

Ramener à zéro le déficit public doit-il être l'objectif central de la politique économique ?

Henri Sterdyniak

La crise des années 2008-2009 fut provoquée par des innovations financières hasardeuses, dans un contexte de libéralisation financière et d'explosion de la masse de capitaux à la recherche de placements liquides et rentables. Les marchés financiers se sont révélés avides, aveugles et instables. La globalisation financière a permis le gonflement de déséquilibres qui ont fini par éclater. En sens inverse, la crise ne provient pas de hausses excessives des dépenses, des déficits ou des dettes publics. En 2007, le solde public de l'ensemble des pays de l'OCDE ne présentait qu'un déficit de 1,3 % du PIB ; celui de l'ensemble des pays de la zone euro de 0,7 % du PIB (voir Mathieu et Sterdyniak, 2009). Les dettes publiques étaient stables (à 40 % du PIB pour la dette nette de l'ensemble des pays de l'OCDE).

La crise a montré que l'économie mondiale, sans régulation financière et sans gouvernance macroéconomique, est foncièrement instable ; que l'intervention publique est indispensable ; que la politique budgétaire reste nécessaire. En même temps, elle a provoqué une forte hausse des déficits et dettes publics puisque les États ont dû intervenir pour sauver les systèmes financiers, pour soutenir l'activité et surtout ont enregistré une forte baisse de leurs recettes fiscales en raison de la chute du PIB. La plupart des pays ont connu une hausse de l'ordre de 20 points de PIB du montant de leur dette nette. Début 2012, alors qu'ils sont loin de s'être rétablis des effets de la crise (qui leur a coûté en moyenne 8 points d'activité par rapport à la tendance d'avant-crise), ils sont confrontés à un choix délicat : faut-il continuer à soutenir l'activité ou tout faire pour réduire les dettes et les déficits publics ? Faut-il se donner un objectif de plein emploi ou de solde public ?

Pour les marchés financiers et les institutions internationales, la question essentielle est maintenant celle des finances publiques. À partir de 2009, les marchés financiers ont eu des doutes sur la soutenabilité des finances publiques et ont réclamé de fortes réductions des déficits budgétaires, même si ceux-ci demeuraient nécessaires pour soutenir l'activité. Ils ont réclamé de fortes primes de risques pour détenir les dettes

publiques de certains pays de la zone euro, qu'ils jugeaient insolubles, d'autant plus que ceux-ci ne bénéficiaient pas du soutien inconditionnel de leur banque centrale. Le risque est grand de voir demain les marchés financiers et les agences de notation imposer leur politique économique aux États. Mais, les marchés n'ont guère la compétence macroéconomique nécessaire : la mise en œuvre simultanée de politiques budgétaires restrictives dans l'ensemble des pays de l'OCDE s'est traduite par une chute de la production, une baisse des recettes fiscales, une dégradation du ratio d'endettement ; et les marchés ne sont toujours pas *rassurés*. Comment éviter la dictature des marchés financiers ?

Nous nous proposons de montrer ici quatre points : la croissance des dettes et des déficits n'est pas une spécificité française ; elle a été rendue nécessaire dans la plupart des pays de l'OCDE par les besoins de la régulation macroéconomique face aux déséquilibres du mode de croissance actuel ; des règles rigides et automatiques ne peuvent remplacer un pilotage avisé de la politique budgétaire, en particulier dans la zone euro ; la priorité en 2012 n'est pas de réduire rapidement les déficits publics par la baisse des dépenses publiques mais de mettre en œuvre une nouvelle stratégie de croissance.

Il n'y a pas de spécificité française...

Début 2012, la question de la dette publique est au centre du débat politique français¹ :

- la charge de la dette (2,4 % du PIB en 2010²) serait le deuxième poste de dépenses de l'État et absorberait la quasi-totalité des recettes de l'impôt sur le revenu ;
- la France vivrait à crédit depuis 30 ans : les générations actuelles reporteraient la charge des dépenses publiques sur les générations futures ;
- chaque nouveau-né en France hériterait d'une dette de l'ordre de 25 000 euros ;
- il faudrait donc réduire fortement les dépenses publiques puisqu'il ne serait plus possible d'augmenter les impôts qui sont déjà trop élevés en France, découragent le travail et l'investissement, nuisent à la compétitivité, font fuir à l'étranger les capitaux et les talents.

Certes, de 1974 à 2011 (soit durant 38 ans), la France, comme l'Italie, n'a jamais connu d'excédent budgétaire, mais la vertueuse Allemagne n'a connu que 2 années d'excédent, les États-Unis 3, la Grande-Bretagne 4, le Japon 5. L'équilibre budgétaire n'est pas une règle. Nous verrons qu'il n'a pas de justification économique.

En 2010, le déficit budgétaire français (7,1 % du PIB) a été supérieur à celui de l'Allemagne (4,3 %), de l'Italie (4,5 %), de la moyenne de la zone euro (6,3 %), mais il était inférieur à ceux du Japon (8,9%), de l'Espagne (9,3 %), du Royaume-Uni (10,4 %) et des États-Unis (10,7 %).

En termes de dette nette, la dette financière brute, moins les actifs financiers détenus par les administrations, la France était, fin 2010, à 59 % du PIB, nettement en

1. Le rapport Pébereau paru en 2005 avait déjà mis l'accent sur le poids de la dette. Nous mettons ici à jour l'analyse critique publiée dans Creel J. et Sterdyniak H. (2006), « Faut-il réduire la dette publique ? », [Lettre de l'OFCE, n° 271, janvier 2006](#).

2. Mais 2,3 % en net, 1,65 % du PIB en tenant compte des dividendes reçus.

Ramener à zéro le déficit public doit-il être l'objectif central de la politique économique ?

dessous du Japon (116 %) et de l'Italie (98,5 %), en dessous des États-Unis (68,5 %), au niveau de la zone euro (58,5 %) et un peu au-dessus du Royaume-Uni (54 %) et de l'Allemagne (52 %). Il n'y a pas de spécificité française. Il est vain d'évoquer une « propension française au déficit ». Il existe un problème dans tous les grands pays développés qui rend nécessaires les déficits et les dettes publics.

