

## **Dettes publiques élevées : dans tous les cas, un prélèvement sur la croissance future**

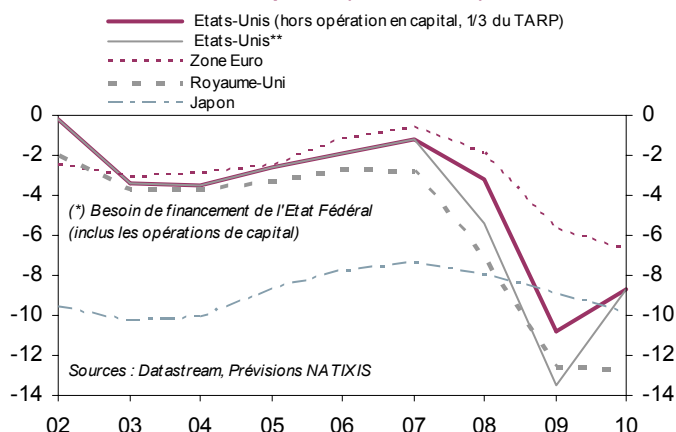
*Quelle que soit l'évolution induite ultérieure, les pays où les taux d'endettement public sont très élevés ne peuvent pas éviter un prélèvement sur la croissance future :*

- s'ils décident de rééquilibrer leurs finances publiques, par la hausse de la pression fiscale ou la baisse des dépenses publiques ;*
- si l'inflation revient, par la perte de richesse réelle qu'elle implique ;*
- s'ils laissent s'accroître les dettes publiques sans réagir, par la hausse des taux d'intérêt qui déprime l'investissement privé ;*
- et même si les investisseurs financent les déficits publics élevés à des taux d'intérêt restant faibles (ce qu'on a vu au Japon), par le détournement de l'épargne au profit de l'Etat qui prive les entreprises de la capacité de lever des ressources financières.*

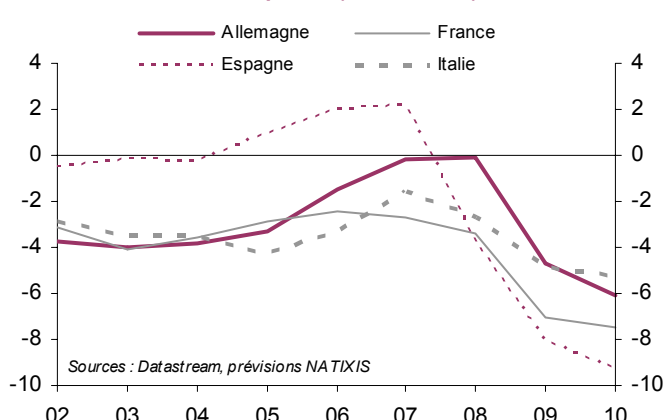
**Des taux d'endettement publics probablement très élevés dans quelques années dans tous les pays de l'OCDE**

La crise a provoqué la mise en place de déficits publics considérables (**graphiques 1 a/b**), et, puisque, avec le désendettement (**graphique 2**) on s'attend à une croissance modeste à partir de 2011 (**graphique 3**), spontanément ces déficits vont persister et entraîner un fort gonflement des taux d'endettement publics (**graphiques 4 a/b**).

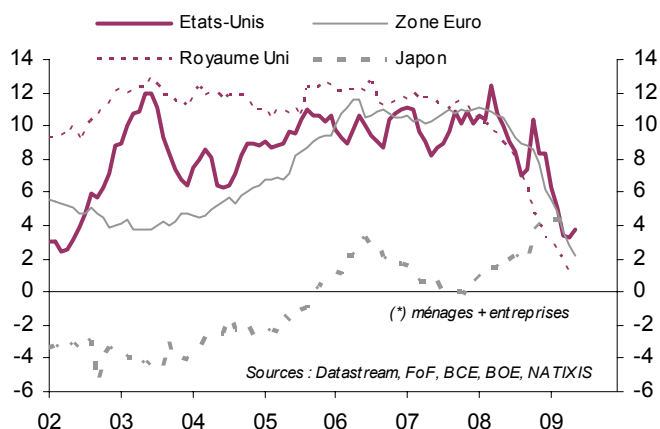
**Graphique 1 a**  
Déficit public (en % du PIB)



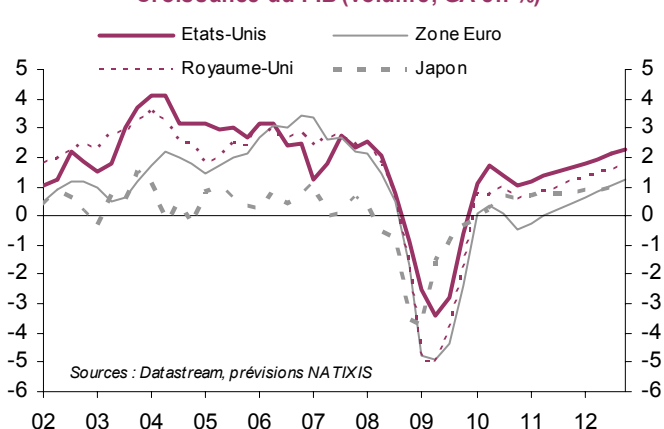
**Graphique 1 b**  
Déficit public (en % du PIB)



