

VI / La dette publique en Europe après la Covid-19¹

Xavier Timbeau

La crise de 2008 et la crise des dettes souveraines en zone euro laissent l'Europe et plus particulièrement la zone euro dans une situation pour le moins délicate. Les dettes et les déficits publics sont élevés et les règles budgétaires commanderaient maintenant une austérité qui n'est pas nécessaire. À cela s'ajoute le retour possible de la discipline de marché, une fois la politique monétaire normalisée, qui conduirait à une hausse des taux d'intérêt. Nous passons en revue ces éléments de contexte pour ensuite les quantifier en utilisant une modélisation, Debtwatch (ofce.shinyapps.io/debtwatchr), issue de travaux commencés en 2011 au moment de la crise des dettes souveraines en zone euro lors du projet iAGS (www.iags-project.org). La quantification des scénarios possibles montre en effet que la stabilité des finances publiques est acquise sans consolidation budgétaire, y compris si les taux souverains remontent. En revanche, la réduction des ratios de dette publique sur PIB imposerait à une bonne partie des États membres de la zone euro une austérité longue et peu compatible avec les autres objectifs à moyen et long termes sans gain véritable pas ailleurs.

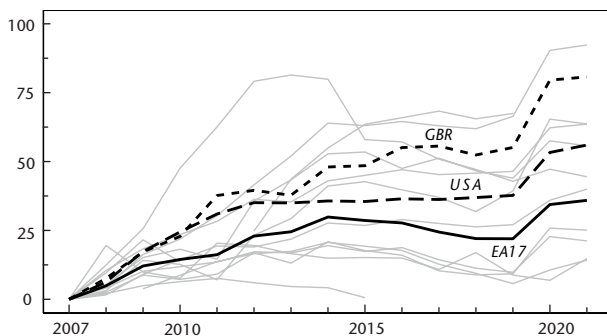
Dettes publiques, pacte et discipline de marché

Commençons par rappeler quelques faits.

¹ Les graphiques et tableaux peuvent être reproduits à partir du code github.com/OFCE/repro2021/tree/main/repere_europe_2022/XT_dette_post_covid

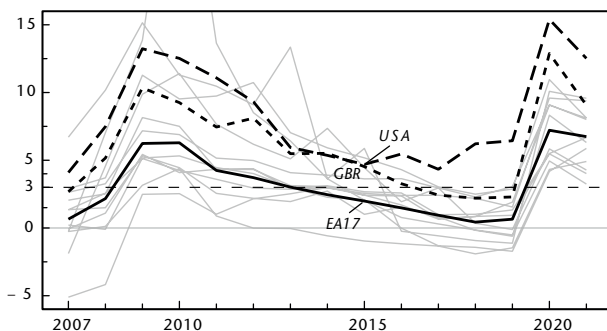
Graphique 1. Dettes et déficits publics

Dettes¹ publiques (2007 = 0 écart en point de PIB)



1. Dette au sens de Maastricht pour EA et GBR.

Déficit public (en % du PIB)



Note de lecture : le graphique est obtenu en régressant l'écart de taux entre chaque État membre et l'Allemagne sur l'écart de dette en point de PIB avec l'Allemagne. La régression est opérée chaque mois et le graphique représente le coefficient entre taux et dette.

Sources : OCDE, *Economic Outlook*, n° 110, Database Inventory, 2021.

En premier lieu, les dettes publiques ont augmenté significativement dans les États membres de la zone euro (graphique 1). Le jeu des stabilisateurs automatiques et la réponse budgétaire à la crise sanitaire ont été justifiés par l'expérience de la crise des dettes souveraines et par l'échec des politiques d'austérité. Vouloir réduire la dette publique en situation de crise exceptionnelle rajoute à la crise et aggrave le problème de dette publique. La hausse des dettes est hétérogène parmi les États membres de la zone euro, une dette presque inchangée par rapport à 2008 pour l'Allemagne ou les Pays-Bas, et augmentée pour la Grèce ou pour l'Espagne. Seuls ces deux derniers pays ont une hausse supérieure à celles des États-Unis ou de la Grande Bretagne, preuve du contrôle de la dette par le Pacte de stabilité et de croissance (PSC).

