

Dette publique, rente privée

Michel Husson

février 2006

Les libéraux affectionnent les images simples. Par exemple Raffarin : « Moi, j'ai des idées simples (...) c'est de la bonne gestion de père de famille, c'est cela qu'il faut faire. Moi je suis tout à fait favorable à ce que nous puissions, très rapidement, réduire les déficits »¹. Cette référence aux « règles de bon père de famille » a été reprise par Sarkozy lors de la discussion du budget 2005. Ce discours de bon sens fait comme si l'augmentation de la dette publique allait de soi, et qu'elle résultait tout simplement d'une croissance excessive des dépenses publiques. Ne reste plus alors qu'à greffer un discours simpliste qui s'appuie sur le sens commun : on ne peut durablement dépenser plus qu'on ne gagne, et par conséquent il faut dépenser moins et ajuster les dépenses aux recettes. Sinon, on accumule une dette qui viendra peser sur les générations futures. Cet argumentaire semble si bien ficelé qu'il ne reste plus au fond qu'à décider dans quel budget il faut couper ! Pourtant, ce raisonnement apparemment irréfutable est un tissu d'absurdités et de contresens. Pour commencer, l'Etat dispose de la possibilité - à vrai dire assez peu répandue chez les particuliers - de fixer lui-même ses recettes. Ses dépenses peuvent elles mêmes engendrer des recettes. Quant aux intérêts de la dette, ils ne seront pas payés demain par nos enfants, mais le sont par les contribuables contemporains². Enfin, la montée de la dette de l'Etat est principalement liée à une baisse de ses recettes, et cette configuration permet de comprendre pourquoi un tel déficit public n'a pas les vertus keynésiennes attendues.

Genèse d'une dette

Chaque année, la dette de l'Etat s'accroît en fonction du déficit qui est couvert par l'émission de nouvelles obligations du Trésor. Cet accroissement peut être décomposé en deux éléments : d'une part, les intérêts versés par l'Etat et, d'autre part, le déficit primaire qui est la différence entre les recettes et les dépenses hors intérêts (annexe 1). Le poids de la dette dans le PIB augmente alors de deux manières : d'abord, en fonction du déficit primaire, mais aussi à cause d'un effet « boule de neige » des paiements d'intérêt sur la dette acquise. Cette deuxième composante conduit à un alourdissement du ratio Dette/PIB, dès lors que le taux d'intérêt réel est supérieur au taux de croissance du PIB ; ce résultat est intuitif, puisqu'il revient à comparer les vitesses relatives de croissance de la dette et du PIB en termes réels. Il y a donc deux raisons pour que la dette publique augmente plus vite que le PIB : elle peut être gonflée par un déficit courant (hors intérêts) et/ou par un taux d'intérêt réel supérieur au taux de croissance du PIB (annexe 2).

Le minimum serait alors d'aller regarder ce qu'il en est. Cette opération nécessite, il est vrai, un travail de raccordement à partir de sources différentes, dont on passera ici les détails. On constate alors que la dette de l'Etat croît constamment plus vite que le PIB sur l'ensemble de la période mais pas de manière uniforme (graphique 1). Le ratio de la dette (Dette/PIB) passe de 14 % en 1981 à 24 % en 1991, soit dix points en dix ans. Puis, entre 1991 et 1997, la croissance du ratio s'accélère, puisqu'il passe de 24 % à 43 % du PIB. Au cours de la période récente (1997-2003) le ratio de la dette continue à progresser, mais à un rythme voisin de celui des années quatre-vingt. Si on cumule ces variations sur les trois sous-périodes on obtient donc un premier résultat : l'envolée de la dette est, pour un peu plus de la moitié, un effet « boule de neige » lié à un niveau des taux d'intérêt réel supérieur au taux de croissance (tableau 1).

Tableau 1

¹ France 2, 23 mai 2002.

² On renvoie à l'excellente mise au point de Bernard Guerrien et Francisco Vergara dans *Alternatives économiques* n°153 de novembre 1997.

