

Commentaires autour de la note de France Stratégie

Dettes, déficit et dépenses publiques : quelles orientations ?

Michel Aglietta

Cepii et France Stratégie

Cette note de commentaires s'appuie sur deux rapports collectifs sur les dettes publiques que j'ai dirigés en 2012 et 2014 pour l'institut CDC de la recherche en sciences sociales. Je me préoccupe d'abord de la soutenabilité à long terme de la dette publique et de la notion de consolidation budgétaire en rappelant les enseignements de la théorie, puis les leçons de l'histoire, à partir des expériences historiques analysées dans les rapports. Ensuite je m'intéresse à la question des ajustements lorsqu'on veut procéder à une consolidation budgétaire sans entretenir le cercle vicieux de la stagnation séculaire. Enfin, à partir de cette analyse, je tenterai en conclusion de répondre à certaines des questions posées par la note de France Stratégie.

La soutenabilité à long terme de la dette publique : perspective théorique.

- *Soutenabilité, solvabilité ?*

Théoriquement la dette publique est une dette dite « verticale », c'est-à-dire une dette entre les citoyens d'une nation et la société qu'ils forment. La dette à l'égard d'un collectif n'est pas une dette contractuelle. Les individus sont mortels, mais l'Etat est postulé exister indéfiniment entre les générations. La dette publique est donc fondamentalement un transfert intergénérationnel associé au financement des biens publics dont dépend l'existence même de la société.

S'il n'est pas défaillant et s'il émet la dette publique dans la monnaie de la nation dont il est le souverain, l'Etat ne peut pas faire faillite pour des raisons qui tiennent à des problèmes de liquidités propagés par des paniques de marché, puisque la dette peut toujours être monétisée. C'est pourquoi on parle de soutenabilité de la dette publique, pas de solvabilité qui concerne les dettes privées. En revanche, si un Etat émet sa dette en monnaie étrangère, il peut faire faillite. Tout se passe comme si sa dette était ravalée au statut de dette privée.

Parce que les règles de Maastricht empêchaient la BCE de jouer son rôle de prêteur en dernier ressort à l'égard des dettes publiques nationales, tout s'est passé comme si les Etats émettaient leurs dettes en monnaie étrangère. Ils peuvent alors devenir insolubles. La Grèce est devenue insolvable et d'autres pays ont été menacés d'insolvabilité à cause de la panique des marchés; ce qui paralysait le fonctionnement de la finance européenne et menaçait les banques de faillites en chaîne. C'est pourquoi la BCE a recouvré la fonction monétaire souveraine du prêteur en dernier ressort. Mais le problème demeure. Imposer à tous les pays de la zone euro une limite unique de 60% à tous les pays comme objectif des consolidations budgétaires a-t-il un sens ?

- *Définition théorique de la soutenabilité*

Dettes soutenables ne veut dire ni dette optimale, ni dette maximale. La théorie de la soutenabilité ne définit aucun niveau particulier de dette. Elle dit seulement dans quelles conditions économiques une dette publique de niveau quelconque (en % du PIB) est

soutenable. Tout le reste est affaire de choix politiques. La dette publique appartenant à la souveraineté, il ne peut exister aucun critère économique d'optimalité. Vouloir résumer la complexité des arbitrages politiques dans une « fonction de préférence de l'Etat » que l'on cherche ensuite à maximiser est d'une naïveté confondante.

L'encadré 1 énonce la condition de soutenabilité. Elle stipule que la valeur actualisée de la dette soutenable brute en équilibre de long terme est la somme des futurs excédents primaires anticipés actualisés qui la financent. Ce sont donc les soldes primaires futurs qui sont pertinents pour étudier la soutenabilité. Mais le taux d'actualisation joue un rôle crucial. Il est égal à la différence entre le taux d'intérêt réel moyen payé sur la dette et le taux de croissance de l'économie où la même différence en terme nominal, l'inflation étant égale à la cible de la banque centrale.

Encadré 1. Comptabilité de la dette publique et condition de soutenabilité

Le compte de dépenses et de recettes du budget de l'exercice s'analyse comme suit :

$$H-T+iF_{-1}=\Delta D+\Delta M$$

H est le montant des dépenses publiques, T le montant des recettes fiscales, D le stock d'obligations souveraines, ΔD le flux annuel net et ΔM la monétisation du déficit public par la banque centrale. Le côté gauche est donc le déficit ou l'excédent global, c'est-à-dire incorporant le service de la dette, tandis que le côté droit est le financement.