Les administrations publiques françaises sont certes endettées mais elles possèdent aussi des actifs physiques. Globalement, la richesse nette des administrations représentait 26,7 % du PIB fin 2010, soit 8 000 euros par Français (tableau 1). Certes, le nouveau-né français hérite d'une dette publique, mais il hérite aussi d'actifs publics : routes, écoles, hôpitaux, équipements sportifs, ... Évoquer l'une sans évoquer les autres est peu rigoureux. Le jeune Français qui entre dans la vie active a généralement bénéficié d'une éducation de haut niveau, et d'un service de santé particulièrement performant. Peut-il refuser de rembourser la dette publique sans rembourser à la génération précédente son éducation, ses dépenses de santé, sans racheter les équipements collectifs ?

Tableau 1. Compte de patrimoine des administrations françaises

En % du PIB

	1994	2010	Euros par habitant 2010
Actifs non financiers	57,0	85,6	25 700
Actifs financiers	30,5	45,9	13 700
Dette	62,9	104,8	31 400
Valeur nette	24,6	26,7	8 000

Source : INSEE, Comptabilité Nationale.

On ne peut évaluer l'héritage que les ménages français laisseront à leurs enfants par la seule dette publique brute. C'est toute la richesse nationale qu'il faut considérer, c'est-à-dire le stock de capital physique et des avoirs nets accumulés sur l'étranger. Fin 2010, les actifs physiques représentaient 6,88 fois le PIB de la France ; la France présentait un léger endettement net (12 % du PIB) vis-à-vis de l'étranger. La richesse nationale est donc de 6,76 fois le PIB. Le nouveau-né français est donc riche en moyenne, à sa naissance, de 202 000 euros (la richesse nationale divisée par le nombre d'habitants).

La France a certes un déficit public, mais c'est l'épargne nationale qui détermine la croissance de la richesse nationale. Celle-ci était en France de l'ordre de 19 % du PIB en 2007, un peu moins que la moyenne de la zone euro (21 %), mais au même niveau que l'UE-15 (20 %) et nettement au-dessus du Royaume-Uni (15 %) ou des États-Unis (14 %). Globalement, la France consomme nettement moins qu'elle produit et ne vit pas « à crédit » : 13 % du PIB sert à compenser la dépréciation du capital, 6 % à augmenter son niveau.

Surtout, la France a conservé un taux de fécondité relativement élevé. Les générations futures seront donc nombreuses. Les Français auront moins de problèmes de financement des retraites que les Allemands, les Italiens, les Espagnols...

La dette ne coûte rien...

En 2010, la charge nette de la dette était de 2,3 % du PIB ; soit, un taux d'intérêt moyen sur la dette de 3,0 %, nettement en dessous du taux de croissance nominal. Certes, ce taux est particulièrement bas en raison de la récession dans la zone euro. Supposons que, en régime permanent, le taux d'intérêt moyen soit de 4 %, le taux d'inflation de 2 %, et le taux de croissance potentielle de 2 %. Pour stabiliser la dette au niveau de 60 % du PIB, un déficit de 2,4 % du PIB ($2,4 = 60 \% * 4 \%$) suffit. Pour des charges d'intérêt de 2,4 % du PIB, le vrai coût de la dette, c'est-à-dire l'excédent primaire nécessaire pour stabiliser la dette, est nul.

Toutes choses égales par ailleurs, si la France avait une dette nulle qu'elle souhaiterait maintenir à tout jamais, le gain en termes de charge budgétaire serait nul par rapport à la situation actuelle. Il est donc faux de prétendre que les charges d'intérêt sont le deuxième poste des dépenses publiques (en fait, corrigées de la croissance, elles sont nulles) ou que la dette fait peser une contrainte insupportable sur la politique budgétaire³.

De plus, le taux d'imposition des intérêts était en 2010 de 30 %. Un taux d'intérêt nominal de 4 %, avec une inflation de 2 %, correspond donc à un taux réel, après impôt, de 0,8 %, bien inférieur au taux de croissance tendanciel.

La dette ne coûte rien tant que le taux d'intérêt est inférieur au taux de croissance. Elle ne pose problème que si le taux d'intérêt (après impôt) devient nettement supérieur au taux de croissance : dans ce cas, la dette publique fait boule de neige ; elle s'entretient elle-même. En situation de faible croissance, la politique monétaire, en maintenant de bas taux d'intérêt, assure, en principe, que ce n'est pas le cas. En période de forte croissance, le taux d'intérêt peut dépasser le taux de croissance, mais dans cette situation, les rentrées fiscales permettent de réduire les déficits sans larmes. Le cas problématique que nous discuterons plus loin est celui où les marchés financiers imposent des primes de risque injustifiées.

Par ailleurs, la vraie « règle d'or » des finances publiques⁴ stipule qu'il est légitime de financer les investissements publics par le déficit, puisque ceux-ci seront utilisés pendant plusieurs années. Le déficit structurel doit donc être égal à l'investissement public net. Dans la version en stock, la règle d'or devient l'égalité entre la dette publique et le capital public. Dans ce cas, le déficit structurel doit être égal à l'investissement public net, plus la dépréciation de la dette due à l'inflation, soit, en France, de l'ordre de 2,4 % du PIB (3,3 % d'investissement brut – 2,5 % d'amortissement + 1,6 % de dépréciation de la dette). Comme le montre le tableau 1, la dette publique nette est en France en 2010 inférieure au capital public.

