

Quels sont les facteurs de la hausse des dettes publiques en zone euro de 1999 à 2019 ?

par [Pierre Aldama](#)

Entre 1999 et 2019, à la veille de la pandémie de la Covid-19, les dettes publiques avaient augmenté en moyenne de 20 points de PIB dans les 11 plus anciens membres de la zone euro. Cette hausse des dettes publiques est communément attribuée aux déficits budgétaires structurels, en particulier ceux d'avant-crise et dans les pays du « Sud ». Cependant, quelle est vraiment la part du stock de dette publique en 2019 que l'on peut attribuer aux déficits structurels, et celles qui sont attribuables à la croissance du PIB, à la charge d'intérêts ou aux déficits conjoncturels ? Dans ce billet, on décompose les variations de dette publique à partir de l'édition de décembre 2020 de l'Economic Outlook de l'OCDE, selon ses principaux facteurs : soldes primaires structurel et conjoncturel, charge d'intérêt, croissance du PIB nominal et ajustements flux-stock. On montre que la contribution des déficits structurels est généralement moins forte que communément admise et que la hausse des dettes publiques sur la période est largement le résultat des conséquences directes et indirectes de la double récession en zone euro.

À la veille de la crise engendrée par la pandémie de Covid-19, le niveau moyen de la dette publique (au sens de Maastricht) des 11 pays les plus anciens de la zone euro était de 92% du PIB. Entre 1999 et 2019, la hausse moyenne de la dette publique dans ces 11 pays a été de 20 points de PIB, avec cependant une forte hétérogénéité (Figure 1). D'un côté, un premier groupe de pays dits « vertueux » – Allemagne, Pays-Bas, Autriche, Finlande et Irlande – ont ramené leurs ratios d'endettement à leur niveau de 1999, à 60% du PIB, voire à un niveau inférieur. De l'autre, des pays dont la dette publique s'est accrue – France, Espagne, Grèce et Portugal – ou maintenue à un niveau élevé – Belgique, Italie. Peut-on en déduire simplement qu'il y a d'un côté des pays-fourmis et de l'autre des pays-cigales ? Sans doute pas.

En effet, tous les pays ne sont pas entrés dans l'UEM avec les mêmes niveaux d'endettement : leur point de départ biaise donc le constat dans la mesure où il n'informe pas de la nature structurelle, cyclique ou liée à la dynamique des charges d'intérêt de la politique budgétaire effectivement menée de 1999 à 2019. La hausse des dettes publiques dans les pays cigales est-elle largement attribuable à l'accumulation des déficits structurels, ou au contraire, à des facteurs conjoncturels et aux

conséquences des récessions en zone euro (2008-2010 et 2011-2013) ?

Dans ce billet, on décompose les *variations* de dette publique à partir de

l'édition de décembre 2020 de *l'Economic*

Outlook de l'OCDE, selon ses principaux facteurs : soldes primaires

structurel et conjoncturel, charge d'intérêt, croissance du PIB nominal et

ajustements flux-stock. On montre que la contribution des déficits structurels

est généralement moins forte que communément admise et que la hausse des

dettes publiques sur la période est largement le résultat des conséquences

directes et indirectes de la double récession en zone euro.

La décomposition comptable de la dynamique de la dette publique

La variation de la dette publique

(en pourcentage du PIB) entre l'année t

et l'année $t-1$ peut se décomposer

selon 5 grands facteurs, à partir de l'équation suivante :

$$\Delta d_t = \frac{r_t}{1+y_t} d_{t-1} - \frac{y_t}{1+y_t} d_{t-1} + sp_t^{cyc} + sp_t^{struc} + afs_t$$

où $r_t / (1+y_t) d_{t-1}$ est l'effet de la charge d'intérêts, $-y_t / (1+y_t) d_{t-1}$ est l'effet de la croissance du PIB nominal (et la somme des deux termes est le fameux effet boule-de-neige[\[1\]](#) de

la dette publique), sp_t^{cyc} est la composante cyclique du solde budgétaire primaire (hors-charge d'intérêts), sp_t^{struc} est le solde primaire structurel (ou ajusté de l'écart de production)

et afs_t sont les ajustements flux-stock, c'est-à-dire les opérations sur l'actif et le passif des APU (Administrations publiques) qui ne sont pas comptabilisées dans le solde primaire.

