



## Contribution de MAMA à la mission de la Cour des comptes sur la stratégie de finances publiques d'après-crise

Juin 2021

L'association MAMA- Monde d'après, Monde d'Avance- rassemble des membres des juridictions financières. Elle s'est constituée en leur sein pour alimenter la réflexion sur leur place dans le débat public et les institutions de la République. Elle se propose de faire émerger des idées et des propositions sur le fonctionnement de l'Etat, le rôle de l'action publique, et plus largement de la société, dans une approche sociale, progressiste et écologique.

### Introduction

« *Les hommes politiques appliquent sans le savoir des recommandations d'économistes morts depuis longtemps et dont ils ignorent le nom* » (J.M. Keynes). Et la Cour des comptes ?

Les deux crises qui ont marqué l'économie mondiale depuis 2008 (celle des *subprime* d'abord puis celle de la Covid) ont provoqué un profond renouvellement de la pensée économique. Après la période dite de la Grande modération (1986-2007), caractérisée par le primat de la politique monétaire et le quasi-abandon de la politique budgétaire comme instrument de régulation conjoncturelle, la période qui s'ouvre avec la crise de 2008 est le théâtre d'un retour en grâce des politiques d'inspiration keynésienne. Dès février 2010, le Fonds monétaire international tire les conclusions de cette évolution dans une importante publication intitulée *Rethinking Macroeconomic Policy*<sup>1</sup>, dans laquelle il affirme que « la politique budgétaire contra-cyclique est un instrument important ». Il complète son approche en montrant, en 2013, que les multiplicateurs budgétaires sont plus élevés en période de crise, ce qui rend l'utilisation de l'instrument budgétaire plus efficace que l'on ne le pensait jusqu'alors (et les politiques de consolidation budgétaires plus dommageables pour la croissance...).<sup>2</sup> Depuis, le FMI n'a pas modifié de cette ligne et a été rejoint par la plus grande partie des économistes.

La crise de la Covid a confirmé la pertinence de cette analyse. Face à une situation dans laquelle les marges de manœuvre de la politique monétaire sont limitées par des taux d'intérêt durablement proches de zéro, la politique budgétaire apparaît comme l'instrument principal d'intervention des pouvoirs publics, à la fois au titre des objectifs de soutien à la conjoncture, mais aussi au titre de la stratégie

---

<sup>1</sup> Olivier Blanchard, G. Dell'Arricia, P. Mauro, *Rethinking Macroeconomic Policy*, IMF Staff Position Note, February 2010

<sup>2</sup> Luc Eyraud, Anke Weber, *The Challenge of Debt Reduction during Fiscal Consolidation*, IMF Working Paper, March 2013

d'amélioration du potentiel de croissance des économies. En outre, les investissements publics nécessaires pour enclencher la transition écologique, **En matière de gestion des finances publiques, le paradigme a donc clairement changé en l'espace de 10 ans, et ceux qui soutiennent qu'un équilibre budgétaire est, en toute circonstances, la meilleure politique, sont aujourd'hui clairement contredits par les faits.**

Or la doctrine sous-jacente à l'analyse de la Cour des comptes est restée imperméable à ces changements majeurs. La Cour n'a cessé, tout au long des années 2010, non seulement de soutenir, mais encore d'en appeler à une aggravation de la politique dite de « consolidation budgétaire » dont on s'accorde aujourd'hui à reconnaître qu'elle est intervenue trop tôt et a considérablement ralenti le retour des économies européennes à leur niveau d'activité d'avant la crise. Cela ne signifie pas que la Cour doive abandonner tout discours relatif à la soutenabilité des finances publiques, bien au contraire, il s'agit là de son rôle. Mais elle doit le faire en prenant soin d'observer avec plus d'équilibre que par le passé les deux termes du ratio dette/PIB : une stratégie de désendettement repose sur une analyse prenant en compte à la fois le numérateur et le dénominateur de ce ratio. La Cour des comptes ne peut continuer à se concentrer uniquement sur le numérateur et recommander des politiques de consolidation dont l'impact sur la croissance à court terme, mais aussi sur le potentiel de croissance de notre pays et sur la politique d'investissement pour la transformation écologique sont profondément délétères.

L'objet de la présente note est de montrer que :

- l'échec des politiques de consolidation budgétaire postérieures à la crise de 2008-2009 invite à mieux prendre en compte l'impact d'une réduction des déficits sur la croissance et l'investissement public ;
- la priorité des prochaines années est de mobiliser les finances publiques au service de la croissance et de l'investissement dans la transition écologique, et non de réduire le niveau de la dette publique
- A moyen terme, il existe d'autres solutions que la baisse des dépenses publiques pour se prémunir du risque sur la soutenabilité des finances publiques. La Cour des comptes pourrait à ce titre se doter des compétences économiques lui permettant de jouer un rôle utile pour éclairer la stratégie budgétaire de notre pays et le cadre européen dans lequel elle s'inscrit.

## **1. L'échec des politiques de consolidation budgétaire postérieures à la crise de 2008-2009 invite à mieux prendre en compte l'impact d'une réduction des déficits sur la croissance et l'investissement**

### **1.1. La trop rapide consolidation budgétaire des pays de la zone Euro après la crise de 2008-2009 avait impacté négativement leur croissance et le niveau d'investissement public**

Un consensus économique s'est dégagé depuis la crise de 2008-2009 pour reconnaître que la consolidation budgétaire ne devait pas intervenir avant que l'activité n'ait retrouvé un niveau soutenu. L'explication se trouve dans l'augmentation de la taille du multiplicateur budgétaire en période de faible croissance ou de récession.

Dans un document de travail publié en janvier 2013<sup>3</sup>, le FMI a ainsi reconnu que le multiplicateur budgétaire était plus élevé (entre 1 et 2,5) qu'initialement anticipé en période de crise, augmentant l'effet des relances budgétaires et **rendant les consolidations inefficaces et délétères pour la croissance**. Ainsi, jusqu'à un retour de la croissance à son niveau potentiel et à une réduction du sous-emploi, une coupe dans les dépenses budgétaires ou une hausse d'impôt a un impact très négatif sur la croissance et n'a que peu d'effets sur la réduction des déficits, voire peut au contraire les augmenter. Les raisons de ces multiplicateurs élevés sont que les banques centrales ne peuvent plus contrebalancer les effets d'une

---

<sup>3</sup> Blanchard & Leigh, *Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers*, FMI, Working Paper n° 2013/1, janvier 2013

austérité (les taux sont déjà ramenés à zéro) et que les ménages et les entreprises, trop endettés, cherchent eux aussi à assainir leurs comptes et à réduire leur dette. Auparavant, le FMI considérait que les multiplicateurs budgétaires étaient faibles car les effets ricardiens<sup>4</sup> étaient dominants.

