

## La dette publique est-elle un problème ?

Par **François Geerolf** et **Pierre Jacquet**

**François Geerolf** est professeur assistant à l'Université de Californie à Los Angeles (UCLA) et conseiller scientifique au Centre d'études prospectives et d'informations internationales (CEPII).

**Pierre Jacquet** est président du Global Development Network (GDN), membre du Cercle des Économistes et professeur à l'École nationale des Ponts et Chaussées (ENPC).

Les inquiétudes souvent avancées sur la dette publique reposent sur nombre d'idées reçues. Le ratio de dette sur PIB est une mesure peu signifiante, et la dette publique absorbe l'épargne privée en excès. Le déficit public ne nuit pas au financement de l'investissement privé et n'est pas un fardeau pour les générations futures. Mais la dette publique doit être gérée sérieusement, mise au service de projets permettant de satisfaire les besoins et objectifs sociétaux, dès lors que l'épargne privée ne les finance pas.

politique étrangère

Les dettes publiques ont augmenté partout dans le monde en réponse à la crise du COVID-19, dans des proportions souvent considérables et de manière inédite en temps de paix dans un laps de temps si court. La crise n'est pas derrière nous, mais on voit déjà se dessiner des deux côtés de l'Atlantique des attitudes différentes quant à cette augmentation, qui ne sont pas sans rappeler les débats de 2010-2013, lors de la sortie de la crise financière. Déjà l'Europe et les États-Unis avaient alors suivi des trajectoires opposées quant à la réduction de leurs dettes. Historiens et économistes s'accordent pour considérer que la stratégie des États-Unis était la bonne en 2010. Qu'en est-il cette fois-ci ?

La politique économique ne se résume pas à la recherche de solutions parfaites, mais consiste à faire face aux problèmes considérés comme prioritaires à un moment donné en leur substituant d'autres problèmes qui semblent plus facilement abordables ou moins urgents. C'est dans un tel cadre qu'il convient de réfléchir à l'endettement public. De ce point de vue, il est facile de justifier le principe d'une forte expansion budgétaire en réponse à la pandémie et son financement indirect par la politique

monétaire. L'alternative aurait été politiquement, socialement, économiquement et humainement suicidaire. Mais son contenu, aussi bien que la dynamique de « retour à la normale » – et quelle « normale » ? – méritent évidemment attention.

### Une mesure peu signifiante

La mesure de la dette publique la plus couramment utilisée la rapporte au produit intérieur brut (PIB). Comme le montre le tableau ci-dessous, du fait de la crise du COVID-19, la dette serait par exemple passée entre 2018 et 2021 de 107 % à 133 % du PIB aux États-Unis, et de 98 % à 115 % en France (estimations du Fonds monétaire international – FMI). Dans la plupart des pays du monde, la dette publique dépasserait ainsi 100 % du PIB. Pourtant, les limites de cet indicateur sont bien connues. Nous rappelons ici deux d'entre elles.

| Indicateurs de finances publiques |                            |      |       |                     |       |       |                           |      |      |
|-----------------------------------|----------------------------|------|-------|---------------------|-------|-------|---------------------------|------|------|
|                                   | Déficit budgétaire (% PIB) |      |       | Dette brute (% PIB) |       |       | Charges d'intérêt (% PIB) |      |      |
|                                   | 2012                       | 2018 | 2020  | 2012                | 2018  | 2020  | 2012                      | 2018 | 2020 |
| Allemagne                         | 0,0                        | 1,8  | -4,2  | 81,1                | 61,8  | 68,9  | 1,8                       | 0,7  | 0,4  |
| Canada                            | -2,5                       | 0,3  | -10,7 | 85,4                | 88,8  | 117,8 | 0,7                       | 0,1  | 0,3  |
| États-Unis                        | -8,0                       | -5,4 | -15,8 | 103,4               | 106,6 | 127,1 | 2,2                       | 2,2  | 2,2  |
| France                            | -5,0                       | -2,3 | -9,9  | 90,6                | 98,0  | 113,5 | 2,4                       | 1,6  | 1,2  |
| Italie                            | -2,9                       | -2,2 | -9,5  | 126,5               | 134,4 | 155,6 | 5,0                       | 3,5  | 3,3  |
| Japon                             | -8,5                       | -2,7 | -12,6 | 226,1               | 232,5 | 256,2 | 1,2                       | 0,8  | 0,7  |
| Royaume-Uni                       | -7,6                       | -2,2 | -13,4 | 83,2                | 85,8  | 103,7 | 2,3                       | 1,7  | 1,1  |
| Zone Euro                         | -3,7                       | -0,5 | -7,6  | 90,7                | 85,8  | 96,9  | 2,7                       | 1,7  | 1,3  |

Source : Fonds monétaire international, *Fiscal Monitor*, avril 2021.