Il n'y a donc aucune raison de se fixer une norme d'équilibre des finances publiques. L'État n'est pas un ménage. Immortel, il peut avoir une dette en permanence ; il n'a pas à la rembourser mais seulement à garantir qu'il pourra toujours en servir la charge. Les agents privés désirent détenir de la dette publique pour des raisons de liquidité et

3. Ainsi Charles Wyplosz écrit-il : « Sans la dette, on pourrait quasiment abolir l'impôt sur le revenu sans toucher au reste des dépenses publiques ». En 2010, la France a un déficit public de 7 % du PIB, dont 2,3 points de charge d'intérêt. Si la dette n'existait pas, la France devrait équilibrer son budget chaque année ; en 2010 elle aurait dû augmenter ses impôts ou diminuer ses dépenses de 4,7 points de PIB.

4. Elle a été énoncée par Paul Leroy-Beaulieu dans son *Traité de la science des finances* (1891). Elle ne correspond pas à ce que le gouvernement ou les médias désignent actuellement comme tel : l'équilibre du solde public.

de sécurité. Les assurances-vie, les fonds de pension ont besoin de titres de dette publique pour sécuriser leurs engagements. Les marchés financiers ont besoin de titres sans risques. La dette publique française était notée AAA par les agences de notation. La légère dégradation infligée à la France en décembre 2011 par une agence de notation n'a guère inquiété les marchés. Le 5 avril 2012, l'État s'est endetté à 1,96 % à 5 ans ; à 3 % à 10 ans, soit nettement en dessous du taux de croissance (en valeur) prévisible. Pour les marchés, la France est solvable et le taux d'intérêt sur la dette n'augmentera guère, même à long terme. Contrairement au rapport Pébereau ou aux rapports de la Cour des comptes, ils ne craignent pas que la France soit en faillite.

Certes, 66 % environ de la dette publique française est détenue à l'étranger, par des agents qui souhaitent diversifier leur portefeuille, en détenant des titres en euros relativement peu risqués ; mais pour des raisons symétriques de diversification, les institutions financières françaises détiennent à peu près autant de titres étrangers, plus risqués mais plus rentables.

Pour réduire la dette brute de 90 % du PIB à 60 % en 10 ans, il faudrait un effort de 3 point du PIB par an. Imaginons que les pouvoirs publics, en réduisant les dépenses courantes ou en augmentant les impôts, dégagent ces 60 milliards, quelle serait la meilleure stratégie : consacrer cette somme au désendettement public (au risque de nuire à l'activité) ou à la recherche, l'enseignement, la formation, le soutien aux PME et à l'innovation industrielle ?

Il n'y aura pas une génération sacrifiée qui aura à rembourser brutalement la dette accumulée par les générations précédentes. Soit cette génération continuera à avoir un fort taux d'épargne ; il faudra un déficit public pour soutenir l'activité et une dette publique comme instrument d'épargne sans risque ; la dette pourra se maintenir entre 60 et 90 % du PIB, avec un taux d'intérêt et un taux de croissance de 4 %. Soit, à certaines périodes, la demande privée sera particulièrement forte, l'activité sera soutenue et l'État pourra réduire sans effort son déficit et sa dette.

Le déficit public est nocif pour les générations futures quand il s'effectue au détriment de l'investissement ; ce n'est pas le cas quand il finance l'investissement public ; ce n'est pas le cas, dans la période actuelle, où il est nécessaire pour soutenir l'activité, en situation de bas taux d'intérêt, en raison d'un fort taux d'épargne des ménages et d'un refus des entreprises d'investir davantage.

Se pose le problème du niveau adéquat de la dette. Celui-ci n'a aucune raison d'être stable en pourcentage du PIB. Par exemple, une population qui vieillit peut avoir besoin de davantage d'actifs financiers sans risque, donc d'une dette publique plus importante. De même, l'augmentation de la volatilité des marchés financiers induit un effet de « fuite vers la sécurité », qui augmente le désir des ménages de détenir des titres publics au détriment de la détention d'actions. Tant que la dette apparaît désirée, qu'il est possible de l'émettre à de bas taux d'intérêt, qu'elle ne provoque ni tensions inflationnistes ni déficit extérieur, que l'économie est en sous-emploi, elle n'est pas excessive.

Dettes déstabilisantes ou dettes de régulation

Il existe deux grandes familles d'explications du niveau des dettes et des déficits publics. Selon les économistes libéraux, la croissance de la dette publique serait la conséquence d'un biais dépensier et démagogique des gouvernements. Ceux-ci auraient tendance à faire trop de dépenses pour satisfaire leurs différents électeurs

sans augmenter les impôts en contrepartie. Ils utiliseraient la politique budgétaire à des fins électoralistes et non à des fins de régulation macroéconomique. Ils ne feraient pas les efforts nécessaires en période de bonne conjoncture. Aussi, les déficits publics seraient-ils en permanence trop élevés, conduisant à de trop fortes dettes. Ils seraient une cause autonome de déséquilibre macroéconomique. En ponctionnant l'épargne, ils provoqueraient une hausse des taux d'intérêt, qui évincerait l'investissement privé et nuirait à l'accumulation du capital, donc à la croissance future. Ils appauvriraient donc les générations futures.

Ce schéma n'est guère observé dans la réalité. De 2002 à 2005, au contraire, les taux d'intérêt de court et de long terme ont été au plus bas, malgré le gonflement des déficits publics, en Europe comme aux États-Unis et au Japon. C'est de nouveau le cas depuis 2008. Les grands pays ont à la fois un fort déficit, une forte dette publique et de bas taux d'intérêt. L'augmentation des dettes n'a pas eu d'effet sur les taux d'intérêt ou sur les taux d'inflation. En 2011, le taux d'intérêt de long terme était de 1 % au Japon, de 2 % en Allemagne et aux États-Unis, de 2,5 % au Royaume-Uni, soit nettement inférieur à la croissance potentielle nominale. Il est difficile de prétendre que ces niveaux nuisent à l'investissement. Il peut certes y avoir des déficits déstabilisants, sans justification macroéconomique (dépenses militaires non financées, baisse d'impôts intempestives), mais ce n'est pas le cas actuellement.