En deuxième lieu, si la clause dérogatoire générale, prévue dans la réforme de 2011 du PSC, a bien été mise en œuvre pendant la crise sanitaire, le retour à la norme sera pour l'année 2023. Ce qui risque de surdéterminer l'orientation budgétaire dans beaucoup d'États membres — tous ont un déficit public supérieur à 3 % en 2021 et en projection en 2022.

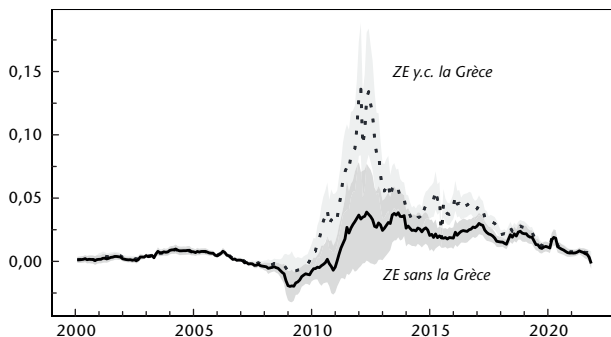
La Commission européenne a lancé le 19 octobre 2021 une consultation pour une réforme du pacte qui devrait être opérante avant la fin de l'année 2022, anticipant soit que les règles ne seront pas applicables soit qu'il va falloir préparer le terrain et compter sur la pression des pairs pour les appliquer.

Enfin, en troisième lieu, après presque dix ans de politique monétaire en zone euro marquée par le *whatever it takes* de Mario Draghi, président de la Banque centrale européenne (BCE), en juillet 2012, les écarts de taux entre les États membres sont faibles et ne sont plus sensibles à l'augmentation des dettes (graphique 2). Cette situation est un changement majeur par rapport à la période qui précède la crise des dettes souveraines. Elle permet depuis 2012 que le mouvement pluridécennal qui réduit les taux souverains s'applique à l'ensemble des pays de la zone euro, ce qui absorbe la montée des dettes publiques en conduisant à une baisse des charges d'intérêt dans la plupart des États membres.

Cette baisse des taux souverains et de la charge d'intérêt n'est pas un simple produit de la politique monétaire. Comme de nombreux auteurs l'ont souligné, par exemple Blanchard [2019], Furman et Summers [2020] ou encore Ducoudré *et al.* [2019], cette baisse est générale et persistante. S'il est difficile d'en dégager les principales causes avec certitude, et donc d'assurer qu'elle persis-

Graphique 2. Lien entre taux souverain et dette

Déficit public (en % du PIB)

Sources : OCDE, *Economic Outlook*, n° 110, Database Inventory, 2021.

tera encore longtemps, c'est un élément essentiel dans l'analyse des finances publiques et de la soutenabilité des dettes publiques. Or la sortie de la politique monétaire non conventionnelle associée à la levée de la clause dérogatoire du Pacte de stabilité et de croissance pourrait réenclencher un creusement des écarts de taux souverain à l'intérieur de la zone euro.

On pourrait avancer que partout les politiques monétaires vont se normaliser et que les taux souverains remonteront en conséquence. Ils seront sans doute plus faibles que dix ans auparavant, mais il y a des bonnes raisons pour souhaiter qu'ils ne soient pas nuls encore trop longtemps. La zone euro est particulière en ce qu'il existe une possibilité d'arbitrage entre les dettes publiques en son sein même, provoquant une fuite vers la qualité et une baisse du rendement exigé pour l'actif le plus sûr au détriment de l'actif jugé le moins sûr. Ce mécanisme conduit à une amplification de la discipline de marché par les changes irrévocables. On présente souvent l'euro comme une monnaie sans État, bien que depuis 2012 on observe une plus grande crédibilité de la BCE. Mais l'euro a aussi fabriqué des États sans monnaie.