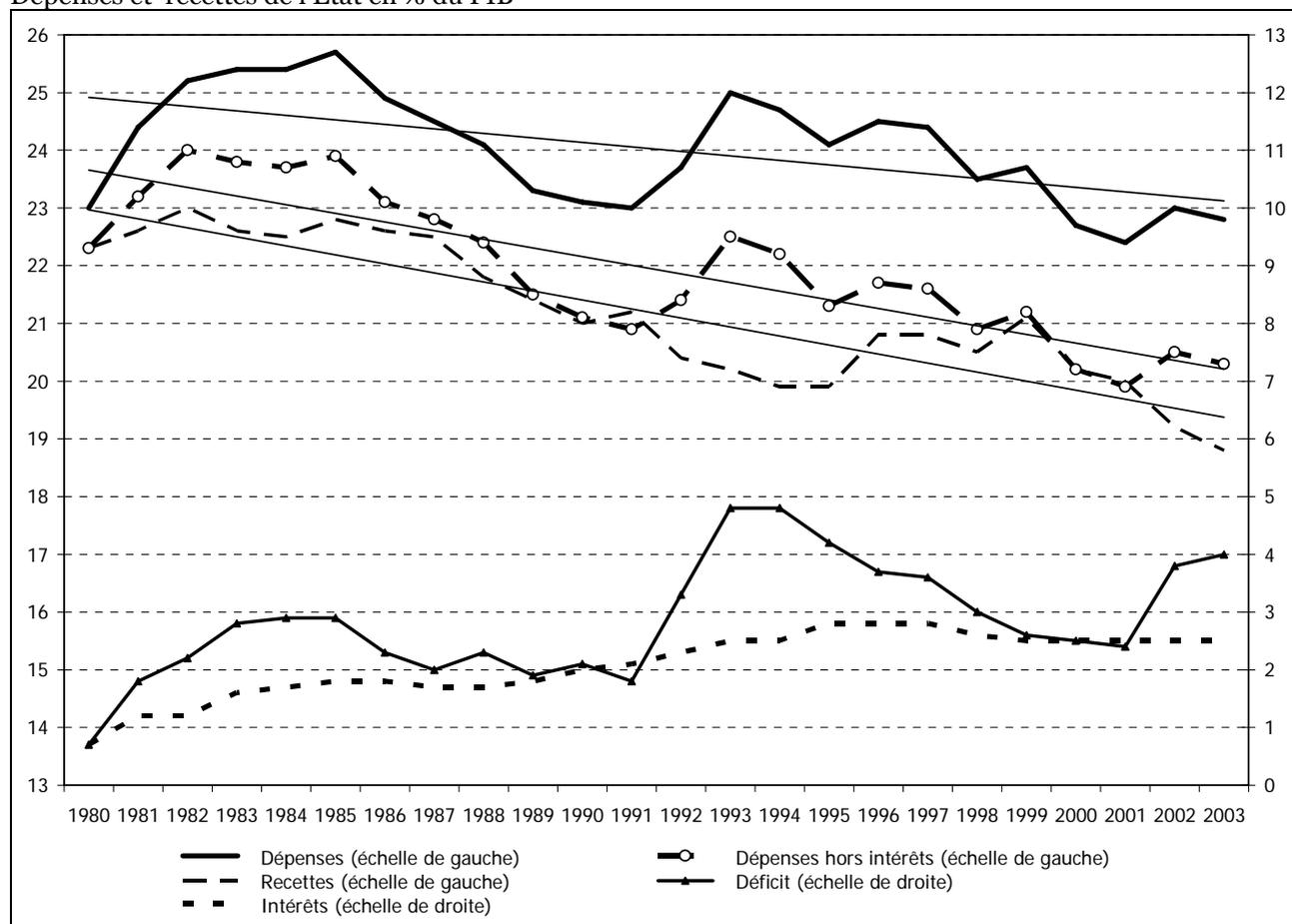
Composantes du ratio dette/PIB

	1981-1991	1991-1997	1997-2003	1981-2003
Δ Dette/PIB	10,1	18,8	8,4	37,3
Boule de neige	4,7	10,1	5,3	20,1
Déficit primaire	5,4	8,7	3,1	17,2

La lecture de l'ensemble de la période est alors la suivante. Le solde primaire (hors intérêts) n'a jamais conduit à un déficit supérieur à 1,5 % du PIB, sauf en 1993 et 1994 et il a même été légèrement excédentaire entre 1989 et 1991. Il est largement tributaire de la conjoncture, à laquelle les recettes sont plus sensibles que les dépenses. La plupart des raisonnements économiques sont construits sur l'idée que ce dérapage est dû à une accélération des dépenses de l'Etat. C'est peu compatible, si on y réfléchit, avec la politique budgétaire menée depuis plusieurs années. Sur moyen terme, les dépenses hors intérêts ont en réalité baissé, passant de 22-23 % du PIB au début des années quatre-vingt à 20-21 % aujourd'hui. Le dérapage budgétaire permanent est clairement imputable à une baisse tout aussi régulière, et plus rapide, des recettes. En particulier, la période 1992-97 a cumulé d'importants déficits et coïncide avec une vive augmentation de la croissance du ratio de la dette.