Rappel : l'importance du niveau du multiplicateur budgétaire pour une politique de consolidation budgétaire

- Un pays qui souhaite réduire son déficit de 50 milliards d'euros, par une baisse des dépenses publiques ou une hausse des impôts de ce montant, va entraîner une baisse du PIB de 50 milliards d'euros avec un multiplicateur égal à 1. De surcroît, cette baisse du PIB va entraîner une baisse des recettes de prélèvements obligatoires d'environ 25 milliards d'euros (le taux de PO représentant 46% du PIB). Au final, la réduction du déficit ne sera que de 25 milliards d'euros au lieu des 50 milliards prévus.
- Si le multiplicateur est égal à 2, la baisse des dépenses publiques/hausse des impôts de 50 milliards d'euros va entraîner une baisse du PIB de 100 milliards d'euros. Cette baisse du PIB va entraîner une baisse des recettes issues des prélèvements obligatoires de 50 milliards d'euros. **Au final, le déficit ne se réduit pas.**

- La France s'est lancée à partir de 2011 dans une consolidation budgétaire. Après avoir encouragé le pays à accélérer cette politique de consolidation<sup>5</sup>, le FMI l'a ensuite au contraire jugée trop rapide.<sup>6</sup>

De nouveaux travaux de recherche ont confirmé depuis que, dans les périodes de sous-emploi, le multiplicateur budgétaire serait plutôt compris autour de 1,5, c'est-à-dire qu'une réduction de 1 point de PIB de déficit public réduirait le niveau de PIB en volume de 1,5 points<sup>7</sup>, et pourrait même s'élever jusqu'à 3<sup>8</sup>.

Une étude de l'OFCE<sup>9</sup> a confirmé que la **consolidation des pays de la zone euro avait été trop rapide**, ce qui a impacté négativement la croissance économique par rapport à d'autres pays comme les USA :

- La zone euro (hors Allemagne) s'est distinguée des États-Unis et du Royaume Uni par une moindre impulsion budgétaire initiale lors de la période de crise et par la mise en place d'une consolidation budgétaire plus précoce<sup>10</sup>. Alors que l'Allemagne, le Royaume-Uni et les États-Unis ont attendu que l'écart de production soit fermé avant d'engager la politique d'ajustement, les autres pays de la zone euro se sont lancés dans la consolidation au cours d'une phase cyclique particulièrement dégradée, au moment où les multiplicateurs étaient élevés et ce de façon

<sup>4</sup> Selon le principe de l'équivalence ricardienne, les ménages diminuent leur épargne de précaution et augmentent leur consommation en période de consolidation budgétaire car ils anticipent que cette dernière entrainera à l'avenir moins d'impôt.

<sup>5</sup> <https://www.lefigaro.fr/flash-eco/2011/07/27/97002-20110727FILWWW00382-fmi-la-france-doit-faire-plus-d-efforts.php>

<sup>6</sup> <https://www.franceinter.fr/economie/pour-le-fmi-la-france-va-trop-vite-dans-la-reduction-de-son-deficit>

<sup>7</sup> Voir par exemple la note du CAE de juillet 2017, Quelle stratégie pour les dépenses publiques ? Maya Bacache-Beauvallet, Dominique Bureau, Francesco Giavazzi et Xavier Ragot : <https://www.cae-eco.fr/staticfiles/pdf/cae-note043v2.pdf>; Auerbach & Gorodnichenko, 2012b, 2013 ; Fazzari, Morley & Panovska, 2015 ; ou encore S. Charles, 2019 : <https://journals.openedition.org/regulation/15306>

<sup>8</sup> Stockhammer & Qazizada, 2015

<sup>9</sup> <https://www.ofce.sciences-po.fr/pdf/revue/23-155OFCE.pdf>

<sup>10</sup> -Entre 2007 et 2009, le déficit de l'ensemble de la zone euro s'est dégradé de 5,6 points tandis que celui des États-Unis a été de 10,3 points, le britannique de 7,4 points et le nippon de 7,0 points. Alors que depuis 2007, la dette publique brute a augmenté de 57 points de PIB au Japon, de 47 points au Royaume-Uni, de 44 points aux États-Unis, la hausse a été beaucoup plus contenue en zone euro (+22 points).

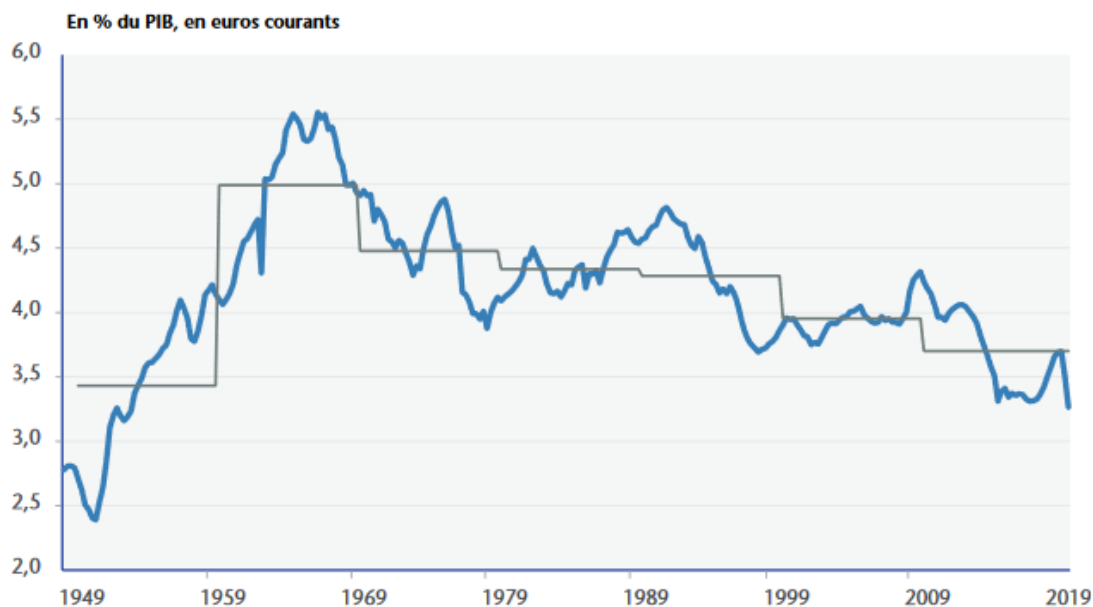
durable. Ainsi, les effets récessifs de la consolidation ont été mieux maîtrisés en Allemagne, aux États-Unis et au Royaume-Uni.