D'abord, le champ retenu pour mesurer la dette publique ne comprend pas les engagements dits « hors-bilan » de l'État, engagements directs et engagements contingents. Dans les engagements directs, on compte notamment les retraites publiques (explicites), dont le poids représente en 2020 115 % du PIB, et les dépenses liées à la dépendance (implicites) ; dans les engagements contingents, on trouve notamment les garanties publiques, comme l'assurance des dépôts bancaires (dépenses explicites) ou les

dépenses (implicites) liées aux couvertures des catastrophes naturelles. Cette omission (au total, 207 % du PIB en 2020) relativise la portée des chiffres, du ratio de dette sur PIB, et *a fortiori* les comparaisons entre pays. Deuxièmement, le secteur public dispose d'un patrimoine d'actifs matériels qui sont la contrepartie des efforts d'investissement publics (écoles, hôpitaux, routes, etc.) ; au-delà, le patrimoine institutionnel, social et humain résultant des dépenses publiques a une valeur mal estimable mais considérable. L'appréciation du niveau de la dette publique implique une analyse de ces contreparties : un effort public plus important pour maintenir le degré de préparation du système de santé français aurait bien valu, toutes choses égales par ailleurs, quelques points de plus de dette publique...

Deuxième limite : le ratio de dette publique sur PIB rapporte un stock de dette à un flux annuel de revenus<sup>1</sup>. D'autres indicateurs doivent lui être préférés : le ratio de paiements d'intérêts sur le PIB rapporte, lui, des flux, les paiements d'intérêts à la production nationale dans la même période. Ce ratio fait apparaître une baisse de la charge d'intérêt en pourcentage du PIB dans la période récente. Ce réconfort semble lié aux perspectives sur les taux d'intérêt : certains considèrent qu'ils sont temporairement bas et que cette situation est appelée à se renverser. Les taux d'intérêt seraient maintenus bas par les banques centrales, mais la croissance une fois de retour, les banques centrales augmenteraient leurs taux directeurs. Mais les taux d'intérêt nominaux ne sont pas seulement bas du fait des banques centrales, mais en grande part pour des raisons structurelles : l'excès d'épargne par rapport à l'investissement. Cet excès a lui-même des causes profondes et au long cours (vieillesse démographique, moindre générosité des systèmes de retraite par répartition, inégalités, stratégies de croissance mercantiliste de certains pays à excédents commerciaux élevés comme la Chine). De même, la demande d'investissement est en déclin durable au niveau mondial, du fait de la moindre intensité des technologies modernes en capital, et on ne voit pas ce qui viendrait augmenter cette demande de capital physique dans le futur.

Au-delà des considérations liées à la mesure, les débats autour de la dette publique sont pollués par une vision simpliste de la « vertu budgétaire » : un excédent signale une bonne gestion, un déficit une pathologie à traiter. C'est d'ailleurs implicite dans une version « sage » du keynésianisme, les déficits engagés pour stabiliser l'activité économique pendant une récession étant compensés par des excédents lorsque la croissance revient. Or, ce qui

1. En sciences physiques, un ratio doit être « sans dimension » : il ne doit pas dépendre de l'unité dans laquelle sont exprimés le numérateur et le dénominateur. Ce n'est pas le cas du ratio de dette publique sur PIB, qui dépend par exemple d'un PIB exprimé de manière annuelle ou trimestrielle.

compte au total, c'est la façon dont l'épargne nationale finance l'investissement (en somme l'achat de biens durables utilisés dans les processus de production et augmentant le stock de capital des entreprises). Les systèmes capitalistes sont sujets à deux types de déséquilibres : macroéconomique, avec la possibilité d'une insuffisance (ou d'un excès) de la demande agrégée par rapport au potentiel de production ; microéconomique, avec une allocation inefficace des ressources, les investissements privés ne correspondant pas aux besoins et aux objectifs à long terme de la société.

La situation actuelle se caractérise par un excès d'épargne privée – qui semble valider la thèse de la « stagnation séculaire » – que la crise du COVID-19 a encore accentué<sup>2</sup>. Et le réchauffement climatique, la préservation de la biodiversité, le renforcement de services publics notamment en matière de santé, les besoins d'investissement en capital humain (recherche, éducation) suggèrent que la désépargne publique est nécessaire, pour restaurer un investissement porteur de croissance et utile pour l'avenir. Ce n'est pas la dette comme telle qui pose problème ou apporte les solutions, mais sa contrepartie en dépenses publiques et en investissements.

