

LA « PETITE » DETTE QUI MONTE QUI MONTE...

Il y a dix ans, la zone euro a constitué l'épicentre d'une crise des dettes souveraines, consécutive de l'éclatement de la bulle immobilière qui avait précipité les économies dans la récession, et appelé les Etats à soutenir massivement le système financier. L'alourdissement de la dette des Etats qui en a résulté a conduit, un temps, à envisager une sortie de la Grèce – économie déjà très endettée – de la zone euro. Dix ans après, avec la crise sanitaire et la décision de congeler l'activité productive dans bon nombre de nations, que peut-on dire de l'évolution de la dette publique ? Afin de ne pas courir le risque d'une dépression, les Etats sont de nouveau intervenus, plus massivement encore qu'il y a une décennie, pour renflouer cette fois-ci des entreprises dont l'activité a été mise à l'arrêt. Entre 2010 et 2020, la dette publique mondiale est ainsi passée de 40 579 à 62 515 milliards de dollars.

L'élévation du taux d'endettement public depuis le début de la crise sanitaire, que ce soit en France ou dans la plupart des économies industrialisées, est à l'origine de plusieurs types d'interrogations. L'endettement des Etats est souvent assorti d'une considération morale dont la finalité est à la fois de rappeler que toute dette doit être remboursée, et de se demander quand et qui va rembourser la dette contractée par les Etats. Car pour soutenir les secteurs qui auront été mis à l'arrêt par décisions administratives dans le cadre des confinements successifs, les Etats ont eu un recours massif à la levée de fonds, essentiellement sur les marchés. Depuis le printemps de l'année 2020, les Etats ont injecté des fonds sans compter pour maintenir la demande et garantir les débouchés aux entreprises. Cela signifie que depuis plus d'un an, ils empruntent encore plus qu'auparavant, à un certain taux d'intérêt, car les prêteurs ou créanciers, ne prêtent leurs capitaux que s'ils sont assurés d'être remboursés, avec de surcroît, un taux d'intérêt déterminé lors de l'émission de la dette publique.

Cette étude se propose d'abord d'évaluer la progression de la dette, en termes nominal et en pourcentage de la richesse nationale, avec un point focal sur le cas français. On va voir que c'est bien cette envolée de la dette publique qui préoccupe autant les citoyens, les responsables politiques et financiers, que les économistes. Certains d'entre eux s'en inquiètent, d'autres en minimisent la gravité.

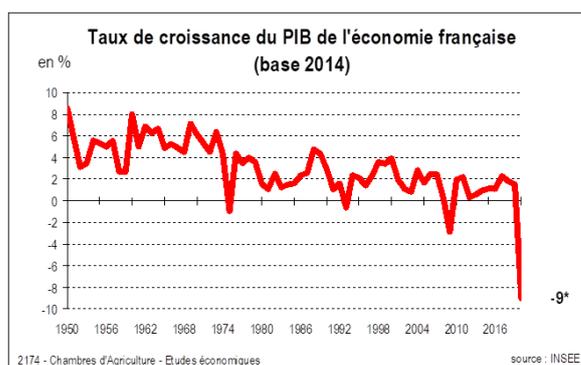
Eléments de méthode

Rares sont les Etats qui n'ont pas eu, à un moment ou à un autre, recours à l'emprunt pour combler une insuffisance de recettes fiscales, ne serait-ce que pour financer leurs dépenses de fonctionnement. C'est encore plus le cas dès lors qu'il s'agit de lancer une campagne d'investissements pour moderniser des infrastructures vieillissantes, ou pour accroître l'efficacité d'un système éducatif ou de santé publique, afin de répondre aux défis d'une nouvelle période de leur histoire.

La légitimité de la dépense publique, et par voie de con-

séquence, de l'emprunt pour la financer, est renforcée lorsque l'économie d'un pays – voire d'un groupe de nations – est plongée dans une phase récessive, comme cela fut le cas en 2008 puis en 2020. A en juger par l'ampleur de la récession en France en 2020 (graphique 1), l'Etat, en dépit de son endettement déjà chronique, n'avait d'autre choix que d'actionner le levier de la dépense publique, sous peine, dans le cas contraire, de laisser s'effondrer l'économie et de la précipiter dans la dépression, dont on connaît les conséquences sociales préjudiciables, pour ne pas dire dramatiques. L'expérience historique de la crise des années 1930 aux Etats-Unis restera de ce point de vue comme emblématique du rôle de l'Etat dans un processus de sortie de crise.

