio de la dette atteint son plus bas niveau en raison d'une croissance exceptionnelle et inattendue,
- 1973-1979 : Le ratio de la dette publique ne baisse plus,
- 1980-2009 : La rupture : le ratio de dette augmente sans cesse sous l'effet de l'accumulation des déficits budgétaires.

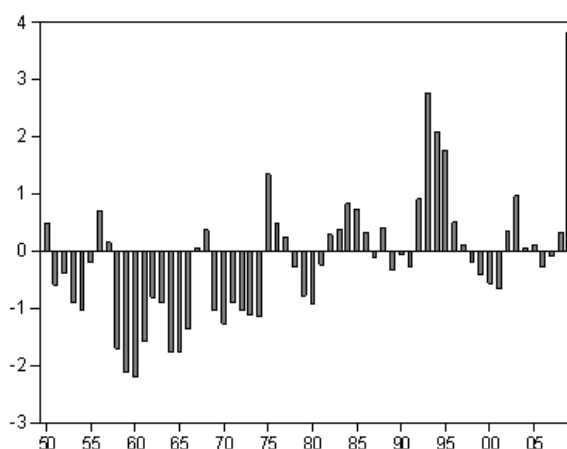
³⁴ Une fois pris en compte ces facteurs, le résidu représente plusieurs éléments, non pris en compte ici. Le premier est l'ajustement stock-flux. Le second correspond au seigneurage.

Graphique 2a. Contribution du solde budgétaire à la variation de la dette

Contribution du solde primaire à la variation du ratio de la dette, 1890-1950

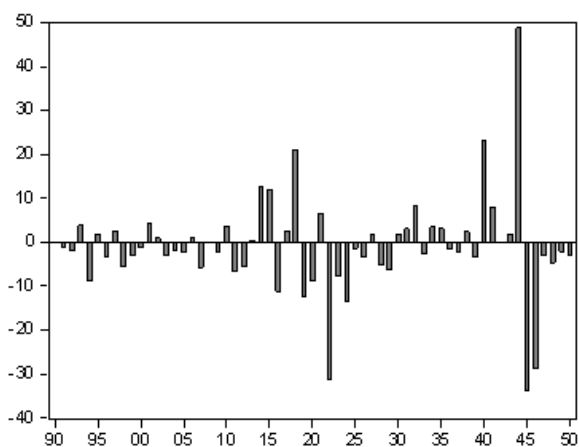


Contribution du solde primaire à la variation du ratio de la dette, 1950-2009

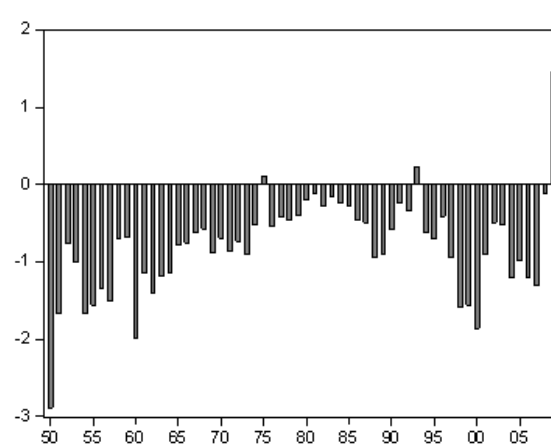


Graphique 2b. Contribution des déterminants non budgétaires à la variation de la dette

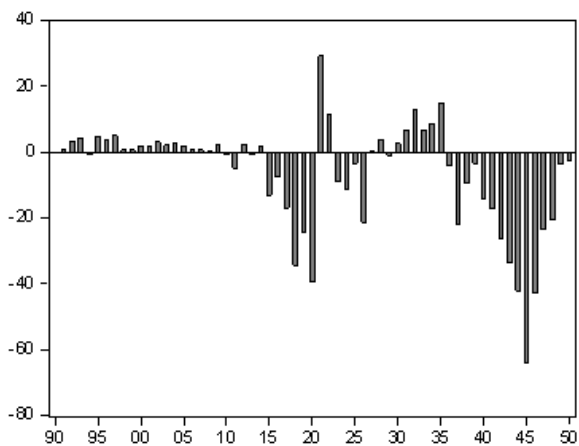
Contribution de la croissance à la variation du ratio de la dette, 1890-1950



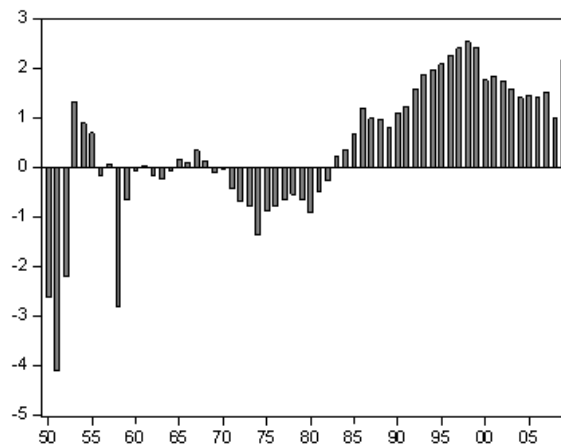
Contribution de la croissance à la variation du ratio de la dette, 1950-2009



Contribution du taux d'intérêt réel à la variation du ratio de la dette, 1890-1950



Contribution du taux d'intérêt réel à la variation du ratio de la dette, 1950-2009



☞ **Conclusion** : il n'y a donc pas d'effet systématique de ses déterminants sur le ratio de la dette. Il faut qu'existent des contextes favorables à leur influence. Les développements qui suivent présentent ces contextes.

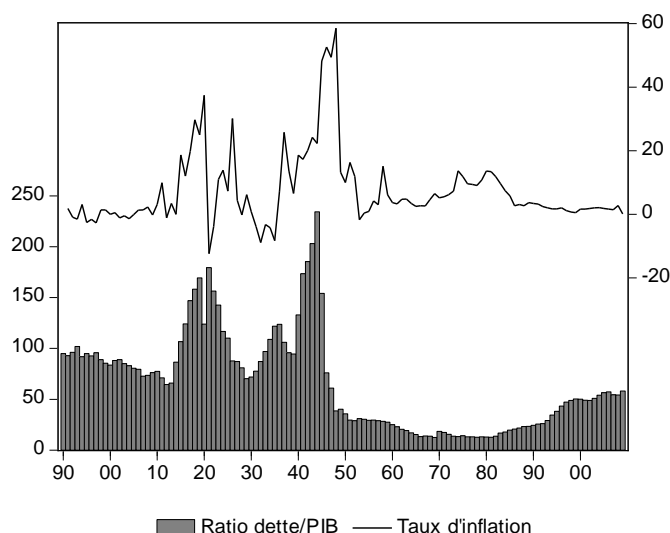
- *L'effet de l'inflation....*

Des périodes inflationnistes ont été observées historiquement dans plusieurs situations.

- soit au cours d'une phase de croissance économique suivant une période de destructions massives du stock de capital productif (1922-1925 et 1946-1948 après les deux guerres mondiales) ;
- soit au cours d'une phase d'expansion du cycle conjoncturel après une grande crise (reprise des années 1935-1938 après la dépression des années 1930) ;
- soit en raison d'anticipations inflationnistes (dans les années 1920 avant la dévaluation de Poincaré en 1926) ;
- soit à cause du financement monétaire des politiques budgétaires.