L'après-politique monétaire non conventionnelle pourrait signifier le retour à la situation d'avant 2009 où la garantie de la

BCE était considérée comme implicite ; elle pourrait tout aussi bien ouvrir une nouvelle crise des dettes souveraines en zone euro, surtout si la question des dettes publiques est au centre du débat et que le débat se focalise sur le défaut possible d'un État membre. C'est ce type d'anticipation qu'il convient de réprimer pour en éviter l'autoréalisation.

La peur du passager clandestin

L'attachement à la stabilité des finances publiques et la crainte d'un passager clandestin profitant de la monnaie unique ne sont probablement pas l'essentiel. Le pacte, bien qu'il ait été entaché par de nombreuses libertés prises par les États membres et les réformes successives, a réussi en ce sens que les finances publiques ont été tenues de façon plus stricte en Europe que dans les autres pays développés (graphique 1). La Grèce a confirmé que le cas de la dérive incontrôlable des finances publiques était une possibilité, mais que l'attachement à la monnaie unique était suffisamment fort pour que soit acceptée *in fine* une austérité massive afin d'éviter le défaut sur la dette publique. De cet exemple, la discipline budgétaire par les pairs devrait sortir renforcée et la zone euro devrait pouvoir passer à autre chose, d'autant que les défis sont nombreux et vont demander d'importants efforts de coordination. Réaliser la transition vers une économie neutre en carbone en est un sur les plans industriel, des infrastructures ou des politiques publiques. Assurer que cette transition est juste et que l'Union européenne peut apporter des réponses aux évolutions récentes des inégalités en est un autre.

Notons que de nombreuses propositions ont été faites, d'autres suivront, pour réformer le Pacte de stabilité et de croissance et alimenter le débat européen sur cette question. À ce stade cependant, pas grand-chose n'est proposé sur le saut politique nécessaire pour expliciter et pérenniser la garantie implicite de la Banque centrale et la mise en place d'une discipline budgétaire qui ne reposerait pas sur les marchés financiers qui offrent davantage une caisse de résonance de débats politiques qu'un jugement objectif sur la gestion des finances publiques.

Il y a deux problèmes principaux pour l'établissement des règles budgétaires. D'une part, la discussion de savoir ce que sont des finances publiques soutenables et quels sont les cri-

tères objectifs qu'on peut leur appliquer. Dans cette discussion, vouloir limiter et contrôler les externalités ou les coûts sociaux qu'un État membre impose aux autres est parfaitement légitime. Ces externalités sont un effet d'éviction fort, une inflation par le canal budgétaire, les effets de demande agrégée par le commerce extérieur et le scénario catastrophe de restructuration de dette publique et de sortie de la zone euro.

Au-delà de la question strictement économique des externalités induites par la politique budgétaire, le second problème est la question politique. La discipline de marché ne fonctionne pas pour la zone euro parce qu'elle conduit à une instabilité dont la conséquence serait son éclatement. Mais, pour sortir de la discipline de marché, il faut une discipline de substitution.

C'est le piège du pacte : des règles quantitatives, maintenant complexes, avec de nombreuses redondances et contradictions (règle de dépense, règle de solde, règle de flexibilité sur le solde en cas de mesures augmentant le potentiel, règle de dette) contraignent la politique budgétaire, mais ne sont jamais respectées à la lettre.

Pour sortir de cette impasse et donner à chaque État membre un petit peu du pouvoir lié au contrôle de la monnaie, il faut donc sortir des règles pour entrer dans une discipline « politique ». Blanchard *et al.* [2021] avancent cette piste avec des arguments convaincants, mais ils butent sur la forme que pourrait prendre le processus et les institutions qui conduisent à l'appréciation sur la politique budgétaire. Si le jugement sur la situation des finances publiques exige une analyse quantitative, celle-ci doit être tournée vers le futur et l'incertain.