Au demeurant, le déficit public mesure mal l'impulsion keynésienne et ne s'interprète pas comme une baisse de la capacité d'endettement. Certaines mesures, comme les baisses d'impôts sur les plus fortunés, ou les versements de chômage partiel liés au COVID-19, amènent à une valeur faible du multiplicateur keynésien (l'accroissement de la production par rapport à l'expansion budgétaire), mais elles

### **La désépargne publique est nécessaire**

augmentent l'épargne privée, qui compense en partie la désépargne publique. Inversement, les baisses d'impôts sur les plus modestes ont un effet multiplicateur plus élevé, mais conduisent à une augmentation moins forte de l'épargne privée (leur effet multiplicateur est donc plus fort) et à une réduction de la capacité d'emprunt. Dans le même ordre d'idées, une impulsion keynésienne peut être réalisée sans augmentation du déficit budgétaire, voire avec une amélioration du solde budgétaire primaire (solde budgétaire hors paiement des intérêts), une fois pris en compte les stabilisateurs automatiques, simplement en redistribuant des plus fortunés vers les plus modestes, ce qui augmente la propension moyenne à consommer : voir les politiques budgétaires de Bill Clinton ou de Lionel Jospin. Le déficit budgétaire est donc une mauvaise mesure aussi bien de l'impulsion budgétaire – les effets distributifs

2. Sur la pertinence empirique de la thèse de stagnation séculaire, voir F. Geerolf, « Reassessing Dynamic Efficiency », *UCLA working paper*, 2018, disponible sur : <https://fgeerolf.com>.

des différents impôts et dépenses étant ignorés – que de la capacité budgétaire générée ou entamée par ce déficit.

### La dette publique : un fardeau pour les générations futures ?

Selon un sondage Fondapol de 2010, 69 % des Français considèrent que le problème de la dette est qu'elle « constitue un lourd fardeau pour les générations futures<sup>3</sup> ». L'argument, couramment repris, renvoie à l'idée que l'État devrait gérer ses finances « en bon père de famille », et ne le fait pas. Or le gouvernement a bien la responsabilité de gérer les finances et la dette publiques, mais elle ne correspond pas à celle du bon père de famille.

La différence fondamentale entre la dette publique et la dette privée est que l'État a une durée de vie infinie (garantie par les institutions publiques), ménages et entreprises ayant une durée de vie finie. Le Trésor public peut donc constamment refinancer la dette publique (« rouler » la dette). Comptablement, il rembourse la dette d'hier avec de nouvelles dettes, et ce sont souvent les mêmes épargnants qui rachètent la nouvelle dette (et ne demandent pas le remboursement des créances qu'ils conservent à leur actif). La dette publique que nous accumulons aujourd'hui ne devra pas nécessairement être « remboursée » : le Japon a accumulé une dette de 250 % du PIB, qu'il « roule » et augmente même depuis plus d'une génération.

Hyman Minsky<sup>4</sup> s'est penché sur les conditions de roulement d'une dette privée et classait le financement des investissements par la dette privée en trois types : 1) le financement couvert (*hedge financing*) où le rendement de l'investissement rembourse le principal et les intérêts, 2) le financement spéculatif (*speculative financing*) où le rendement de l'investissement ne rembourse que les intérêts, le principal de la dette étant constamment reconduit, et 3) le financement de Ponzi (*Ponzi financing*) – nommé à partir des malversations de Charles Ponzi au début du XX<sup>e</sup> siècle –, où le rendement de l'investissement ne permet même pas de rembourser les intérêts, la dette augmentant constamment pour faire face même aux paiements d'intérêt<sup>5</sup>.

3. « Les Français et la dette publique », sondage Fondapol, 28 janvier 2010.

4. H. P. Minsky, *Stabilizing an Unstable Economy*, New York, McGraw-Hill, 1986.

5. Les États-Unis des années 2000 ont donné un exemple de financement de Ponzi : les ménages américains empruntaient non seulement pour acquérir leur logement mais pour rembourser leurs mensualités en plaçant en garantie les gains en capitaux réalisés dans l'appréciation de leur patrimoine immobilier.