Mais des épisodes d'inflation accompagnés d'une baisse du ratio de la dette n'ont été observés que dans les cas de graphique suivants (voir le graphique 3 qui reproduit l'évolution de l'inflation parallèlement à la dynamique du ratio de la dette).

Graphique 3. Ratio de la dette publique et taux d'inflation



☞ **Cas de figure 1** : l'inflation est créée sciemment par une émission monétaire afin alléger le coût de la dette.

Un exemple historique est celui des années 1920-1926. Le service de la dette absorbe 20 % du déficit budgétaire et les dépenses publiques croissent plus vite que les recettes en dépit des hausses de taxes votées sous le Cartel des Gauches. La Banque centrale procède alors à une création massive de monnaie et augmente ses avances au financement des déficits budgétaires. Dans le même temps, le Franc est déprécié au 1/5^{ème} de sa valeur, ce qui alimente l'inflation importée. Dans ce contexte, le remboursement des intérêts de la dette se fait en francs dépréciés (la dette est détenue essentiellement par des agents domestiques, sous la forme de rentes perpétuelles).

☞ **Cas de figure 2** : l'inflation anticipée fait baisser les taux d'intérêt réel lorsque les anticipations sont entretenues par les hésitations des politiques économiques.

Là-encore, la période de 1920 à 1926 peut être prise comme premier exemple. En 1920, les équilibres budgétaires et extérieurs de la France sont dégradés. Le secteur privé s'attendait donc à une dévaluation du Franc jugé surévaluée par rapport à sa valeur or. La dévaluation du Franc paraissait

d'autant plus vraisemblable que les partenaires de la France menaient une politique de dévaluation compétitive, le Royaume-Uni notamment. Mais le Franc ne sera dévalué finalement que... six ans plus tard en 1926 sous Poincaré. Entre temps, anticipant qu'une telle dévaluation aurait lieu tôt ou tard, ceux qui détenaient du capital l'ont placé à l'extérieur, provoquant une dépréciation du franc. Entre 1920 et 1926, l'inflation qui allégea le poids de la dette en termes réels a été due à des anticipations d'une dévaluation à venir de la monnaie. Celle-ci a tardé à être mise en place, ce qui a autoentretenu les anticipations inflationnistes.

La situation d'une inflation nourrie par des anticipations d'une dévaluation qu'un gouvernement met du temps à concrétiser peut également s'appliquer à d'autres périodes, notamment celles où les dévaluations ont eu lieu de manière lente ou progressive, alors que les marchés attendaient des mesures sans hésitation et d'une plus grande ampleur. Ce fut le cas des années 1934-1940 et 1945-1949. En 1934, les fondamentaux macroéconomiques sont dégradés (déficits jumeaux, baisse de la production industrielle) dans un contexte de crise mondiale. Alors que le Royaume-Uni et les États-Unis ont dévalué leur monnaie, le gouvernement Laval opte pour une dévaluation interne (baisse des prix) qui se révélera d'ailleurs un échec. Le Franc sera seulement dévalué deux ans plus tard en 1936. De même, durant les années 1945-1949, un « petit » premier ajustement de parité a lieu en décembre 1945, puis un second en 1948, un troisième en septembre 1949 dans le même contexte économique difficile. Le point commun à ces deux périodes est que le gradualisme de la politique de change des gouvernements a été interprété comme une hésitation de leur part, entraînant des attaques du franc. À chaque fois, les anticipations de dépréciations futures ont alors alimenté une inflation à travers les prix des importations.

- ... combiné à l'évolution du taux d'intérêt nominal de la dette...

Les anticipations inflationnistes font baisser le taux d'intérêt réel, et donc la charge de la dette publique, à condition que le taux d'intérêt nominal n'augmente pas. Historiquement, plusieurs facteurs ont contribué à la baisse du taux d'intérêt nominal apparent de la dette.

☞ Une baisse du taux apparent nominal lié à une baisse des taux de marché

Entre 1890 et 1913, les taux d'intérêt sur les marchés financiers chutent en atteignant des niveaux significativement bas par rapport à leurs niveaux passés. Cette forte baisse est d'abord due à la mobilité plus forte des capitaux, ce qui correspond à une période que Flandreau et Zumer (2004) identifient comme correspondant aux origines de la mondialisation financière. L'intégration financière accroît l'offre de capital et réduit les primes de risque associées aux prêts. La baisse des taux de cette période est également attribuée au régime de l'étalon-or, et à la plus grande stabilité des taux de change qui réduit les coûts de transaction³⁵. L'autre période marquée par une baisse des taux d'intérêt de marché correspond à l'adoption de la monnaie unique en 1999 et est caractérisée par une diminution de la prime de risque sur les obligations souveraines.

☞ L'État s'est appuyé sur le système bancaire pour consolider sa dette

Contrairement à une idée répandue, cette pratique s'est manifestée dès la fin de la première guerre mondiale, donc bien avant les années des trente glorieuses. Le placement des obligations publiques se fait par le biais des grands établissements bancaires qui achètent la dette publique et la placent auprès de leurs clients (Crédit Lyonnais, Société Générale, Comptoir d'escompte, Crédit industriel et Commercial). Dans l'entre-deux-guerres, la Caisse des dépôts et la Caisse d'amortissement consolident la dette flottante des gouvernements en achetant la dette à court terme de l'État et en l'échangeant auprès du Trésor contre des titres à long terme³⁶. À partir des années quarante, le financement de l'endettement public est effectué par le biais de ce que l'on a appelé le circuit du

³⁵ Voir Bordo et Rockoff (1996), Flandreau et Le Cacheux (1997), Obstfeld et Taylor (2003).

³⁶ Voir sur ce point Quennouëlle-Corre (2006).

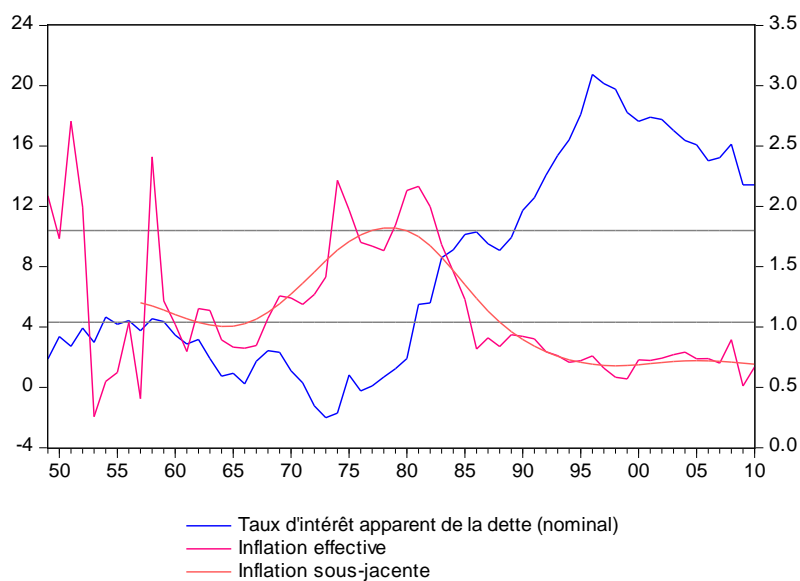
Trésor, et, ce dernier finance la dette publique en contrôlant et en ponctionnant les ressources des marchés bancaire, monétaire et financier. La Banque de France intervient comme prêteur en dernier ressort, il n'y a pas d'objectif de croissance de la base monétaire, encore moins de stabilité des prix. Ceci ne signifie pas pour autant que toutes les périodes d'inflation observées ont eu une origine monétaire, mais simplement que l'État n'a rien fait pour remédier aux hausses de prix, celles-ci permettant de conserver une dette publique en forte augmentation à des niveaux soutenables sans avoir à s'ajuster par d'autres moyens.