⇒ Au total, selon cette étude, sur la période 2008-2017, **la politique budgétaire nationale a eu un impact négatif sur le PIB français de -1,5% (-4,5% sur la période 2011-2015), contre un impact positif de 2,3% en Allemagne et de 0,5% aux États-Unis.**

L'impact de cette politique d'austérité a également été significatif sur le niveau d'investissement public, pourtant nécessaire à la transition écologique et numérique et au bon fonctionnement des services publics.

Comme l'indique le graphique ci-dessous issu d'une étude de l'OFCE<sup>11</sup>, le niveau d'investissement des administrations publiques est ainsi passé de 4% du PIB dans la décennie 2000 à 3,5% du PIB dans la décennie 2010, un niveau jamais atteint depuis les années 50.

Graphique 2. Taux d'investissement public



1.2. La Cour des comptes a au cours de la décennie 2010 prôné une consolidation budgétaire rapide en négligeant l'impact récessif de cette dernière sur la croissance et la baisse des recettes fiscales

A partir de 2009<sup>12</sup>, la Cour des comptes a prôné avec constance une consolidation budgétaire rapide, par une réduction dès 2011 des dépenses de 20 milliards d'euros par an, soit un point de PIB.

Elle a fondé son analyse sur des arguments économiques néo-classique selon lesquels une consolidation budgétaire favoriserait la croissance (effet ricardien) et éviterait un effet boule de neige sur les taux

<sup>11</sup> Investissement et capital productif publics en France État des lieux et perspectives, OFCE, octobre 2020

<sup>12</sup> Rapport sur la situation et les perspectives des finances publiques de juillet 2009 : « Il faut s'engager dès maintenant vers les mesures nécessaires pour réduire rapidement la dette dès que la croissance sera repartie. L'effort structurel de redressement nécessaire est de l'ordre de 3,5 points de PIB ».

d'intérêt<sup>13</sup>. Il convient certes de resituer ce discours dans un contexte très particulier. Dans les premières années de la crise de 2008, l'ensemble des institutions internationales, dont le FMI, portaient ce discours. En outre, le contexte de la crise des dettes souveraines en zone euro aura grandement accentué la pression sur les finances publiques, avant que l'intervention de la BCE en 2012 ne vienne apaiser les tensions sur les taux d'emprunts.

Pourtant, les effets négatifs de l'austérité ont commencé à être signalés dès 2011-2012 par les économistes, un mouvement amplifié par la revalorisation du multiplicateur budgétaire à la suite de la publication du FMI de janvier 2013. En ignorant ce nouveau cadre<sup>14</sup>, les recommandations de la Cour de réduction du déficit n'ont pas pris en compte les effets d'une consolidation budgétaire sur la croissance, et donc également *in fine* sur l'efficacité même de la consolidation, alors qu'il semblait de plus en plus clair que la politique de consolidation avait un impact très négatif sur la croissance.

Au fil des rapports successifs sur la situation et les perspectives des finances publiques, la Cour a constaté que la croissance plus faible que prévue du PIB entraînait des recettes fiscales moindres qu'anticipé, en dépit des efforts de réduction significatifs du déficit structurel, empêchant l'atteinte des objectifs de baisse du déficit. La conviction de MAMA, c'est que ce sont précisément ces efforts de réduction du déficit qui ont contribué à affaiblir la croissance :

- Rapport sur la situation et les perspectives des finances publiques de 2013 : « *L'effort structurel de réduction du déficit a été en partie compensé par l'impact défavorable de la conjoncture économique, le solde public s'est amélioré de seulement 0,5 point de PIB. Au total, en dépit d'un effort structurel très important, les objectifs de déficit, tant effectif que structurel, risquent de ne pas être atteints.* »
- Rapport sur la situation et les perspectives des finances publiques de 2014 : « *Cette dégradation du déficit par rapport à l'objectif de la LPFP est essentiellement imputable à une progression des recettes plus faible que prévu en LPFP résultant d'une croissance du PIB et d'une élasticité des recettes au PIB plus faibles qu'anticipé.* »
- Rapport sur la situation et les perspectives des finances publiques de 2015 : « *La prise en compte tardive des effets d'une moindre croissance économique qu'attendu en LFI (0,4 % au lieu de 0,9 %) a pesé au total sur les recettes à hauteur de 0,5 point de PIB.* »

⇒ Au total pourtant, comme l'illustre le tableau ci-dessous, entre 2011 et 2014, le déficit n'a diminué que de 1,1 points de PIB, passant de 5,1% à 4%, alors même que les efforts structurels sur la période (hausse des impôts et baisse des dépenses) se sont élevés à plus de 2,5 % du PIB. La consolidation a donc été peu efficace pour réduire le déficit. Elle s'est surtout effectuée au prix d'un impact négatif important sur la croissance économique, l'évolution du PIB ayant été presque nulle pendant 3 années consécutives.