Cette équation comptable peut être exprimée en pourcentage du PIB nominal :

$$h-\tau+(i-\pi-g)d_{-1}=\Delta d+\Delta m+(\pi+g)m_{-1}$$

Le déficit ou l'excédent primaire en pourcentage du PIB ne dépend pas du marché des capitaux :

$$b=h-\tau-\Delta m-(\pi+g)m_{-1}$$

où $((\pi+g)m_{-1})$ est le seignuriage

On peut définir le taux d'intérêt réel ex post ajusté à la croissance :

$$\rho=i-\pi-g$$

La dynamique de la dette est décrite par l'équation différentielle en temps discret :

$$b+\rho d_{-1}=\Delta d$$

Cette équation est résolue par itération pour une dette durant n périodes :

$$d_t = E_t \delta_{t,n} d_{t+n} - E_t \sum_{j=1}^{j=n} \delta_{t,j} b_{t+j}$$

Le facteur d'actualisation dans n périodes dans le futur est :

$$\delta_{t,n} = \prod_{s=1}^{s=n} (1 + \rho_{t+s})^{-1}$$

On peut remarquer que *le taux d'actualisation de la dette publique est égal à la différence entre le taux d'intérêt réel moyen payé sur la dette en circulation (fonction de la structure de la dette) et le taux de croissance de l'économie*. La valeur actualisée de la dette en t est donc égale à la valeur anticipée actualisée de la dette en t+n moins la valeur actualisée des déficits primaires anticipés entre t et t+n.

La condition de soutenabilité est obtenue en laissant $n \rightarrow \infty$.

La dette publique est soutenable si sa valeur actualisée $\rightarrow 0$ dès lors que l'horizon de la dette tend vers l'infini. La condition est la suivante :

$$\lim_{n \rightarrow \infty} E_t \delta_{t+n} d_{t+n} = 0$$

C'est la condition de transversalité, qui signifie que le ratio dette/PIB doit suivre une tendance stationnaire pour que les finances publiques soient soutenables. Il n'est pas nécessaire qu'il converge vers un maximum prédéterminé (60 % ou un autre chiffre). Sa valeur dépend du profil des excédents primaires futurs :

$$d^* = -\lim_{n \rightarrow \infty} E_t \sum_{j=1}^{j=n} \delta_{t,j} b_{t+j}$$

Plus le taux d'actualisation est élevé (taux d'intérêt > taux de croissance nominale), plus la contrainte sur l'horizon de soutenabilité est forte, puisque les futurs excédents distants comptent moins dans la valeur de la dette soutenable.

En revanche, si le taux d'actualisation est < 0 (taux d'intérêt < taux de croissance nominale), n'importe quel niveau de dette est soutenable sans effort budgétaire puisque la relation d'équilibre s'écrit :

$$\text{Solde primaire} = (\text{taux d'intérêt} - \text{taux de croissance nominale})(\text{niveau de dette})$$

Elle est vérifiée avec un déficit primaire compatible.

Entre les deux situations, il y a la fameuse « règle d'or » caractéristique des modèles néo-classiques de croissance optimale : $\text{taux d'intérêt} = \text{taux de croissance}$. Le taux d'actualisation est nul, ce qui signifie que tous les futurs excédents primaires sont équivalents. Le gouvernement dispose d'un délai infini pour rééquilibrer ses finances, si d'aventures il le juge nécessaire.

- **Que signifie donc le niveau fatidique de 60% ?**

A l'époque où le traité de Maastricht a été conclu, on pensait que le taux de croissance nominal tendanciel serait de 5% (3% de croissance réelle et 2% d'inflation). En imposant un déficit total de 3% du PIB au maximum, on aboutissait à une dette maximale de 60%. Mais on comprend aussi que la dette japonaise de 250% du PIB soit soutenable avec un taux de croissance nominal de 1% du PIB si le déficit global est maintenu à 2,5%. Cela est possible sans effort budgétaire sur le solde primaire si le taux d'intérêt payé sur la dette est pratiquement nul; ce qui est le cas au Japon.

Le niveau de dette de 60% du PIB n'a donc aucune signification en lui-même. Ce qu'il faut retenir, c'est qu'un ratio de dette ne peut être atteint par la seule politique budgétaire. Il dépend de manière cruciale de la politique monétaire et de la politique d'investissement qui influence la croissance potentielle. Dans une union monétaire, la politique monétaire est commune mais les taux de croissance sont hétérogènes. Il n'y a donc aucune raison pour que les niveaux d'équilibre de la dette publique que les gouvernements peuvent rechercher soient les mêmes pour tous les pays. On peut donc rejeter comme irrationnelle l'obsession incluse dans la règle consistant à forcer tous les pays à réduire leur dette publique de 1/20^e chaque année de l'écart de leur niveau de dette/PIB à 60%.