☞ La politique administrée des taux d'intérêt

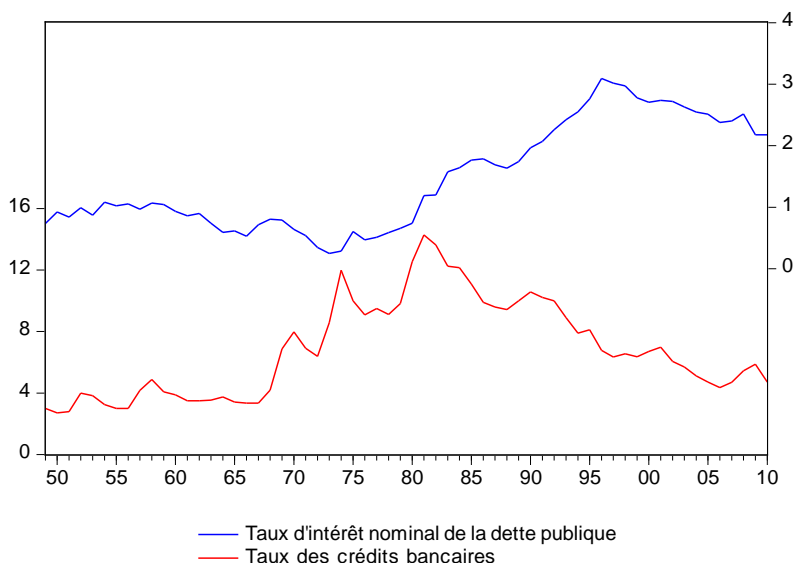
Cette politique est particulièrement visible après la seconde guerre mondiale et jusqu'au début des années quatre-vingts. Elle reposait sur le tryptique suivant : le contrôle des taux du marché monétaire par la Banque de France, le contrôle des rendements des obligations souveraines grâce aux interventions de la Caisse des Dépôts et Consignations sur le marché et la réglementation des taux des dépôts.

Le graphique 4 montre qu'entre 1950 et 1983, le taux d'intérêt nominal de la dette publique en valeur nominale est très bas. Il ne dépasse pas 1 %, ce qui, compte tenu des taux d'inflation, permet à l'État de s'endetter à des taux d'intérêt réel négatifs. En outre, le caractère administré du taux nominal transparaît dans le fait qu'il apparaît très inférieur au taux d'intérêt des crédits bancaires, fixé en fonction de l'offre et de la demande de crédit (voir le graphique 5).

Graphique 4. Taux d'intérêt de la dette et inflation



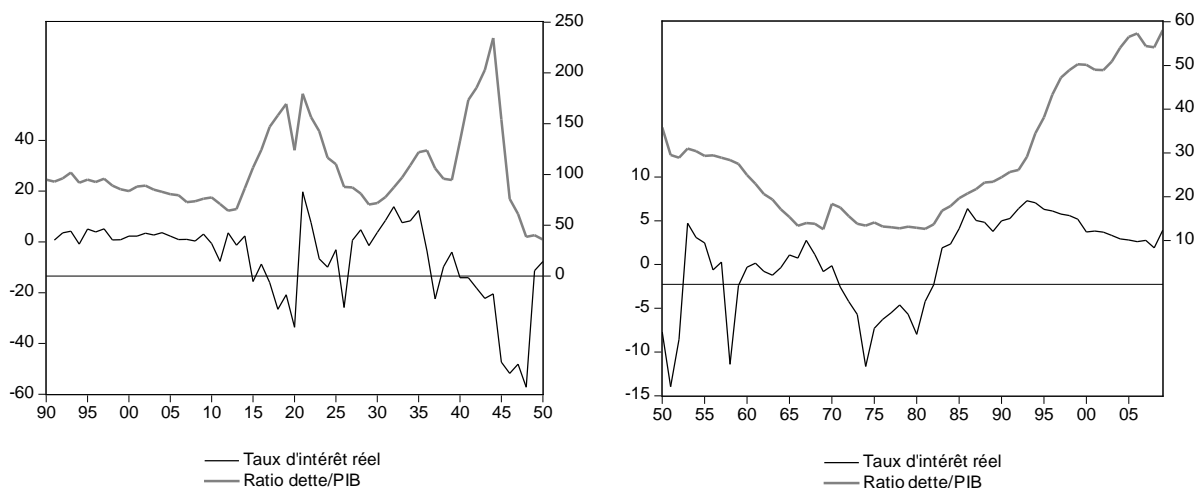
Graphique 5. Taux d'intérêt de la dette publique et des crédits bancaires



- ... permet d'expliquer les effets du taux d'intérêt réel sur les variations du ratio de la dette

La détente des taux d'intérêt nominaux entre 1890 et 1913 explique l'évolution à la baisse du taux d'intérêt réel sur cette période, mais il reste positif en raison de la faiblesse du taux d'inflation. En mettant de côté les années de la première guerre, les taux se détendent à nouveau, brièvement, après la politique de stabilisation de Poincaré en 1926 (voir le graphique 6). Les taux réels sont bas et très souvent négatifs entre 1950 et 1983.

Graphique 6. Taux d'intérêt réel et évolution du ratio dette/PIB



☞ Ce qu'il faut retenir : il y a deux régimes d'évolution des taux d'intérêt réels

Historiquement, on observe deux régimes associés à la dynamique de la relation entre le taux d'intérêt réel de la dette publique et le ratio de la dette.

Le premier régime correspond à une situation où les taux d'intérêt nominaux sont déterminés par les taux de marché dans un contexte où l'inflation est faible. La période de la Belle Époque est typique de cette situation. Quelques années plus tard, entre 1958 et 1973, les réformes Haberler-Debré tentent de rompre avec la tradition de financer la dette par un contrôle étatique des marchés de capitaux. De nouvelles lois sont votées de façon à ce que les taux d'intérêt reflètent davantage les comportements

d'offre et de demande sur les marchés de capitaux. Par exemple, au début des années 1960 un système d'adjudication des bons du Trésor est mis en place et les taux planchers des bons du Trésor pour les banques sont réduits. Enfin, à partir de 1983, la dérèglementation des marchés financiers et la globalisation financière permettent à l'État d'accroître son endettement sur les marchés de capitaux dans un contexte où la politique monétaire s'attache à lutter contre l'inflation. Dans ce premier régime, les taux d'intérêt réels sont positifs et contribuent peu à la diminution du ratio de la dette publique.

Dans le second régime, les taux d'intérêt nominaux sont bas et l'inflation élevée. Cette combinaison permet aux taux réels d'être négatifs et l'effet sur la dette passe par une diminution de la charge d'intérêt de la dette. Ce régime est observé entre 1974 et 1983 (si on laisse de côté les années de la seconde guerre mondiale).