Le financement de la dette publique semble se rapprocher d'un schéma à la Ponzi, dans la mesure où le gouvernement doit la plupart du temps réemprunter pour payer les intérêts de sa dette. Il est en effet souvent en déficit primaire : en déficit avant même de prendre en compte la charge d'intérêts sur la dette. Mais, contrairement à une entreprise ou encore à un ménage, un État n'a pas à rembourser sa dette, ni aujourd'hui, ni demain, sa durée de vie étant potentiellement infinie. Cette dynamique repose cependant sur le maintien de la confiance dans les institutions publiques et la société. Et ce refinancement échappe au modèle de Ponzi dès lors que le taux d'intérêt sur la dette est inférieur au taux de croissance de l'économie : cette condition assure en particulier qu'il n'y a pas d'effet « boule de neige » et que l'État peut continuer à rouler la dette<sup>6</sup>.

Il y a donc bien des limites, que l'on résume par l'anglicisme de « soutenabilité » de la dette pour désigner la viabilité de sa reconduction dans le temps. Lorsque le taux d'intérêt moyen sur la dette est inférieur au taux de croissance, la dette est naturellement viable : la société produit chaque année plus de ressources que celles qui sont nécessaires pour reconduire la dette.

Une variante de l'argument qui voit la dette publique comme un fardeau est celui d'un espace budgétaire à préserver pour répondre aux crises comme celle du COVID-19. En émettant trop de dette publique nous hypothéquerions notre capacité future de gestion des crises. L'argument paraît assez fragile : la crise crée bien souvent « l'espace budgétaire » nécessaire pour la combattre. Pendant la crise du COVID-19, une grande part de la consommation a été empêchée, ce qui a considérablement augmenté l'épargne privée, et permis à l'État de s'endetter pour préserver le revenu des ménages. De même, nombre de crises ont pour origine un déficit de demande agrégée, provenant elles-mêmes d'une hausse du taux d'épargne. Là encore, il n'y a pas vraiment à s'inquiéter d'une absence d'espace budgétaire : pendant une crise, les taux d'intérêt baissent, le financement de la dette publique est donc facilité.

Mais alors, à quoi sert la fiscalité, si les dépenses publiques peuvent être couvertes par un endettement « roulé » ? La vision intuitive qui voit les impôts fournir les ressources finançant les dépenses publiques ne correspond pas à la réalité de l'endettement. En revanche, la fiscalité permet de gérer la demande macroéconomique agrégée et d'éviter la surchauffe

---

6. Charles Ponzi promettait, lui, des retours sur investissement supérieurs au taux de croissance. Par construction, il arrive alors toujours un moment où il n'y a plus assez de nouveaux investisseurs pour poursuivre ce mécanisme.

et l'inflation (ou au contraire de rechercher le plein-emploi). C'est la vision des tenants de la théorie monétaire moderne (Modern Monetary Theory – MMT). L'une des limites de l'expansion mal contrôlée de la dette publique est le risque inflationniste. C'est là aussi un des termes du débat sur la dette publique post-COVID-19 : les programmes de relance feront-ils repartir l'inflation ? Certains économistes américains, tel Larry Summers, le craignent<sup>7</sup>.

### Un retour de l'inflation ?

Ces craintes découlent d'analyses traditionnelles. Selon la courbe de Phillips, il existerait une relation entre inflation et chômage : une relance keynésienne par hausse de l'endettement public amènerait à une baisse du chômage et à une hausse de l'inflation. Selon l'analyse en vigueur depuis la stagflation des années 1970 et l'adoption des théories des anticipations rationnelles, une diminution du taux de chômage sous son taux « naturel » se paierait même d'une inflation en augmentation constante, d'une spirale inflationniste. Pourtant, une des raisons pour lesquelles le déficit public est aujourd'hui utilisé de manière plus vigoureuse notamment aux États-Unis, est que la courbe de Phillips semble s'être aplatie : un chômage en baisse n'amenant plus systématiquement à une inflation croissante. Pour nombre d'analystes, la courbe de Phillips aurait même disparu : l'expansion américaine de la fin des années 1990 ne s'est pas accompagnée d'une inflation importante, pas plus que la relance de Donald Trump dans une économie supposée en plein emploi. Cette absence de lien entre activité et chômage est d'ailleurs vraie aussi dans l'autre sens : les crises économiques majeures ne s'accompagnent plus de déflation comme dans les années 1930. De l'aveu même de certains gouverneurs de la Réserve fédérale, on ne sait plus bien ce qui détermine l'inflation sur les biens et les services : le rôle de l'activité est en tout cas devenu difficile à cerner<sup>8</sup>. Dix ans après la crise financière, Paul Krugman notait que la raison pour laquelle la crise de 2007-2009 ne s'était pas accompagnée de déflation échappait toujours aux macroéconomistes<sup>9</sup>.