Le point faible de la proposition de Blanchard *et al.* [2021] réside dans le recours à des institutions indépendantes ou légales pour régler des conflits qui sont essentiellement politiques — c'est-à-dire une appréciation des conséquences en situation incertaine. Le Parlement ou le Conseil européen pourraient conduire cette discussion, mais la mise en œuvre de ce qui aurait été décidé par les pairs ou les représentants ne peut pas s'imposer à un État membre dont la légitimité démocratique repose sur son parlement national.

En matière de soutenabilité, une appréciation objective n'est pas possible, puisqu'elle bute sur l'incertain, et il faut lui préférer l'élaboration souveraine mais coordonnée et surveillée par les pairs [Creel, 2021].

L'histoire récente a montré que le Pacte de stabilité et de croissance, tant qu'il ne se raidissait pas, pouvait influencer les politiques nationales. La question de la gouvernance européenne est posée, mais n'est pas résolue. Gardons de l'analyse de Blanchard *et al.* [2021] qu'il faut évaluer la stabilité des finances publiques dans les circonstances où nous sommes et en « spéculant » sur les futurs possibles.

Debtwatch comme outil d'analyse des dettes publiques et des politiques budgétaires

On ne peut pas discuter du réalisme d'une politique budgétaire et encore moins de règles sans préciser les moyens nécessaires et les conséquences qui en découlent. Cette idée a été avancée de multiples fois, mais, comme le note Abba Lerner en 1943, en lui donnant un nom, la finance fonctionnelle, ceci est particulièrement vrai pour les finances publiques : c'est ce qui distingue la conception ménagère de la dette de celle d'un État.

Ainsi, si l'on vise une réduction de la dette publique, mise-t-on sur une croissance plus soutenue, une hausse des taux de prélèvements ou encore une baisse des dépenses ? À l'inverse, l'effet d'une hausse de la dette publique *ex ante* dépendra de l'utilisation par le gouvernement des ressources additionnelles et de leur impact, par exemple, sur l'activité.

C'est ce qui a conduit à l'élaboration de Debtwatch, un outil qui vise à représenter le plus simplement possible les conséquences économiques dans le court-terme de décisions et d'objectifs, notamment de dette publique, à des horizons de plusieurs décennies.

La détermination du sentier de convergence à la cible de dette choisie est déterminée à partir de la notion de *fiscal gap*, c'est-à-dire de l'effort budgétaire qui est nécessaire pour atteindre l'objectif *conditionnellement* aux hypothèses. Le calcul de cet effort fiscal est fait en supposant un gouvernement rationnel et bienveillant. La rationalité est celle d'un calcul informé : nous supposons que le gouvernement connaît le modèle de l'économie, qu'il anticipe les conséquences de ses actes et qu'il mesure l'incertitude en probabilisant les risques à venir. Bienveillant signifie qu'il cherche à atteindre l'objectif en minimisant les conséquences négatives pour l'économie. Timbeau *et al.* [2021a] donnent une discussion plus complète, les équations sont documentées sur Timbeau *et al.* [2021b].