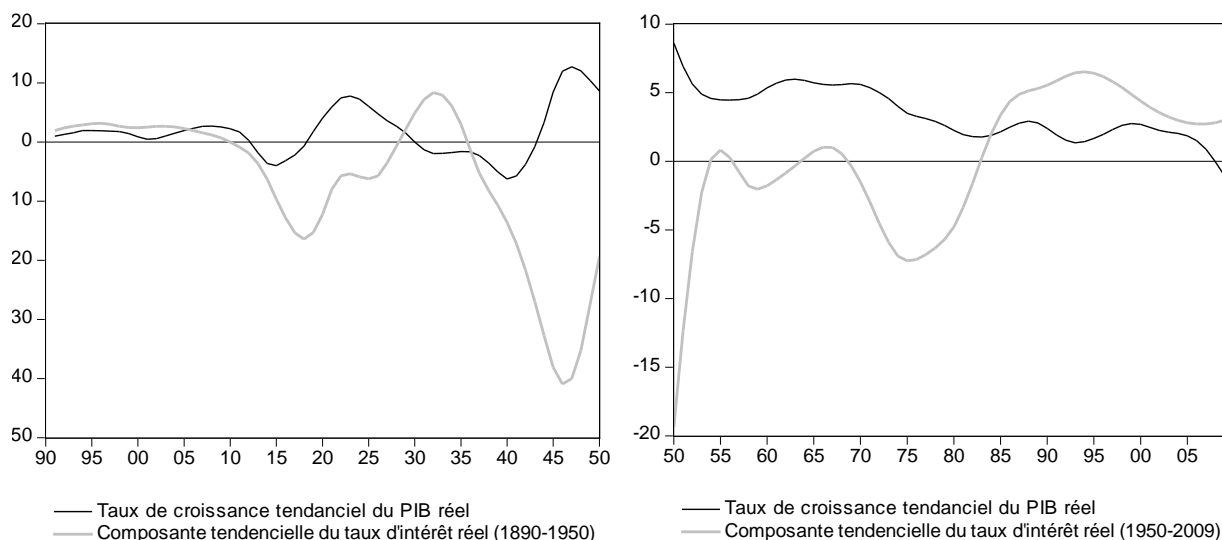
- *L'impact de la croissance économique*

La contribution de la croissance à la variation du ratio de la dette doit être appréciée en considérant l'écart entre le taux de croissance du PIB réel et le taux d'intérêt réel. L'effet positif sur la réduction de la dette augmente dans le cas d'une combinaison d'une croissance élevée et d'un taux d'intérêt réel apparent de la dette très bas. Ce scénario n'est observé que durant deux sous-périodes (voir le graphique 7). Si l'on met de côté les années de guerres, le PIB réel évoluait au-dessus du taux d'intérêt réel au cours des années 1920-1929 et entre 1950 et le début des années 1980 : neuf années de croissance forte ininterrompue, puis une trentaine d'années. Le PIB réel augmentait au taux de 20,27 % en 1922, 11,97 % en 1924, 4 % en 1926, 8,88 % en 1929. En 1950, la production croissait au rythme de 8,19 %, en 1956 de 9,51 %, en 1960 de 6 %, en 1966 de 5,16 %, en 1970 de 5,59 %, en 1975 de 5,6 %, etc. On peut noter sur le graphique 2a que durant ces deux sous-périodes, la croissance et les taux d'intérêt réel contribuent tous les deux à une diminution notable du ratio de la dette entre 1920 et 1929, puis durant les trente glorieuses.

☞ **Conclusion 1** : la croissance qui fait baisser la dette est donc une croissance forte et inscrite dans la durée, ce qui signifie que c'est la dynamique du PIB potentiel (ou tendanciel) qui joue et non pas la croissance liée aux phases d'expansion des cycles conjoncturels. Or, ce type de croissance a souvent été le résultat de politiques spécifiques. Dans les années 1920, nous avons le couplage d'une politique industrielle associée à une politique monétaire ayant permis de maintenir les taux d'intérêt à un niveau bas³⁷. Durant les trente glorieuses, le PIB potentiel a crû fortement grâce à la combinaison de trois facteurs : le plan Marshall, la planification stratégique et une politique monétaire adaptée au contexte de reconstruction: taux d'intérêt administrés et création de marchés captifs du crédit. Le taux de croissance annuel moyen entre 1948 et 1974 était de 5 %, plaçant la France au même niveau que l'Allemagne (également bénéficiaire du plan Marshall), mais devant le Royaume-Uni dont la croissance était plus modérée (3 %). La planification a permis l'essor des grandes industries et la modernisation de la France (plans Malinvaud, Massé, Monnet, Rueff, etc.), ce qui constitue un point commun avec le Japon qui connaît sur la même période, grâce au MITI, un taux de croissance annuel exceptionnel de 9 %. Enfin, la création de marchés du crédit captifs a favorisé le financement des entreprises publiques dont l'activité était jugée stratégique et prioritaire (automobile, aéronautique, acier, etc.).

³⁷ Voir Asselain *et al.* (2002).

Graphique 7. Évolution de l'écart entre le taux de croissance et le taux d'intérêt réel



☛ **Conclusion 2** : la croissance ne contribue plus au ralentissement de la dette depuis le milieu des années quatre-vingts, en raison de l'effet de ciseau observé sur le graphique 7 : le taux d'intérêt réel reste durablement au-dessus du taux de croissance potentiel, ce qui tranche singulièrement avec la situation observée durant les décennies précédentes depuis la fin de la grande dépression des années trente. Il y a donc une rupture correspondant au milieu des années quatre-vingts.

Le graphique 8 issue de l'estimation d'un modèle économétrique décrit la probabilité qu'une diminution du ratio de la dette survienne deux ans après que le taux de croissance potentiel ait évolué au-dessus du taux d'intérêt réel³⁸. Le graphique montre bien les deux sous-périodes durant lesquelles l'effet de la croissance a joué. Il montre aussi la rupture correspondant à l'année 1985.

II. Réponses à une idée reçue : les consolidations budgétaires ont toujours permis de réduire la dette publique

1. Les consolidations budgétaires toutes seules contribuent-elles à faire baisser le ratio de la dette ?

☛ **Réponse** : Non. Il faut nécessairement un contexte conjoncturel favorable

Le graphique 9a décrit la probabilité que le ratio de la dette baisse deux années après que le solde primaire structurel se soit amélioré, le graphique 9b reproduit l'évolution des soldes conjoncturel et structurel. Nous observons que c'est généralement autour des périodes de guerre que l'amélioration des soldes budgétaires réduisent la dette, principalement après qu'ils se soient très fortement dégradés. Ailleurs, il ne semble pas y avoir de lien de causalité.

Exemple 1. La période de la belle époque, entre 1890 et 1910. La dette baisse parce que la rigueur budgétaire est accompagnée d'une politique industrielle de soutien à l'activité

Les soldes structurels sont positifs. Comme le rappelle Théret (1995), la pratique budgétaire de cette période s'appuie sur la doctrine suivante : 1/ on ne dépense que ce qui est permis par l'impôt, 2/ le déficit budgétaire n'est couvert par l'emprunt que dans le cas de dépenses exceptionnelles. 3/ les dépenses de fonctionnement sont réduites, et 4/ pour maintenir une crédibilité auprès des rentiers, l'État limite le recours au financement monétaire des déficits budgétaires. Malgré cela, la politique

³⁸ Voir Dufrenot et Triki (2012).

budgétaire toute seule n'explique pas que la dette ait fortement diminué entre 1890 et 1913. Sur le graphique 9b, la probabilité que le ratio de la dette diminue est nulle. Si la dette diminue, c'est grâce à la combinaison d'une politique d'équilibre budgétaire et d'une politique industrielle ayant permis au taux de croissance du PIB réel sur cette période de se maintenir autour 2.4 %.