Finalement, en cumulant chacun de ces termes, on calcule les contributions à la variation totale de la dette publique entre 1999 et 2019 (Figure 2) et année après année (Figure 3).

Enfin, les Figures 4A et 4B présentent des décompositions de la dette publique analogues à la Figure 2 mais sur deux sous-périodes : 1999-2008 et 2008-2019.

Figure 1 : Dette publique/PIB au sens de Maastricht entre 1999 et 2019, en points de PIB

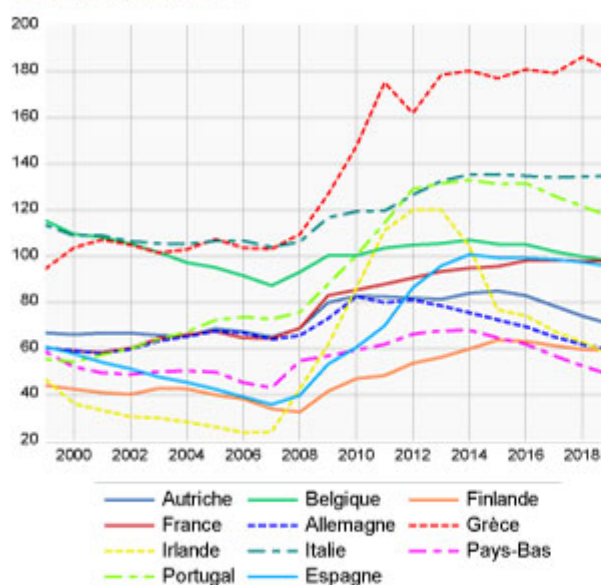
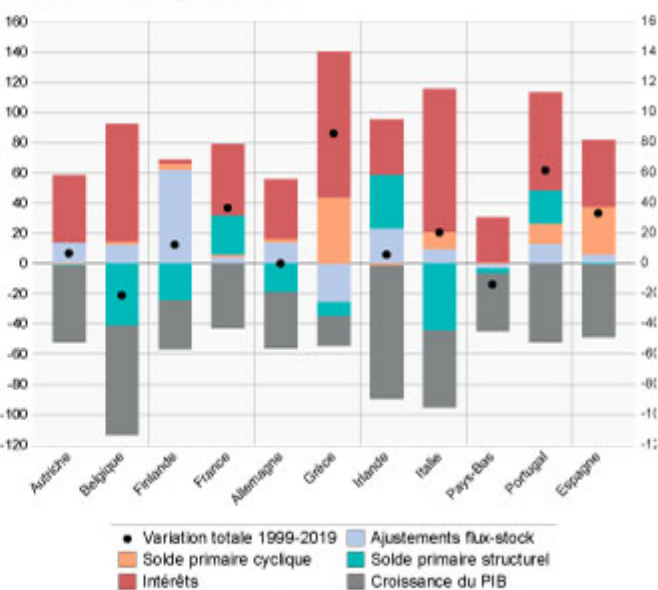


Figure 2 : Décomposition de la variation de la dette publique entre 1999 et 2019, en points de PIB



Notes : Pour chaque pays, la variation totale entre 1999 et 2019 du ratio dette publique/PIB est décomposée entre l'effet des intérêts payés, de la croissance du PIB, des déficits (+) ou excédents (-) primaires cycliques et structurels, et enfin par les ajustements flux-stock (i.e. les opérations touchant à l'actif et au passif des administrations, non comptabilisées dans le solde primaire).

Source : OECD Economic Outlook, Edition 2020/2, calculs de l'auteur.