- ***Qu'est-ce qu'une consolidation budgétaire ?***

Pour définir leur plan de consolidation à moyen terme, les gouvernements doivent se donner un objectif d^*_{t+n} du niveau soutenable de leur dette à l'horizon (t+n) de leur plan puisqu'il n'existe pas de niveau optimal. C'est là que le niveau d_t en t intervient. Il ne faut pas que la baisse programmée $d_t - d^*_{t+n}$ soit incompatible avec la capacité de générer les excédents primaires requis sur t+n. Une fois l'objectif fixé, la condition de soutenabilité définie dans

l'encadré 1 s'applique comme suit : $d_t - E_t \delta_{t+n} d^*_{t+n} = -E_t \sum_{j=1}^{j=n} \delta_{t,j} b_{t+j}$. Le côté gauche est la

variation désirée de la valeur actuelle de la dette publique. Le côté droit est le flux actualisé des excédents primaires qu'il faudra générer pour la financer. Tant que l'équation reste vérifiée, la soutenabilité est respectée pour l'objectif fixé. Il y a donc autant de trajectoires de dettes soutenables que d'objectifs, c'est-à-dire potentiellement un continuum.

Pour chaque objectif on en déduit l'effort budgétaire à accomplir pour satisfaire à la contrainte budgétaire intertemporelle. C'est la différence entre deux ratios de recettes budgétaires/PIB : la pression budgétaire requise moins la pression budgétaire actuelle ($\tau^* - \tau$). Elle est déterminée par l'équation suivante :

$$\tau^* - \tau = [E_t \sum_{j=1}^{j=n} \delta_{t,j}]^{-1} [d_t - E_t d^*_{t+n} + E_t \sum_{j=1}^{j=n} \delta_{t,j} b_{t+j}]$$

La consolidation est telle que la valeur actualisée des excédents de revenu dus à l'effort budgétaire en (t,t+n) est égale à la différence entre la valeur actualisée de la variation désirée de la dette et la valeur actuelle des futurs excédents primaires qui auraient été enregistrés si la politique passée avait été prolongée. Ni le système fiscal ni les dépenses d'approvisionnement n'étant malléables à la volonté du gouvernement, le niveau visé ne doit pas être arbitraire. Il doit résulter d'un arbitrage entre l'exigence de soutenabilité et la faisabilité du changement de politique. Plus la période d'ajustement est longue, et donc plus le taux d'actualisation est faible, plus le gouvernement dispose d'une marge de manœuvre pour mettre en œuvre un programme crédible.

Dès lors que la soutenabilité guide la politique menée après un budget dégradé et une forte augmentation de la dette publique, un effort budgétaire doit être consenti puisque $\tau^* > \tau$. Pour déterminer des excédents primaires futurs réalistes, un bilan complet du secteur des administrations publiques est utile. C'est là que les futurs passifs éventuels et les actifs du secteur public doivent entrer en jeu.

Comment guider le choix de l'objectif à moyen terme de consolidation de la dette publique autrement qu'en fixant un niveau arbitraire pour d^*_{t+n} ? C'est la valeur nette du secteur public qui est la variable pertinente (tableau 1).

Dès lors que la valeur nette est positive, le gouvernement peut abaisser les impôts, ce qui accroît le patrimoine net des ménages, ou augmenter les investissements, ce qui accroît la richesse publique et améliore les services publics sans nuire aux droits des porteurs d'obligations. Si la valeur nette est négative, les finances publiques ne sont pas soutenables. Si une défaillance pure et simple est déclarée, les porteurs d'obligations subiront des pertes financières. Si une politique de consolidation est mise en œuvre pour retrouver une valeur nette positive, les contribuables verront leur patrimoine réduit par l'augmentation de leur charge fiscale ou bien les bénéficiaires des services publics subiront une perte de bien-être due à la dégradation des services publics.

Tableau 1. Bilan des administrations publiques

Postes	Actif	Passif
Actifs et passifs budgétaires	Valeur actuelle nette des futures recettes fiscales	Valeur actuelle nette des futures dépenses primaires
Actifs et passifs financiers	Participations dans des entreprises du secteur public Autres actifs financiers	Dettes publiques brutes comptables
Capital de la nation	Actifs immobiliers et infrastructures	Valeur nette du secteur public
Richesse publique	Total	Total

Les résultats obtenus jusqu'ici aboutissent à la préconisation suivante. Il faut s'engager sur une programmation à moyen terme, révisable en fonction des changements significatifs de croissance et de taux d'intérêt, et justifiable dans le cadre des scénarios retenus, pour être compris des marchés et maintenir les finances publiques sur une tendance soutenable. Il faut aussi concevoir des politiques macroéconomiques qui élargissent le spectre des trajectoires soutenables en pilotant le mieux possible la croissance et les taux d'intérêt ; ce qui implique évidemment un dialogue entre la banque centrale et l'État. *En zone euro cela veut dire entre la BCE et les États associés et coordonnés par une instance de niveau européen, jouant le rôle d'une puissance publique et supervisée par une commission parlementaire composée de membres des commissions des finances des parlements nationaux.*

La soutenabilité à long terme de la dette publique : perspective historique

Dans un rapport sur les dettes publiques élaboré pour la CDC, nous avons fait une étude historique approfondie d'expériences historiques de consolidations de grande ampleur (Aglietta et alii, 2014). Quelles leçons peut-on en tirer pour l'Union Européenne aujourd'hui quant aux politiques budgétaires de consolidation ?