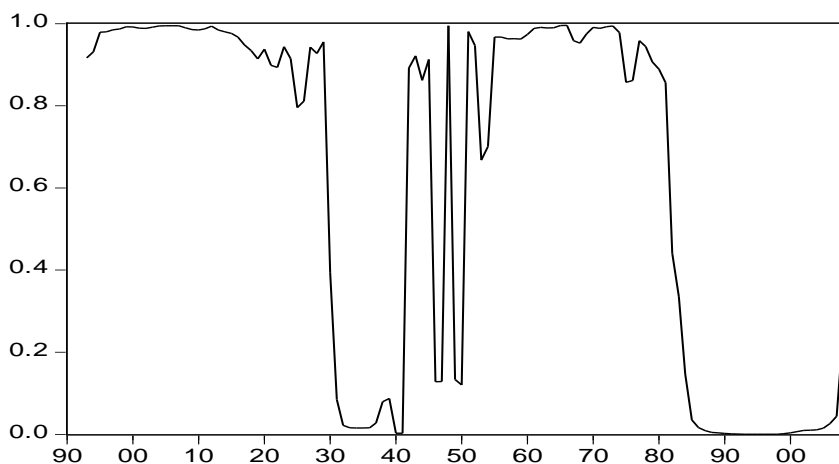
L'État a contribué au développement des infrastructures et des secteurs industriels en plein essor à cette époque (électricité, automobile, sidérurgie), en apportant sa garantie aux prêts que souscrit le secteur privé, garanties qui ne sont pas comptabilisées dans la dette publique.

Exemple 2 : les années 1925-1935. La dette ne baisse pas parce que la rigueur budgétaire a lieu dans un contexte conjoncturel dégradé

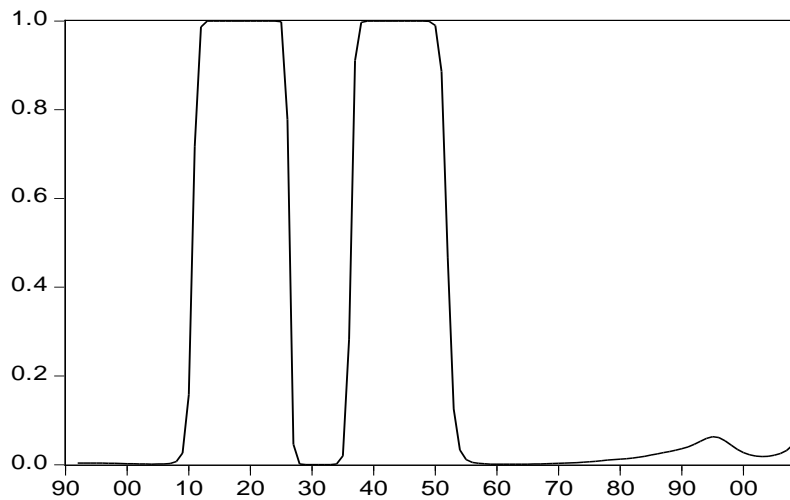
La pratique budgétaire préconisait un assainissement budgétaire pour soutenir l'économie, plutôt qu'un soutien par la demande. Cette philosophie va constituer le fondement des hausses d'impôts : l'emprunt forcé sur la fortune en 1925 sous le Cartel des Gauches, le renouvellement obligatoire des bons du Trésor à échéance, la hausse en 1926 de la taxe sur le chiffre d'affaire. Même le gouvernement Poincaré augmente fortement les impôts indirects sur la consommation (boissons, transports) et instaure des taxes sur les revenus des valeurs mobilières. Dans le même temps, il réduit les dépenses. En 1934, les gouvernements Doumergue et Flandrin font voter une série de décrets-lois instaurant une réduction des effectifs de fonctionnaires, une réduction des salaires nets, une baisse de certaines pensions, l'instauration d'un prélèvement de 5 %. Cette politique est poursuivie par Laval. Entre les mois de juillet et août 1935 près de 80 de décrets-lois réduisent les dépenses publiques de 10 %, les salaires des fonctionnaires, les subventions, abaissent les prix de différents produits, suppriment les heures supplémentaires et majorent la tranche la plus haute de l'impôt sur le revenu de 50 %. Durant cette période, l'objectif des gouvernements était le maintien de l'équilibre budgétaire. Ces politiques contribuent aux soldes structurels positifs observés sur le graphique 9b, mais elles sont sans effet sur le ratio de la dette (la courbe sur le graphique 9a est plate au niveau de zéro).

Cette situation s'explique par plusieurs facteurs. Tout d'abord, la stratégie d'équilibre budgétaire a eu lieu dans un contexte conjoncturel national et international défavorable (ralentissement, puis entrée dans la grande dépression). Ensuite, les politiques d'accompagnement de la rigueur budgétaire (stabilité monétaire et politique de déflation) n'ont pas conduit à une relance de l'économie.

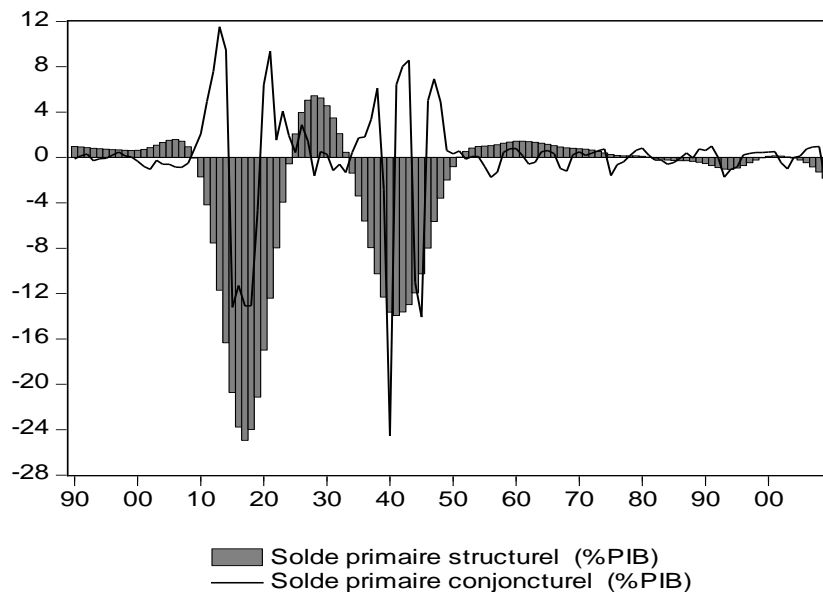
Graphique 8. Probabilité que le ratio de la dette diminue lorsque la croissance économique, nette de l'effet du taux d'intérêt réel, s'est améliorée deux ans plus tôt



Graphique 9a. Probabilité que le ratio de la dette diminue suite à une amélioration du solde primaire structurel deux ans plus tôt



Graphique 9b. Solde budgétaire structurelle et conjoncturel



Exemple 3 : la période des trente glorieuses, entre 1950 et 1973. La dette baisse, malgré de faibles excédents budgétaires

Les travaux historiques de Snyder (1969) montrent que sur la période de 1955 à 1965, la France a les multiplicateurs budgétaires les plus élevés d'Europe. On l'explique par le contrôle exercé sur les importations par les gouvernements successifs. La politique budgétaire combine alors des hausses de dépenses (courantes et d'investissement) et des baisses d'impôts. Ces dernières ne pèsent pas, ni sur la dynamique des déficits budgétaires, ni sur la dette publique en raison des multiplicateurs sont très élevés (l'effet global, sur l'activité, des réductions d'impôts incluant les stabilisateurs automatiques est évalué à 1.76 pour les impôts directs et 2.34 pour les impôts indirects ; celle des achats gouvernementaux est évalué à 2.76). Le caractère exceptionnel de la croissance permettait d'envisager des baisses discrétionnaires d'impôts sans craindre une baisse des recettes fiscales (l'élargissement de l'assiette compensant largement la baisse des taux). En même temps, les dépenses n'ont pas augmenté à un rythme supérieur à celui du PIB potentiel, les gouvernements cherchant à éviter des tensions inflationnistes. Le PIB n'a atteint le niveau des capacités de production de l'économie qu'exceptionnellement en 1956-1957 et 1962-1963.