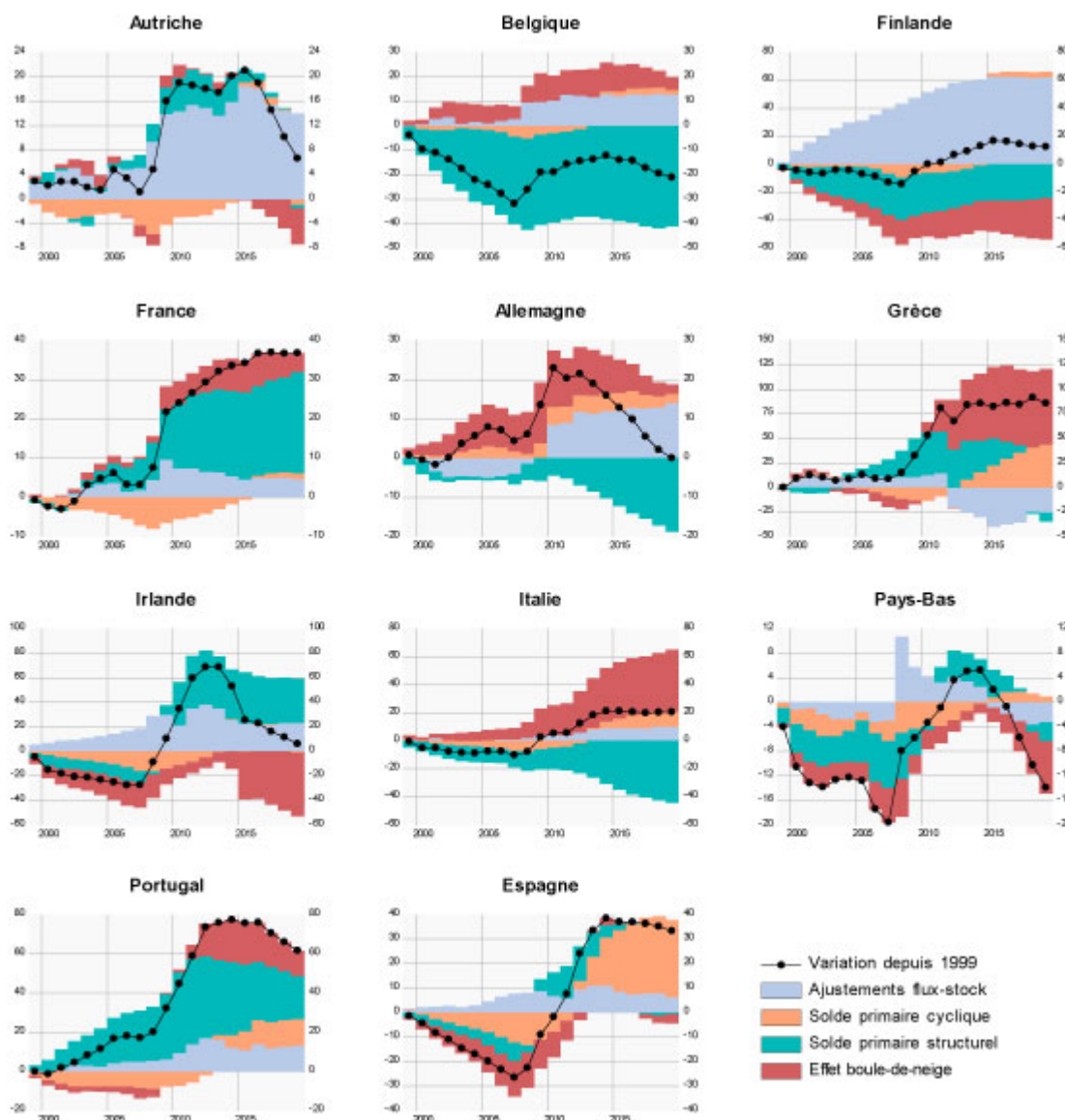
Les cicatrices de la double récession de 2008-2010 et de 2011-2013 en zone euro

La hausse des dettes publiques en UEM est largement expliquée par les effets conjoncturels de la double récession de 2008-2010 et de 2011-2013 (Figure 3).

Entre 2008 et 2019,
parmi les trois pays qui enregistrent les plus fortes hausses
de dette publique
(Grèce, Espagne, Portugal), la hausse de l'endettement
s'explique
majoritairement par des déficits primaires conjoncturels et
par l'effet
boule-de-neige. La Grèce est un exemple frappant à cet égard
dans la mesure où
l'effet boule-de-neige représente près des 3/5 de la hausse de
la dette
publique entre 1999 et 2019, et cet effet est principalement
concentré entre
2008 et 2019, avec l'effondrement du PIB en niveau. À
l'inverse, l'apparent « miracle » irlandais s'explique en
réalité par
un effet massif de la croissance nominale en 2015, qui
s'explique quant à lui
par [la
relocalisation d'actifs immatériels existants en Irlande par
des
multinationales](#).