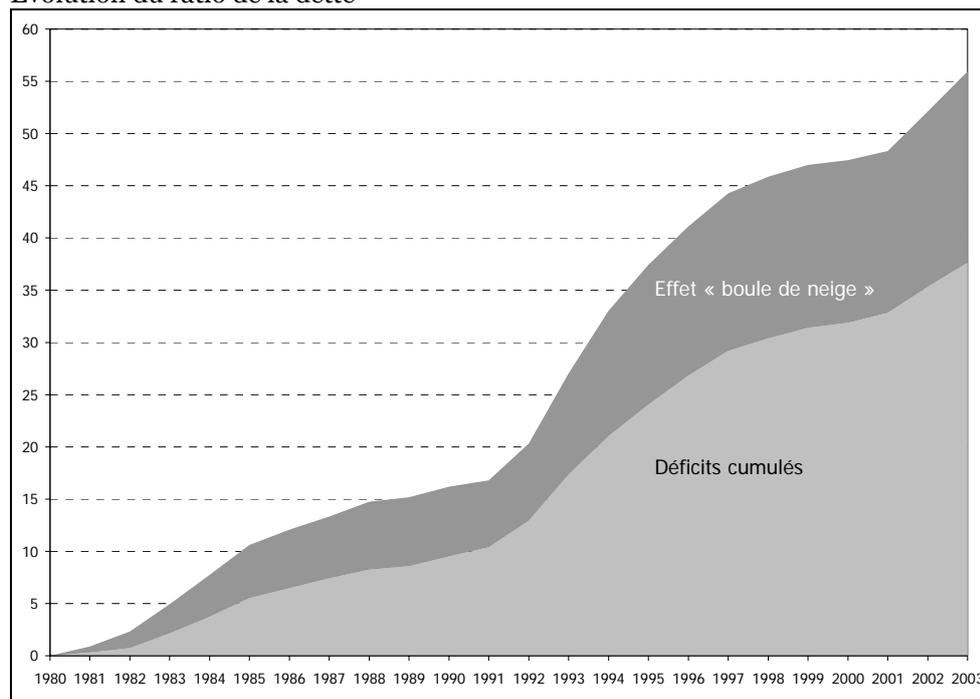
Graphique 1

Dépenses et recettes de l'Etat en % du PIB



Cette première tendance se combine avec l'effet « boule de neige » où l'augmentation du taux d'intérêt réel, nettement supérieur au taux de croissance de l'économie, gonfle mécaniquement la dette. Le solde effectif est décalé vers le bas à cause du poids croissant des intérêts, qui sont passés de 1 à près de 3 % du PIB depuis le début des années quatre-vingt. Ce gonflement des charges d'intérêts conduit en effet à un recours supplémentaire à l'endettement : l'Etat doit emprunter pour payer une partie des intérêts. Sur l'ensemble de la période, on constate que l'augmentation des intérêts tire celle du déficit. L'ensemble de ces mécanismes conduit à une croissance du ratio d'endettement (graphique 2).

Graphique 2
Evolution du ratio de la dette



Une simulation rétrospective

On peut rassembler les deux résultats précédents, et vérifier les ordres de grandeur en cause, en effectuant une simulation rétrospective conduisant à une stabilisation du ratio dette/PIB à son niveau atteint au début des années quatre-vingt-dix. Il s'agit d'une simulation partielle de la seule boucle déficit-intérêts-dette, qui n'est pas une variante globale, dans la mesure où elle raisonne toutes choses égales par ailleurs. Cet exercice ne représente pas non plus une politique économique qu'il aurait été forcément possible de mener. Ses vertus sont plus analytiques, il s'agit de calibrer les effets repérés ci-dessus. Cette simulation repose sur deux hypothèses :

- la première porte sur les recettes de l'Etat : on suppose une décélération moins rapide de leur part dans le PIB, plus en phase avec celle des dépenses (annexe 3A) ;
- la seconde hypothèse concerne le taux d'intérêt réel et postule une évolution plafonnée aux environs de 5 % (annexe 3B).