En dépit des faibles excédents budgétaires, la dette va donc diminuer en raison de la taille des multiplicateurs élevés dans un contexte de croissance exceptionnellement élevée. La politique budgétaire française de cette période n'est pas sans rappeler le cas des États-Unis sous Clinton. En se demandant si la réduction des déficits budgétaires à partir de 1993-1994 a été due à un coup de génie ou à un coup de chance, Stiglitz (2003) en conclut que le résultat était inattendu parce que la reprise économique a été plus forte que prévue après la récession de 1991-1992. Un autre point commun avec la situation de la France des années 1950 est que cette croissance inattendue s'est accompagnée d'une baisse des taux d'intérêt à long terme, ce qui a réduit les charges d'intérêt de la dette publique. Évidemment, les raisons de cette baisse ont été différentes. Elle était due à l'intensification de la concurrence internationale, à la hausse de la productivité et à l'atténuation des pressions inflationnistes liées à la boucle prix-salaire. À la différence de la France des années 1950, Clinton avait augmenté les impôts et réduit les dépenses publiques. Mais la réduction des déficits a été due à des causes exogènes liées à la croissance économique et à la réduction des taux longs. De même, en France, même si les politiques budgétaires expansives ont accompagné la croissance d'après-guerre, le fait que les relances ne se soient pas traduites par une aggravation des déficits budgétaires peut être attribué à la croissance inattendue des trente glorieuses.

2. *La rupture des années quatre-vingts*

☞ **Ce qu'il faut retenir** : le ratio de la dette ne baisse plus depuis 1980 sous l'effet de trois facteurs : a) la disparition de l'inflation et la fin du contrôle des taux d'intérêt, b) l'effet de ciseau décrit par le fait que le taux de croissance de l'économie est resté durablement en-dessous du taux d'intérêt réel, c) même si le solde budgétaire global s'améliore par périodes, le solde structurel n'a pas cessé de se dégrader.

Comme nous l'avons mentionné précédemment, depuis 1980, le ratio de la dette publique française n'a plus baissé. Au contraire, il a évolué continuellement à la hausse même si cette évolution est caractérisée par une alternance de hausse et de stabilité (phénomène d'escalier). Plusieurs explications peuvent être avancées.

- À cause de la disparition de l'inflation, les taux d'intérêt réels ont eu systématiquement une contribution positive à la variation du ratio de la dette. En outre, la fin du contrôle des taux d'intérêt nominaux a maintenu le taux d'intérêt apparent de la dette à des niveaux plus élevés que par le passé (graphique 10). Aloy et al. (2014) montrent que si la politique de contrôle des taux nominaux, en vigueur jusqu'en 1983, avait été maintenue, elle aurait permis de réduire les charges d'intérêt de la dette (exprimées en pourcentage du PIB) de 0,57 % par an entre 1985 et 1998 et de 1,14 % par an entre 1999 et 2010. Sur une dizaine d'année, cela aurait représenté une économie de 30 % sur la charge de la dette publique.

- Le taux de croissance est resté durablement en-dessous du taux d'intérêt réel.

Même si la croissance a eu systématiquement une contribution négative (sauf en 1992 et en 2008-2009) et que la charge d'intérêt de la dette a constamment diminué en valeur nominale depuis le pic de 1981, les taux d'intérêt réel ont évolué en moyenne au-dessus du taux de croissance tendanciel. Théoriquement, lorsque le taux d'intérêt est au-dessus du taux de croissance de l'économie, la dynamique du ratio de la dette dépend du ratio du solde budgétaire par rapport au PIB. Au pire, la dette explose si les déficits budgétaires s'accumulent (ce qui correspond à l'effet boule de neige). Au mieux, elle se stabilise autour d'une valeur si les excédents sont suffisamment importants.

- Les soldes budgétaires primaires ont contribué tantôt positivement, tantôt négativement à la variation du ratio de la dette en fonction de l'orientation des politiques budgétaires. Mais la composante structurelle a continué à se dégrader. Pourquoi ?

Pour commencer, rappelons brièvement quels éléments ont influencé la dynamique des soldes primaires depuis 1980 jusqu'à la veille des crises des dettes publiques.

- De 1981 à 1986, les déficits budgétaires augmentent en raison des politiques sociales menées par les gouvernements socialistes de Mauroy et Fabius.
- Entre 1986 et 1991, sous les deux gouvernements successifs de Chirac et Rocard, les surplus primaires s'accroissent en raison de la baisse du ratio des dépenses publiques dans le PIB, ce qui contribue à stabiliser le ratio de la dette.
- Entre 1991 et 1995, deux majorités politiques se succèdent au gouvernement (les socialistes avec Cresson et Bérégoz) et le RPR avec Balladur. Face à la récession, les politiques budgétaires sont contra-cycliques et les déficits augmentent.
- Entre 1996 et 2002, les socialistes gouvernent avec Jospin. Le ratio de la dette se stabilise grâce à une conjonction de facteurs. La croissance économique forte, observé dans l'ensemble des pays industrialisés, infléchit le mouvement tendanciel à la hausse du ratio de la dette en contribuant négativement à sa variation, comme cela apparaît sur le graphique 11. Cet effet contribuera à une hausse « inattendue » des recettes fiscales (ce que l'on a dénommé la « cagnotte budgétaire »). Un autre facteur, l'effet Maastricht, va contribuer à discipliner la politique budgétaire. La réduction des déficits primaires structurels, conjuguée à l'effet conjoncturel positif de la croissance sur les recettes fiscales, expliquent la contribution négatif du solde primaire à la variation du ratio de la dette sur cette période (graphique 10).
- Entre 2002 et 2007, sous les gouvernements successifs de Raffarin et De Villepin, le ratio de la dette connaît de nouveau un mouvement à la hausse consécutif aux politiques budgétaires contra-cycliques.
- Enfin, la progression du ratio de la dette en 2008 et 2010 s'explique par la conjonction du plan de relance et de la récession économique.

Les soldes primaires ont donc évolué au gré des politiques budgétaires. Cependant, un fait stylisé majeur est que leur composante structurelle n'a pas cessé de se dégrader (voir le solde ajusté du cycle sur le graphique 11). Plusieurs arguments ont été avancés pour expliquer ce phénomène serait due à :

Argument 1 : un biais pro-cyclique de la politique budgétaire durant les phases d'expansion du cycle économique (les gouvernements ne profiteraient pas des reprises économiques pour réduire les déficits budgétaires),

Argument 2 : le changement de culture budgétaire à partir des années 1970. Jusqu'au début des années 1970, c'est « l'orthodoxie budgétaire » qui aurait prévalu (l'objectif d'équilibre budgétaire quelle que soit l'état de la conjoncture), alors que les politiques de stop and go auraient signé les à-coups des politiques budgétaires à partir des chocs pétroliers,

Argument 3 : l'arrêt des guerres et le fait qu'une grande crise comme celle des années 1930 ne se soient pas manifestées depuis 1950 auraient conduit les gouvernements à ne pas se préoccuper de l'objectif de diminution du ratio de la dette.