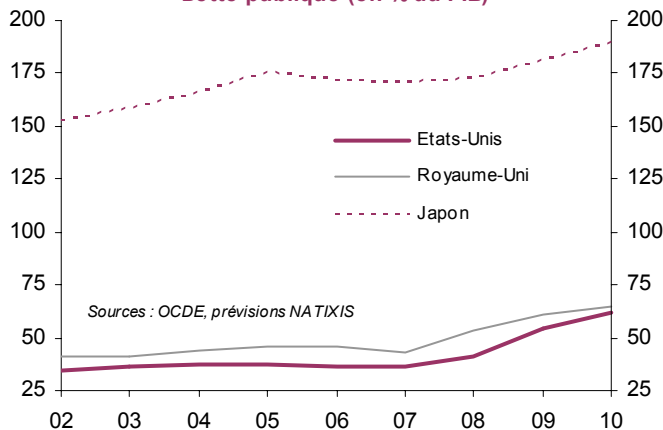
**Graphique 2**  
Crédits bancaires au secteur privé \* (GA en %)



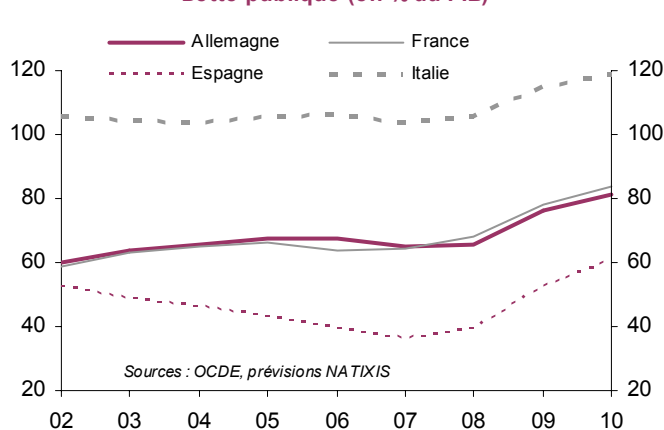
**Graphique 3**  
Croissance du PIB (volume, GA en %)



**Graphique 4 a**  
Dettes publiques (en % du PIB)



**Graphique 4 b**  
Dettes publiques (en % du PIB)



**Le niveau de 100 % du PIB pour la dette publique devrait être dépassé si rien ne change :**

- en 2015 aux Etats-Unis
- en 2014 au Royaume Uni
- en 2015 en Allemagne
- en 2013 en France
- en 2015 en Espagne

Il est déjà supérieur à ce niveau en Italie et au Japon.

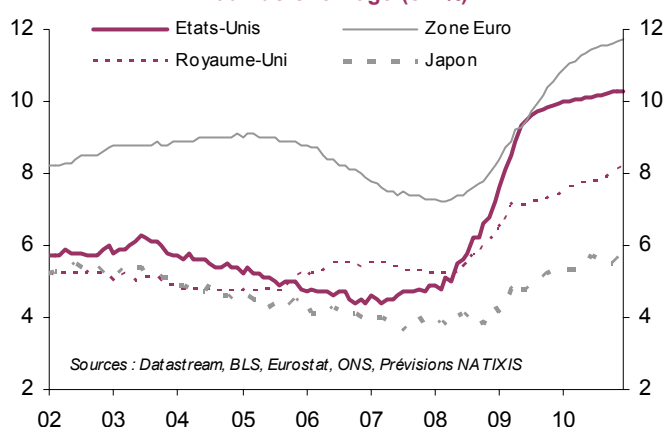
**L'incertitude sur les réactions à des taux d'endettement publics très élevés**

On peut débattre et avec des incertitudes sur les effets des taux d'endettement publics très élevés :

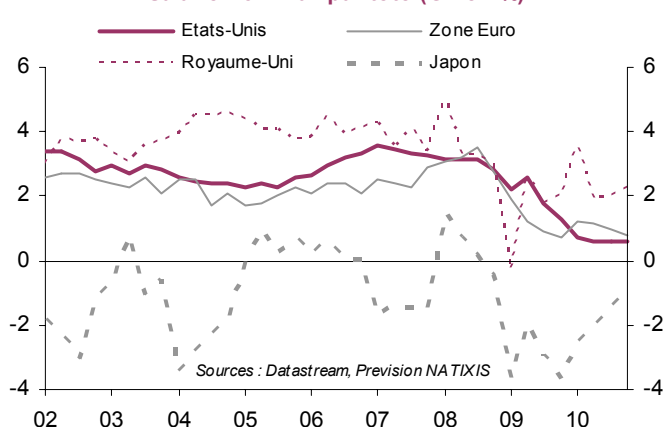
- certains pensent qu'ils feront **revenir l'inflation** ; certes l'inflation (domestique) permet de réduire les taux d'endettement, **mais elle très peu probable** dans une situation de chômage élevé (**graphique 5**) et de freinage des salaires nominaux (**graphique 6**) ;
- certains pays peuvent vouloir **rééquilibrer leurs finances publiques et stabiliser ou même réduire leurs taux d'endettement publics**. L'Allemagne, par exemple, a une tradition de rééquilibrage de ses comptes publics (en 2007) par la hausse de la TVA et la baisse des dépenses (**graphique 7**).