Il importe de distinguer deux types de situation : d'une part les consolidations motivées par des détériorations budgétaires provoquées par des politiques antérieures de dépenses ou de recettes conduisant à des déficits cumulés, dans des contextes macroéconomiques qui peuvent être médiocres car suivant des récessions, mais sans crise majeure; d'autre part des surgissements de dettes publiques dus aux guerres ou aux crises financières, comme l'est la situation actuelle.

- *Cas des consolidations hors crises*

Dans le premier type de situation, les consolidations réussies ont été le plus souvent amorcées après l'élection d'un nouveau gouvernement à la suite d'une campagne électorale menée sur

ce thème. Même si ce gouvernement était ensuite remplacé, les mêmes efforts budgétaires se poursuivaient. Cela veut dire qu'il s'agit *d'un tournant politique engageant un effort de longue haleine qui requiert l'adhésion de la population*. Ce fut le cas en Australie (1984), au Canada (1993), Danemark (1983). Dans les deux consolidations suédoises débutant en 1981 et 1993, le gouvernement qui a poursuivi la politique d'assainissement budgétaire n'a pas été celui qui l'a engagée, révélant une sorte de pacte social bi partisan qui donnait une forte légitimité au but poursuivi. Aux États-Unis, la consolidation budgétaire engagée par Bill Clinton en 1993 avec une majorité démocrate fut poursuivie avec une majorité républicaine jusqu'en 2000. Au Japon, la politique budgétaire restrictive fut menée de 1980 à 1991 dans la continuité politique et réussit à rétablir un excédent budgétaire de 1987 à 1991.

Dans la plupart de ces cas (Australie exceptée) le succès des efforts budgétaires provient de ce qu'ils ont été engagés alors que la croissance avait été rétablie après une récession et non pas pendant la récession. Ce n'est pas l'austérité qui entraîne la croissance contrairement à ce que soutient Alesina et qui est devenu une sorte de *credo* libéral, mais bien que la réduction préalable de l'output gap a été une condition du succès. En France après 1980, au contraire, le tournant de la désinflation compétitive de 1983 a donné un coup de frein durable à la croissance et mis en échec les efforts budgétaires de sorte que le ratio dette publique/PIB a poursuivi son ascension.

- ***Cas des lendemains de guerres et de crises financières***

Dans l'immédiat après-guerre, la dette publique a continué à monter parce que le service de la dette absorbait une part élevée des recettes, alors que la reconstruction impliquait des dépenses d'infrastructures pour remettre les économies en route. Il était impossible de faire baisser le ratio de dette tant que les taux d'intérêt n'avaient pas été fortement abaissés.

Une comparaison intéressante est celle faite dans le cas du Royaume-Uni à deux époques historiques différentes. Après les guerres napoléoniennes et le rétablissement de l'étalon-or en 1821 d'une part, et la Seconde Guerre mondiale d'autre part, les niveaux de dette publique étaient comparables, environ 260 % du PIB, bien plus élevés que le niveau actuel. Dans la première époque, c'est-à-dire sous la contrainte de l'étalon-or, de la mobilité des capitaux et de la stabilité des prix, voire d'une faible et persistante déflation jusqu'en 1848, il a fallu quarante ans pour ramener la dette à 100 % du PIB. Après la Seconde Guerre mondiale, dans un système financier contrôlé par l'État, la même diminution a été réalisée en vingt ans. La régulation prudentielle et le contrôle des mouvements internationaux de capitaux ont permis de *baisser au maximum les taux d'intérêt nominaux et de parvenir à des taux d'intérêt réels négatifs*, principal facteur de réduction de la dette publique, dans des conditions économiques compatibles avec la croissance malgré un niveau élevé de dette.

La même situation a été observée en France après les deux guerres mondiales. Dans les deux cas le ratio de dette a baissé très rapidement grâce à l'inflation et à la dépréciation du franc entre 1920 et 1926, les dévaluations massives de 1948 et 1949 dont les anticipations ont nourri l'inflation, entraînant des taux d'intérêt réels massivement négatifs.