La deuxième explication conçoit les déficits et les dettes publics comme des conséquences de la situation macroéconomique. En période d'incertitude économique, de pessimisme des entrepreneurs ou après un krach financier, la demande privée est insuffisante pour maintenir un niveau satisfaisant d'activité. La politique optimale consiste à faire baisser le taux d'intérêt jusqu'à ce que la demande soit suffisamment relancée ; elle a l'avantage de ne pas augmenter la dette publique, de favoriser l'accumulation du capital et de réduire le taux de profit exigé par les entreprises pour investir. Toutefois, elle peut entraîner une accumulation excessive de dettes de la part des entreprises et des ménages. Elle peut être inefficace, en période de forte dépression, où les agents privés sont réticents à s'endetter. Elle peut se révéler insuffisante, parce qu'il y a un plancher à la baisse des taux d'intérêt nominaux, donc réels. Le gouvernement doit alors accepter un certain déficit budgétaire.

Un tel déficit n'a aucun effet d'éviction des dépenses privées : il ne provoque pas de hausse du taux d'intérêt, puisque par définition le taux d'intérêt est à son plus bas niveau possible. Il ne pose pas *a priori* de problème de soutenabilité : si les agents augmentent leurs dépenses, l'État doit être prêt à réduire son déficit du montant nécessaire.

Prenons l'exemple de Pierre, 50 ans, très inquiet pour sa retraite ; il ne veut pas courir le risque de devoir faire appel à son fils en cas de dépendance. Il décide d'épargner 1 000 euros de plus par mois dans le but d'accumuler 120 000 euros à 60 ans. Il crée donc un déficit de demande. S'il n'est pas possible de baisser les taux d'intérêt, l'État doit compenser le déficit de demande en ayant un déficit supplémentaire de 12 000 euros par an et une dette plus forte de 120 000 euros, au bout de 10 ans. Ces 120 000 euros sont une dette supplémentaire désirée. Cette dette va-t-elle peser sur Antoine, le fils de Pierre ? Non, au contraire, s'il doit effectivement utiliser cet argent pour des soins à son père. Non, si Pierre, mourant subitement, lui lègue ces 120 000 euros. La génération d'Antoine hérite de la dette à la fois en tant que passif et en tant qu'actif.

Ramener à zéro le déficit public doit-il être l'objectif central de la politique économique ?

L'État stabilise l'économie en fournissant la dette publique désirée. Les déficits publics augmentent la demande directement, mais aussi indirectement en faisant croître la dette publique, qui, détenue par les ménages, tend à faire augmenter leur consommation⁵. La dette publique n'est pas un poids sur les générations futures puisqu'elle a une contrepartie en termes d'actifs détenus par les ménages. Ce n'est qu'un moyen de rendre l'économie plus liquide. L'épargne des ménages a une contrepartie en déficit et dette publics. On peut certes regretter qu'elle n'ait pas une contrepartie « investissement des entreprises », le fait est que les entreprises refusent de s'endetter.

Ce schéma idyllique suppose bien sûr que le gouvernement réduise effectivement le déficit public quand l'économie se rapprochera du plein emploi des capacités de production. La règle doit être : réduire le déficit public quand la demande a tendance à devenir excessive, donc quand l'inflation accélère ou quand la banque centrale doit augmenter son taux d'intérêt au-dessus du taux de croissance pour ralentir l'inflation.

Ce schéma peut être bloqué si les ménages deviennent Barro-Ricardiens ou si les marchés réclament des primes de risques inappropriées. Imaginons, par exemple, que les ménages augmentent leur taux d'épargne, car, vieillissant, ils souhaitent détenir plus de dettes publiques. L'État augmente donc sa dette, mais les ménages anticipent une future hausse des impôts (à tort, en l'espèce) ; ils augmentent de nouveau leur épargne, ce qui oblige l'État à réaugmenter lui-même son déficit. Autre cas, de figure, les ménages augmentent toujours leur taux d'épargne, l'État doit augmenter son déficit pour stabiliser l'économie, mais les marchés financiers réclament une prime de risque pour compenser la hausse de la dette. Là aussi, l'économie peut entrer dans une spirale infernale : la hausse des taux requis par les marchés oblige l'État à augmenter sa dette pour maintenir le plein emploi, ce qui inquiète les marchés et fait augmenter la dette. Dans les deux cas, l'économie n'est pas stabilisable.

Dans leur ouvrage, *Cette fois, c'est différent : huit siècles de folies financières*, Reinhart et Rogoff prétendent qu'il existe un niveau limite fixe (90 % du PIB pour les pays développés) au-delà duquel la dette publique nuit à la croissance. Mais ce résultat est fragile ; il ne repose que sur des épisodes très particuliers (des situations d'après-guerre) et une spécification bizarre : il n'y aurait pas d'effet défavorable de la dette avant ce niveau, puis, celui-ci dépassé, un impact important. Leur travail ne distingue pas entre les dettes issues de politique de régulation et celles issues de politique déséquilibrante. Les mécanismes de transmission ne sont pas expliqués. On voit mal comment ils joueraient dans la situation actuelle où la hausse des dettes publiques compense la baisse des dettes privées et s'effectue sans hausse des taux d'intérêt.

Dettes et équilibre macroéconomique

La question fondamentale est donc : pourquoi des déficits publics importants sont aujourd'hui nécessaires à l'échelle mondiale pour soutenir la demande ? Dans la période d'avant-crise, quatre facteurs ont concouru à la déficience de la demande mondiale (voir Mathieu et Sterdyniak, 2011) :

5. Aussi, le problème n'est pas la dette publique mais la dette extérieure qui, elle, ne soutient pas l'activité ; pas le déficit public, mais le déficit extérieur. Ainsi, la zone euro avait en 2011 un déficit public de 4 % de son PIB, mais son solde extérieur était lui équilibré.