Si on combine ces deux hypothèses, on constate que la dette de l'Etat reste à peu près stable en proportion du PIB : elle fluctue entre 15 et 20 % (annexe 3C). Autrement dit, la montée de la dette aurait pu être contenue par une politique plus appropriée combinant une moindre réduction des recettes et une politique monétaire moins rigoureuse.

Dette publique et taux d'épargne privé

L'analyse proposée jusqu'ici soulève deux questions qui sont d'ailleurs étroitement liées. La première est celle du contenu social de cette configuration, sur laquelle on reviendra en conclusion. La seconde est celle de la viabilité de la simulation précédente : une moindre baisse des recettes n'aurait-elle pas eu un effet défavorable sur la demande privée et donc sur la croissance ? Cette interrogation a ramené sur le devant de la scène la théorie dite de l'« équivalence ricardienne »³. Elle consiste à dire que le mode de financement de l'Etat (impôt ou emprunt) n'a pas d'influence à terme sur le niveau de l'activité. L'impôt fait baisser le revenu des ménages ; dans le cas de l'emprunt, les ménages sont censés faire des prévisions parfaites (c'est la théorie dite des anticipations rationnelles), et intégrer dans leur contrainte budgétaire les impôts futurs. Ils freinent donc leur consommation, ce qui annule l'effet de relance attendu par l'Etat.

³ Robert J. Barro, « Are government bonds net wealth ? », *Journal of Political Economy*, 1974 .

Comme souvent, cette référence à un classique n'est pas légitime. Dans le chapitre 17 de ses *Principes de l'économie politique et de l'impôt*⁴ Ricardo dit autre chose. Il traite des emprunts de guerre, pour montrer qu'il faudra bien en payer les intérêts : « *La justice et la bonne foi exigent que les intérêts de la dette nationale continuent d'être payés, et que ceux qui ont avancé leurs capitaux pour l'intérêt général, ne soient pas forcés de renoncer à leurs justes prétentions, sous le prétexte que cela convient à l'Etat* ». A ces considérations politiques, s'ajoute l'argument auquel la « nouvelle économie classique » fait référence : « *il n'est nullement certain que ceux qu'on libérerait du paiement des intérêts de la dette nationale, employassent cet argent d'une manière plus productive que ceux à qui il est incontestablement dû* ».

En termes plus modernes, les théoriciens de l'« équivalence ricardienne » postule la clairvoyance infinie des agents privés qui anticipent sur les hausses d'impôts à venir, dont la valeur actualisée est égale au déficit de départ. Et comme les consommateurs raisonnent sur un horizon intertemporel, ils élèvent leur taux d'épargne d'aujourd'hui pour compenser les baisses de revenu disponible des prochaines années. Cela revient en somme à dire que l'Etat et les ménages constituent en réalité un agent unique qui ventile un même niveau d'épargne entre épargne privée et épargne publique. Cette approche est censée éclairer l'inefficacité des politiques budgétaires keynésiennes. On n'entrera pas ici dans une discussion générale⁵ et on se bornera à avancer une explication que l'on pourrait presque qualifier de matérialiste, puisqu'elle ne fait appel, ni aux anticipations rationnelles, ni à la solidarité intergénérationnelle, ni même à la notion d'opinion.

L'hypothèse consiste à dire qu'il existe une partie des ménages qui considèrent qu'une émission de bons du Trésor est une bonne affaire : leur taux d'épargne va donc être sensible à l'évolution de ces opportunités de placement. Nulle anticipation donc, mais une adaptation en temps réel à la situation budgétaire. Le taux d'épargne évoluera donc positivement avec le déficit. On peut y voir une forme d'équivalence, qui revient à dire qu'une baisse d'impôts accordée à des rentiers sera en grande partie épargnée sous forme d'obligations du Trésor⁶, de telle sorte que la consommation n'en sera pas augmentée.

On a testé cette hypothèse sous forme d'une modélisation économétrique du taux d'épargne qui pose un problème majeur de compréhension de la dynamique récente. En effet le taux d'épargne enregistre d'amples variations : il baisse fortement entre 1983 et 1988, puis remonte tout aussi brusquement entre 1988 et 1995 ; depuis, il tend à progresser lentement (annexe 4). Les modèles économétriques expliquent généralement le décrochage de 1983-1988 par un effet d'encaisses réelles, autrement dit par le recul de l'inflation. Mais ce qui se passe ensuite n'est en fait pas expliqué. La remontée du taux d'épargne a été à l'origine d'erreurs considérables dans les prévisions conjoncturelles qui, en particulier, n'ont pas vu venir la récession de 1993. Et ce défaut d'analyse compte pour beaucoup dans les propriétés anti-keynésiennes des modèles : le moindre supplément d'inflation vient freiner la relance de la dépense privée⁷.