**On ne sait pas bien ce qui détermine l'inflation sur les biens et services**

7. Et le débat est arrivé sur la place publique. Voir : « Das Inflations-Monster ist zurück ! », *Bild*, 8 mai 2021.

8. D. K. Tarullo, « Monetary Policy without a Working Theory of Inflation », Brookings Hutchins Center Working Paper n° 33, 2017, disponible sur : [www.brookings.edu](http://www.brookings.edu).

9. P. Krugman, « Good Enough for Government Work? Macroeconomics Since the Crisis », *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 34, n° 1-2, 2018, p. 156-168. On peut même penser que la courbe de Phillips n'aurait jamais existé, voir F. Geerolf, « La courbe de Phillips n'est pas celle que vous croyez », *La lettre du CEPII*, n° 417, Centre d'études prospectives et d'informations internationales (CEPII), avril 2021, disponible sur : [www.cepii.fr](http://www.cepii.fr).

La crainte d'un retour de l'inflation est aussi en général inspirée par l'abondance de liquidités liées aux politiques des banques centrales – qui ont accompagné et au moins indirectement financé la forte expansion de la dette publique. Le relâchement des mesures sanitaires devrait conduire à une reprise marquée de la demande, l'offre ayant probablement du mal à redémarrer selon les secteurs. Cela se traduirait par des pressions inflationnistes. L'enjeu est de savoir si ces tensions seront temporaires et localisées ou si elles annoncent une nouvelle ère inflationniste. Dans un premier temps, elles permettraient d'ailleurs aux banques centrales d'atteindre leur objectif d'inflation (pour la Banque centrale européenne, 2 %). On peut aussi s'attendre à ce qu'elles adaptent leurs politiques monétaires face à des pressions inflationnistes durablement en hausse. La dynamique inflationniste sera aussi déterminée par la nature des dépenses publiques engagées.

Pour l'heure, l'abondance de liquidités alimente les marchés d'actifs et peut soutenir des bulles sur des segments du marché des actifs financiers et immobiliers. On retrouve là l'un des arguments en faveur de la croissance de la dette publique. Si l'on considère que c'est aujourd'hui le modèle de stagnation séculaire qui s'applique le mieux, alors il faut canaliser l'excès d'épargne sur d'autres supports que les actifs financiers et immobiliers : en utilisant la dette publique pour capter une partie de cette épargne excédentaire et pour la diriger, *via* la dépense publique, vers des emplois plus utiles. Sous réserve, certes, que la dette publique soit bien utilisée, c'est une insuffisance de la dette qui peut contribuer à l'augmentation des valorisations sur les actifs et à une inflation de leurs prix. Si la hausse de l'épargne privée n'est pas absorbée par une hausse concomitante du déficit public, l'excès d'épargne augmentera les valorisations sur les marchés secondaires (immobilier, actions, crypto-monnaies). Ce phénomène est à l'œuvre par exemple sur l'immobilier parisien, où les jeunes primo-accédants voient le prix des appartements parisiens monter sans cesse, transférant de fait des revenus à la génération vendeuse<sup>10</sup>.

Ces observations illustrent le risque d'erreur de politique publique qui pourrait provenir d'une interprétation de la dette comme fardeau intergénérationnel pénalisant les jeunes. Diminuer les dettes publiques pour favoriser une génération plus jeune peut paradoxalement se révéler

10. En théorie économique, on parle de « bulle rationnelle » pour désigner ces phénomènes d'augmentation des prix des actifs dans les environnements macroéconomiques sujets à un excès d'épargne. Bien qu'instables, ces bulles sont dites « rationnelles » car lorsque les possibilités d'investir sont limitées, les investisseurs n'ont d'autre choix que de surévaluer les actifs existants. Voir par exemple, J. Tirole, « Asset Bubbles and Overlapping Generations », *Econometrica*, vol. 53, n° 6, 1985, p. 1071-1100.



contre-productif : les transferts intergénérationnels se produiront par d'autres moyens – par exemple la hausse de l'immobilier. Bref, les transferts générationnels qu'on essaie d'éviter en remboursant la dette publique peuvent se réaliser par l'intermédiaire du secteur privé. Et l'augmentation des prix de l'immobilier s'accompagne souvent d'une hausse de l'endettement privé, quand l'acquisition de logements de plus en plus chers se fait à crédit. Or l'endettement privé n'est pas sans risque, et s'il se termine par une crise bancaire, aboutit à une hausse de l'endettement public *via* le renflouement d'un secteur privé surendetté. Voir l'Irlande, ou l'Espagne qui, dans les années 2000, avaient exemplairement contenu leur endettement public, et ne furent pourtant pas épargnées par la crise des dettes souveraines en Europe.