Pour réduire les déficits publics, il peut y avoir **hausse de la pression fiscale** (comme en Allemagne en 2007), comme au Japon auparavant en 1997, comme cela a été annoncé déjà aux Etats-Unis, au Royaume-Uni), **ou baisse des dépenses publiques** (comme l'ont fait par exemple les suédois dans les années 1990, **graphique 8**).

**Graphique 5**  
Taux de chômage (en %)

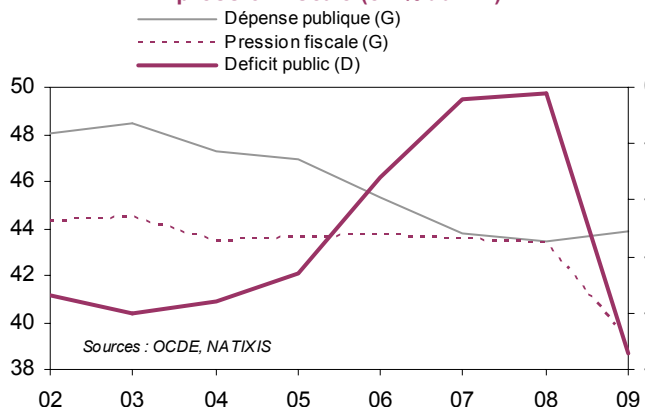


**Graphique 6**  
Salaire nominal par tête (GA en %)



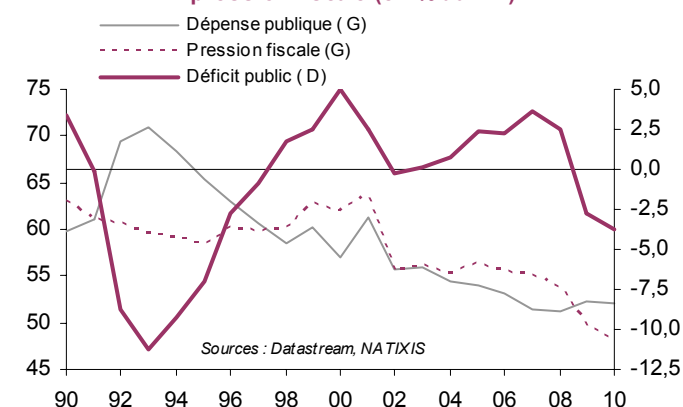
Graphique 7

Allemagne : Déficit public, dépense publique et pression fiscale (en % du PIB)



Graphique 8

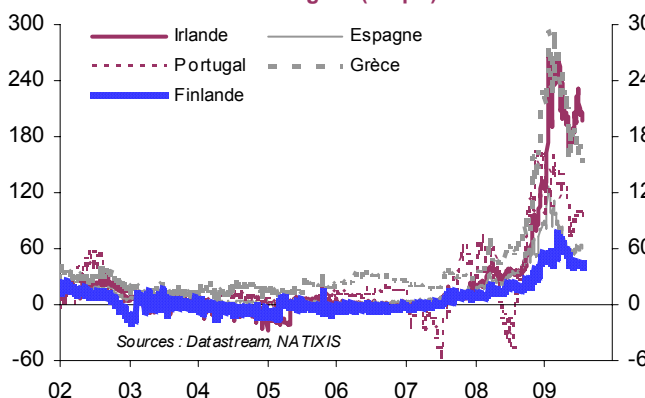
Suède : Déficit public, dépense publique et pression fiscale (en % du PIB)



- d'autres pays pourront **renoncer à réduire leurs déficits publics**, particulièrement dans un environnement de croissance modeste et de chômage élevé. Leur taux d'endettement public continuera à s'accroître, l'effet normal de cette évolution étant une **hausse des taux d'intérêt à long terme**, comme on l'a vu dans la période récente en Irlande, en Espagne, au Portugal, en Grèce (**graphiques 9 a/b**).

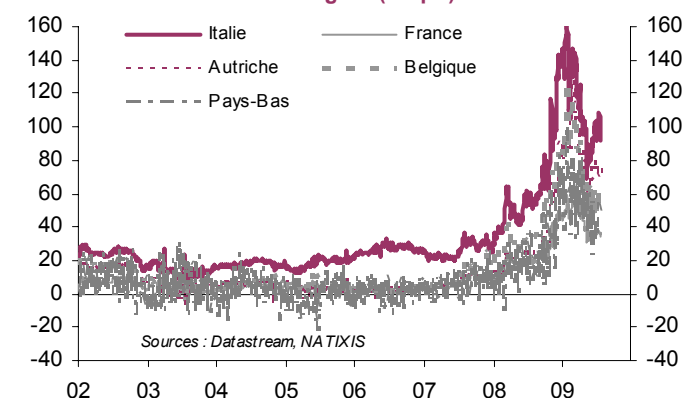
Graphique 9 a

Spreads de taux 10 ans pays par rapport à Allemagne (en pb)