La formulation alternative proposée ici est riche d'enseignements (annexe 4). On suppose qu'il existe deux comportements polaires en matière d'épargne. Face à une montée du chômage les salariés concernés ou menacés cherchent à préserver leur niveau de consommation en réduisant leur taux d'épargne. Du côté des détenteurs de revenus financiers, l'accroissement du taux d'endettement procure de nouvelles occasions de placement et conduit à une augmentation du taux d'épargne. Le comportement global d'épargne dépend du poids relatif de ces deux comportements que l'on pondère en fonction de la part des salaires dans le revenu. Quand cette dernière baisse, le comportement des « rentiers » pèse plus que celui des salariés.

Le lien négatif avec le taux de chômage appelle quelques commentaires. On postule souvent un lien positif, à cause d'une épargne de précaution qui se formerait dans les périodes d'insécurité, repérées par un taux de chômage élevé. Mais cette liaison a en réalité quelque chose de déroutant : les couches sociales touchées ou particulièrement menacées par le chômage ont plutôt de faibles revenus, un taux d'épargne peu élevé, et peu de possibilités de mettre de l'argent de côté, précisément dans les phases de montée du chômage. Elles ont plutôt tendance à réduire leur épargne pour maintenir, au moins en partie, leur niveau de revenu. Il suffit de penser aux phénomènes de surendettement pour trouver bizarre l'idée que l'épargne populaire devrait augmenter les années où tout va mal.

⁴ David Ricardo, *Principes de l'économie politique et de l'impôt*, Calmann-Lévy, 1970.

⁵ Pour une synthèse, voir le chapitre 7 de Frédéric Lordon, *Les quadratures de la politique économique*, Albin Michel, 1997.

⁶ Soit un revenu de 100 qui paie 30 d'impôts. Reste un revenu disponible de 70, dont la moitié va à la consommation et le reste à l'épargne. Le taux d'épargne calculé sur le revenu disponible est de 50 %. Supposons une baisse d'impôt de 10, qui fait monter le revenu disponible à 80. Mais si la baisse d'impôt est assortie d'emprunts d'Etat attractifs, et que les 10 sont ainsi placés, le taux d'épargne a augmenté, passant de 50 % (35/70) à 56 % (45/80).

⁷ voir Michel Husson, « L'emploi dans les modèles macroéconomiques », *La Revue de l'IRE* n° 23, 1997.

Cette modélisation réussit à prendre correctement les inflexions du taux d'épargne, à l'exception de l'année 1987, particulièrement atypique. La baisse de 1983-88 (qui a en fait commencé en 1979) renvoie alors à la montée du chômage. Puis la remontée du taux d'épargne, particulièrement vive entre 1988 et 1993, correspond à l'effet d'appel du déficit public.

Cette grille de lecture ne laisse plus de place à l'inflation comme variable explicative (pas plus d'ailleurs qu'au taux d'intérêt). Elle illustre l'idée de bon sens, mais en réalité iconoclaste, selon laquelle il n'existe pas de ménage représentatif. L'agrégation de tous les ménages en un « agent » unique fait que le taux d'épargne global est la résultante des comportements correspondant aux situations les plus typées. Il y a d'un côté, pour aller vite, ceux qui consomment tout dans les périodes de vache maigre et qui ne recommencent à épargner que lorsque le chômage recule ou quand les salaires progressent en phase avec l'activité. A l'autre bout de la pyramide sociale, l'épargne des ménages « rentiers » est tirée par les émissions d'Etat, dans un contexte de baisse de la pression fiscale.

