

La Correspondance économique
Problèmes d'actualité, jeudi 28 janvier 2021

La France pourrait mobiliser 100 milliards d'euros de plus pour la relance, assure l'OFCE dans une étude sur la dette publique

La France pourrait mobiliser 100 milliards d'euros de plus pour la relance, assure l'OFCE dans une étude sur la dette publique

La France pourrait mobiliser 100 milliards d'euros de plus pour la relance, assure l'OFCE dans une étude sur la dette publique

L'Observatoire français des conjonctures économiques (OFCE) a publié hier une étude intitulée "Plus ou moins de dette publique en France ?", dont voici des extraits. L'OFCE y souligne la possibilité pour la France de mobiliser 100 milliards d'euros en plus pour la relance, grâce aux taux d'intérêts faibles à moyen terme.

"Quel est l'espace budgétaire en France ?

(...) On essaie ici de déterminer le montant additionnel d'endettement public, en plus de la dette issue de la crise de la Covid-19 à la fin 2020, pouvant être mobilisé pour stimuler l'investissement en France et la reprise de l'activité économique. La notion d'espace budgétaire a ici pour objectif de mesurer la capacité additionnelle d'endettement d'un Etat, avant que la soutenabilité de la dette publique ne pose problème. Cette question difficile a été étudiée dans des travaux présentant un ensemble d'indicateurs pertinents à différents horizons (Blanchard, 1990; OCDE, 2016), permettant d'assurer la soutenabilité du service de la dette, c'est-à-dire du paiement des intérêts sur la dette publique. Par exemple, à très long terme la soutenabilité de la dette publique dépend de la différence $r-g$, entre le taux d'intérêt nominal apparent sur les dettes publiques et le taux de croissance nominale de l'économie, qui est difficile à anticiper après la crise de la Covid-19. Pour la France, l'analyse peut se simplifier en se concentrant directement sur l'évolution du service de la dette. La dette publique est soutenable si le service de la dette est acceptable : pour un pays comme la France, le problème budgétaire n'est pas le déficit, ni la dette, mais le service de la dette publique. Ce point est essentiel pour tenir compte du nouvel environnement de taux d'intérêt.

- Détermination de l'espace budgétaire pour un plan de relance additionnel

Reprenons les points importants de l'analyse précédente : 1) l'espace budgétaire doit se mesurer par une estimation d'un maximum de charge d'intérêt toléré sur PIB, qui est le résumé pertinent du coût de la dette publique; 2) Le montant des charges d'intérêt dépend de manière cruciale de l'évolution des taux d'intérêt (plus que du rachat par les banques centrales); 3) Les taux d'intérêt seront probablement faibles dans les dix prochaines années, mais il est essentiel de gérer le risque d'une remontée des taux réels (Creel, 2020). Construisons alors un scénario prudent. Le montant moyen de charge d'intérêt sur le PIB a décru de 3,5 % à 1 % du PIB anticipé en 2022, sans que de tels niveaux ne créent de tensions importantes sur les finances publiques. On peut donc considérer la moyenne du service de la dette des vingt dernières années comme une borne acceptable, soit 2 % du PIB, niveau éloigné du point haut de 3,5 % atteint aux débuts des années 2000. Ensuite, le taux d'intérêt apparent sur les dettes publiques est de 1 % aujourd'hui. Il va décroître dans un futur proche. En effet, les nouvelles émissions à 10 ans ont des taux d'intérêt négatifs, à -0,35 % en janvier 2020. Le taux apparent actuel est

bien plus élevé, car la maturité moyenne de la dette française est entre 7 et 8 ans. De ce fait, il faut 8 ans pour que le taux apparent s'ajuste aux taux des émissions actuelles. Ensuite, et c'est essentiel, c'est le taux des nouvelles émissions de l'espace budgétaire que l'on mesure ici qui affectera les charges de la dette future. De ce fait, considérer un taux de 1 % dans les dix ans qui viennent semble un majorant. De ce fait, avec une charge d'intérêt actuelle de 1 % rapportée au PIB, un taux d'intérêt futur de 1 %, et une borne maximum, conservatrice elle aussi de 2 % du PIB de charge d'intérêt, cela conduit à un premier montant de 100 % de dette sur PIB supplémentaire, ce qui conduirait à un taux d'endettement semblable à celui du Japon par exemple. Ce montant ne soustrait pas les volumes détenus par les banques centrales, pour ne pas se fonder sur une permanence de la politique monétaire actuelle. Partant de cette estimation haute, nous tenons compte ensuite de différents facteurs conduisant à réduire cet espace budgétaire.