Tableau 1. Effort fiscal en zone euro, r - g stable

En % du PIB

Cible de dette à 20 ans	Moyen terme			Durée consolidation			Long terme		
	60	90	stable	60	90	stable	60	90	stable
Italie	-7	-6	-1	16a	12a	3a	-4	-2	-0
Grèce	-7	-5	-	15a	12a	-	-3	-1	-
Espagne	-5	-3	-2	12a	8a	4a	-1	-0	-
Belgique	-5	-3	-1	12a	7a	-	-2	-0	-
France	-5	-2	-0	12a	7a	-	-2	-0	-
Belgique	-3	-2	-2	7a	5a	5a	-2	-1	-1
France	-3	-2	-2	6a	-	-	-0	-0	-0
Slovénie	-2	-0	-	7a	-	-	-	-	-
Malte	-1	-1	-1	-	-	-	-0	-0	-0
Portugal	-1	-	-	2a	-	-	-	-	-
Estonie	-1	-	-	2a	-	-	-	-	-
Finlande	-1	-	-	-	-	-	-	-	-
Autriche	-0	-0	-0	-	-	-	-	-	-
Allemagne	-0	-0	-0	-	-	-	-	-	-
Slovaquie	-0	-0	-0	-	-	-	-	-	-
Pays-Bas	-0	-0	-0	-	-	-	-	-	-
Chypre	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Irlande	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Lituanie	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Luxembourg	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Lettonie	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Sources : AMECO 11/2021, Commission européenne, calcul de l'auteur en utilisant Debtwatch, code source disponible sur [github/ofce/dwr/reperer](https://github.com/ofce/dwr/reperer). L'effort fiscal est en points de PIB, la durée de consolidation en années. r - g est prolongé par pays à la dernière valeur observée.

Le retour à 60 % de dette publique est-il possible et souhaitable ?

Le modèle Debtwatch permet de simuler différentes stratégies de finances publiques pour les pays de la zone euro. La simulation vise à éclairer la dynamique de la dette et ne se prononce pas sur les liens entre dépenses publiques, croissance,

Tableau 2. Effort fiscal en zone euro, r – g nul à terme

En % du PIB

Cible de dette à 20 ans	Moyen terme			Durée consolidation			Long terme		
	60	90	stable	60	90	stable	60	90	stable
Belgique	-8	-6	-4	17a	13a	10a	-4	-4	-4
Italie	-8	-5	-2	16a	11a	4a	-2	-2	-2
France	-6	-5	-3	14a	12a	6a	-3	-3	-3
Slovénie	-6	-5	-5	16a	17a	17a	-4	-4	-4
Espagne	-5	-6	-3	11a	13a	6a	-3	-2	-2
Malte	-4	-4	-4	12a	13a	13a	-3	-3	-3
Portugal	-3	-3	-1	7a	8a	-	-1	-1	-1
Chypre	-3	-0	-0	6a	-	-	-0	-0	-0
Slovaquie	-3	-3	-3	21a	21a	21a	-2	-2	-2
Grèce	-3	-	-0	13a	-	-	-1	-	-
Estonie	-2	-2	-2	15a	15a	15a	-2	-2	-2
Autriche	-2	-1	-1	5a	-	-	-1	-1	-1
Lettonie	-2	-2	-2	2a	2a	2a	-1	-1	-1
Finlande	-1	-1	-1	4a	-	-	-1	-1	-1
Pays-Bas	-1	-1	-1	-	-	-	-1	-1	-1
Allemagne	-1	-1	-1	2a	-	-	-0	-0	-0
Lituanie	-1	-1	-1	-	-	-	-1	-1	-1
Irlande	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Luxembourg	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Sources : AMECO 11/2021, Commission européenne, calcul de l'auteur en utilisant Debtwatch. L'effort fiscal est en points de PIB, la durée de consolidation en années. r – g tend en vingt ans vers 0 pour tous les pays.

compétitivité, inégalités ou encore bien-être de la population. C'est l'embêtante arithmétique de la dette qui joue ici.

Les simulations sont conduites pour des jeux de paramètres standards et seuls les résultats médians des simulations stochastiques sont reportés dans les tableaux 1 et 2.

Les tableaux 1 et 2 présentent les efforts fiscaux pour atteindre différentes cibles de dettes. La première est l'application stricte du Pacte de stabilité et de croissance, un retour à 60 % du PIB