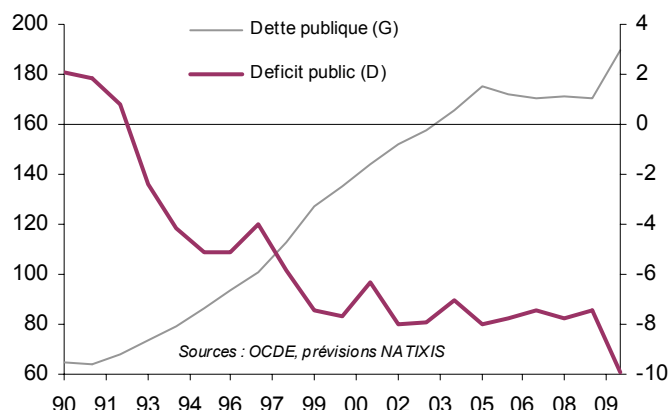
Graphique 9 b

Spreads de taux 10 ans pays par rapport à Allemagne (en pb)

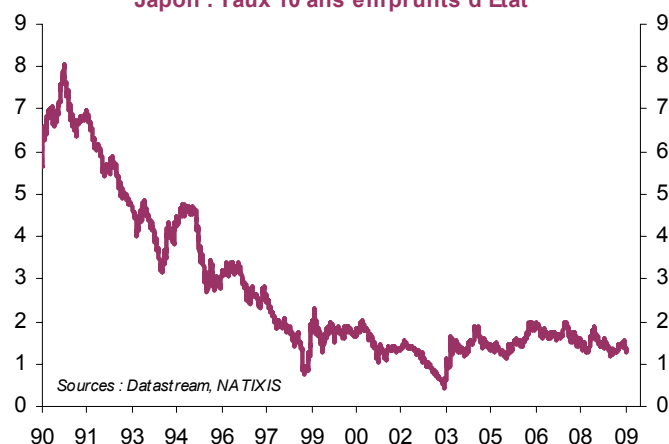


- mais il peut se présenter aussi, même dans le cas de hausse forte de la dette publique, des cas particuliers comme **celui du Japon où les épargnants-investisseurs acceptent de financer durablement un déficit public très élevé à un taux d'intérêt restant très faible**, (**graphiques 10 a/b**), avec une forte aversion pour le risque et une forte préférence pour les titres domestiques.

**Graphique 10 a**  
Japon : Déficit et dette publics (en % du PIB)



**Graphique 10 b**  
Japon : Taux 10 ans emprunts d'Etat



Notre point ici consiste à dire que, quel que soit l'effet de la dette publique élevée (inflation, politique budgétaire restrictive, hausse des taux d'intérêt, financement de la dette par l'épargne domestique), elle conduit toujours à un prélèvement sur la croissance dans le futur.

Dans tous les cas, prélèvement sur la croissance future

Reprenons les quatre possibles conséquences de la dette publique élevée

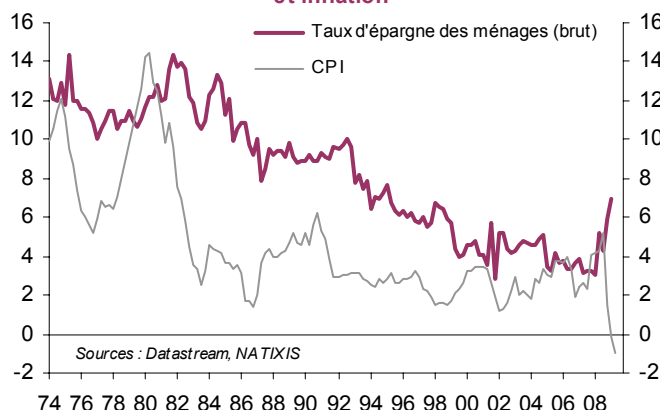
### # 1 Inflation

Nous pensons, on l'a dit plus haut, que le retour de l'inflation est très improbable. Si cependant l'inflation revenait, elle constituerait une taxe (la taxe inflationniste) qui réduirait la demande.

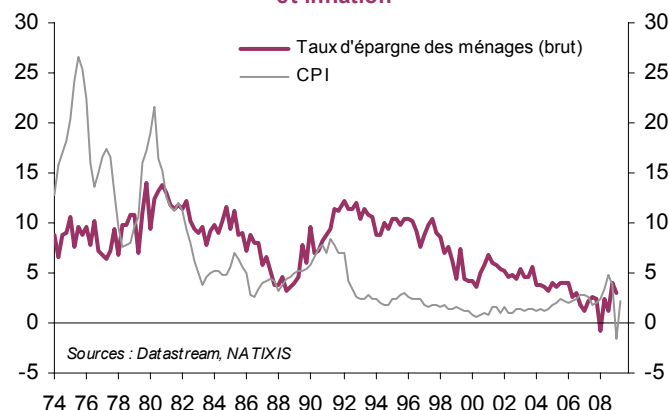
L'inflation réduit la richesse en réduisant la valeur réelle des encaisses monétaires ; il en résulte normalement une baisse de la consommation, de manière équivalente, une hausse du taux d'épargne des ménages, comme on l'a vu au début des années 1980.

La poussée d'inflation à la fin des années 1970 a bien fait monter le taux d'épargne des ménages aux Etats-Unis (graphique 11 a), au Royaume-Uni ; (graphique 11 b), en Italie (graphique 11 c), en France (graphique 11 d). La désinflation ultérieure a fortement contribué à la baisse du taux.