Dans le cas de crises financières, la montée des dettes publiques résulte de l'excès préalable de l'accumulation des dettes privées insoutenables qui fragilisent les bilans bancaires, soit directement dans le cas d'une finance « normale », soit indirectement par effondrement des conduits et autres véhicules spéciaux mis en place par les banques pour dissimuler leurs risques excessifs dans la finance de casino des années 2000. *Il n'existe pas de possibilité de consolider les dettes publiques sans assainissement préalable de la situation financière des banques*. Ou bien celle-ci est faite par intervention immédiatement après la crise et la consolidation budgétaire peut être précoce. Ce fut le cas de la Suède et de la Finlande après la

crise financière de 1991-92 et de l'Islande après la crise de 2008. Au contraire, les attermolements politiques sous la pression des lobbies bancaires au Japon après la crise financière de 1990 et dans la zone euro après celle de 2008, consistant à dissimuler les pertes latentes des banques et à prétexter qu'elles sont saines, paralyse toute reprise solide de la croissance et perpétue l'alourdissement du poids de la dette publique.

L'expérience japonaise est particulièrement éclairante. De 1991 à 2002 la dette a progressé irrémédiablement à cause de la baisse des recettes, alors que les dépenses n'ont augmenté que lentement. Car l'effondrement des prix des actifs immobiliers et boursiers a mis les banques en situation de quasi-insolvabilité. Mais il a fallu les répercussions de la crise asiatique pour que les pouvoirs publics forcent sérieusement les banques à nettoyer leurs bilans et à se restructurer et mettent un terme à la crise bancaire en 2004. Le désendettement des entreprises, amorcé en 1998, s'est poursuivi de sorte qu'en 2003 la croissance a pu repartir même modestement et la déflation a disparu. Cependant, la croissance a été trop faible pour faire baisser le ratio de dette publique. Il est resté sur un plateau de 2005 à 2008.

Le comportement des gouvernements en zone euro est similaire de celui du gouvernement japonais : déni des problèmes bancaires et entretien du cercle vicieux entre dette des banques et dette des États, plus généralement incapacité de faire baisser la dette du secteur privé. Ce n'est qu'en 2012 que l'idée d'union bancaire a connu un début de réalisation. Mais sa réalisation complète provoque des discordes et de attermolements interminables. Tant que l'union bancaire ne sera pas achevée, il est impossible que les efforts de consolidation budgétaire parviennent à inverser le poids de la dette publique dans les pays où la finance est la plus détériorée.

Que penser des ajustements budgétaires pour faire baisser le ratio de dette publique ?

L'éclairage historique confirme les enseignements théoriques. *La politique budgétaire à elle seule n'est pas capable d'inverser une progression du ratio dette/PIB.* Il y faut un environnement économique porteur. Celui-ci doit être créé par une combinaison cohérente de toutes les composantes de la politique économique. A la suite d'une crise financière qui a détérioré gravement les facteurs de production (renouvellement ralenti du capital fixe, baisse de l'intensité de R&D dans les entreprises, perte d'efficacité du capital humain avec le chômage de longue durée), la relance de l'investissement sur la base d'un nouveau régime de croissance devrait être la priorité absolue.

- ***Désendettement du secteur privé et nécessaire endettement public***

Une caractéristique surprenante des pays de la zone euro, par opposition aux pays anglo-saxons est l'incompréhension des conséquences macroéconomiques du surendettement du secteur privé. Peut-être à cause du cas très particulier de la Grèce, la crise a été interprétée en zone euro comme imputable aux finances publiques.

Il n'en a rien été. L'origine de la crise en zone euro comme ailleurs se trouve dans le retournement du cycle financier global. La plongée du prix des actifs au paroxysme de la crise bouleverse l'équilibre des bilans des agents privés endettés. Le profil et la durée de la phase descendante du cycle financier dépendent de la vigueur avec laquelle les entreprises réagissent à la détérioration de leurs bilans et de la manière dont ces efforts sont interprétés par les marchés financiers. La variable sensible dans cette phase est le ratio dette/valeur de marché des actifs, car elle influence la qualité des dettes émises antérieurement. Les contraintes financières que subit le secteur privé dans cette phase dépendent donc de l'évolution de ce ratio.

La hausse de l'effet de levier en pleine phase récessive est la caractéristique cruciale d'une déflation financière. Parce que la probabilité de défaut des agents surendettés est fonction décroissant de la valeur des actifs, le ratio *loan-to-value* augmente fortement avant de pouvoir commencer à baisser. L'économie privée entre alors dans un ajustement stock – flux, dépressif lorsqu'il est poursuivi par un grand nombre d'agents économiques.

La dépense privée et le revenu nominal baissent avec la hausse de l'épargne résultant de l'effort de désendettement, tandis que la hausse des primes de risque résultant de la baisse de la valeur des actifs en collatéral pousse les taux d'intérêt au-dessus de la croissance du revenu. L'ajustement stock flux du secteur privé produit donc une spirale dépressive.