---

<sup>13</sup> Elle s'appuie en particulier sur des documents de travail de l'OCDE de 2004 et de 2010<sup>13</sup> (*Saving behavior and the effectiveness of fiscal policy*" L. de Mello, P. Kongsrud, R. Price, OECD working paper, 2004. *New evidence on the private saving offset and ricardian equivalence*" O. Röhn, OCDE working paper, 2010) qui montrent que le surcroît d'épargne privée est d'autant plus important que le niveau d'endettement public est élevé. Une étude de l'INSEE (*L'économie française* », comptes et dossiers, INSEE références, édition de 2014) viendra conforter cette analyse en montrant que l'aggravation du déficit en France de 2008 à 2010 peut expliquer en partie la hausse du taux d'épargne des ménages tandis que sa diminution de 2010 à 2013 peut expliquer en partie sa diminution

<sup>14</sup> Dans son rapport sur la situation et la perspective des finances publiques, publié en juillet 2013 soit 6 mois après l'étude du FMI, la Cour appelle à poursuivre les efforts de la nouvelle trajectoire : « Le délai supplémentaire proposé par la Commission européenne pour ramener le déficit effectif à 3,0 % du PIB répond au souci de ne pas fragiliser davantage la situation économique en 2013-2014, mais il n'autorise aucun relâchement de l'effort structurel de réduction du déficit ».

	2011	2012	2013	2014	Total des efforts structurels (2012-2014)
<b>Croissance du PIB</b>	<b>2,1%</b>	<b>0,2%</b>	<b>0,6%</b>	<b>0,2%</b>	
<b>Solde public</b>	<b>-5,1%</b>	<b>-4,8%</b>	<b>-4,1%</b>	<b>-4,0%</b>	
Composante conjoncturelle	-0,7	-1,2	-1,5	-1,9	
Composante structurelle	-4,4	-3,5	-2,6	-2,1	
Effort structurel	1,2	0,8	1,2	0,5	2,5

Sources : *Rapports sur la situation et les perspectives des finances publiques, 2011 à 2014*

Le recul dont nous disposons désormais par rapport à cette expérience infructueuse de consolidation budgétaire plaide pour ne pas reproduire les mêmes erreurs pour la crise actuelle. La Cour doit mieux prendre en compte le lien entre la politique budgétaire et la croissance et ne plus considérer cette dernière comme un *Deus ex machina* mais comme une variable influant et étant influencée par les orientations budgétaires, comme le reconnaissent aujourd'hui la plupart des économistes.

## **2. La priorité dans les prochaines années est de mobiliser la politique budgétaire pour relancer l'activité et l'investissement dans la transition écologique et non de réduire les déficits**

### **2.1. L'urgence écologique et la transformation numérique appellent à accroître l'investissement public dans les prochaines années**

L'accélération de la transition écologique nécessitera la mobilisation d'investissements publics qu'une politique de réduction des déficits rendrait difficile.

Les estimations des besoins d'investissement publics supplémentaires pour mener la transition énergétique s'élèvent à un montant évalué entre 10 et 20 milliards d'euros par an selon plusieurs institutions :

- Selon l'I4CE (Institute for Climate Economics), les investissements actuels des administrations publiques sont de 18 milliards par an et devront atteindre 28 à 31 milliards par an dans les années 2024-2028, soit une dépense annuelle supplémentaire de l'ordre de 0,5 % du PIB.
- L'OFCE chiffre l'augmentation des investissements publics nécessaires de 0,4 à 0,8 % de PIB (de 9 à 19 milliards d'euros) par an pour financer la transition énergétique et la sauvegarde de la biodiversité.
- Le Haut-Commissariat au plan a quant à lui appelé à un plan d'investissement de 250 Mds€<sup>15</sup>.

En plus du plan de relance de 1900 Mds\$ annoncé en février, l'administration américaine prépare un plan d'investissement dans les infrastructures (routes, ponts, énergies renouvelables) dont le montant devrait s'élever entre 2000 Mds\$ et 3000 Mds\$ sur 8 ans, soit l'équivalent de 10% à 15% du PIB. Un tel montant représenterait environ entre 200 Mds€ et 300 Mds€ en France, soit entre 25 Mds€ et 35 Mds€ par an.

<sup>15</sup> <https://www.gouvernement.fr/face-a-la-dette-covid-une-strategie-de-reconquete>

Le raisonnement est le même pour la transformation numérique, où la France a pris du retard,<sup>16</sup> ou encore l'investissement public dans l'enseignement supérieur et la recherche, qui se situe à un niveau inférieur à celui de la moyenne de l'OCDE.

Les taux d'intérêt négatifs actuels sont une occasion de s'endetter pour investir massivement dans la transition écologique. Plaider pour une reconsolidation compromettrait au contraire la réalisation de ces investissements.

## 2.2. A court terme, les taux bas et le retour à une croissance soutenue permettent d'écarter le risque d'insoutenabilité de la dette publique

La mesure de la soutenabilité d'une dette publique ne fait pas consensus au sein des économistes. Au sens large, la soutenabilité peut inclure l'impact des dépenses publiques sur l'environnement et inclure le stock des ressources naturelles. Dans un sens macro-économique plus restreint, il est difficile d'identifier de manière consensuelle les facteurs de soutenabilité. Certains considèrent qu'elle dépend avant tout du niveau absolu de la dette – ce que semblent contredire les exemples du Japon, qui n'a connu aucune tension avec une dette de plus de 260% du PIB, et de l'Espagne, qui en a connu en 2009 avec une dette à seulement 60% du PIB–, d'autres qu'elle repose avant tout sur la capacité d'un pays à lever des impôts, du niveau de l'épargne privée des ménages ou encore de la crédibilité des institutions. Néanmoins, la mesure de la soutenabilité la plus fréquemment retenue, reprise par le FMI dans son *Moniteur des finances publiques*<sup>17</sup>, repose sur le différentiel entre le niveau du taux de croissance de l'économie et de celui du taux d'intérêt apparent de cette dette.

### La mesure de la soutenabilité d'une dette dépend positivement du niveau du taux de croissance et négativement de celui du taux d'intérêt

Selon la définition la plus courante, retenue notamment par le FMI, une dette est jugée soutenable lorsqu'elle est stabilisée sur un horizon de temps donné en pourcentage du PIB. Cette stabilisation est acquise lorsque le solde primaire (c'est-à-dire le solde hors intérêt), en points de PIB, est supérieur à un « *solde primaire stabilisant* ». Ce dernier est égal au produit de la dette (en points de PIB) et de l'écart entre le « *taux d'intérêt apparent* » de la dette (le rapport de la charge d'intérêt au stock de dette à la fin de l'année précédente) et le taux de croissance en valeur du PIB.