— de nombreux pays se sont lancés dans des stratégies néo-mercantilistes visant à accumuler des excédents extérieurs : les pays d'Asie qui, échaudés par la crise de 1997, ont voulu s'affranchir de la tutelle des marchés financiers et du risque de devoir faire de nouveau appel au FMI ; la Chine qui a souhaité assoir une croissance rapide sur des gains à l'exportation ; les pays qui ont voulu préparer le vieillissement de leur population (Japon, Allemagne, Autriche, Pays-Bas, Pays scandinaves). Ces excédents se sont ajoutés à ceux des pays exportateurs de pétrole et ont pesé sur la demande mondiale ;

— la mondialisation commerciale renforce l'importance de la compétitivité internationale. Chaque pays est incité à faire pression sur ses salaires pour améliorer sa compétitivité. Des pays comme l'Allemagne, les Pays-Bas, l'Autriche ont ainsi réussi à faire fortement baisser la part des salaires dans la valeur ajoutée depuis 2000. Il en résulte une tendance à la baisse de la part de la consommation dans ces pays. Compte tenu de la mondialisation, aucun pays ne met en œuvre la stratégie nécessaire : soutenir la croissance par la hausse des salaires et des prestations sociales⁶ ;

— les pays anglo-saxons ont choisi une croissance caractérisée par le creusement des inégalités de revenus et la stagnation des salaires de la masse des ménages. Il en est résulté une tendance à la baisse de la consommation qui fut compensée par une hausse de l'endettement des ménages et des bulles financière et immobilière, permises par le maintien de bas taux d'intérêt réels. Quand l'endettement des ménages a été poussé à son paroxysme et quand les bulles ont implosé, la dette publique a dû prendre le relais pour soutenir la demande ;

— la montée de la dette dans de nombreux pays ne provient pas d'une tendance à la hausse des dépenses publiques puisqu'au contraire celles-ci, en proportion du PIB, sont plutôt en baisse (de 1997 à 2007, de 1,4 point pour la zone euro, de 0,8 point pour la France), mais de l'effritement des recettes publiques (de - 1,5 point dans la zone euro comme en France, sur la même période), du fait de la politique fiscale menée par la plupart des gouvernements depuis vingt-cinq ans. La liberté de circulation des personnes et des capitaux permet aux ménages les plus riches et aux entreprises de choisir le pays où ils seront imposés. En même temps, la règle de l'unanimité a freiné les progrès de l'harmonisation fiscale en Europe (sauf pour la taxation des revenus d'intérêt). Aussi, les États européens se sont-ils livrés à la concurrence fiscale. Les réductions d'impôts et de cotisations se sont multipliées (sur les bénéfices des sociétés, sur le revenu des particuliers les plus aisés, sur les patrimoines, sur les cotisations patronales...), sans impact suffisamment favorable sur la croissance. Ces politiques fiscales ont ainsi aggravé les inégalités sociales et les déficits publics.

La dette publique et la crise...

Le ralentissement économique a fortement augmenté le niveau des déficits publics. Pour la zone euro, le déficit public est ainsi passé de 0,7 % du PIB en 2007 à 6,4 % en 2009, pour revenir à 4 % en 2012. Le déficit de la zone euro, pris globalement, est cependant toujours resté nettement inférieur aux déficits des États-Unis, du Royaume-Uni, du Japon.

6. Bizarrement, la Commission et les économistes occidentaux préconisent cette stratégie... mais pour la Chine.

Ramener à zéro le déficit public doit-il être l'objectif central de la politique économique ?

Analysons en détail le cas de la France. En 2006, le solde structurel primaire, c'est-à-dire hors charges d'intérêt, était équilibré : le déficit (2,3 % du PIB) correspondait aux charges d'intérêt. De 2006 à 2011, le déficit public (5,2 % du PIB) a augmenté de 2,9 points de PIB ; les charges d'intérêts ont été stables en pourcentage du PIB ; la France a perdu 7,2 points d'activité du fait de la crise. En 2011, le déficit conjoncturel est de 3,6 points de PIB ; le solde structurel est déficitaire de 1,6 point ; le solde structurel primaire est excédentaire de 0,7 point. Deux points de vue sont alors possibles :

— pour certains, les 8 points de PIB perdus pendant la crise sont perdus à tout jamais pour leur plus grande part (selon la Commission, l'écart de production de la France n'était que de 2,3% en 2011, le solde structurel était déficitaire de 4 %), il faut se résigner à un chômage durablement élevé, celui-ci étant structurel. Comme l'objectif doit être d'équilibrer le solde public structurel, la France doit encore faire un effort important de réduction de 4 points de son déficit public ;

— de notre point de vue, le déficit soutenable est de l'ordre de 2,4 points de PIB. Le déficit structurel de 2011 est déjà en dessous de ce chiffre. C'est la croissance qui doit permettre de résorber le déficit conjoncturel. Il n'est pas nécessaire de faire d'effort budgétaire.

La même alternative se pose à tous les pays développés. Les gouvernements ont le choix entre deux stratégies :

— la première (celle que préconisent les États-Unis et les économistes keynésiens) consiste à considérer que la croissance n'est pas repartie. Il faut maintenir des politiques budgétaires expansionnistes. C'est la croissance qui doit combler les déficits. La dette publique peut être maintenue sans problème à 90 % ou 100 % du PIB tant qu'elle est demandée par les épargnants et les marchés. Les déficits publics ne devront être réduits que quand ils ne seront plus nécessaires ;

— la seconde (celle que préconisent les institutions internationales, les administrations nationales et les économistes libéraux) considère qu'il faut tout faire pour réduire le niveau de la dette. Une dette publique supérieure à 60 % ou 90% du PIB, selon les auteurs, entraînerait à terme une tension sur les taux d'intérêt et freinerait la croissance. Les dettes publiques actuelles seraient un facteur de crainte pour les ménages qui épargneraient pour payer les impôts futurs. Ainsi, l'OCDE, le FMI, la Commission européenne veulent imposer aux pays une longue cure d'austérité : pendant une dizaine d'années, baisser de 1 point de PIB par an le montant des dépenses publiques. Si le multiplicateur d'une relance généralisée est de 2⁷, ceci signifie que la croissance sera réduite de 2 points par an, les soldes publics ne seront pas améliorés (puisque la baisse d'activité réduira les recettes fiscales), les ratios de dette augmenteront du fait du ralentissement économique. Cette politique serait indispensable pour rassurer les marchés, mais une politique qui aboutirait à une longue période de dépression est-elle vraiment rassurante ?