### La dette publique nuit-elle à l'investissement privé ?

L'argument selon lequel la dette publique serait un fardeau pour les générations futures pourrait se justifier si un effet d'éviction de l'investissement privé par la dette publique existait : l'endettement conduirait à un stock de capital moindre pour les générations futures. Cette idée se fonde sur un raisonnement simple : l'épargne privée (les fonds prêtables) serait disponible en quantité limitée, répartie entre achat de dette publique et financement de l'économie. On se réfère souvent à l'effet d'éviction sous le terme plus parlant de « vision du Trésor » (*Treasury View*), en référence aux conseils fournis à Winston Churchill dans les années 1920 par les hauts fonctionnaires du Trésor britannique.

Si cette vision est plausible en théorie, l'expérience montre qu'elle est souvent démentie par les faits. Ainsi les politiques d'austérité budgétaire de 2011-2013 en Europe ne se sont-elles pas soldées par une hausse de l'investissement privé (comme les théoriciens de l'effet d'éviction l'auraient anticipé) mais au contraire par une réduction de l'investissement privé et du stock de capital laissés aux générations futures. De même, les études empiriques sur les multiplicateurs keynésiens ont échoué à démontrer l'existence d'un tel effet d'éviction<sup>11</sup>, mettant en évidence qu'il existe, en période d'expansion comme de récession, un effet accélérateur de l'investissement : une hausse de la demande globale remplit les carnets de commandes des entreprises, qui augmentent leurs capacités de production, rénovent leurs outils, accroissent leur

11. Par exemple, pour les États-Unis, voir C. D. Romer et D. H. Romer, « The Macroeconomic Effects of Tax Changes: Estimates Based on a New Measure of Fiscal Shocks », *American Economic Review*, vol. 100, n° 3, 2010, p. 763-801, disponible sur : [www.eml.berkeley.edu](http://www.eml.berkeley.edu) ; ou encore, pour la Grande-Bretagne, J. Cloyne, « Discretionary Tax Changes and the Macroeconomy: New Narrative Evidence from the United Kingdom », *American Economic Review*, vol. 103, n° 4, 2013, p. 1507-1528.

investissement<sup>12</sup>. Loin d'évincer l'investissement privé, le déficit public l'encourage. Dans l'économie keynésienne, cette observation est souvent présentée comme le paradoxe de l'épargne : lorsque le déficit public augmente, l'épargne totale (publique et privée) augmente. Lorsque la consommation augmente, le chômage diminue, le revenu global augmente, de sorte que l'épargne augmente. Si les fuites d'importations ne sont pas trop importantes, alors l'épargne privée augmente plus que le déficit public. La désépargne publique amène à une hausse de l'épargne et de l'investissement<sup>13</sup>.

À l'argument macroéconomique s'ajoute un argument microéconomique : l'idée d'éviction repose sur une substituabilité des deux formes d'investissement (privé ou public). En pratique, elles sont complémentaires : pour que l'investissement privé soit rentable, il faut des infrastructures, du capital humain, des services sociaux, des institutions.

### **Dettes publiques et contrainte extérieure**

La dette publique est soutenable si elle est assurée de trouver des créanciers. Deux dimensions méritent ici mention. La première est la possibilité de mener une politique monétaire accommodante en tant que de besoin, dans les pays disposant d'une banque centrale souveraine. Aux États-Unis comme au Japon, la Banque centrale est de fait le financeur ultime des États. La zone euro ne dispose pas d'une telle facilité, puisque ses pays membres n'ont pas de souveraineté monétaire. Le fondement de la confiance des créanciers n'est donc pas ici assuré par la banque centrale pour les pays pris individuellement. Deuxième dimension : l'intervention de créanciers étrangers (ou, pour les membres de la zone euro, de créanciers hors zone). Ils forment une classe d'investisseurs distincts, parce qu'ils n'ont pas le même environnement politique et institutionnel, et parce qu'existent la barrière du taux de change et le risque de change.

Si l'on compare les capacités à s'endetter des deux côtés de l'Atlantique, on remarque que les États-Unis jouissent d'une position privilégiée en ce qu'ils possèdent la monnaie de réserve utilisée par beaucoup de banques centrales dans le monde, ce qui leur permet de s'endetter plus que les autres pays avancés, par exemple que l'Union européenne qui n'a jamais réussi à imposer l'euro comme monnaie de réserve internationale. Mais

12. L'investissement étant déjà défini comme un accroissement du stock de capital, une augmentation de l'investissement ne correspond pas à un accroissement du stock de capital, mais à son accélération.