A titre d'exemple, pour une dette s'élevant à 120% du PIB, une charge d'intérêt de 1,4% du PIB et un taux de croissance à 3,5% (sur la base d'une croissance de 1,5% et d'une inflation de 2%), le solde primaire stabilisant est égal à :  $120 \times (1,4 - 3,5) = -2,5\%$ . Un déficit primaire de 2,5% permet de stabiliser la dette à son niveau.

La soutenabilité de la dette dépend donc du niveau des taux d'intérêts et du taux de croissance. Concernant la première variable, les taux d'intérêts actuels sont historiquement bas, avec un taux d'intérêt apparent sur la dette de 1,5%.

Concernant la seconde variable, le taux de croissance des prochaines années, souvent considéré comme une donnée exogène dans les analyses sur la trajectoire des finances publiques, dépendra au contraire de l'orientation donnée à la politique budgétaire.

- La croissance des prochaines années dépendra en partie de l'orientation budgétaire :

Insister sur la nécessité d'une politique de consolidation budgétaire risquerait de conduire aux mêmes erreurs que dans les années 2011-2014, où la hausse des impôts et la diminution des dépenses publiques

<sup>16</sup> <https://www.cairn.info/revue-de-l-ofce-2018-4-page-11.htm>

<sup>17</sup> BARRETT, Philip (2017), « Can countries sustain higher levels of public debt? », in FMI, Fiscal Monitor: Achieving More with Less, avril, pp. 33-34.

avaient significativement porté préjudice à la croissance en Europe. Comme après la crise de 2008-2009, les **multiplicateurs budgétaires sont aujourd'hui sensiblement élevés** en raison du faible taux d'utilisation des capacités de production et des mesures non conventionnelles actuellement en place qui maintiennent les taux d'intérêt à moyen et long terme à un bas niveau. Dans un récent document de travail publié début 2021, le FMI<sup>18</sup> estime ainsi que la taille du multiplicateur budgétaire est d'autant plus grand (entre 1,22 et 1,77 à moyen terme) que le différentiel taux d'intérêt-croissance est négatif, comme cela est actuellement le cas en France.

Il convient en outre de prendre en compte le fort endettement des acteurs privés dans la stratégie budgétaire à venir. La dette des agents non financiers privés se situe aujourd'hui en France à un niveau historiquement élevé, passant de 112% en 2010 à 155% en 2020<sup>19</sup>, en raison notamment des PGE. Or, des études économiques ont démontré que la taille du multiplicateur s'accroît lorsque la dette privée est élevée<sup>20</sup>. En effet, les agents privés étant contraints de rembourser leur dette, leurs dépenses ne dépendent plus de leur niveau anticipé de revenu, mais de leur revenu courant (absence totale d'effet ricardien). Une étude empirique<sup>21</sup> menée sur 12 pays développés a montré qu'une consolidation budgétaire représentant 1 % du PIB se traduit par une chute de 2 % du PIB et par une chute de plus de 4 % de la consommation privée dans les cinq années qui suivent sa mise en œuvre lorsqu'elle est synchrone à un surplomb de dette privée. Il en résulte qu'une consolidation budgétaire ne peut être menée efficacement avant que le secteur privé n'ait diminué son endettement.

A contrario il n'y a pas lieu de penser que le surplus d'épargne financière des ménages qui atteindrait selon les prévisions de la Banque de France un pic de 165 Md€ à la fin de 2021 (après 110 Md€ fin 2020) obéisse à un comportement ricardien<sup>22</sup>. La Banque de France prévoit d'ailleurs que le taux d'épargne baissera ensuite nettement, pour repasser au-dessous de son niveau d'avant-crise au cours de l'année 2022 (avant de remonter ensuite un peu vers des niveaux plus habituels).

Au total, selon les perspectives économiques de l'OCDE de mars 2021, le PIB augmenterait entre fin 2019 et fin 2022 de seulement 1% pour la France contre 7 % pour les États-Unis<sup>23</sup>, soit un écart considérable de 6 points de PIB en 3 ans. La plus grande part de cette différence de croissance s'explique par l'ampleur beaucoup plus importante des mesures de soutien budgétaire aux États-Unis<sup>24</sup>.

- La politique budgétaire a également un effet sur la croissance potentielle de moyen terme

Surtout, certains économistes<sup>25, 26</sup> considèrent désormais **qu'au-delà de son impact sur la croissance conjoncturelle, la politique budgétaire produit également des effets sur le potentiel de croissance lui-même**. Une consolidation trop rapide risquerait ainsi d'entraîner des effets d'hystérèses qui diminueraient durablement le niveau de croissance potentielle et donc la soutenabilité de la dette.

---

<sup>18</sup> Mario Di Serio, Matteo Fragetta et Giovanni Melina (2021)

<sup>19</sup> <https://www.banque-france.fr/statistiques/credit/endettement-et-titres/taux-dendettement-des-agents-non-financiers-comparaisons-internationales>

<sup>20</sup> Gauti Eggertsson et Paul Krugman (2012) ; Marco Bernardini et Gert Peersman (2015)

<sup>21</sup> Matias Klein, Austerity and Private Debt, 2016

<sup>22</sup> <https://publications.banque-france.fr/projections-macroeconomiques-mars-2021>

<sup>23</sup> France : évolution du PIB de -8,2%, + 5,9% et +3,8% en 2020, 2021 et 2022. États-Unis : évolution du PIB de -3,5%, +6,5% et +4% en 2020, 2021 et 2022.

<sup>24</sup> L'OCDE estime en effet que le nouveau plan de relance américain devrait entraîner un bond supplémentaire du PIB de 3 à 4 points et porter à 6,5% la croissance américaine en 2021. L'OFCE confirme cette moindre impulsion budgétaire en France. Le Royaume-Uni et les États-Unis se distinguent par des plans d'urgence et de relance pour 2020 et 2021 nettement supérieurs à ceux mis en place dans les quatre grands pays de la zone euro, avec des montants de l'ordre de 9% et 15% du PIB contre des efforts qui tournent autour de 5% pour les pays de la zone euro. Seule une part de cet écart s'explique par les plus faibles amortisseurs sociaux dans les pays anglo-saxons.

<sup>25</sup> Olivier Blanchard, « What size fiscal deficits for the United States? », 21 novembre 2016

<sup>26</sup> Janet Yellen, « Macroeconomic research after the crisis », discours prononcé à la 60ème conférence annuelle de la Banque de réserve fédérale de Boston, le 14 octobre 2016.