Le déficit et la rente

Pour résumer : la montée de la dette de l'Etat n'est pas le résultat d'une croissance immodérée des dépenses (à l'exception des intérêts sur cette dette). Elle découle du choix consistant à faire payer de moins en moins d'impôts à une couche sociale auprès de laquelle il faut ensuite s'endetter à des taux d'intérêt prohibitifs (et non révisables). Si cette analyse est correcte, elle permet d'abord de mieux comprendre la nature sociale du déficit, qui est l'instrument d'un transfert de ressources de la masse des contribuables vers ceux qui bénéficient le plus de baisses d'impôts trop rapides. Cette présentation permet de mieux décrypter les discours alarmants dénonçant le report de la charge de la dette sur les générations futures, afin de justifier la discipline budgétaire. En réalité, le transfert ne se fait pas entre générations, mais entre couches sociales : ce sont les contribuables d'aujourd'hui (et pas les générations futures) qui paient les rentes d'Etat versées aujourd'hui à ceux qui en bénéficient. Comme on l'a montré, ce mécanisme fait rapidement bouler de neige : les charges d'intérêt de la dette publique exercent une pression constante sur le déficit : il faut emprunter à nouveau pour payer les intérêts de la dette publique, de telle sorte que celle-ci ne cesse d'augmenter.

Un déficit budgétaire peut donc s'expliquer pour de bonnes raisons (les investissements publics au sens large) ou pour de très mauvaises (défiscalisation des revenus du capital). C'est pourquoi il n'est pas possible d'assimiler la tolérance aux déficits à une orientation plus progressiste - qu'on la baptise keynésienne, sociale-démocrate ou interventionniste. Le déficit budgétaire n'est pas une bonne chose en soi car tout dépend de ce qu'il recouvre.

Cette approche du problème devrait se situer en amont de la critique justifiée de la « stupidité » spécifique du Pacte qui conduit à des politiques qui accentuent les fluctuations cycliques et pèsent sur la croissance à moyen terme. En tout cas, les données fournies en décembre 2004 par les *Perspectives économiques* de l'OCDE sont claires : les charges d'intérêt représentaient 3 % du PIB de la zone euro en 2004, pour un déficit moyen s'élevant à 2,9 % du PIB. Les rentes sont donc du même ordre de grandeur que les déficits. La conclusion qu'en tirent les libéraux (et ils ne diffèrent que sur le calendrier) est qu'il faut freiner encore plus les dépenses publiques. On s'aperçoit alors que leur offensive fonctionne en deux temps. On commence par baisser les impôts (pour les plus riches) et à engendrer ainsi un déficit chronique. Dans un second temps, le discours alarmant sur la dette et la mise en œuvre de critères contraignants conduit à un ajustement à la baisse des dépenses. C'est pourquoi la politique budgétaire récente est dominée en France par cet énorme « paradoxe » : d'un côté, l'Etat se prive délibérément de ressources par sa contre-réforme fiscale permanente ; d'un autre côté, il bloque les traitements des fonctionnaires et réduit leurs effectifs en ne remplaçant qu'une fraction de ceux qui partent à la retraite.

Il est évidemment exclu, d'un point de vue libéral, d'envisager tout traitement rétroactif de cette situation qui reviendrait à convertir une dette publique acquise en grande partie durant les années de taux d'intérêt élevés. Même la solution moins radicale consistant à refiscaliser les catégories de revenus à l'origine des déficits est évidemment hors de question. Notre analyse suggère pourtant qu'il existe un autre moyen de stabiliser la dette publique que les coupes budgétaires, sous la forme d'un prélèvement exceptionnel sur les patrimoines qui reviendrait à annuler en partie une dette qui n'est autre chose que le fruit empoisonné de la contre-réforme fiscale.

Annexe 1 Modélisation de la croissance de la dette

D'une année sur l'autre, l'augmentation de la dette est égale à la somme des intérêts et du déficit primaire :

$$(1) \quad D - D_{-1} = i.D_{-1} + \text{DEFP}$$

A partir de cette relation, on peut ensuite examiner le ratio Dette/PIB, dont l'évolution peut s'exprimer en fonction de la position relative du taux de croissance et du taux d'intérêt réel. Dans un premier temps, on introduit le PIB dans l'équation précédente :

$$(2) \quad \frac{D}{\text{PIB}} = \frac{(1+i).D_{-1}}{(1+g).(1+\text{inf}).\text{PIB}_{-1}} + \frac{\text{DEFP}}{\text{PIB}}$$

Puis on fait apparaître le taux d'intérêt réel apparent, pour obtenir la relation ci-dessous :

$$(3) \quad \Delta \left(\frac{D}{\text{PIB}} \right) = \frac{D_{-1}}{\text{PIB}_{-1}} \left(\frac{r-g}{1+g} \right) + \frac{\text{DEFP}}{\text{PIB}}$$