Graphique 1 : Taux de croissance du PIB de l'économie française (base 2014)



Ce premier rappel ne peut être dissocié d'un second, qui coupe cours à cette idée aussi inexacte que résistante, selon laquelle un Etat doit gérer ses comptes selon le principe du bon père de famille. Or, en économie, un Etat n'est pas un ménage, il s'agit de deux agents économiques fort différents. Que le ménage dépense davantage qu'il ne gagne, et il sera contraint de réduire son train de vie pour assainir sa situation financière. Qu'un Etat décide, du fait d'un déficit budgétaire régulier, de réduire ses dépenses, c'est l'économie dans son ensemble qui sera affectée par ce mouvement de réduction des dépenses publiques, hypothéquant ainsi la robustesse de la croissance.

L'exemple de la pandémie a justement montré l'extrême réactivité des gouvernements en matière de soutiens publics aux entreprises et aux ménages. Elle s'est manifestée, pour ce qui concerne la zone euro dont les règlements en matière de déficit et d'endettement publics sont pourtant stricts, par un relâchement des critères de Maastricht, lesquels ne sont plus respectés aujourd'hui¹. Pour soutenir leurs économies et surseoir à un effondrement des systèmes productifs et de la consommation, les Etats émettent des obligations d'Etat, qui, une fois trouvés preneur sur les marchés financiers, deviennent des actifs échangeables. Pour les investisseurs, une obligation d'Etat est un actif sûr, comportant un risque minimum. C'est pourquoi, dans les portefeuilles d'actifs, beaucoup d'investisseurs intègrent des titres émis par l'Etat, afin de diminuer la prise de risques inhérente par exemples aux obligations privées – celles émises par les entreprises – ou aux actions. Les obligations d'Etat sont assorties d'un taux d'intérêt (en langage technique un « coupon annuel fixe »), et l'emprunteur s'engage à rembourser, sur une durée pouvant aller jusqu'à trente ans, au prêteur l'intégralité du principal (le montant apporté par le prêteur), auquel s'ajoute l'intérêt initialement fixé².

Un régime d'endettement mondial permanent³

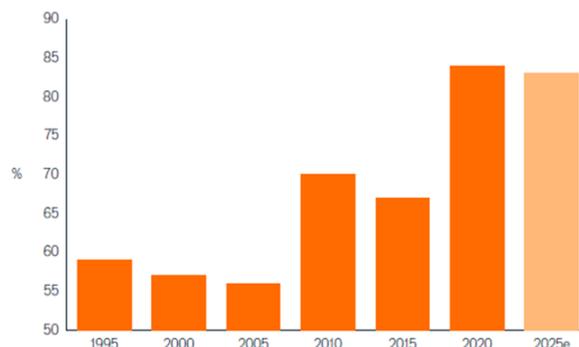
Depuis les années 1990, les emprunts publics n'ont cessé de croître, et singulièrement sur la période 2008-2020. L'endettement mondial, qui était de 16 700 milliards de dollars en 1995, a grimpé à 62 500 milliards en 2020 (montant pour les 35 économies les plus riches, représentant 88% du PIB mondial). Cela a représenté en 2020 près de 90% du Produit intérieur brut mondial. En 1995, ce ratio n'était encore que de 58%. Il avait même connu un repli juste avant la crise économique et financière, avec 55% en 2005. Cette crise a été à l'origine d'une levée de fonds par les Etats, afin de renflouer le système bancaire et soutenir les économies. La pandémie de Covid-19 a accentué cette dynamique d'endettement, puisque la plupart des gouvernements ont été amenés à accroître leur endettement pour financer les mesures sanitaires et apporter un soutien financier aux acteurs économiques pour contenir le risque de la dépression (graphique 2). Exprimé par habitant, le chiffre de 62 500 milliards donne : 11 187 dollars en 2020 contre 4 370 en 1995.