Incertitude de la crise de la Covid-19. Les dettes nouvelles issues de la gestion de la crise de la Covid-19 ne sont pas encore clairement identifiées, tout comme l'effet de la crise sur la croissance potentielle. La perte de revenu de la crise a été absorbée aux 2/3 par le budget de l'Etat (Dauvin et al., 2020), et a engendré une hausse de l'ordre de 20 points de PIB de la dette publique rapportée au PIB. La stratégie de sortie de crise va ensuite demander la poursuite des plans de soutien à l'économie. Pour être plus précis, on ne peut exclure une annulation partielle et sectorielle des prêts sous forme de PGE et des annulations des charges sociales et fiscales après leur report. Sans prétendre ici faire une prévision, des montants du même ordre dans les dix prochaines années semblent un majorant des dettes issues de la crise actuelle.

Crise financière. La crise des subprime en 2008, puis la crise de la Covid-19 en 2020, montre que les crises macroéconomiques sont maintenant des phénomènes récurrents. Considérer un espace budgétaire avec l'occurrence d'une crise dans les dix prochaines années, susceptible de faire fortement augmenter la dette publique, est malheureusement nécessaire pour une estimation prudente.

Ajustements des comptes publics. Les engagements de l'Etat pour les dix années à venir, par exemple pour le système de retraite (COR, 2019) ou plus généralement pour le système de protection sociale, dépendent de décisions politiques prises pour en assurer les financements. Les temps d'ajustement de ces paramètres conduiront probablement à un accroissement des dettes publiques.

La soustraction de majorant de tous ces éléments conduit à une estimation plus prudente de l'espace fiscal entre 5 et 10 points du PIB, en plus du plan de relance présenté en 2020. En considérant la fourchette basse, une estimation d'un plan de relance additionnel de 5 % du PIB, soit de l'ordre de 100 milliards d'euros pour de nouveaux investissements publics (que l'on décrit plus loin) est donc prudente.

- Gestion des risques associés à l'utilisation de l'espace budgétaire

Gestion de l'incertitude sur les taux. Le risque de remontée des taux d'intérêt est d'une double nature. Si les taux d'intérêt remontent du fait d'une hausse de la croissance nominale, cette remontée n'est pas problématique pour les finances publiques, car les recettes fiscales et le PIB augmenteront avec la croissance. Le véritable risque est celui d'une remontée des taux d'intérêt sans que la croissance nominale du pays augmente. Dans ce cas, les charges d'intérêt rapportées au PIB pourraient devenir élevées. Cette incertitude sur les taux d'intérêt peut être facilement gérée. La stratégie d'endettement devrait avoir lieu tant que le taux d'intérêt sur les

nouvelles émissions de dettes publiques reste soit inférieur à 1 % (alors qu'il est égal à -0,35 % aujourd'hui pour les émissions à 10 ans) soit inférieur de 1 point au taux de croissance moyen de l'économie (ce taux moyen est de 2,8 % en 2019, soit 1,5 % de croissance et 1,3 % d'inflation). Ce dernier seuil demande une prévision de la croissance moyenne sur les prochaines années qui devrait être de l'ordre de 1,2 % en termes réels, une fois levées les mesures sanitaires contre la diffusion de la Covid-19. Enfin, l'incertitude sur les taux d'intérêt est partiellement contenue par un allongement de la maturité des dettes publiques. Les taux présentés dans cette note sont principalement les taux à 10 ans. Cette maturité pourrait être encore allongée avec des taux faibles, ce qui permettrait d'envisager des besoins de refinancement à des horizons éloignés

Gestion de l'incertitude sur la demande agrégée. Le comportement de consommation après la crise de la Covid-19 est incertain. L'épargne accumulée par les ménages pourrait être consommée lorsque les conditions sanitaires le permettront. Une partie pourrait aussi se transformer durablement en accumulation patrimoniale. L'utilisation d'une partie de l'espace budgétaire permet de gérer le risque d'une demande agrégée faible. Le risque d'une demande agrégée trop dynamique est bien plus simple à gérer. Tout d'abord, une hausse de l'inflation est une bonne nouvelle pour les finances publiques. Ensuite, une hausse progressive des prélèvements permet de réduire la demande et la dette publique à la fois. Il serait donc plutôt souhaitable que le risque d'une demande agrégée dynamique se matérialise.