Dans une telle situation la politique monétaire pour faire baisser les taux d'intérêt en achetant les actifs privés dépréciés et la politique budgétaire expansionniste doivent absolument agir de concert ; ce qui n'a pas été fait en zone euro. Le soutien de la demande globale exige une augmentation des déficits publics (encadré 2).

Encadré 2

Déflation du secteur privé et endettement public

À partir des notations du modèle de l'encadré 1, nous calculons l'ampleur du déficit budgétaire requis pour contrecarrer l'enchaînement dépressif :

D = montant nominal de la dette du secteur privé ;

R = revenu nominal du secteur privé hors intérêt ;

i = taux d'intérêt effectif sur la dette.

D'où $C = \lambda(R + iD)$: dépense du secteur privé parce qu'en situation de contrainte financière la dépense privée dépend du revenu courant.

Soit H la dépense publique nette et $C+H$ la dépense totale.

Le taux de croissance requis de $C+H$ pour que le revenu total croisse au rythme de la dette est :

$$\frac{\dot{C} + \dot{H}}{C + H} = \gamma\hat{C} + (1 - \gamma)\hat{H} = i$$

où γ est le poids de la dépense privée dans le PIB.

On en déduit le montant requis du déficit budgétaire :

$$\hat{H} = \frac{i - \gamma g}{1 - \gamma} + \frac{\gamma \bar{d}(i - g)}{\lambda(1 + \bar{l})(1 - \gamma)}$$

Le déficit requis est d'autant plus élevé que l'écart entre le taux d'intérêt sur la dette et le taux de croissance nominal du revenu privé hors intérêt est grand et que le poids de la dépense privée est élevé.

En cas de crise financière systémique, la stimulation budgétaire ne suffit pas à retrouver un équilibre économique satisfaisant. L'excès d'offre persiste sur le marché des biens (output gap négatif persistant) et sur le marché du travail (chômage durable, de longue durée et sorties du marché du travail) ; Cela veut dire qu'il y a nécessairement un excès de demande sur des marchés d'autres actifs. Il faut les diagnostiquer et mener les politiques adaptées.

Si l'excès de demande se porte sur la liquidité contre tout autre élément de richesse ou d'utilité, il faut baisser le coût d'opportunité de la liquidité par une politique monétaire expansive. Ce sont les politiques monétaires de taux zéro, voire négatifs, obtenues par expansion des bilans des banques centrales.

Si l'excès de demande se porte sur les titres d'État en tant que supports d'une hausse de l'épargne, donc contre un excès d'offre de biens et services, il faut créer plus de titres par une politique budgétaire expansive en accroissant le déficit public.

Si l'excès de demande se porte sur les titres d'État à l'encontre des actifs privés risqués, il faut créer de la liquidité et des titres d'État et les échanger contre des actifs financiers privés, ou bien garantir les actifs privés par des engagements contingents, de manière à augmenter l'offre d'actifs de grande qualité et de diminuer celle des actifs de basse qualité ; c'est la politique d'assainissement des bilans.

- ***Quelles sont les politiques budgétaires efficaces à la barrière de taux zéro***

On s'accorde pour dire que dans des circonstances normales, où les taux d'intérêt nominaux sont positifs, une politique de réduction des taxes sur le travail est expansive, Il n'en est pas de même lorsque les taux nominaux sont nuls ou négatifs. Les réductions d'impôts deviennent récessives si elles sont conçues pour abaisser les coûts marginaux du travail ou du capital. Car ces réductions fiscales augmentent le taux d'intérêt réel par les baisses de prix qu'elles entraînent, sans que la banque centrale puisse le compenser. C'est le paradoxe d'Eggertsson : « *Le but principal d'une politique, quand les taux directeurs sont nuls, ne doit pas être d'augmenter l'offre agrégée en modifiant les incitations. Le but doit être plutôt d'augmenter la demande agrégée, autrement dit le niveau global de dépense dans l'économie* ». Le résultat tient alors au fait que des politiques visant à augmenter l'offre globale sont contre-productives parce qu'elles créent des anticipations déflationnistes pour des taux nuls.

Si l'on considère maintenant les réductions de taxes sur le capital, on peut remarquer que ces dernières augmentent l'investissement et le stock de capital, sous réserve de circonstances normales, qui développent alors les capacités de production. Mais pour des taux nominaux nuls, le problème n'est pas que les capacités de production sont inadéquates, mais que la demande agrégée est insuffisante. Réduire les taxes sur le capital pousse ainsi les individus à épargner, alors que l'on désire l'inverse. Le produit décroît parce qu'on réduit les dépenses de consommation. Si chacun commence à épargner plus, cela conduit à une demande plus faible, et donc à des revenus plus faibles pour les ménages, réduisant donc *in fine* leur capacité à épargner. Paradoxalement, une conséquence de la réduction des taxes sur le capital est une réduction de l'épargne globale en équilibre général parce que chacun cherche à épargner davantage.