¹ Dans une tribune parue le 16 avril 2021 dans *Project Syndicate*, l'ancien Ministre des Finances de la République Fédérale d'Allemagne, et actuel Président du Bundestag, évoque une pandémie de dettes dans l'Union européenne. Il préconise un strict respect des critères de Maastricht, et donc une discipline budgétaire, pour les 19 pays membres de la zone euro. Pour mémoire, le seuil du déficit public est fixé à 3% du PIB, celui relatif à la dette publique à 60%.

² D'où l'importance du rendement de l'obligation. Il y a une relation inverse entre le prix de l'obligation et le taux d'intérêt. Si le taux baisse, le prix de l'obligation augmente. Si un Etat est soupçonné de risque d'insolvabilité, les acteurs financiers demanderont un taux d'intérêt plus élevé pour lui prêter des fonds, diminuant mécaniquement le prix de l'obligation. En sens inverse, si la situation financière d'un Etat se redresse, les financiers relâcheront la pression sur le taux d'intérêt, le prix de l'obligation repartira à la hausse. C'est pourquoi la baisse tendancielle des taux d'intérêt depuis deux décennies a fait croître le rendement des obligations d'Etat, en faisant un actif recherché sur les marchés, expliquant au passage la facilité des gouvernements à lever des fonds.

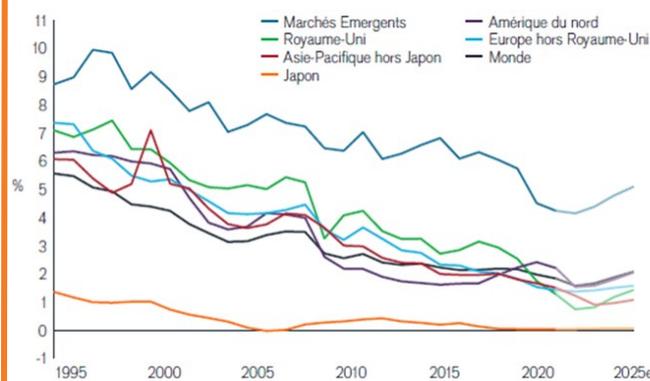
³ En 1985, dans un livre expliquant les raisons de la montée de l'endettement à l'échelle mondiale, l'économiste Henri Bourguinat posait déjà la question, devenue récurrente jusqu'à nos jours, de la *soutenabilité de la dette mondiale*, c'est-à-dire des conditions d'allongement des échéances de remboursement des emprunts, des possibilités de mise en œuvre de moratoires...etc.... Lire H. Bourguinat (1985), *L'économie mondiale à découvert*, éditions Calmann-Lévy, coll. « Perspectives de l'économie ».

Graphique 2 : Dette publique mondiale en % du PIB (source : Janus Henderson Investors)



La particularité de la dette mondiale réside dans la faiblesse des charges d'intérêt. La baisse continue des taux d'intérêt depuis la fin de la décennie 1990 – au point d'observer la formation de taux négatifs sur les dernières années – a considérablement allégé les charges qui pèsent sur le budget des Etats. Entre 1995 et 2020, cette charge d'intérêt s'est fixée à un peu plus de 1 140 milliards de dollars (graphique 3).

Graphique 3 : Taux d'intérêt sur la dette publique par région (source : Janus Henderson Investors)