Par ailleurs, l'éventuelle contribution positive des déficits
structurels à la croissance de la dette pendant la crise de
2008-2010 constitue en réalité une réponse contracyclique
optimale de la politique budgétaire pendant la récession, et
ne peut être interprétée en soi comme un manque de sérieux
budgétaire. Ce n'est cependant le cas que dans moins de la
moitié des pays étudiés : Espagne, Pays-Bas, France, Autriche,
Irlande, et cela reflète en large partie pour les autres pays
la pro-cyclicité des politiques budgétaires discrétionnaires
en zone euro sur la période [\(Aldama et Creel, 2020\)](#).

Figure 3 : Évolution du ratio dette publique/PIB et contributions cumulées depuis 1999, en points de PIB



Notes : Pour chaque pays, la variation totale du ratio dette publique/PIB est décomposée entre l'effet boule-de-neige (qui cumule l'effet de la charge d'intérêts et de la croissance du PIB), des déficits (+) ou excédents (-) primaires cycliques et structurels, et enfin par les ajustements flux-stock (i.e. les opérations touchant à l'actif et au passif des administrations, non comptabilisées dans le solde primaire).
Source : OECD Economic Outlook, Edition 2020/2, calculs de l'auteur.

Enfin, d'une façon générale, la contribution des Ajustements Flux-Stocks s'accroît fortement après la crise de 2008, principalement en raison au plan de sauvetage du secteur bancaire. Dans le cas de la Grèce, la contribution négative des AFS correspond largement au défaut de 2012.

Excédents du Nord vs. déficits structurels du Sud de la zone euro ?

Sur la période 1999-2019, il apparaît que seulement trois pays

(France, Irlande et Portugal) ont une contribution positive des déficits primaires structurels à la croissance de leur dette publique. Remarquablement, la Grèce aussi bien que l'Italie se distinguent de ces pays par une contribution négative du fait de leurs excédents structurels primaires, et on le verra par la suite, notamment du fait de l'ajustement budgétaire structurel réalisé depuis 2010 dans le cas de la Grèce. La Belgique, fortement endettée à son entrée dans l'UEM (114% du PIB) se caractérise également par une forte contribution négative de son solde primaire structurel à la croissance de la dette.

Figure 4A : Décomposition de la variation de la dette entre 1999 et 2008, en points de PIB

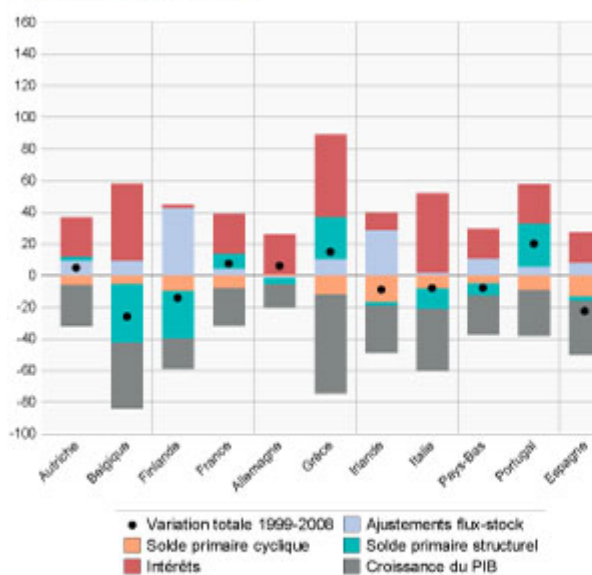
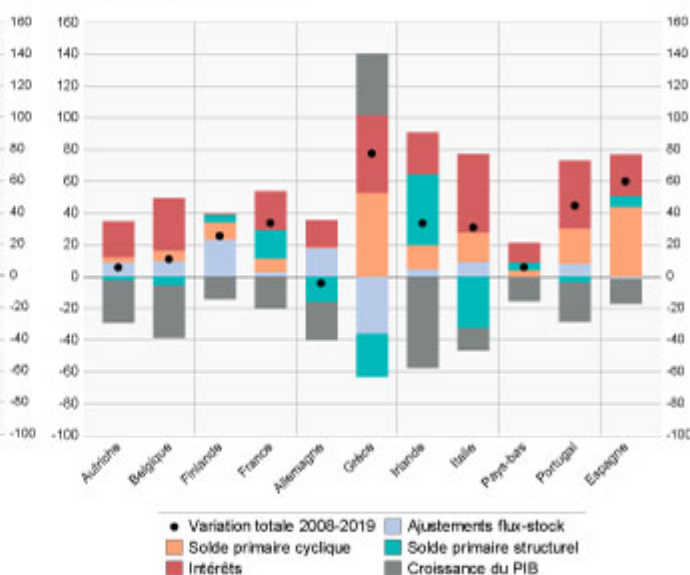