Sous le regard des marchés et des agences de notation, les pays européens ont choisi la seconde stratégie en mettant en œuvre des politiques fortement restrictives (dès 2010 pour certains, en 2011 pour tous) au risque de nuire à la croissance. Certes, certains économistes ont mis en évidence, dans le passé, des épisodes où une politique budgétaire restrictive n'a pas eu d'effet défavorable sur l'activité, mais elle était accom-

7. Voir Creel, Heyer et Plane (2011) pour une discussion de la valeur du multiplicateur.

pagnée d'une forte dépréciation du taux de change, d'une forte baisse des taux d'intérêt, de l'essor du crédit privé dû à la libéralisation financière, d'un essor de la demande privée, événements peu probables aujourd'hui.

Tableau 2. Déficit publics et dettes publiques dans les grands pays

	Solde public			Dettes au sens de Maastricht		Dettes nettes		
	2007	Creux 2009* ou 2010	2011	2007	2011	2007	2011	Hausse
États-Unis	-2,8	-11,3	-10,0	62,5	101	42,5	74	31,5
Japon	-2,4	-7,5	-8,9	167	206	81,5	127,5	36
Royaume-Uni	-2,7	-11,4*	-9,4	44,5	87,5	28,5	61,5	33
Zone euro	-0,7	-6,3*	-4,0	66	88	42,5	71	27,5
Allemagne	0,3	-3,3	-1,2	65	83	42,5	51,5	9
France	-2,7	-7,5*	-5,2	64	86	36	63	27
Italie	-1,5	-5,4*	-3,6	103,5	120	86,5	102	15,5
Espagne	1,9	-9,2	-8,5	36	68	18	45,5	27,5
Pays-Bas	0,2	-5,4	-5,0	45	65	28	38	10
Belgique	-0,3	-5,9*	-3,5	84	96	73	80,5	6,5
Autriche	-0,9	-4,6	-3,4	60	73,5	31,5	45	13,5
Grèce	-6,4	-15,4*	-9,0	107	161	82	133	51
Portugal	-3,1	-9,1	-5,9	68	101,5	49,5	76	26,5
Finlande	5,2	-2,5	-2,0	35	52	-72,5	-61	11,5
Irlande	0,1	-12,4	-10,3	25	107	0	65	65
OCDE	-1,3	-7,9*	-6,6			38	62,5	24,5

Source : OCDE, Perspectives économiques.

Les institutions internationales refusent de prendre en compte l'utilité sociale ou économique des dépenses publiques. Elles refusent de mettre en cause les politiques de baisse des impôts sur les entreprises ou sur les plus riches. Aussi, préconisent-elles une forte baisse des dépenses sociales : report de l'âge de départ à la retraite, réduction des retraites publiques, des prestations familiales, des prestations chômage, des dépenses de solidarité, réduction des services publics. Cette politique est socialement et économiquement dangereuse. Elle creuse les inégalités sociales et oblige les ménages à recourir aux marchés financiers pour essayer d'obtenir une retraite satisfaisante. Il serait paradoxal que la crise provoquée par les marchés financiers aboutisse à obliger les ménages à y avoir recours pour leur retraite et leur assurance maladie. Faut-il affaiblir le modèle social européen qui a fortement atténué les effets sociaux et économiques de la crise ?

Du dysfonctionnement de la zone euro

Depuis la mi-2009, les marchés ont commencé à craindre (ou à spéculer sur) la défaillance de certains pays de la zone euro. En fait, ils ont perçu une faille dans l'organisation de la zone euro. Alors que les gouvernements des autres pays développés ne peuvent pas être en faillite, pouvant toujours être financés par leur banque centrale, les pays de la zone euro ont renoncé à cette possibilité : selon la Constitution européenne, la BCE n'avait pas le droit de financer directement les États, les États n'étaient pas solidaires entre eux. Du coup, la spéculation a pu se déclencher sur les pays les plus fragiles de la zone : Grèce, Espagne, Irlande, ceux qui avaient connu les plus fortes croissances avant la crise, mais qui doivent changer leur modèle de croissance ; puis, par effet de domino, sur l'Italie et l'Espagne.

Ce jeu des marchés financiers risque dorénavant de paralyser complètement la politique budgétaire. Jadis, quand un pays avait une demande trop faible, la banque centrale diminuait au minimum son taux d'intérêt et s'engageait, si nécessaire, à le maintenir durablement bas ; l'État augmentait son déficit ; le bas niveau des taux d'intérêt évitait que la dette publique n'augmente trop ; il provoquait une baisse du taux de change, donc des gains de compétitivité qui contribuaient à soutenir l'activité. C'est toujours la stratégie des États-Unis.

Le risque est que demain, un pays de la zone euro ne puisse plus augmenter son déficit de crainte que les agences de notation ne le dégradent et que les marchés ne provoquent une hausse des taux d'intérêt. Cette hausse rendrait la politique budgétaire impuissante et la conjoncture incontrôlable. La dette publique deviendrait un facteur permanent de risque puisque les États seraient à la merci des esprits animaux des marchés. On ne peut laisser les marchés financiers paralyser les politiques économiques en spéculant sur la faillite de certains pays de la zone euro. Il paraît difficile d'envisager que les Italiens aient à terme à payer une charge d'intérêt plus forte d'environ 3,5 points de PIB pour compenser un imaginaire risque de défaut sur leur dette. Les systèmes financiers, les banques, les assurances ne peuvent fonctionner s'ils ne disposent pas d'un actif sans risque, s'ils doivent se garantir contre la faillite de leur propre État. Aussi, le risque de faillite des États doit-il être nul : tout État doit pouvoir se financer auprès de sa banque centrale, même dans la zone euro.