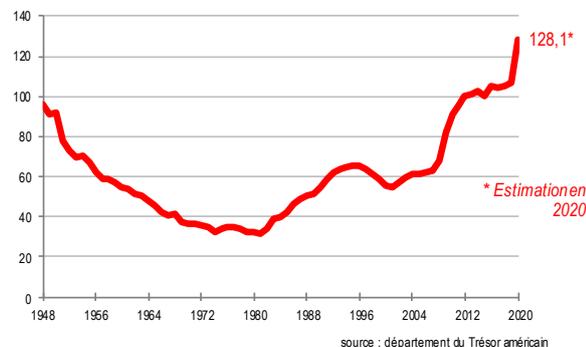


Plusieurs facteurs ont contribué à tasser les taux d'intérêt. Citons en au moins deux : le vieillissement des populations, surtout dans les pays industrialisés, conduit souvent à une élévation des taux d'épargne, renforcée depuis le début de la pandémie en 2020 ; la crédibilité des Banques Centrales, qui ont non seulement contribué efficacement à la lutte contre l'inflation, mais qui ont opéré une réorientation de leur politique monétaire, beaucoup plus accommodante depuis la crise financière de 2008, au point qu'elles peuvent acquérir des obligations d'Etat, notamment sur le marché secondaire (la Banque Centrale Européenne ne peut, selon les Traités européens, se porter acheteuse d'obligations souveraines sur le marché primaire, c'est-à-dire à l'émission). En 2020, les Banques Centrales figurent dans la hiérarchie des détenteurs de dettes publiques, à hauteur de près de 25%, les autres trois-quarts étant des investisseurs privés et autres institutions financières.

La ventilation de l'endettement public par pays est intéressante à observer. Depuis 2015, les Etats-Unis constituent le pays le plus endetté du monde, ravissant au Japon le premier rang. En 2020, la dette publique américaine a été de 19 565 milliards de dollars, contre 12 858 au Japon

(graphique 4). Avec la Chine, le Royaume-Uni et l'Italie, la France a franchi en 2020 la barre des 3 000 milliards de dollars de dette publique. Elle est donc la quatrième économie la plus endettée⁴. Les plans de relance successifs adoptés ici ou là, et particulièrement aux Etats-Unis en 2020 puis en 2021 (plus de 7 000 milliards de dollars), ont donc alourdi la dette mondiale. La dette fédérale américaine représente désormais 31% de la dette mondiale.

Graphique 4 : Dette fédérale américaine
en % du PIB

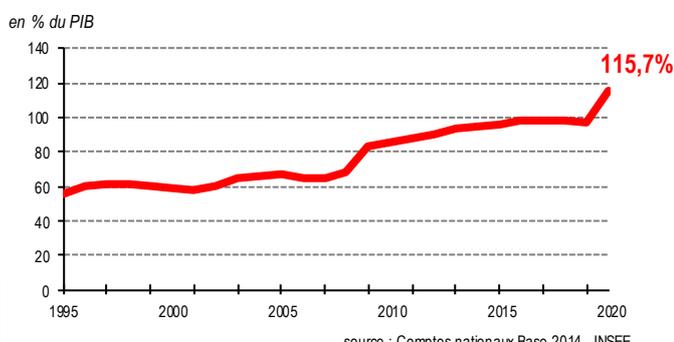


2065 - Chambres d'agriculture - Etudes économiques

Le cas de la France

Depuis 1978, la dette de la France (Etat pour 80% et administrations publiques locales et sécurité sociale pour 20% en 2020), prise au sens de Maastricht, n'a cessé de s'accroître. Elle est passée de 20% du PIB en 1978 à 116% en 2020, soit 2 650 milliards d'€. Au pire de la crise de la zone euro en 2011-2012, elle n'était encore que de 86%, supérieure au seuil fixé par le Traité de Maastricht, qui est de 60% (graphique 5). Avec la crise sanitaire de 2020 et les mesures qui ont été adoptées par les pouvoirs publics, qui ont creusé le déficit public, la dette a progressé de plus de 300 milliards d'€. Cet alourdissement de l'endettement national est à mettre en correspondance avec la raréfaction des recettes fiscales, notamment celles issues de la TVA, du fait de la forte contraction du PIB (voir plus haut le graphique 1).

Graphique 5 : Dette des administrations publiques au sens de Maastricht en France
en % du PIB



2063 - Chambres d'agriculture - Etudes économiques

Ces évolutions, pour impressionnantes qu'elles soient, mais au demeurant légitimes en temps de crise économique aiguë, sont porteuses de questionnements en matière de capacité de l'Etat à rembourser sa dette, même

⁴ La dette publique de l'Allemagne est de 2 811 milliards de dollars, celle de l'Espagne de 1 640. Pour un panorama complet de la dette par pays, se reporter à *Sovereign Debt Index*, Janus Henderson, Edition 1, April 2021.