**Graphique 11 a**  
Etats-Unis : Taux d'épargne des ménages et inflation

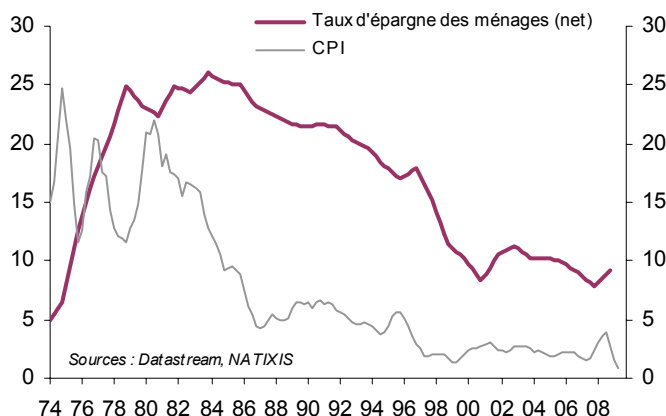


**Graphique 11 b**  
Royaume-Uni : Taux d'épargne des ménages et inflation



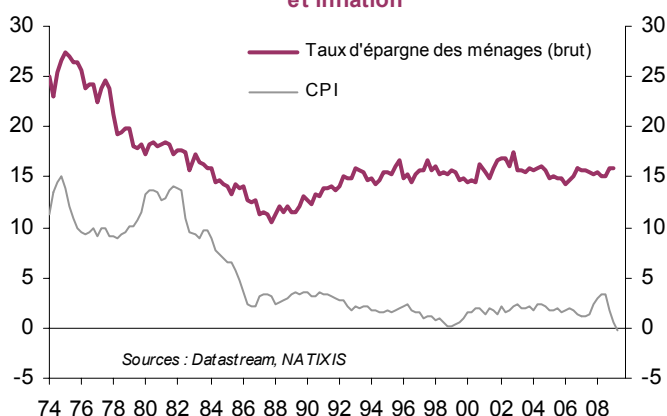
Graphique 11 c

Italie : Taux d'épargne des ménages et inflation



Graphique 11 d

France : Taux d'épargne des ménages et inflation



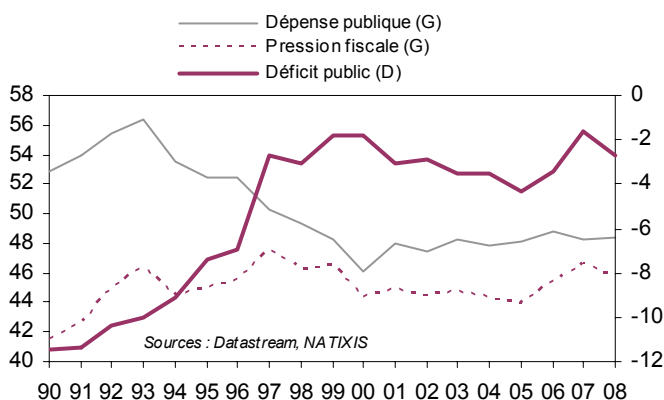
## # 2 Politique budgétaire restrictive

La seconde réaction possible est le passage à des politiques budgétaires très restrictives. On peut donner comme exemples les politiques mises en place durant les années 1990 pour les **pays qui devaient satisfaire les critères de Maastricht pour rentrer dans l'euro**.

**L'Italie (graphiques 12 a/b)** a, à la fois, réduit les dépenses publiques et accru la pression fiscale de 1992 à 2000 ; il en a résulté, faible croissance et hausse du chômage ; la situation est similaire en **France** avec, jusqu'en 1998, maintien d'une croissance faible, de la consommation et de l'investissement, et d'un chômage élevé (graphiques 13 a/b). On met parfois en avant le fait que **s'il y a baisse des dépenses publiques et non hausse de la pression fiscale le coût en croissance peut être amorti par le mécanisme de neutralité ricardienne**, la baisse du taux d'épargne des ménages liée à la baisse des anticipations de pression fiscale dans le futur soutient de la demande.

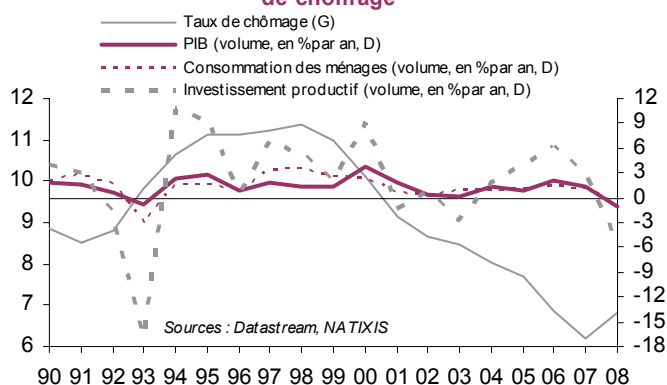
Graphique 12 a

Italie : Déficit public, dépense publique et pression fiscale (en % du PIB)