Notations

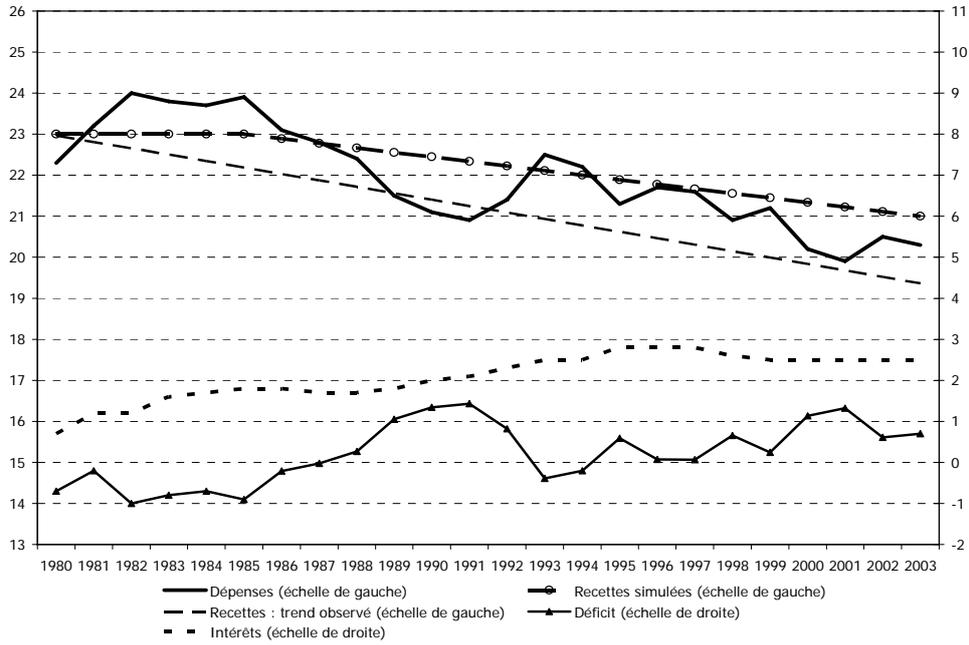
D	Dette publique
INT	Intérêts sur la dette publique
DEFP	Déficit primaire (hors intérêts)
PIB	Produit intérieur brut à prix courants
i	Taux d'intérêt nominal apparent sur la dette publique
r	Taux d'intérêt réel apparent sur la dette publique
inf	Taux d'inflation
g	Taux de croissance du PIB à prix constants

Annexe 2
Evolution du ratio de la dette

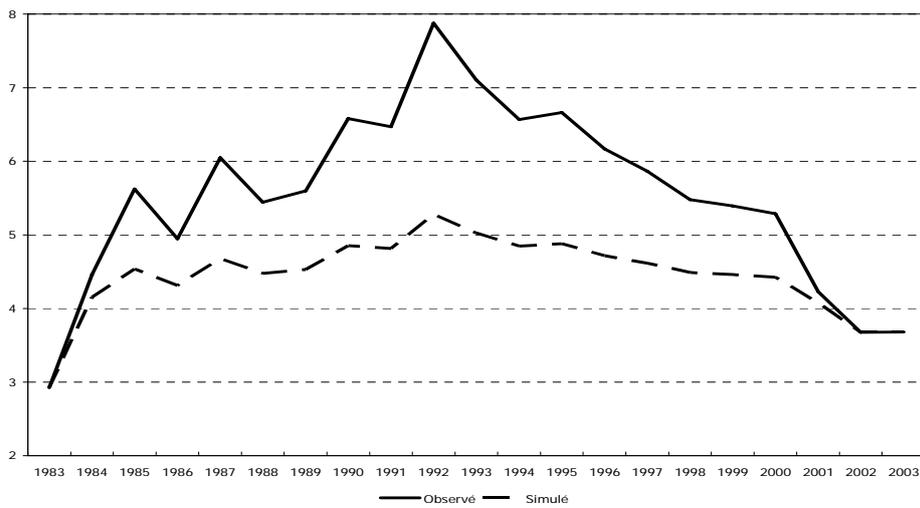
	Ratio de la dette Dette/PIB	Variation du ratio $\Delta(\text{Dette/PIB})$	Effet « boule de neige »	Déficit primaire
1981	14,0	0,3	-0,3	0,6
1982	14,4	0,4	-0,6	1,0
1983	15,8	1,4	0,2	1,2
1984	17,4	1,6	0,5	1,2
1985	19,2	1,8	0,7	1,1
1986	20,1	1,0	0,5	0,5
1987	21,1	1,0	0,7	0,3
1988	21,9	0,8	0,2	0,6
1989	22,2	0,3	0,3	0,1
1990	23,2	0,9	0,9	0,1
1991	24,1	0,9	1,2	-0,3
1992	26,6	2,5	1,6	1,0
1993	31,0	4,4	2,2	2,3
1994	34,7	3,7	1,4	2,3
1995	37,7	3,0	1,7	1,4
1996	40,5	2,8	1,9	0,9
1997	42,9	2,4	1,6	0,8
1998	44,0	1,2	0,8	0,4
1999	45,1	1,0	0,9	0,1
2000	45,5	0,5	0,5	0,0
2001	46,5	1,0	1,1	-0,1
2002	49,0	2,5	1,2	1,3
2003	51,3	2,3	0,9	1,5