Les pays de la zone euro doivent retrouver la capacité d'émettre une dette publique sans risque. Une garantie totale des dettes de chaque pays par l'ensemble de ses partenaires crée un problème d'alea moral puisque chaque pays pourrait augmenter sa dette sans limite ; une absence de garantie laisse le champ libre aux jeux des marchés financiers. Le compromis souhaitable est difficile à imaginer et à mettre en œuvre. La garantie mutuelle des dettes publiques doit redevenir totale pour les pays qui acceptent de soumettre leur politique budgétaire à un processus de coordination ; cette coordination doit avoir pour but la croissance et le plein emploi ; elle doit examiner l'ensemble des variables macroéconomiques ; le processus doit toujours aboutir à un accord unanime sur des stratégies coordonnées mais différenciées. La coordination ne peut consister dans le respect de règles automatiques (comme celles du PSC). Elle doit passer par un processus de négociation entre pays. Le Traité doit maintenir un dispositif prévoyant le cas où la négociation n'aboutit pas ; dans ce cas, la nouvelle dette des pays hors accord ne serait plus garantie ; mais ce cas ne doit jamais survenir.

Faut-il introduire des règles budgétaires ?

Certains économistes ont proposé d'introduire des règles budgétaires, c'est-à-dire des règles automatiques qui détermineraient la politique budgétaire. L'objectif affiché est de rassurer les marchés financiers, de garantir la soutenabilité de la dette publique ou de protéger les générations futures (Mathieu et Sterdyniak, 2012).

Certains préconisent de se fixer comme objectif l'équilibrer du solde public. Mais la norme d'équilibre du solde public n'a aucune justification économique une fois qu'il est reconnu qu'un certain niveau de dette publique est nécessaire (car, désiré par les agents privés qui veulent pouvoir détenir un actif financier sans risque) et, par ailleurs, qu'il est normal de financer les investissements publics par du déficit public. Imaginons par exemple que les ménages veulent détenir une dette publique de 60 % du PIB, pour un taux d'intérêt de 4 %, et une croissance de 4 %. Le solde d'équilibre est de 2,4 %.

Ces règles sont généralement incapables de prendre en compte les nécessités de la politique conjoncturelle. Considérons un pays initialement au plein emploi ; celui-ci subit un déficit de demande ; il ramène son taux d'intérêt à proximité de 0 ; mais le déficit de demande reste de 3 % du PIB. La politique budgétaire optimale est d'accepter un déficit budgétaire de 3 % du PIB pour ramener l'écart de production à 0. *Ex post*, ce déficit semble pourtant conjoncturel selon la méthode de l'OCDE.

La politique budgétaire ne peut être gérée en elle-même, avec des règles arbitraires. La politique budgétaire doit se donner comme objectif de maintenir le niveau souhaitable d'emploi tout en permettant à l'inflation et aux taux d'intérêt de rester à des niveaux satisfaisants. La dette et le déficit public doivent découler de cet objectif.

Faut-il un nouveau Pacte budgétaire ?

Depuis la mi-2010, la Commission a proposé de nombreux dispositifs – le premier semestre européen, le renforcement du PSC, les « 6+2 » propositions législatives – qui visent à renforcer la discipline budgétaire, dont le non-respect serait selon elle une des causes de la crise. Pourtant, les pays de la zone euro ne se caractérisaient pas, avant la crise, par des déficits publics particulièrement forts (tableau 3) : sur les années 2003-2007, la plupart des pays de la zone euro avaient un solde public structurel primaire excédentaire alors que les Etats-Unis, le Royaume-Uni ou le Japon étaient nettement déficitaires. Seule la Grèce présentait un déficit excessif dans la zone euro. Des pays comme l'Irlande ou l'Espagne, en difficulté aujourd'hui, ne présentaient aucun déficit avant la crise.

Le 9 décembre 2011, les pays de la zone euro se sont accordés sur un nouveau Pacte budgétaire : le Traité sur la Stabilité, la Coordination et la Gouvernance de l'UEM. Ce pacte contraindrait fortement les politiques budgétaires à l'avenir. Le déficit structurel de chaque pays membre devra être inférieur à 0,5% du PIB. Un mécanisme de correction automatique devra se déclencher si le déficit est excessif. Cette contrainte et ce mécanisme devront obligatoirement être intégrés de façon contraignante et permanente dans les procédures budgétaires de chaque pays (et, de préférence, dans la Constitution). Les pays dont la dette dépasse 60 % du PIB devront diminuer leur ratio de dette d'au moins un vingtième par an de l'écart avec 60 %. Les pays membres soumis à une *Procédure de déficit excessif* devront diminuer celui-ci selon les instructions de la Commission. Le Traité, signé le 2 mars 2012, entrera en vigueur quand douze pays l'auront ratifié.

Tableau 3. Soldes publics avant la crise, moyenne 2003-2007

	Solde public	Solde structurel primaire*
Belgique	-0,7	3,6
Finlande	3,3	3,0
Espagne	1,0	2,4
Pays-Bas	-1,1	2,4
Italie	-3,3	1,4
Autriche	-1,4	1,0
Irlande	1,3	0,9
Zone euro	-2,1	0,9
Allemagne	-2,5	0,5
France	-3,2	-0,8
Portugal	-4,1	-1,0
OCDE	-2,5	-1,1
États-Unis	-3,6	-1,7
Royaume-Uni	-3,2	-2,5
Grèce	-6,4	-2,6
Japon	-5,0	-4,2

* Estimation, OCDE, novembre 2008.

Source : OCDE, Perspectives économiques.

Ce projet est dangereux sur le plan économique. Il impose des objectifs de moyen terme (un solde budgétaire équilibré, une dette revenant en dessous de 60 % du PIB) qui sont arbitraires et ne sont pas compatibles *a priori* avec les nécessités de l'équilibre économique. De même, il impose une politique budgétaire incompatible avec les nécessités de la régulation conjoncturelle. Il interdit toute politique budgétaire discrétionnaire. Il prive les gouvernements de tout instrument de politique budgétaire.