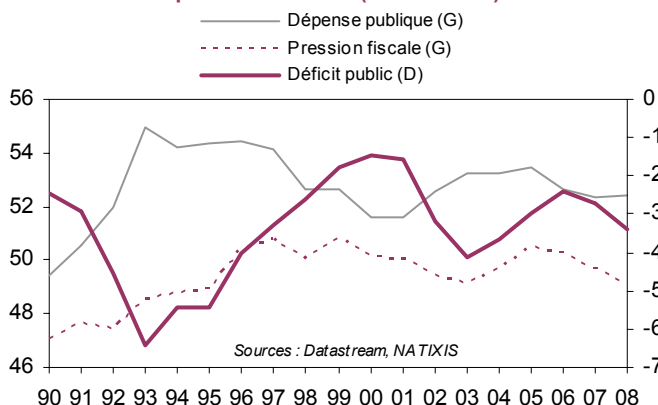


Graphique 12 b

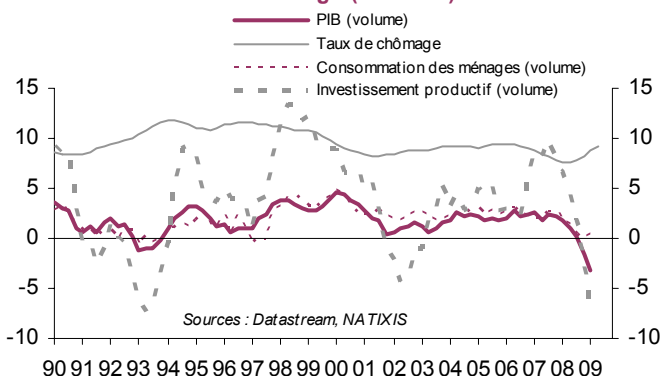
Italie : croissance du PIB, investissement productif, consommation des ménages et taux de chômage



**Graphique 13 a**  
France : Déficit public, dépense publique et pression fiscale (en % du PIB)



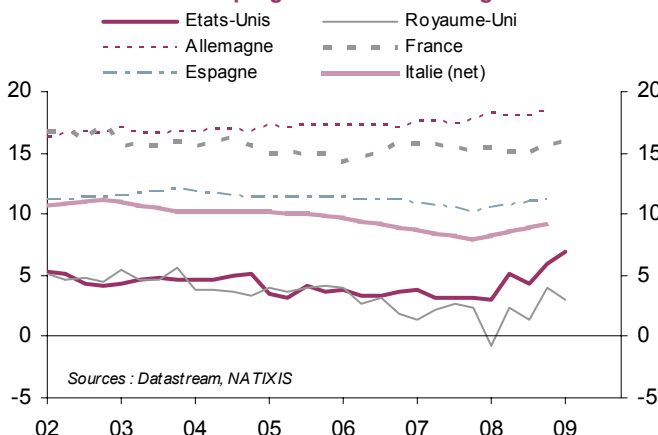
**Graphique 13 b**  
France : Croissance du PIB et investissements productif, consommation des ménages et taux de chômage (GA en %)



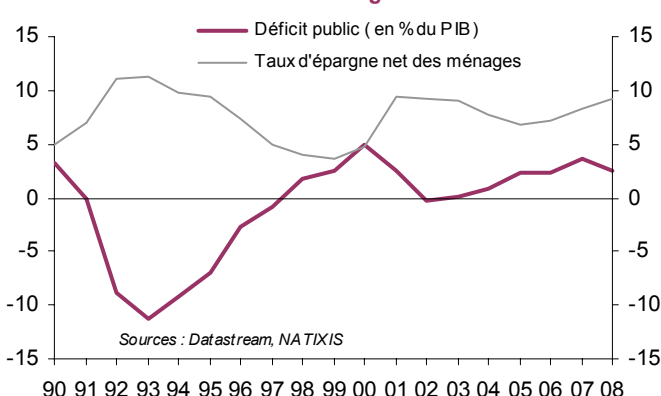
Mais :

- si c'est le cas, la perte de croissance a eu lieu plus tôt, avec la hausse de l'épargne des ménages au moment où les déficits sont mis en place. On voit d'ailleurs aujourd'hui une hausse importante du taux d'épargne des ménages dans quelques pays (Etats-Unis, Royaume-Uni, Allemagne, France **graphique 14**) peut-être partiellement due à ce mécanisme ;
- il faudrait que les gouvernements aient le courage de réduire les dépenses publiques ;
- lorsqu'une baisse du taux d'épargne des ménages a été observée, parallèlement à une hausse du déficit public (par exemple en Suède dans les années 1990, **graphique 15a**), il n'est pas certain qu'il s'agisse de neutralité ricardienne ou de l'effet des politiques monétaire et de change expansionnistes mises en place en parallèle (**graphique 15 b**).

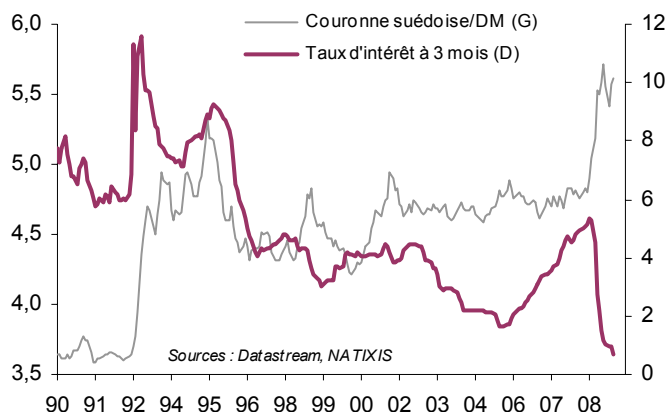
**Graphique 14**  
Taux d'épargne brut des ménages