Figure 4B : décomposition de la variation de la dette entre 2008 et 2019, en points de PIB



Notes : Pour chaque pays, la variation totale du ratio dette publique/PIB est décomposée entre l'effet des intérêts payés, de la croissance du PIB, des déficits (+) ou excédents (-) primaires cycliques et structurels, et enfin par les ajustements flux-stock (i.e. les opérations touchant à l'actif et au passif des administrations, non comptabilisées dans le solde primaire).

Source : OECD Economic Outlook, Edition 2020/2, calculs de l'auteur.

Dans le cas de la Grèce, on observe notamment la forte baisse de la contribution du solde structurel primaire, qui devient même négative en 2019 : en d'autres termes, après 2010 la Grèce a plus que compensé l'effet de ses déficits primaires structurels antérieurs. De façon encore plus remarquable, l'Italie a mené sur l'ensemble de la période une

politique budgétaire très rigoureuse, dans la mesure où la contribution (négative) de son excédent structurel primaire n'a cessé de s'accroître en valeur absolue. Dans une situation intermédiaire, le Portugal a commencé à dégager des excédents primaires structurels, sans pour autant annuler l'effet des déficits antérieurs à 2010. L'Irlande, parfois présentée comme la « bonne élève » de la zone euro à la suite de la crise de 2010, n'a pas compensé les déficits structurels enregistrés pendant la crise par des excédents structurels post-crise (la contribution à la variation de la dette étant stable).

Si on se focalise sur la période pré-2008 (Figure 4A) et sur les pays dits du « Sud », là encore, seuls la Grèce et le Portugal ont vu une contribution positive de leurs déficits structurels à la croissance de la dette, tandis que l'Irlande, l'Italie et l'Espagne enregistraient une contribution négative de leurs excédents structurels primaires.

Du côté du couple franco-allemand, la divergence est nette. La rigueur budgétaire allemande apparaît presque extrême : même à la suite de la crise de 2008-2010, le solde structurel primaire de l'État fédéral n'a pas contribué positivement à la croissance de la dette, traduisant une très faible

politique discrétionnaire contracyclique (le solde structurel allemand s'est creusé de 1 point de PIB en 2010). À l'inverse dans le cas de la France, une bonne partie de la variation de la dette publique s'expliquerait par les déficits structurels enregistrés *aussi bien avant qu'après* 2008 (Figures 4A et 4B), avec cependant un ralentissement dans la seconde moitié des années 2010 (Figure 3). Ainsi sur les 37 points de PIB de dette publique accumulés depuis 1999, près de 26 points proviendraient des déficits structurels accumulés sur la période.

Bien entendu, la distinction entre solde structurel et solde conjoncturel repose de manière critique sur l'estimation du niveau de PIB « potentiel », c'est-à-dire de pleine utilisation des facteurs de production, sans pressions inflationnistes. Cette mesure est sujette à une forte incertitude et à de nombreuses critiques, comme par exemple une trop grande sensibilité au cycle macroéconomique et à des chocs de demande ([Coibion et al. 2018](#), [Fatas et Summers 2018](#)).