L'objectif de la politique économique doit être de maintenir un niveau de demande satisfaisant, qui permette la production la plus forte possible compatible avec la stabilité des prix. Se fixer une norme arbitraire de dette ou de déficit public, ne peut se faire qu'au détriment de l'activité. Depuis 1999, l'expérience du Pacte de stabilité et de croissance (PSC) a montré que ces normes arbitraires ne sont ni respectables, ni respectées. Faut-il en ajouter d'autres ?

Faut-il des conseils de finances publiques indépendants ?

Pour certains économistes (Boone et Pisani-Ferry, 2011, ou Wyplosz, 2011, par exemple) comme pour la Commission, il faudrait mettre en place, dans chaque pays, un « Conseil indépendant des finances publiques » qui évaluerait la politique budgétaire suivie. Mais selon quels critères ces experts jugeraient-ils ? Leur objectif sera-t-il être de réduire les déficits publics ou de maintenir un niveau d'activité satisfaisant ?

En septembre 2008, le déficit public français de 2008 était évalué à 2,7 %. Le gouvernement français a présenté un budget prévoyant un déficit identique pour

2009. Les experts auraient, sans doute, demandé à la France de faire plus d'efforts, de prévoir un déficit de 2,2 %. En fait, en raison de la crise, le déficit a été de 7,5 %. Que se serait-il passé ? La France aurait-elle dû pratiquer une politique budgétaire ultra-restrictive en période de crise ? Ou demander la permission en temps continu à ces experts de laisser gonfler son déficit ?

Wyplosz (2011) préconise un conseil indépendant qui mettrait en œuvre une règle de politique budgétaire. Mais quelle règle ? On peut en imaginer deux :

— selon la première, l'objectif doit être de réduire le déficit et la dette. Le solde public structurel, s'il est négatif, doit être réduit d'au moins 0,5 point du PIB par an ; plus si la dette est supérieure à 60 % du PIB. Mais, cette règle ne permet guère de stabilisation conjoncturelle et n'a pas de sens à long terme puisque qu'elle conduirait à une dette publique nulle ;

— selon la deuxième règle, il faut tenir compte de la « règle d'or » des finances publiques : les investissements publics nets (Ipn) doivent être financés par emprunt ; il faut corriger le solde de la dépréciation de la dette induite par l'inflation (du moins pour l'inflation cible de 2 % et la dette cible de 60 %) ; la politique budgétaire doit avoir un rôle contracyclique : un écart de production de 1 % justifie un déficit de 0,75 % du PIB, soit un peu plus que l'effet des stabilisateurs automatiques ; la politique budgétaire doit être restrictive quand la politique monétaire l'est (il faut un excédent quand le taux d'intérêt fixée par la BCE dépasse 4 %, le taux de la « règle d'or de la croissance économique », selon Phelps). D'où :

$$s_t = -Ipn_t - 2 * 60\% + 0,75y_t + 0,5*(i_t - 4)$$

Avec cette règle budgétaire, raisonnable, conforme aux canons de la théorie économique, qui garantit qu'à long terme la dette publique ne dépasse pas le capital public, le solde public de la France en 2011, aurait dû être de $-1,2 - 1,2 - 0,75 * 3,38 - 1,25 = -6,2$ %. Le gouvernement actuel a suivi à peu près cette règle budgétaire. Le déficit public de 2011 (5,2 %) n'était pas excessif.

Réduire les dettes publiques... oui, mais comment ?

Si la croissance des dettes et des déficits publics dans les pays développés a été la réponse au creusement des déséquilibres mondiaux, on ne peut réduire les dettes et les déficits sans s'attaquer aux causes de ces déséquilibres.

Une économie mondiale plus équilibrée nécessiterait que les pays excédentaires basent leur croissance sur leur demande intérieure et que leurs capitaux prennent le risque de l'investissement direct. Dans les pays anglo-saxons, de plus fortes progressions des revenus salariaux et sociaux ainsi que la réduction des inégalités de revenus rendraient moins nécessaire le gonflement des bulles financières, des dettes des ménages et des dettes publiques.

La zone euro a besoin de retrouver les 8 points de PIB perdus du fait de la crise⁹. Au lieu de se polariser sur les soldes publics, les instances européennes devraient présenter

8. En reprenant l'évaluation de l'OCDE.

9. En comparant, pour 2010, le niveau effectif du PIB avec celui correspondant à la croissance tendancielle d'avant la crise.

Ramener à zéro le déficit public doit-il être l'objectif central de la politique économique ?

une stratégie de sortie de crise, basée sur la reprise de la demande, la consommation comme les dépenses publiques, et surtout sur les investissements porteurs d'avenir et préparant la transition écologique. Cette stratégie doit comporter le maintien de bas taux d'intérêt et des déficits publics, tant qu'ils seront nécessaires pour soutenir l'activité.

Bibliographie

- Boone L. et J. Pisani-Ferry, 2011, « Comment discipliner les finances publiques », *Telos*, 17 avril.
- Champsaur P. et J.-P. Cotis, 2010, *Rapport sur la situation des finances publiques*, La Documentation française, avril.
- Creel J., É. Heyer. et M. Plane, 2011, « Petit précis de politique budgétaire pour tous les temps », *Revue de l'OFCE*, n° 116, janvier.
- Mathieu C. et H. Sterdyniak, 2009, « La globalisation financière en crise », *Revue de l'OFCE*, n° 110, octobre.
- Mathieu C. et H. Sterdyniak, 2011, « Finances publiques, sorties de crise », *Revue de l'OFCE*, n° 116, janvier.
- Mathieu C. et H. Sterdyniak, 2012, « Faut-il des règles de politique budgétaire ? », *Document de travail de l'OFCE*, n° 7, février.
- Reinhart C. et K. Rogoff, 2009, *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press. En français : *Cette fois, c'est différent : huit siècles de folies financières*, Pearson.
- Wyplosz Ch., 2011, « Fiscal discipline : rules rather than institutions », *NIESR Review*, n° 217, juillet.