**Graphique 15 a**  
Suède : Déficit public et taux d'épargne des ménages



**Graphique 15 b**  
Suède : Taux d'intérêt et taux de change

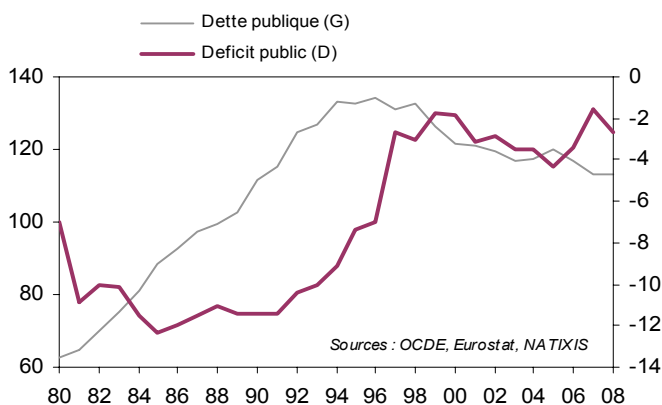


### # 3 Hausse des taux d'intérêt

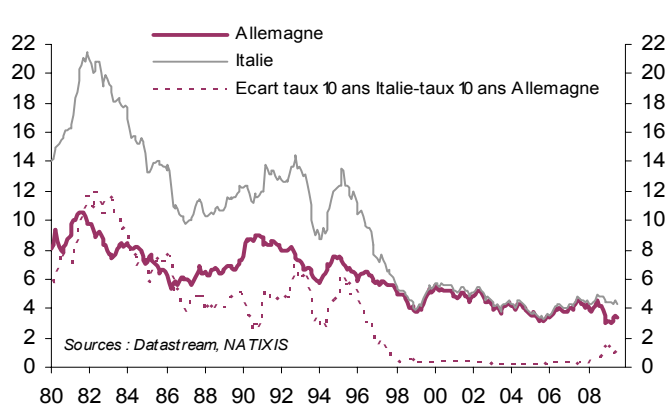
Si l'excès de dette publique provoque une hausse des taux d'intérêt, le recul de la croissance se fait naturellement par **la réduction de l'investissement productif et de l'investissement logement due au niveau élevé des taux d'intérêt.**

**Le cas italien** peut illustrer cette situation. La dette publique élevée en Italie (**graphique 16 a**), le plus souvent (sauf pendant quelques années avant la crise présente) conduit à des taux d'intérêt élevés (**graphique 16 b**), et de ce fait à une activité chroniquement déprimée et un investissement faible (**graphique 16 c**).

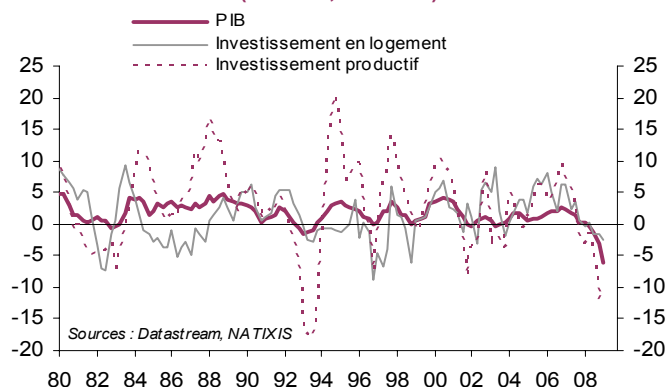
**Graphique 16 a**  
Italie : Déficit et dette publics (en % du PIB)



**Graphique 16 b**  
Taux d'intérêt à 10 ans



**Graphique 16 c**  
Italie : croissance du PIB et investissements (volume, GA en %)

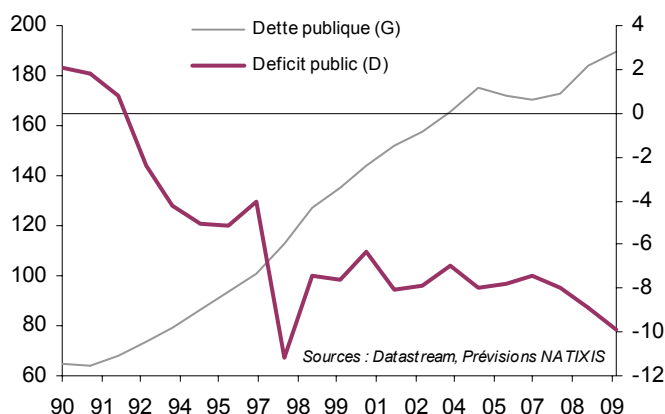




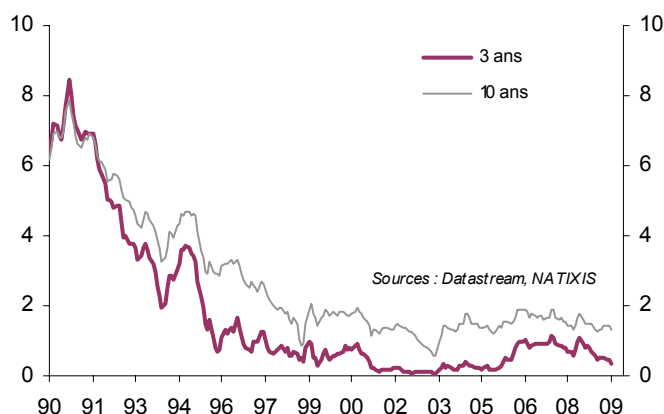
## # 4 le cas "japonais"