en vingt années. La seconde est une version atténuée, un retour à 90 %, la moyenne de la zone euro avant la crise sanitaire et enfin une stabilisation du ratio dette sur PIB à sa valeur actuelle (2022, projeté par la Commission). Dans tous les scénarios, non seulement la cible est atteinte, mais la dette publique est ensuite stabilisée à ce ratio. Les deux tableaux diffèrent par l'hypothèse faite sur l'écart entre taux souverain et croissance du PIB ($r - g$). Dans le tableau 1, $r - g$ est prolongé pour chaque pays à la dernière valeur observée (2021) alors que, dans le tableau 2, cet écart se normalise de façon conventionnelle à une valeur d'équilibre nulle à long terme. Du fait de la maturité de la dette publique, le taux moyen pondéré de chaque pays converge vers l'égalité en une vingtaine d'années. Dans chaque pays, une consolidation maximale de 0,5 point de PIB est appliquée si nécessaire et les colonnes centrales indiquent la durée de cette consolidation. Les simulations intègrent les effets sur l'inflation, l'écart de croissance et les effets récessifs à court terme de la consolidation budgétaire au travers d'un multiplicateur budgétaire qui vaut 1,2 à court terme et 0 à long terme.

Aucun État membre de la zone euro ne se trouve en situation de ne pas pouvoir atteindre les cibles de dette publique. En revanche, les efforts diffèrent fortement entre les pays. Le respect strict du pacte impose à huit pays sur dix-neuf, représentant 58 % du PIB de la zone euro, un effort fiscal important. Pour cinq pays (56 % du PIB zone euro), la consolidation budgétaire durerait plus de dix années. Une cible plus élevée, par exemple 90 % du PIB, réduirait les efforts fiscaux, mais c'est la stabilisation simple des dettes publiques à leurs ratios actuels qui n'imposerait que très peu d'ajustement. À la lumière de ces éléments quantifiés, la discussion sur les cibles de dette et ce qui les justifie est centrale pour le fonctionnement de la zone euro. Garder l'ancien objectif du traité de Maastricht, fondé sur un calcul de coin de table obsolète, mettra sous tension la zone euro pendant une longue période. Adopter le point de vue de Furman et Summers [2020] en ciblant un ratio stock sur stock ou flux sur flux, dont une valeur « conservatrice » pourrait être une cible de déficit de 3 %, permettrait d'échapper à l'absence de logique austéritaire.

La discipline de marché jouerait un rôle crucial dans les efforts fiscaux. La normalisation de $r - g$ durcit la consolidation de 1 à 3 points de PIB suivant la cible visée (une réduction de la dette

minimise l'effet de la hausse de l'écart de production) et suivant les pays (suivant l'écart national $r - g$). En augmentant la simulation d'une réaction significative des taux souverains aux écarts de dette publique (suivant le graphique 2 sur la période 2014-2018), on accroît de 1 point supplémentaire l'effort fiscal nécessaire. Les cibles sont un élément de l'équation, le rôle de la discipline de marché et de son substitut en est un autre.

Repères bibliographiques

- BLANCHARD O. (2019), « Public debt and low interest rates », *American Economic Review*, vol. 109, n° 4, p. 1197-1229.
- BLANCHARD O., LEANDRO A. et ZETTELMEYER J. (2021), « Redesigning EU fiscal rules : from rules to standards », *PIIE Working Paper*, n° 21-1.
- CREEL J. (2021), « Establishing a fiscal dialogue in Europe », *Comparative Economic Studies*, vol. 63, p. 339-355.
- DUCCOUDRÉ B., SAMPOGNARO R. et TIMBEAU X. (2019), « Taux d'intérêt durablement bas et orientation de la politique budgétaire », *Revue de l'OFCE*, n° 163, p. 281-301.
- FURMAN J. et SUMMERS L. H. (2020), « A reconsideration of fiscal policy in the era of low interest », *Discussion Draft*, Harvard Kennedy School, Mossavar-Rahmani Center for Business & Government.
- TIMBEAU X., AURISSERGUES E. et HEYER E. (2021a), « La dette publique au XXI^e siècle », *OFCE Policy Brief*, n° 93, octobre.
- (2021b), « Debtwatch, un simulateur de dette publique pour le XXI^e siècle », *ofce.shinyapps.io/debtwatch*, github.com/OFCE/dwr.