☞ Ces idées sont-elles corroborées par les faits historiques ?

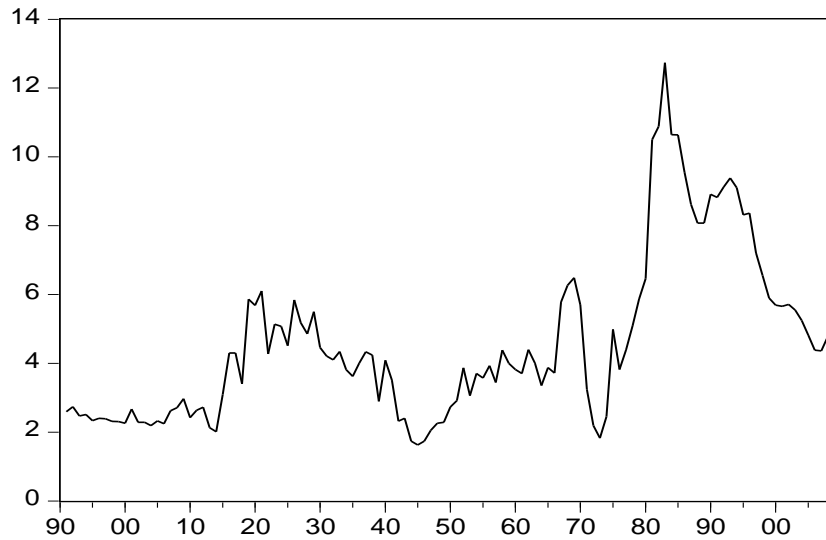
Pour répondre, nous régressons le solde ajusté du cycle, sur sa composante conjoncturelle, le ratio de la dette et ces deux variables retardées. Les coefficients sont estimés par la méthode du filtre de Kalman afin de tenir compte des changements de politique budgétaire au cours du temps. Nous regardons donc si la politique discrétionnaire neutralise ou au contraire accentue les fluctuations du solde conjoncturel.

	Variations positives du solde conjoncturel	Variations négatives du solde conjoncturel
Variation positive du solde structurel	Politique contra-cyclique	Politique pro-cyclique
Variation négative du solde structurel	Politique pro-cyclique	Politique contra-cyclique

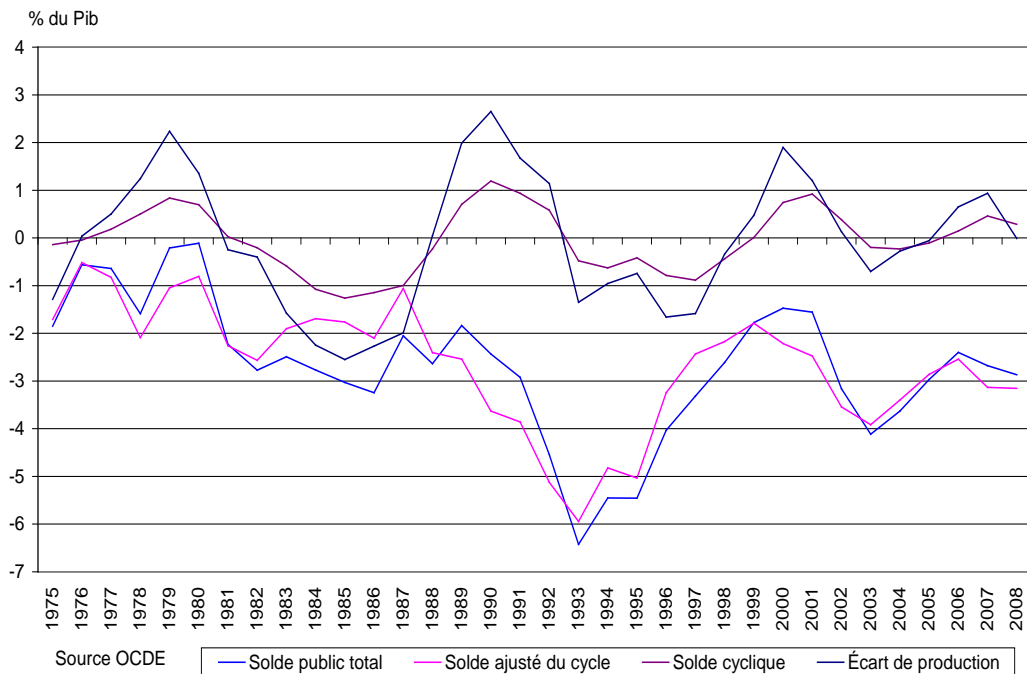
Le graphique 12 représente les coefficients estimés et l'intervalle de confiance associé. Les cercles rouges pointent les valeurs des coefficients pour lesquelles l'intervalle de confiance ne contient pas zéro (la réaction des soldes structurels est significative).

Sur le graphique de gauche, il est manifeste qu'à partir de la fin des années 1970, nous n'avons aucun cercle rouge, ce qui semble indiquer que la politique structurelle n'a pas été influencée par l'état de la conjoncture. Avant cela, la politique budgétaire semble avoir été caractérisée par plusieurs traits :

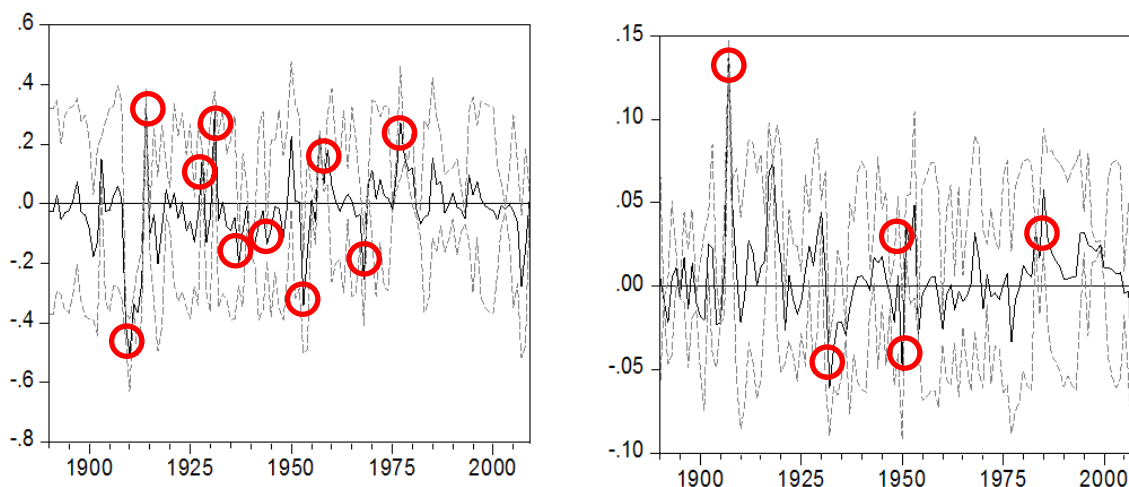
Graphique 10. Taux d'intérêt apparent de la dette (nominal)



Graphique 11. Décomposition du solde budgétaire



Graphique 12. Réaction du solde structurel au solde conjoncturel (gauche) et au ratio de la dette (droite)



- une orientation pro-cyclique avant la première guerre mondiale (coefficients négatifs dans un contexte de bonne conjoncture entre 1890 et 1913). Pour autant il n’y a pas eu d’accroissement du ratio de la dette, celle-ci diminuant au contraire grâce aux forts taux de croissance (effet significatif du dénominateur) ;
- une dynamique contra-cyclique entre 1920 et 1930 (coefficients positifs alors que la conjoncture étant bonne). Les gouvernements auraient donc cherché à ne pas creuser les déficits budgétaires en période d’expansion ;
- Dans les années 1930, la politique budgétaire semble pro-cyclique, l’objectif des gouvernements était la réalisation de l’équilibre budgétaire, malgré la crise (le solde budgétaire est même excédentaire entre 1930 et 1936). Comme nous l’avons vu, cette politique n’a pas eu les effets escomptés sur le ratio de la dette, parce que l’effet de la crise (et donc la chute de la croissance) a pesé plus lourdement sur l’équilibre des soldes budgétaires que la réduction des déficits,
- pendant la période des 30 glorieuses les coefficients estimés sont négatifs : on profite donc des périodes de bonne conjoncture pour maintenir les équilibres budgétaires.