Espace budgétaire, investissement public et dette nette

La discussion de l'espace budgétaire a volontairement retardé la discussion de l'utilisation de cet espace budgétaire. Tout d'abord, ce montant est un montant total pour les années à venir. Il ne s'agit pas d'augmenter le déficit de 10 points de PIB tous les ans. De ce fait, une hausse permanente des dépenses publiques doit être financée soit par une hausse des prélèvements obligatoires, soit par une économie de dépenses sur d'autres postes de la dépense publique. Par contre, des investissements publics générant des dépenses non récurrentes, dont on perçoit l'utilité aujourd'hui pour la transition énergétique, le système de santé, le système éducatif et la recherche nationale, rentrent parfaitement dans la logique de l'estimation de cet espace budgétaire. Ensuite, il est bien sûr souhaitable que cet espace fiscal soit utilisé pour des investissements publics ayant un fort effet sur le bien-être et les recettes fiscales futures, c'est-à-dire avec de forts effets sur l'activité économique (voir Le Garrec et Touzé, 2020). Ces investissements conduiraient à l'accumulation d'actifs, et donc à une augmentation de la dette publique brute, mais une hausse moindre de la dette nette (voir Plane, Saraceno et Ragot, 2019 pour la différence entre dette publique brute et nette en France). Des opportunités d'investissements publics sont présentées dans Plane, et al. (2020), Creel et al. (2020) ou encore Cerniglia et Saraceno (2020), avec des considérations européennes.

Une stratégie européenne ?

L'estimation de cet espace budgétaire français doit maintenant être replacée dans le contexte européen. L'espace budgétaire additionnel français a été identifié indépendamment de possibles initiatives européennes, en plus du plan Next-Generation EU de 750 milliards d'euros. Une initiative additionnelle concertée au niveau européen serait plus efficace que des initiatives nationales non coordonnées, car elle bénéficierait de taux d'intérêt faibles, du fait de la garantie commune. Ensuite, un plan de relance européen permettrait d'éviter les effets d'éviction entre les pays : une relance dans un pays pourrait stimuler les exportations d'autres pays ne réalisant pas de plan de relance. Cependant, il est peu probable qu'un accord européen

émerge sur un plan de relance supplémentaire européen financé par l'emprunt. La mutualisation d'une partie des dettes nationales générées par la crise de la Covid-19 est un objectif plus réaliste, comme on l'indique plus loin. La coexistence de plans de relance européen et nationaux permet de gérer l'hétérogénéité des situations européennes, qui ne décroît pas dans cette crise. En guise d'exemple, on s'intéresse ici à la divergence entre la France et l'Allemagne, les deux plus grands pays de la zone euro. (...) De 1990 à 2010, les dettes publiques des deux pays se superposent. Sans coordination explicite, la France et l'Allemagne suivent la même chronique de leur endettement public. La divergence apparaît à la suite de la crise des subprime, en 2010. L'endettement allemand retournant à 60 % du PIB tandis que l'endettement français continue d'augmenter pour atteindre 100 % du PIB avant la crise de la Covid-19. La divergence entre la France et l'Allemagne est inédite. En 2022 la divergence sera de l'ordre de 50 points du PIB.