On peut déduire de cette analyse les réductions d'impôts et les dépenses publiques supplémentaires qui ont un effet positif sur l'activité. *Des baisses de taxes sur la consommation ou des crédits d'impôts sur l'investissement sont deux exemples de politique fiscale efficace pour stimuler la production.* Surtout, les dépenses publiques peuvent être efficaces, à condition d'être dirigées vers des biens imparfaitement substituables par rapport à la consommation privée. Ce sont avant tout les dépenses d'investissement en infrastructures et en éducation, comme cela fut fait lors des consolidations budgétaires suédoises et finlandaises des années 1990. Sinon, de telles dépenses seraient compensées par des coupes dans la dépense privée, laissant le revenu agrégé inchangé.

Il y a donc deux paradoxes dans une économie à taux d'intérêt nuls. Le « *paradoxe de l'épargne* » de Keynes dit que, si tout le monde cherche à épargner, il y aura moins d'épargne agrégée. Le « *paradoxe du travail* » d'Eggertsson dit que si chacun essaie de travailler plus il y aura moins de travail agrégé.

On ne saurait sous-estimer l'importance des investissements publics, c'est-à-dire d'un emprunteur en dernier ressort. Si les contraintes de liquidité sont prégnantes, cela veut dire

qu'un nombre d'acteurs privés suffisamment élevé pour entraîner un effet macroéconomique fait face à des risques de revenu non assurables et a donc une capacité limitée d'emprunts. La liquidité supplémentaire, associée à l'augmentation du stock d'actifs publics dans l'économie, permet une expansion de la demande privée en détendant la contrainte d'endettement de ces agents, parce que l'augmentation du stock de titres publics élève le collatéral des emprunts privés. Il y a donc « *crowding in* » de la dépense privée, c'est-à-dire effet multiplicateur.

Cet effet provient d'une hausse temporaire des déficits publics dans des économies où le système financier est soumis à ce talon d'Achille qu'est le risque de liquidité. Comme le « *crowding in* » de l'effet positif de liquidité et le « *crowding out* » de l'effet de richesse se combattent, l'efficacité de l'expansion budgétaire dépend de la manière dont le creusement des déficits à court terme est compatible avec un profil crédible du stock de dette publique à moyen terme ; ce qui conduit au problème de soutenabilité de la dette.

La grande hétérogénéité des pays de la zone euro à cet égard justifie des politiques différenciées, d'autant que la soutenabilité de la dette publique n'a rien à voir avec un niveau particulier dette à atteindre comme on l'a montré ci-dessus. Il revient aux pays qui ont des marges de manœuvre importantes de créer le *crowding in* pour leurs partenaires. En même temps, une politique de production de biens publics par des investissements européens financés par le réseau des banques publiques de développement avec émission d'eurobonds garantis par un budget européen élargi, relèverait la croissance potentielle.

Conclusion

-La théorie de la soutenabilité énonce qu'il n'existe pas de dette optimale à long terme. Celle-ci n'a de sens que dans un modèle sans aucune utilité pratique, où l'on fait l'hypothèse qu'il n'existe qu'un seul agent représentatif et donc que l'on peut définir une fonction d'utilité sociale. En effet, Arrow a démontré depuis bien longtemps qu'il n'existe aucune procédure rationnelle pour définir une telle fonction parmi un ensemble d'agents hétérogènes. Il serait donc plus qu'utile d'écarter cette idée.

-C'est dans l'espace des dettes soutenables que l'on peut assurer la transmission des actifs entre générations. Les politiques « structurelles » ont une vertu si elles élargissent l'espace économique des dettes soutenables en relevant la croissance potentielle relativement au taux d'intérêt réel, donc en abaissant le taux d'actualisation des dettes publiques ; ce qui allonge l'horizon de la soutenabilité. Mais on a vu qu'il faut faire attention. Si l'on appelle politiques structurelles, celles qui visent à abaisser le coût du travail, elles sont contre productives à la barrière de taux zéro. Le double paradoxe de l'épargne et du labeur, montre que tout ce qui tend à faire baisser l'inflation déjà trop basse produit l'inverse des effets attendus dans des conditions macro « normales ».