La stratégie budgétaire de la période antérieure aux années 1980 peut donc se résumer ainsi : on creusait modérément les déficits budgétaires durant les phases de bonne conjoncture, mais on les réduisait lorsque la conjoncture devient mauvaise. Il s’agissait de donner de la crédibilité à la politique budgétaire. Pour la petite histoire, les économistes français aux affaires durant la grande crise des années 1930 étaient rétifs aux idées de Keynes, lequel considérait qu’ils ne comprenaient rien à la crise. Après 1980, la politique budgétaire joue le rôle de soutien de l’activité en tout temps dans un contexte où la politique monétaire est focalisée sur la lutte contre l’inflation et la défense du franc. Le graphique de droite du graphique 12 suggère que les gouvernements ne tiennent pas du tout compte de la dette (coefficients du ratio de la dette non significatifs).

Conclusion

Comment passer de hauts niveaux d’endettement à des bas niveaux de dette publique ? Et pourquoi les politiques qui ont réussi autrefois semblent-elles ne plus fonctionner depuis le début des années 1980. L’analyse historique permet de dégager deux conclusions majeures.

Conclusion 1. Les politiques budgétaires « laxistes » n'expliquent pas tout.

Le fait que le ratio de la dette n'ait pas significativement diminué depuis le début des années 1980, ne s'explique pas seulement pas des politiques budgétaires « laxistes » (entendu au sens de l'absence de fléchissement dans le creusement des déficits structurels). D'autres facteurs sont également responsables de la forte progression du ratio de la dette : a) l'absence d'une croissance économique forte et b) la fin de la maîtrise du taux d'intérêt apparent de la dette. Nous n'avons plus la « bonne » combinaison à savoir, une croissance forte du PIB, des taux d'intérêt nominaux bas et de l'inflation. L'analyse historique montre que la croissance qui a permis de faire reculer la dette n'était pas nécessairement la résultante d'une politique budgétaire active de soutien de la demande, mais que cette croissance forte concernait le PIB potentiel (elle s'est le plus souvent manifestée dans un contexte d'apparition de nouvelles technologies et de mutations dans l'organisation de la production). Dans le cas de la France, on pense évidemment aux trente glorieuses. Mais le pays a également connu dix glorieuses entre la fin de la première guerre mondiale (1920) et le début de la grande crise des années 1930 (l'industrie profite du progrès technique, une euphorie boursière accompagne la prospérité économique et le confort commence à entrer dans les foyers avec les machines à laver, la radio, etc.). Le cercle vertueux réside dans le fait que c'est la croissance qui, en amenant des recettes budgétaires supplémentaires, a permis d'avoir des soldes primaires excédentaires. Les gouvernements en ont même profité pour augmenter les dépenses publiques qui ont donc été pro-cycliques.

Conclusion 2. Il n'y a aucune preuve de consolidations budgétaires expansives

L'analyse historique montre également que peu de consolidations budgétaires ont été expansives, au sens où l'amélioration des soldes primaires se serait traduite par une réapparition de la croissance économique et une baisse du ratio de la dette. Jusqu'à la première guerre mondiale, les gouvernements privilégient une orthodoxie budgétaire et choisissent de maintenir les soldes budgétaires à l'équilibre. La contribution à la baisse du ratio de la dette que l'on observe alors est très faible. Celui-ci baisse surtout grâce à la croissance. Plus tard, au cours des années 1930, la politique d'équilibre budgétaire n'empêche pas une hausse du ratio de la dette (parce l'économie est en crise). Depuis le début des années 1970, aucune politique de consolidation budgétaire n'a permis d'inverser la dynamique haussière du ratio de la dette. Au mieux, le résultat obtenu a été de ralentir sa hausse.

Bibliographie

- Aloy, M., Dufrénot, G., Péguin-Feissolle, A. [2014], “Is financial repression a solution to reduce fiscal vulnerability? The example of France since the end of World War II”, *Applied Economics*, 46(6), forthcoming.
- Asselain, J.C., Blancheton, B., Bordes, C. Sénégas, M.A., [2002], “L’inflation française de 1922 à 1926 : les enseignements de la FTPL en perspective historique”, *Économie et Sociétés*, Série Monnaie, n°7(2), 305-325.
- Blanchard, O., Dell’Ariccia, G., Mauro, P., [2010], “Rethinking macroeconomic policy”, *IMF Staff Position Note*, #10/03.
- Blanchard, O. Leigh, D. [2013], “Growth forecast errors and fiscal multipliers”, *IMF Working Papers*, #13/1.
- Bordo, M., Rockoff, H. [1996], “The Gold Standard as a good housekeeper seal of approval”, *Journal of Economic History*, 56(2), 389-428.
- Bouthevillain C., Dufrénot, G., Frouté, P, Paul, L. [2013], *Les politiques budgétaires dans la crise. Comprendre les enjeux actuels et les défis futurs*. Editions De Boeck.
- Dufrénot, G. Triki, K. [2012], “Why have governments succeeded in reducing French public debt historically and can these successes inspire us for the future. An historical perspective”, *Document de Travail*, bdf, n°386.
- Flandreau, M., Le Cacheux, J., [1997], “Dettes publiques et stabilité monétaire en Europe. Les leçons de l’étalon or”, *Revue Économique*, 48(3), 529-538.
- Flandreau, M. zumer, F., [2004], “Les origines de la mondialisation financière”, OCDE, Études du centre de Développement.
- Obstfeld, M., Taylor, A. [2003], “Sovereign risk, credibility and the Gold Standard: 1870-1913 versus 1925-1931”, *Economic Journal*, 113(487), 241-275.
- Quennouëlle-Corre, L., [2006], “Dettes publiques et marchés de capitaux en France au XXème siècle”, dans Andraeu, J., Béaurd, G., Grenier, J.Y., *La dette publique dans l’histoire*, Paris, Coll. Histoire économique et Financière de la France.
- Ritschl, A., [1996], “Sustainability of high public debt : what the historical records shows”, *Swedish Economic Policy Review*, 3, 175-198.
- Snyder, W.W., [1969], “La mesure des résultats des politiques budgétaires françaises de 1955 à 1965”, *Revue Économique*, 20(6), 929-953.
- Stiglitz, J., [2003], *Quand le capitalisme perd la tête*, Fayard, Paris.
- Théret, B., [1995], “Régulation du déficit budgétaire et croissance des dépenses de l’État en France de 1815 à 1939”, *Revue Économique*, 46(1), 57-90.