Ce n'est pas le lieu ici d'expliquer la divergence entre la France et l'Allemagne (voir Ragot et Le Moigne, 2015). Mentionnons simplement que la capacité exportatrice de l'Allemagne lui permet de tirer profit d'une demande européenne et mondiale pour stimuler son économie, ce qui se traduit par une réduction de la dette publique sans augmenter le chômage ni réduire la croissance. Cette divergence européenne va créer des problèmes dans l'utilisation des flexibilités des traités européens, nécessaires pour l'utilisation de l'espace budgétaire national. Pour être plus précis, les traités européens indiquent que le ratio maximum de dette sur PIB est de 60 % depuis les critères de Maastricht en 1993. Ce seuil, économiquement arbitraire, semblait une borne supérieure au moment où les traités ont été élaborés. Maintenant, ce chiffre ne fait pas de sens économique, sans qu'il y ait une volonté forte de changer les traités. Les flexibilités ont été introduites dans le cadre européen pour faire de ce chiffre un objectif. De fait, les pays qui ont une dette supérieure à 60 % du PIB doivent réduire de 1/20 l'écart de leur dette au seuil de 60 % chaque année, sauf exception. Ces exceptions sont aujourd'hui le quotidien des pays européens, de sorte que le critère de dette n'est pas mis en oeuvre. La possibilité d'utiliser effectivement l'espace budgétaire national pour un plan de relance dépendra d'un accord politique entre les pays européens, permettant de définir la situation actuelle comme une situation exceptionnelle. Il faut séparer deux débats. Le premier est la réforme des règles européennes pour tenir compte des taux bas et repenser la cible de référence de la dette de 60 % du PIB dans ce cadre (voir Ducoudré et al., 2018 pour une réflexion sur les règles européennes). Le second est l'utilisation des flexibilités des traités européens dans le cadre actuel. C'est dans ce cadre que la divergence des endettements européens pose problème. Il faut convaincre les institutions européennes que l'accroissement additionnel de l'endettement français est un investissement pour la relance et non une irresponsabilité fiscale, présageant des transferts internationaux futurs. (...) Le choix d'une utilisation de l'espace budgétaire ne serait pas une spécificité française, et serait partagé avec les Etats-Unis et la Grande-Bretagne. Au contraire, c'est la stratégie allemande de réduction rapide de la dette qui est une singularité internationale, rendue possible par son fort excédent commercial. La France ne doit pas chercher à reproduire une stratégie qui n'est pas adaptée à son économie. Enfin, l'argument de la force du dollar pour justifier la possibilité d'un endettement américain (ce qui ne serait pas le cas pour la France) n'est pas pertinent. La consolidation de la construction européenne dans la crise de la Covid-19 fait de l'euro une monnaie forte et des dettes publiques européennes des dettes attractives, comme le montre le taux négatif des émissions de dettes françaises. Si les nouvelles dettes sont perçues comme un investissement, la capacité de financement se manifesterait par des taux bas, ce qui est aussi le cas pour la Grande-Bretagne. Pour finir sur l'aspect européen, le vrai débat sur les dettes au niveau européen est le renforcement et la logique du plan européen Next-Generation EU, qui a conduit à un endettement commun, solidaire de la zone euro de 750 milliards d'euros

répartis entre les pays selon leurs besoins économiques et non suivant leur contribution au budget de l'Europe. L'étape suivante est la mutualisation des dettes européennes créées par les plans de soutien de l'économie pendant la crise de la Covid-19, et d'une partie des plans de relance. Ces dettes sont aujourd'hui en grande partie détenues par les banques centrales, pour un montant de 25 % du PIB de la zone euro. La mutualisation de ces dettes nationales semble un objectif européen plus réaliste que la définition d'un plan de relance additionnel au niveau européen. Ainsi, ce qu'il faut maintenant gérer est la coexistence de plans de relance nationaux et européens, de dettes publiques nationales et européennes. Cette coexistence permettra de gérer l'hétérogénéité des situations nationales.

Conclusion

La transformation du capitalisme mondial conduit à une situation inédite de fort endettement public et de taux d'intérêt historiquement faibles. C'est ce dernier point qui est le fait le plus important, et l'on doit concevoir la hausse des dettes publiques comme des réponses adéquates des gouvernements dans ce nouvel environnement. L'analyse de ce Policy brief conduit à un espace budgétaire français additionnel de 5 points de PIB soit de l'ordre de 100 milliards d'euros, comme une estimation prudente. L'utilisation de cet espace budgétaire doit dépendre de la pertinence des investissements qu'il permet. Il faut utiliser cette capacité d'endettement à bon escient, car elle accroîtra la redistribution au sein des générations futures dont il faut s'assurer l'acceptabilité politique par le débat démocratique. Ensuite, cette analyse montre que le débat est de déterminer quel endettement public la France s'autorise et pour quels objectifs. Définir le débat comme la nécessité d'une annulation de dette est un contresens dans la situation actuelle d'endettement à taux négatif. Le signal à envoyer aux épargnants est au contraire celui d'une solidité de la dette française, condition d'utilisation des taux d'intérêt faibles".