-La politique budgétaire la plus efficace est celle qui est tournée vers les investissements publics qui ont le plus d'effet d'entraînement sur l'investissement productif total. Le Plan Juncker témoigne d'un début de prise de conscience chez les caciques de la Commission que leur animosité à l'égard de la politique industrielle est néfaste. Mais il est mal conçu et financièrement peu sûr. En effet, les investissements sont saupoudrés dans leur contenu industriel, sans cohérence permettant d'envisager sérieusement la complémentarité publique privée et sans garantie publique suffisante du financement privé. Ils ont donc toutes chances d'être insuffisants en volume et concentrés dans les pays les plus riches, donc les plus sûrs. Il ne s'agit pas véritablement d'un programme européen susceptible de transformer le régime de croissance. Toutefois il est possible de le modifier sous l'hypothèse que tous les secteurs économiques bénéficient des investissements d'infrastructure en réseaux (transports,

production d'énergie renouvelable, distribution d'électricité intelligente, systèmes de communication). Sous l'hypothèse que ces réseaux sont complémentaires de tous les autres inputs par les services qu'ils procurent, le FMI estime que pour une élévation de ce type d'investissement de 1% du PIB, le niveau du PIB à long terme peut s'élever de 2,5% et le ratio de la dette publique/PIB diminuer de 1,5%.

-Concernant la transmission des actifs entre générations, c'est l'adéquation entre l'épargne et l'investissement qui détermine le montant de dette publique à émettre. Celle-ci est donc endogène. Le niveau de dette souhaitable d'un pays dépend des caractéristiques propres de cet équilibre. Le pire que l'on puisse faire, compte tenu de l'hétérogénéité des pays dans leurs conditions démographiques et les déterminants de leur productivité, est de forcer tous les pays de la zone euro à converger vers une dette publique à 60% du PIB.

-Dans le modèle mondial INGENUE3, utilisé dans le rapport sur les dettes publiques de 2012, on a étudié trois scénarios de financement du vieillissement de la population par hausse des cotisations sociales ou par hausse de la dette publique, assortie ou non d'une élévation des taux d'activité aux âges élevés. Les scénarios montrent que, si les dettes sont soutenables du point de vue de la condition de très long terme définie dans l'encadré 1, il est possible de financer une part substantielle du vieillissement par la dette, éventuellement en faisant plus que doubler l'endettement. Les trajectoires de dette sont soutenables car elles dépendent des paramètres de préférence et de technologie des zones économiques considérées et sont fondées sur le fait que les anticipations de hausse de prélèvements obligatoires futures sont crédibles. C'est donc la crédibilité des phénomènes de consolidation longue annoncée à l'avance qui rend les dettes publiques soutenables. La majeure partie du financement de la hausse de la dette provient d'une augmentation de l'épargne interne due à l'ancrage des anticipations des agents sur la politique de prélèvements futurs.

-Par ailleurs, le coût de financement du vieillissement de la population est bien plus faible lorsque la hausse des dettes publiques est accompagnée d'une forte augmentation des taux d'activité aux âges élevés. Cette dernière rend par ailleurs beaucoup plus crédible les engagements de remboursement ultérieurs.

- Dernière question : comment réaliser la stabilisation macroéconomique dans l'union monétaire composée de pays hétérogènes induisant nécessairement des chocs asymétriques ? Ce problème est insoluble dans une gouvernance politique intergouvernementale entre des Etats polarisés par la divergence entre créanciers et débiteurs. Pour qu'il y ait un ajustement efficace face à des chocs asymétriques dans une union monétaire, il faut qu'il y ait des politiques économiques concertées des pays. Les règles automatiques n'en sont pas des substituts satisfaisants. Elles ne sont ni flexibles, ni contingentes et donc inadaptées à la variabilité des situations conjoncturelles. De plus elles ne fonctionnent que dans le sens restrictif. Aucune règle automatique ne forcera le gouvernement allemand à mener une politique de hausse des salaires ou d'expansion des dépenses publiques pour compenser une déflation salariale dans un ensemble d'autres pays.

-Il faut donc un changement de méthode et d'organisation politique. Il faut que les gouvernements puissent avoir confiance les uns dans les autres grâce à une évaluation des situations macroéconomiques et budgétaires par une agence budgétaire européenne indépendante qui prenne en compte ces interdépendances. Il faut que sur cette base une commission budgétaire impliquant des représentants des parlements nationaux définisse les orientations d'une politique concertée que le conseil européen valide et que les gouvernements soient chargés de mettre en œuvre. Le semestre européen, qui est justement destiné à la concertation, est approprié pour développer ces procédures.

-Les missions de cette agence seraient d'intervenir dans la première phase du semestre

européen en articulant trois types d'actions : : identifier la situation macroéconomique de la zone euro globalement au début du semestre, déterminer à partir de ce diagnostic les recommandations pour le partage des ajustements budgétaires nationaux de manière à les rendre symétriques, activer un Fonds de Stabilisation contra cyclique (neutre sur l'ensemble du cycle), capable d'emprunter sur les marchés obligataires et de moduler les prêts aux pays les plus affectés par des chocs adverses.