On a vu au Japon qu'une **dette publique très élevée ne conduisait pas à une hausse des taux d'intérêt (graphiques 17 a/b)**, dans une situation où **l'aversion pour le risque et la préférence pour les actifs domestiques des investisseurs** conduisaient à des achats importants de titres publics par les investisseurs domestiques, même à un taux d'intérêt très bas (**graphique 17 c**).

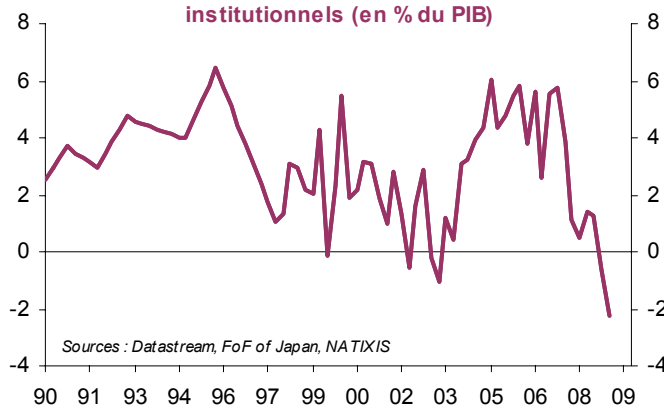
**Graphique 17 a**  
Japon : Déficit et dette (en % du PIB)



**Graphique 17 b**  
Japon : Taux d'intérêt

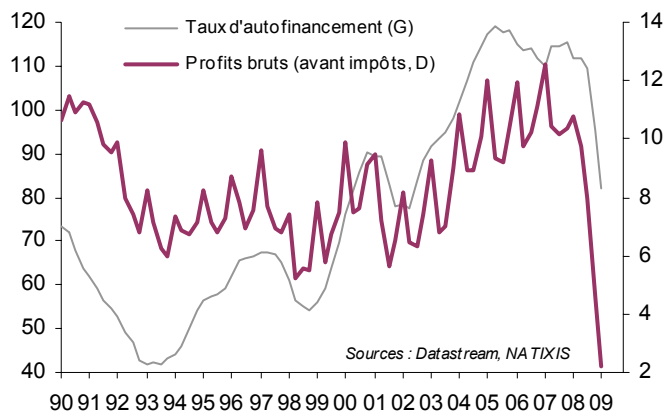


**Graphique 17 c**  
Japon : Achats nets d'obligations totales par les ménages et les investisseurs institutionnels (en % du PIB)

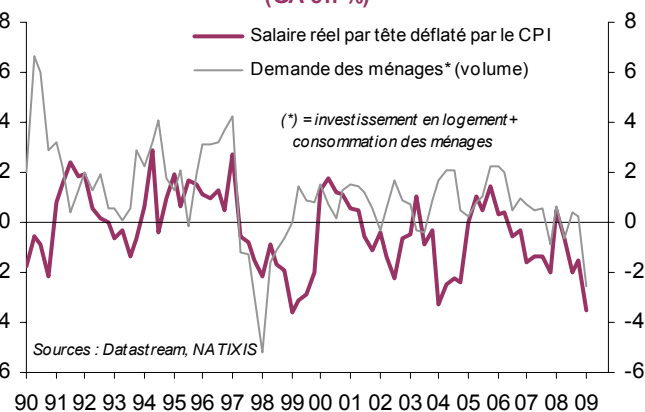


Mais, dans ce cas, **l'effet négatif sur l'activité, qui ne vient pas de la hausse des taux d'intérêt, vient du détournement de l'épargne au profit de l'Etat. Les entreprises n'ont plus accès à des financements extérieurs, puisque l'Etat accapare l'épargne.** Ceci impose aux entreprises d'autofinancer leurs investissements, donc de comprimer les salaires pour accroître leurs profits, d'où le recul de la demande des ménages (**graphiques 18 a/b**).

**Graphique 18 a**  
**Japon : Taux d'autofinancement et de profits**



**Graphique 18 b**  
**Japon : Salaire et demande des ménages (GA en %)**



**Synthèse : pas possible d'échapper au freinage de la croissance lorsque le taux d'endettement public est trop élevé**

Tous les pays de l'OCDE se dirigent vers une situation de taux d'endettement public très élevé. Il ne faut pas avoir d'illusion : **cela conduira dans le futur à une perte de croissance quelle que soit la conséquence de la dette publique élevée parmi les diverses conséquences possibles :**

- **l'inflation** est une taxe qui réduit la consommation,
- **les politiques budgétaires restrictives** réduisent la demande, et nous ne croyons pas qu'il faille compter sur la neutralité ricardienne,
- **la hausse des taux d'intérêt** réduit l'investissement,
- **la captation de l'épargne publique pour financer l'Etat**, même à un taux d'intérêt bas, force les entreprises à s'autofinancer et à réduire les salaires.