sur un horizon lointain. L'Etat doit-il d'ailleurs rembourser sa dette, l'étaler le plus possible dans le temps, ou bien, solution radicale, effacer le montant de la dette (encadré 1)? La controverse franchit un palier supplémentaire dès lors que l'on insère une considération sur le poids que pèsera la dette sur les générations futures. En réalité, l'Etat s'endette auprès des générations présentes qui sont dotées de capacités de financement (épargne), et qui admettent de prêter de l'argent à l'Etat. Un agent économique prête 100 à l'Etat. Se forme donc une reconnaissance de dette sur cet agent, étalée sur 30 ans. Assortie d'un taux d'intérêt de 2%, l'Etat remboursera 180 dans 30 ans. La reconnaissance de dette est toutefois transmise à la génération suivante. C'est donc le descendant de l'agent économique qui recevra les 180.

De plus, l'Etat va utiliser les 100 prêtés par un agent économique (ménage ou financier) pour investir, recruter et payer des fonctionnaires... donc entretenir et soutenir la croissance, dont pourront bénéficier les générations futures. L'une des questions fondamentales qui découle de ce mécanisme a trait à l'usage que fera l'Etat de la dette. On peut considérer que des fonds empruntés peuvent financer des investissements publics productifs, régénération des infrastructures, financements des innovations technologiques, ou encore la recherche fondamentale et appliquée...etc.... Dans le cas de la dette Covid, s'agit-il de soutenir les secteurs qui étaient pour certains d'entre eux déjà en difficulté auparavant, ou de promouvoir des investissements d'avenir, qui accélèreraient les transitions vers le numérique ou l'écologie ?

ENCADRE 1

Faut-il annuler une dette ?

On sait que ce débat s'est introduit en France, et qu'il divise jusqu'au sein même de la communauté des économistes. Dans le contexte actuel qui, depuis la crise économique et financière de 2008, se distingue par une intervention massive de la BCE, l'annulation de la dette mettrait un terme à cette action de la BCE, qui ne rachèterait ainsi plus de la dette auprès d'institutions détenant des titres d'Etat (obligations d'Etat), comme elle le fait en ce moment. Annuler la dette reviendrait alors et par voie de conséquence à prendre le risque d'un défaut sur la dette française, qui serait en mesure de provoquer une panique financière avec, à la clé, une élévation conséquente du taux d'intérêt pour la France, et finalement sur les autres pays de la zone Euro. Il s'ensuit que ce débat sur l'annulation de la dette empêche de voir que, avec des taux d'intérêt aussi faibles, l'Etat peut encore emprunter, pour peu qu'il définisse parallèlement une stratégie robuste d'investissements dans des secteurs qualifiés d'avenir.

De plus, tant qu'un Etat rembourse la charge de l'intérêt sur sa dette, il n'y a pas d'obligation formelle de rembourser la dette (le principal). Nous sommes en face d'un paradoxe. Alors que l'endettement public s'envole, économistes comme responsables politiques estiment qu'il n'y a pas lieu de s'en émouvoir, rompant avec le message, inlassablement répété depuis les années 1980, selon lequel les dépenses des Etats devaient être maîtrisées voire diminuées.

Quelles perspectives ?

A court terme, les Etats vont poursuivre leur politique d'endettement, tant que les économies n'auront pas retrouvé un sentier de croissance durable et suffisamment robuste pour que, à la faveur des recettes fiscales que cette croissance engendre, un processus de plafonne-

ment puis de diminution de la dette s'enclenche. Les premiers signes de reprise aux Etats-Unis, tant sur la production industrielle que sur la consommation des ménages, pourraient aller dans le sens d'une maîtrise de la dette (à l'image de ce qui s'est passé durant les deux mandats de Bill Clinton). En Chine, la reprise de la croissance au premier trimestre 2021 (+18,3% en rythme annuel), constitue un levier supplémentaire pour que la dette mondiale reste dans les limites du soutenable. Car il est requis que la croissance doit être suffisamment solide pour absorber le surcroît de dette engendré par la crise de la Covid-19. A moins qu'un compromis ne soit trouvé pour accepter de lâcher la bride de l'inflation, outil efficace pour dévaloriser les dettes, qu'elles soient publiques ou privées. La résurgence de l'inflation conduit d'ores et déjà à une remontée des taux d'intérêt, repassés récemment en positif, sauf en Allemagne, contrecarrant l'allègement des charges supportés par les Etats.