Plusieurs études<sup>27, 28</sup> ont ainsi mis en évidence une forte corrélation entre l'ampleur des plans d'austérité qui ont été adoptés à la suite de la récession post 2009 et les révisions à la baisse des estimations du PIB potentiel. Selon ces études, ce sont les pays qui ont adopté les mesures d'austérité les plus sévères qui ont le plus fortement révisé à la baisse leurs estimations de la PIB potentiel, en raison des effets d'hystérèse sur l'emploi et sur l'appareil productif. Dans les pays Européens, une baisse de 1 point de PIB entraîné par une consolidation serait persistante au bout de 5 ans<sup>29</sup>.

Au contraire, maintenir des politiques expansionnistes à moyen terme lorsque l'économie a retrouvé son niveau pré-crise permettrait non seulement de renverser les effets négatifs que la crise a pu avoir sur l'offre de production mais aussi d'inciter les personnes qui avaient précédemment quitté la population active par découragement de repartir à la recherche d'un emploi.

L'administration américaine du nouveau Président J. Biden s'est fondée sur ces théories pour mettre l'économie américaine en « surchauffe » afin d'accroître sa croissance potentielle, écartant toute préoccupation quant à une réduction des déficits pour stabiliser une dette qui a largement dépassé 100% du PIB.

Certains économistes français comme Jean Pisani-Ferry et Olivier Blanchard, appellent à l'imiter grâce à un plan de relance supplémentaire de 60Mds€ sur deux ans, par un soutien ciblé au revenu des catégories à faible épargne et à forte propension à consommer (catégories populaires, travailleurs de seconde ligne, jeunes actifs, étudiants) et à la formation professionnelle.

Un nouveau plan de relance devra en outre contenir un ciblage fort sur l'investissement dans la transition écologique (énergies renouvelables, verdissement de l'industrie et des transports, logement...).

Ainsi, rattraper dès 2023 le niveau de PIB français perdu pendant la crise<sup>30</sup> grâce à une relance budgétaire plus grande et un retour à un niveau de croissance potentielle de 1,25% jusqu'en 2030 ferait diminuer la dette autour de 100% - 105% du PIB en 2030, tandis qu'une absence de rattrapage du PIB perdu et une baisse de la croissance potentielle à 1% entrainera la dette à un niveau de 140% du PIB en 2030, soit 40 points de plus<sup>31</sup>.

### 2.3. Les conséquences d'une remontée des taux ne doivent pas être exagérées

Outre la croissance, la seconde variable de la mesure de la soutenabilité, le taux d'intérêt apparent de la dette publique, n'est guère susceptible d'évoluer défavorablement. Les taux d'intérêts devraient en effet rester à un niveau bas dans les années à venir, compte tenu, d'une part, de la politique accommodante de la BCE, et, d'autre part, de la faiblesse structurelle de l'inflation, que certains économistes attribuent non pas à la politique monétaire mais à des facteurs structurels et durables tels que le vieillissement démographique, la hausse de l'épargne et la stagnation des salaires<sup>32</sup>.

---

<sup>27</sup> [Brad DeLong et Larry Summers \(2012\)](#), Fiscal Policy in a Depressed Economy

<sup>28</sup> [Antonio Fatás et Larry Summers \(2018\)](#), The permanent effects of fiscal consolidations

<sup>29</sup> Sebastian Gechert, Gustav Horn and Christoph Paetz, Long-term Effects of Fiscal Stimulus and Austerity in Europe, 2018

<sup>30</sup> C'est-à-dire retrouver le PIB que l'économie aurait connu en l'absence de crise.

<sup>31</sup> Reprise des deux scénarios extrêmes présentés dans le rapport sur la situation et les perspectives des finances publiques de 2020 (p87 à 92). Il est néanmoins fait ici le raisonnement que c'est la relance budgétaire qui permettra le rattrapage en raison du multiplicateur élevé, tandis que le RSPFP considère la croissance comme une donnée exogène sans lien avec la politique budgétaire. La relance nécessaire pour générer un rattrapage du PIB alourdissant le déficit de quelques points de PIB, il peut être considéré que dans l'hypothèse du rattrapage la dette à horizon 2030 serait plutôt autour de 105-110 points de PIB plutôt que les 100 points du scénario du RSPFP, en fonction de la taille précise des multiplicateurs. Ce niveau reste néanmoins inférieur au scénario intermédiaire présenté dans le RSPFP, où la dette atteint 115 points en l'absence de rattrapage.

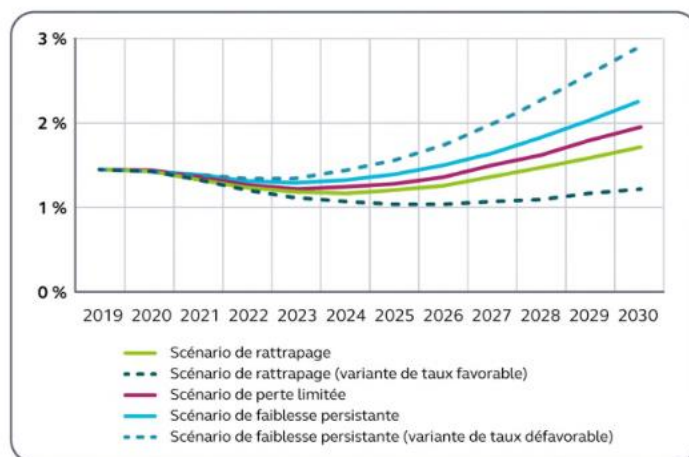
<sup>32</sup> Voir par exemple l'ouvrage de Patrick Artus : 40 ans d'austérité salariale, comment en sortir ?