Annexe 3 Une simulation rétrospective

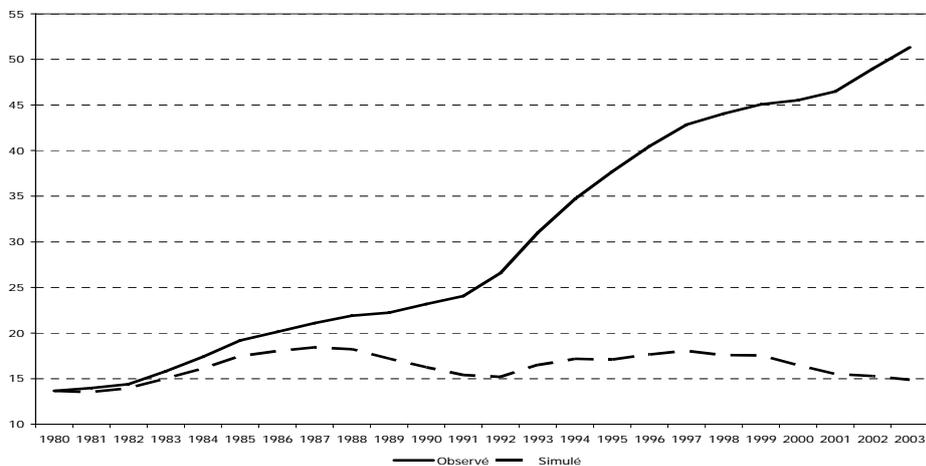
A. Recettes de l'Etat, déficit et intérêts



B. Taux d'intérêt réel



C. Dette de l'Etat en % du PIB



Annexe 4 une équation économétrique du taux d'épargne

Le taux d'épargne global TEP est la moyenne pondérée en fonction de la part salariale *parsal* du taux d'épargne TEP1 des salariés et de TEP2, celui des « rentiers ». On a donc :

$$TEP = \textit{parsal} \cdot TEP1 + (1-\textit{parsal}) \cdot TEP2$$

On suppose que le taux d'épargne des salariés dépend du taux de chômage *tcho*, et celui des rentiers de la croissance des emprunts d'Etat $\Delta\textit{det}$:

$$TEP1 = -\alpha \cdot \textit{tcho} + \alpha_0$$

$$TEP2 = +\beta \cdot \Delta\textit{det} + \beta_0$$

Le taux d'épargne global s'écrit alors :

$$TEP = -\alpha \cdot \textit{tcho} \cdot \textit{parsal} + \beta \cdot \Delta\textit{det} \cdot (1-\textit{parsal}) + \gamma$$

avec

TEP	taux d'épargne
TEP1	taux d'épargne des salariés
TEP2	taux d'épargne des « rentiers »
<i>parsal</i>	part des salaires dans le revenu national
$\Delta\textit{det}$	variation du ratio dette/PIB
<i>tcho</i>	taux de chômage

Ce modèle est testé en introduisant un terme auto-régressif, avec les résultats suivants :

$$TEP = 0,70 \text{ TEP}(-1) - 0,78 \text{ tcho} \cdot \textit{parsal} + 1,81 \Delta\textit{det} \cdot (1-\textit{parsal}) + 7,69$$

(6,0) (2,5) (2,6) (3,0)

1983-2003 $R^2 = 0,776$