13. La théorie économique ne nous permet d'expliquer ce que nous observons dans la réalité qu'*a posteriori*. Les études empiriques, l'observation des économies réelles, nous permettent seules de comprendre les mécanismes à l'œuvre.

l'argument est à nuancer. Le déficit commercial des États-Unis résulte peut-être plus d'une politique macroéconomique généralement expansionniste que le contraire. Inversement, l'euro ne joue pas de rôle de monnaie mondiale en partie car l'Europe a une demande atone et qu'elle dégage des surplus commerciaux par rapport au reste du monde. Ensuite, la capacité d'endettement extérieur n'est pas considérée par les administrations américaines comme une opportunité, mais comme une menace. C'est flagrant sous la présidence Trump, mais le déficit extérieur américain est considéré comme un handicap depuis l'administration Nixon, en ce qu'il entre en conflit avec l'objectif de plein-emploi (notamment industriel). Donald Trump avait décidé de tarifs douaniers à l'encontre de la Chine et de l'Europe, pour réduire le déficit commercial vis-à-vis de ses partenaires commerciaux. Joe Biden, en renforçant le *Buy American Act*, poursuit sur ce point la politique de son prédécesseur, avec un souci persistant du déficit commercial des États-Unis.

L'endettement extérieur s'accompagne du risque d'une dépendance excessive vis-à-vis des marchés financiers et des investisseurs internationaux. La dette publique japonaise ne pose pas problème parce que l'épargne qui la finance est principalement nationale. Le Japon allie en effet une politique budgétaire accommodante à une attention forte à sa balance commerciale. À l'inverse, l'épisode grec a illustré le risque de perte de souveraineté lié à une dépendance forte vis-à-vis des créanciers (dans le cas grec, la *troïka*), mais cette perte de souveraineté était plus liée au déficit extérieur qu'au problème intrinsèque du déficit public. La perte de souveraineté est ici double. D'une part le pays a besoin des investisseurs étrangers pour financer ses importations ; et d'autre part, un pays qui ne prendrait pas garde au creusement de son déficit commercial risquerait une désindustrialisation accélérée, ce qui mettrait aussi en péril sa capacité future à exporter pour financer ses importations.

### Que faire ?

Sur le sujet de la dette publique comme sur beaucoup d'autres, les économistes ne parlent pas d'une seule voix. Le débat le plus nourri est d'ordre politique et managérial : nul argument économique ne justifie un objectif quantitatif de solde budgétaire ou de dette publique. Mais la dette doit rester soutenable, ce qui implique le maintien de la confiance des épargnants et la qualité des contreparties (c'est-à-dire des dépenses publiques). Sans critère quantitatif, le risque est grand que le recours à la dette dépende de pressions politiques ou d'intérêts particuliers. À l'opposé, le risque est aussi grand que, pour résister à ces dérapages, on

publique. D'où des impasses : l'adoption de critères inadaptés dans la zone euro (les « critères de Maastricht ») a entraîné leur perte de crédibilité, laissant les pays membres sans vrai principe de gestion. La contradiction est inhérente à l'économie politique des finances publiques. La rigueur budgétaire ne se définit pas par le respect de règles quantitatives, mais l'absence de telles règles la rend plus difficile à organiser car elle peut être interprétée comme absence de contraintes. Mais les règles, une fois adoptées, conduisent à des contraintes que les chocs économiques et les crises rendent inacceptables. Les règles ne sont alors pas respectées, elles perdent leur crédibilité, et la politique budgétaire se retrouve sans guide.

Tout le problème est de s'accorder sur le bon usage de la dette publique, pour financer des dépenses économiquement et socialement productives. Gardons-nous d'une dichotomie intuitive selon laquelle la « bonne dette » permettrait de financer des investissements, la « mauvaise » finançant les

### **S'accorder sur le bon usage de la dette publique**

dépenses de fonctionnement. Pour les économistes néoclassiques, l'investissement joue un rôle propre dans la croissance économique. Depuis les travaux de Robert Solow, on considère qu'un surcroît d'épargne permet une augmentation de la productivité du travail, mettant à disposition des travailleurs des machines et des outils plus nombreux et plus productifs<sup>14</sup>. Par analogie, on considère que l'investissement public est également préférable aux dépenses de fonctionnement, avec l'idée qu'il permettrait d'augmenter le potentiel de croissance à long terme. Mais cette distinction a tout d'une fausse bonne idée dès qu'on cherche à la mettre en pratique. La définition comptable de l'investissement public ne correspond pas nécessairement à des dépenses publiques utiles ou même souhaitables. Quelles sont les dépenses publiques qui préparent le mieux l'avenir ? Les salaires des professeurs, des soignants, sont des dépenses de fonctionnement, donc à contrôler, alors que les dépenses d'investissement des collectivités locales comme les ronds-points ou les salles des fêtes seraient seules porteuses d'avenir ? La règle d'or imposée aux collectivités territoriales, consistant à les empêcher de s'endetter pour des dépenses hors investissement, peut orienter les dépenses vers des investissements pas toujours socialement rentables au détriment de dépenses comme les dépenses hospitalières mises sous forte tension.