Plusieurs études récentes confortent ce constat, qui amène à tempérer les conclusions du récent rapport de la commission Arthuis. Ce dernier fonde ses estimations de niveau de dette à horizon 2030 sur une hypothèse de remontée des taux d'intérêt nominal à 3,1% d'ici 2027, qui apparaît très pessimiste et n'est, dans le rapport, ni argumentée, ni confrontée à d'autres hypothèses plus favorables (« stress test »). Ainsi :

- Le FMI a ainsi montré en 2017 que l'écart entre le taux d'intérêt sur la dette et le taux de croissance pouvait être durablement négatif à long terme dans les pays développés<sup>33</sup>.
- Dans ses prévisions sur l'économies mondiale d'avril de cette année, le FMI a estimé que les taux d'intérêts de long terme des pays développés resteront négatifs en 2026, à -0,4% contre -0,8% en 2021.
- L'OFCE, dans une étude de février 2021<sup>34</sup>, anticipe quant à lui des taux d'intérêts durablement bas dans les années à venir en raison d'une hausse de l'épargne mondiale, encore accrue par la crise covid, et qu'aucun facteur n'est susceptible de freiner dans les années à venir<sup>35</sup>.

Quand bien même, en dépit des tendances faisant pression à la baisse sur les taux d'intérêts, ces derniers remonteraient, les conséquences en termes de finances publiques ne justifieraient aucun alarmisme tant le ratio des charges des intérêts de la dette par rapport au PIB est aujourd'hui significativement bas. Ce dernier est en effet passés de 3% en 2000 à 1,4% en 2020. Le rapport de la Cour sur la situation et les perspectives des finances publiques de 2020 a établi plusieurs scénarios d'évolution des taux d'intérêt. Le **plus pessimiste d'entre eux** comporte comme hypothèse une absence de rattrapage du PIB perdu pendant la crise, une diminution du taux de croissance potentielle à 1% et une remontée des taux de 100 points de base. Dans ce scénario pessimiste, la charge d'intérêt remonterait à 3% du PIB à horizon 2030, soit le niveau qu'elle représentait dans les années 2000. Cette hausse aurait un coût important pour les finances publiques (30Mds€) mais serait loin de conduire la France dans une situation catastrophique semblable à celle de la Grèce dans les années 2010 par exemple.

**Graphique n° 23 : charge d'intérêts dans les trois scénarios stylisés (en points de PIB)**



Source : Cour des comptes

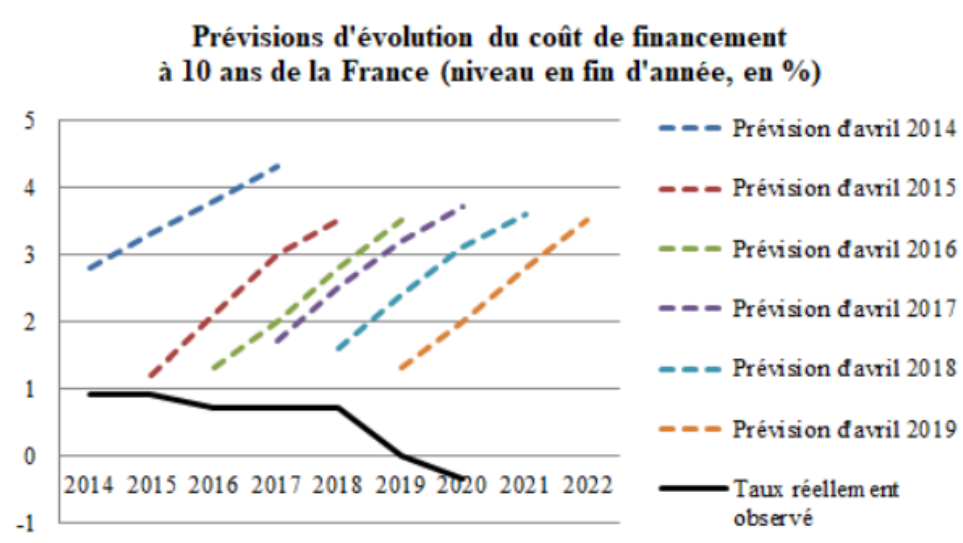
⇒ **Une situation qui, dans le pire des scénarios, conduirait la France en 2030 à une charge d'intérêt sur le PIB au niveau de celle que notre pays a connu entre 2000 et 2010, ne justifiant pas ainsi un discours alarmiste sur les finances publiques à courte échéance**

<sup>33</sup> Philip Barrett (2017), *ibid.*

<sup>34</sup> <https://www.ofce.sciences-po.fr/pdf/pbrief/2021/OFCEpbrief84.pdf>

<sup>35</sup> Au contraire, la hausse des taux d'épargne nationaux provient des phénomènes structurels comme le vieillissement des populations, l'augmentation des inégalités dans certains pays, l'émergence de classes moyennes à taux d'épargne plus élevé, l'incertitude macroéconomique

Il convient de noter que les prévisions de remontée des taux d'intérêt sur les obligations à 10 ans prévues par les lois de finances ces dix dernières années se sont toujours révélées erronées, comme l'illustre le graphique suivant<sup>36</sup> :



Néanmoins, la remontée des taux reste un scénario plausible à moyen terme. Or, la réduction des dépenses publiques est souvent la seule réponse apportée pour faire face à un risque d'insoutenabilité de la dette.

Il existe pourtant d'autres solutions :

- La hausse des recettes, via la suppression de certaines niches fiscales notamment<sup>37</sup>. Le CICE, aujourd'hui transformé en allègement de charges pérenne, pèse ainsi 20Mds€ chaque année pour une efficacité qui n'a pas été démontrée. Le Crédit d'impôt recherche, dont le coût s'élève à 6,6Mds€ en 2020, a quant à lui fait l'objet d'une évaluation très mitigée par France Stratégie en juin dernier. Au total, le poids des niches fiscales s'élevait à près de 100Mds€ en 2020.
- L'adoption d'une véritable approche contracyclique pour les finances publiques, en étant plus rigoureux lors des périodes de haut de cycle pour dégager des marges de manœuvre budgétaire. Cette approche est préférable à la fixation d'une trajectoire de rétablissement des comptes publics sur plusieurs années qui ne tient pas compte de la position de l'économie dans le cycle ;
- Des modifications des règles monétaires et une diversification des sources de financement de la dette (cf 3<sup>ème</sup> partie)

**3. A moyen terme, le risque d'insoutenabilité de la dette publique peut être rendu moins prégnant par une réforme des règles budgétaires et monétaires européennes et une diversification des sources de financement de la dette**

La présente partie introduit des pistes de réflexion qui seront explorées dans un prochain cahier de l'association.