Certains de ces travaux suggèrent que le niveau potentiel de l'activité pourrait être sous-estimé. Ainsi, le biais vraisemblable dans les estimations de PIB potentiel doit nous prévenir contre toute interprétation définitive sur la nature structurelle vs. conjoncturelle des déficits ou des excédents budgétaires.[\[2\]](#)

Si les dettes publiques ont globalement augmenté en zone euro depuis 1999, ce sont les conséquences directes et indirectes de la crise de 2008, à travers les déficits conjoncturels, l'aggravation de l'effet boule de neige et de la faiblesse *structurelle* de la croissance dans certains pays du Sud, qui en explique une large partie.

Au contraire, parmi les pays les plus endettés aujourd'hui, la plupart ont dégagé de forts excédents structurels primaires sur la période, tels que l'Italie ou la Belgique. La Grèce a même plus que compensé la contribution positive de ses déficits structurels passés. De quoi torde le coup à une grille de lecture encore trop souvent mobilisée, celle du Nord contre le Sud, ou de la rigueur contre le laxisme budgétaire : elle ne survit pas à une analyse simplement comptable de la dynamique de la dette publique.

[\[1\]](#) L'effet

boule-de-neige de la dette publique est l'effet du différentiel entre le taux d'intérêt payé sur le stock de dette accumulé et le taux de croissance de l'économie. Si ce différentiel est positif, la dette publique tend alors à s'accroître mécaniquement, pour un solde budgétaire primaire donné ; inversement, s'il est négatif, la dette publique tend à se réduire mécaniquement.

[\[2\]](#)

Cependant en se basant sur *l'Economic*

Outlook de l'OCDE, on bénéficie d'une approche homogène selon les pays, et donc avec un biais relativement uniforme entre eux. Par ailleurs, la mesure du PIB potentiel utilisée par l'OCDE serait vraisemblablement [moins cyclique](#) que celles du FMI et de la Commission européenne.

La politique monétaire européenne a-t-elle rempli ses objectifs ?

[Christophe](#)

[Blot](#), Caroline Bozou and [Jérôme](#)

[Creel](#)

Dans un document récent en vue de la préparation du [Dialogue monétaire entre le Parlement européen et la BCE](#), nous passons en revue et évaluons les différentes mesures introduites par la BCE depuis le début de la crise COVID-19 en Europe, principalement l'extension des mesures du programme d'achat d'actifs (APP) et le développement des mesures du programme d'achat d'urgence pandémique (PEPP).

Les programmes APP et PEPP se sont vu attribuer des objectifs distincts par rapport aux politiques précédentes. Le programme APP a été orienté vers la stabilité des prix tandis

que le programme PEPP a été orienté vers l'atténuation de la fragmentation financière.

Nous commençons par analyser les effets des annonces du programme APP (y compris les flux d'achat d'actifs) sur les anticipations d'inflation par une approche d'étude d'événements. Nous montrons qu'elles ont contribué à augmenter les anticipations d'inflation.

Ensuite, nous analysons l'impact du programme PEPP sur les écarts de taux (spreads) souverains et montrons que le programme a eu des effets hétérogènes qui ont atténué le risque de fragmentation : le programme PEPP a eu un impact sur les spreads souverains des économies les plus fragiles pendant la pandémie (par exemple, l'Italie) et aucun impact sur les moins fragiles (par exemple, les Pays-Bas). Cependant, les spreads souverains n'ont pas complètement disparu, ce qui fait que la transmission de la politique monétaire n'est pas totalement homogène entre les pays.

Dans une perspective plus large, nous montrons également que les effets macroéconomiques globaux ont été conformes aux résultats attendus depuis le milieu des années 2000 : les mesures de politique monétaire de la BCE ont eu des effets réels sur les taux de chômage de la zone euro, des effets nominaux sur les taux

d'inflation et des effets financiers sur la stabilité bancaire. Ces résultats sont en accord avec les estimations récentes de la Banque de France ([Lhuissier and Nguyen, 2021](#)).

En conclusion, une augmentation de la taille du programme PEPP, ainsi que l'a annoncé la BCE en décembre, est utile pour pallier le risque de réapparition des risques financiers. En attendant, nous soutenons l'idée qu'une décision de la BCE de plafonner les spreads souverains pendant la crise COVID-19 permettrait d'alléger le fardeau de la crise sur les économies les plus fragiles de la zone euro, où les spreads souverains restent les plus élevés.