14. R. M. Solow, « A Contribution to the Theory of Economic Growth », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 70, n° 1, 1956, p. 65-94, disponible sur : [www.piketty.pse.ens.fr](http://www.piketty.pse.ens.fr).

L'application directe de concepts théoriques d'économie de la croissance aboutit dans la pratique à des résultats inverses à ceux que l'on recherche. Un problème aggravé par la volonté croissante des économistes d'évaluer les politiques publiques. Les politiques les plus favorables à la croissance de long terme sont sans doute les plus difficiles à évaluer. Comment calculer le retour sur investissement d'une Cour d'appel ? D'un hôpital de campagne ? D'un sous-marin nucléaire ? Quelle que soit son utilité, le calcul économique ne peut éclairer de façon définitive de nombreuses décisions de politique économique. Autrement dit, la qualité des dépenses publiques résulte aussi de jugements, de convictions, de prises de risque.

L'attention portée aux dépenses publiques devrait d'ailleurs aussi considérer d'autres formes de dettes intergénérationnelles, représentant, elles, un vrai fardeau pour les générations à venir, celles liées aux risques sanitaire, climatique, environnemental. L'excès d'épargne suggère aujourd'hui qu'existe un déficit de possibilités spontanées d'investissement : c'est le moment d'utiliser la dette publique pour élargir le champ des objectifs d'investissements publics, pour faire des paris, prendre des risques.

Quel type de contraintes peut aider à maintenir le sérieux budgétaire ? La meilleure contrainte résulte de la combinaison du jugement collectif et du débat structuré d'une part, de l'évaluation (*ex ante* et *ex post*) des politiques publiques d'autre part – à condition que cette démarche d'évaluation, essentielle, ne s'arrête pas au déterminisme du calcul économique et le complète par l'exercice analytique du jugement prospectif. On peut affecter l'emprunt public à un certain nombre de dépenses d'avenir considérées comme prioritaires, à condition que ces dépenses soient ouvertes au débat, fondées sur des évaluations sérieuses et mises à jour régulièrement par le Parlement. La dichotomie ne serait donc plus celle de la règle d'or, entre dépenses de fonctionnement respectant l'équilibre budgétaire et dépenses d'investissement financées par endettement, mais entre dépenses prioritaires requérant un effort spécial et autres dépenses – nécessaires mais moins stratégiques et ne faisant pas appel à l'endettement. Toute dichotomie de ce type est problématique, mais c'est au politique de définir et gérer les priorités.

La succession des chocs nous apprend aussi qu'en temps de crise nul système de règles ne tient. Il faut accepter ce relâchement, avec un cadre assez souple pour que le relâchement des règles n'affecte pas leur crédibilité. Toute crise doit être vue comme une occasion d'adapter le cadre. La flexibilité doit donc être partie intégrante de la conception même du cadre budgétaire. Sans cela, les règles perdent toute crédibilité et le risque de fuite en avant s'en trouve accru. Le retour à la normale après la forte

expansion budgétaire liée au COVID-19 implique donc, pour nous, la définition d'une « nouvelle normalité », où le contenu des dépenses publiques sera analysé et justifié par les besoins économiques, sociaux et environnementaux de la société.

\* \* \*

Il faut sortir de l'alternative entre discours moralisateur et idéologie partisane. Oui, la dette publique est utile ; non, il ne faut pas la laisser déraiper – mais on en est encore loin : ce qui compte, ce n'est pas tant son niveau que sa qualité, permet-elle de financer des dépenses utiles et porteuses d'avenir ? Dans la mesure où l'épargne privée ne finance pas spontanément ces dépenses, il faut voir dans la dette publique le moyen de la capter pour la diriger vers d'autres usages, notamment ceux qu'imposent les défis économiques, climatiques, environnementaux et sociaux. Ce qui suppose jugement et vision, innovation et esprit d'entreprise, plus qu'un respect de règles arbitraires. C'est là un beau projet politique.




---

### Mots clés

Dette publique  
Crise du COVID-19  
Inflation  
Investissement