Il y a donc urgence à appliquer le Plan de relance de 750 milliards d'euros. Adopté dans la douleur en juillet 2020, son application a été retardée par un processus de ratification des Etats membres qui s'est étalé sur près de douze mois, en raison notamment de la conditionnalité imposée par Bruxelles en matière de respect de l'état de droit. De plus, mais plus temporairement, la suspension de la procédure de ratification en Allemagne, à la demande de la Cour Constitutionnelle de Karlsruhe, a participé de cet allongement des délais. Illustration supplémentaire, si besoin en était, que l'Europe ne semble fonctionner qu'à coup de crises plus ou moins profondes. L'urgence est d'autant plus élevée que la hausse actuelle des taux d'intérêt (en Italie, en France notamment où ils sont repassés en positif) laisse planer la menace d'une résurgence de la crise des dettes souveraines dans la zone Euro, les deux maillons faibles pouvant être cette fois la France et l'Italie.

* * *

Il est intéressant de noter que si l'endettement public mondial a augmenté dans les principales économies, la poussée de l'année 2020 ne peut être interprétée comme la résultante d'un processus de dépenses excessives des Etats au regard de leur croissance économique, comme une gabegie de leurs ressources financières, comme ce fut le cas dans les années antérieures. Pour l'année 2020 et sans doute pour 2021 voire 2022, l'origine du dérapage se situe dans une épidémie qui a obligé les gouvernements à agir en ce sens. A ce titre, la pandémie remet en question les acquis de la science économique en matière d'intervention de l'Etat. Dans le passé, un débat s'était engagé autour de la légitimité et de l'efficacité de la dépense pu-

blique et de son mode de financement. Certains économistes assénaient l'idée que le financement d'un déficit public par l'emprunt débouchait sur un « effet d'éviction » (crowding out effect en anglais) puisque l'Etat siphonnait les fonds prêtables sur les marchés au détriment des entreprises (thèse célèbre de l'école monétariste et de son chef de file, le Prix Nobel 1976 Milton Friedman, et développée contre des keynésiens partisans de la régulation des marchés). Aujourd'hui, l'intervention de l'Etat semble ne plus être l'objet de ce type de discrédit.

Pour diminuer cet endettement généralisé, pour éviter les défaillances des Etats, et, surtout, pour préserver leur capacité à réguler les économies lorsque cela est indispensable, les leviers sont : la croissance ; l'inflation ; le maintien des taux d'intérêt à des niveaux bas ; l'usage de l'épargne des ménages ; et, in fine, les rotatives des Banques Centrales, celles qui impriment les billets.... Autrement dit, des Banques Centrales comme prêteurs en dernier ressort.

La dette colossale des Etats, l'hyper liquidités des économies à la suite de l'injection massive de monnaie par les Banques Centrales dans les circuits économiques et financiers, au risque de voir se former des bulles spéculatives toujours prêtes à éclater, l'après-Covid-19 s'annonce mouvementé. D'une certaine manière, tous les fondamentaux de l'économie connaîtront une révision en profondeur dans les mois et les années à venir. Qu'il soit acteur économique ou responsable gouvernemental, chacun, séparément ou collectivement, cherche à gagner du temps...ou plutôt à en acheter.

Contact : Thierry Pouch

thierry.pouch@apca.chambagri.fr

Chambres d'agriculture France (APCA)

9 avenue George V — 75 008 Paris

Tél : 01 53 57 10 10

E-mail : accueil@apca.chambagri.fr

Siret

180070047 00014

Directeur de la publication : Thierry Pouch

Mise en page : Odile Martin-Lefèvre

Dernières publications

- *Lettre économique n°414 : Théorie de la cacophonie, avril 2021*

- *Analyses et Perspectives n°2105 : Autonomie alimentaire des élevages herbivores français : où en sommes-nous ?*

www.chambres-agriculture.fr