<sup>36</sup> Source : Fippadict

### 3.1. Le cadre budgétaire européen pourrait évoluer pour mieux prendre en compte l'interaction entre politique budgétaire et croissance

Le débat aujourd'hui amorcé sur ce sujet dessine de nouvelles perspectives concernant ces règles :

- elles doivent être adaptées à une croissance plus irrégulière ;
- elles doivent permettre une action contra-cyclique plus forte en période de crise (réflexion sur les stabilisateurs automatiques) ;
- elles doivent contribuer à un objectif d'élévation de la croissance potentielle qui ne peut passer uniquement par un objectif d'équilibre budgétaire, mais doivent mieux prendre en compte la qualité des investissements publics et leur impact sur l'économie et l'environnement.

La Cour des comptes pourrait contribuer à éclairer le débat sur la modification de ces règles. Au cours des dix dernières années, la Cour a fréquemment invoqué le cadre budgétaire européen pour fonder ses observations critiques sur la politique budgétaire menée en France. En revanche, elle s'est interdit de critiquer ce cadre ou de proposer des mesures visant à le faire évoluer.

D'autres institutions supérieures de contrôle ont adopté un positionnement différent, en faisant part publiquement de leur appréciation sur le cadre budgétaire européen et en prodiguant même des recommandations. C'est notamment le cas de la Bundesrechnungshof allemande, dont les interventions ont été tout particulièrement nombreuses dans ce domaine. En 2005 déjà, elle avait mis en garde le Gouvernement allemand contre tout assouplissement des règles du Pacte de stabilité (sans empêcher toutefois la réforme de ce dernier). Elle est encore intervenue publiquement lors de la négociation du TSCG en 2012. Au cours des derniers mois, elle est intervenue avec une vigueur inhabituelle contre le plan de relance européen de 750 milliards d'euros, qui risque selon elle de « réduire l'incitation à la précaution responsable et d'affaiblir la discipline budgétaire ». Pour la Bundesrechnungshof, « l'emprunt commun ne doit pas être une institution permanente », car « cela peut alimenter l'espoir que les coûts des crises futures seront également supportés par la communauté des États ».

Si la Cour des comptes entend tenir un discours sur l'impact de la politique budgétaire sur les deux termes du ratio dette / PIB, il est nécessaire qu'elle se dote de compétences d'économistes lui permettant de mieux analyser le lien entre les finances publiques et la croissance, tant à court terme qu'à long terme (notamment : valeur du multiplicateur budgétaire, impact des investissements publics et des prélèvements obligatoires sur la croissance potentielle).

### 3.2. La politique monétaire pourrait s'adapter au contexte de hausse de l'endettement public

L'objectif principal de lutte contre l'inflation inscrit au mandat de la BCE n'est plus adaptée à un contexte macro-économique d'inflation durablement basse. Depuis 2012, la BCE a adopté une approche pragmatique sur la question du financement de la dette publique des Etats-membres via ses programmes de rachat indirect de dette publique. Ces mesures ne sont toutefois pas formalisées dans la mission de la BCE.

Si la renégociation des objectifs de la BCE est un exercice politique complexe, l'exemple des réorientations des objectifs d'autres banques centrales à travers le monde pourrait servir d'exemple :

- La banque centrale du Japon a adopté explicitement un objectif de contrôle des coûts d'emprunt de l'Etat japonais à long terme. Elle mène ainsi depuis 2016 une politique de contrôle des taux longs (yield curve control) qui consiste à s'engager à acheter le montant d'obligations souveraines nécessaire pour atteindre le niveau de taux d'intérêt qu'elle s'est fixé : autour de 0 % pour les obligations à 10 ans<sup>38</sup>.

---

<sup>38</sup> <http://www.cepii.fr/BLOG/bi/post.asp?IDcommuniqu=814>

- En août 2020, la Fed a ainsi révisé sa stratégie monétaire, laquelle vise désormais à minimiser le déficit d'emploi par rapport au maximum atteignable. Cette formulation signifie que les risques inflationnistes associés à un niveau d'emploi trop élevé sont tenus pour moins graves que ceux induits par un niveau d'emploi trop faible.

La question d'une annulation d'une partie de la dette des Etats-membres détenue par la BCE mérite également un débat, que MAMA a initié en avril dernier (**voir en ce sens le cahier MAMA sur le débat de l'annulation de la dette organisé avec Gaël Giraud et Philippe Aghion**)<sup>39</sup>

### 3.3. La diversification des sources de financement de la dette pourrait réduire le risque d'insoutenabilité

Le risque d'insoutenabilité de la dette provient également du mode de financement de celle-ci, réalisé aujourd'hui exclusivement sur les marchés financiers. Cette absence de diversification des sources de financement rend la dette publique très sensible aux appréciations des investisseurs sur sa soutenabilité, comme l'a montré la crise de la dette dans les pays du Sud de l'Europe. Or, dans la période de l'après-guerre jusqu'aux années 70, l'émission sur les marchés était un mode de financement minoritaire.

L'Etat avait en effet mis en place un circuit de financement captif, le « circuit du trésor ». Les établissements de crédit étaient tenus de déposer sur un compte au Trésor public une partie des ressources d'épargne collectées auprès de leurs clients. En complément, le Trésor (c'est-à-dire l'Etat) imposait à ces établissements de crédits, notamment les quatre grandes banques de dépôt de l'époque (Crédit agricole, Crédit foncier de France, caisses d'épargne, Crédit national), de détenir sous forme de bons du trésor un taux plancher du niveau de leurs actifs (autour de 30% dans les années 1950). Ce mécanisme, aussi appelé « répression financière », permettait de limiter le recours aux avances de la Banque de France, dont le relèvement du plafond était soumis à un vote parlementaire et était donc peu pratique sur le plan de la gestion de la dette. Le financement monétaire par la banque centrale était donc resté minoritaire pendant cette période.

Si le circuit du Trésor ne peut être reconstruit à l'identique aujourd'hui, un circuit de financement captif, en complément de l'émission de dette sur les marchés et de l'action de la BCE, assurerait à l'Etat une source de financement supplémentaire, dont la part pourrait s'accroître en cas de forte hausse des taux d'intérêt sur le marché, ce qui permettrait à la fois de maîtriser le coût de la dette publique en contrôlant les taux d'émission et de remplir une fonction assurantielle face à une potentielle crise de soutenabilité.

---

<sup>39</sup> <https://www.collectif-mama.fr/evenements>