

L'indicateur d'endettement brut représente-t-il correctement l'état des dettes publiques ?

Mémoire réalisé par
Jean-François Cornu

Promoteur
Frédéric Vrins

Lecteur
Anthony Bellofatto

Année académique 2016-2017
Master en Ingénieur de gestion

Résumé

L'indicateur principal des dettes publiques dans le monde est l'endettement brut, mesuré par le stock de dettes brutes en pourcentage du produit intérieur brut. En théorie, plus son niveau est élevé, moins bonne est la situation des états. Cependant, il existe des critiques quant au fait que celui-ci ne représente pas fidèlement l'état réel de la dette publique et de son poids pour le pays.

Les principales critiques concernent les variables utilisées au sein de l'indicateur et les manques du ratio dans son ensemble. En ce qui concerne les variables, le numérateur pourrait être modifié pour laisser la place à la dette nette, ou encore prendre aussi en compte la dette implicite. Au dénominateur, les revenus publics pourraient remplacer le produit intérieur brut. Pour l'indicateur dans son ensemble, les défauts majeurs sont qu'il ne donne aucune indication sur les taux d'intérêts et la maturité des dettes encourues. Enfin, son utilisation est parfois jugée abusive.

Un historique récent des dettes publiques dans la zone euro est réalisé en regardant à l'endettement brut, l'endettement net, l'endettement implicite et enfin la dette brute sur les revenus publics. L'image donnée par l'endettement net est proche et fidèle à celle de l'endettement brut. Du point de vue de la dette implicite, la situation change complètement et des pays parmi les moins endettés passent à l'autre extrémité parmi les plus endettés. Enfin pour la dette brute sur les revenus publics, certaines différences, parfois importantes, peuvent être observées en comparaison de l'endettement brut.

Une analyse de l'impact social de la dette dans la zone euro est réalisée à partir des ratios des intérêts payés sur les titres de dette publique au regard des dépenses publiques en soins de santé et des dépenses publiques dans l'éducation. Le poids de cette dette est parfois très élevé, les intérêts payés dépassant pour certains pays les dépenses publiques en santé ou en éducation.

L'indicateur de l'endettement brut ne permet donc pas d'obtenir une image parfaite de la situation des dettes publiques, mais reste cependant un indicateur de la tendance suivie par un pays, excepté au niveau de la dette implicite.

Remerciements

La rédaction de ce mémoire a été possible grâce à l'aide de plusieurs personnes que je tiens à remercier.

En premier lieu, je tiens à exprimer ma gratitude envers mon promoteur de mémoire, le professeur Frédéric Vrins, pour ses précieux conseils et son apport tout au long du travail.

Je désire ensuite exprimer toute ma reconnaissance à mes parents et grands-parents pour le soutien constant et sans faille dont j'ai pu bénéficier, tant pour le mémoire que pour mes études.

Enfin, je voudrais remercier toutes les personnes impliquées dans le programme de master à la Louvain School of Management. Celles-ci m'ont permis de développer mes compétences tout au long de mon parcours académique et de m'amener aux portes de la vie professionnelle avec une formation solide et reconnue.

Table des matières

1	Introduction.....	1
2	Théories et définitions.....	3
2.1	Définition de la dette publique	3
2.1.1	Définition du secteur de l'administration publique	3
2.1.2	Exemple en Belgique	4
2.1.3	Division de l'administration publique	5
2.2	Mesure du taux d'endettement public	5
2.3	Typologie de la dette.....	6
2.3.1	Dette brute	7
2.3.1.1	Selon Maastricht (Eurostat, 2014).....	7
2.3.1.2	Selon le Fonds Monétaire International.....	8
2.3.2	Dette nette	9
2.3.3	Dette extérieure et intérieure	10
2.3.4	Dette implicite et explicite	10
2.4	Lien avec la politique budgétaire	11
2.4.1	Financement du budget de l'état	11
2.4.2	Modèle d'endettement public	12
2.5	Instruments de l'endettement public	13
2.6	Théories de l'endettement public	15
2.6.1	Théorie néoclassique.....	15
2.6.1.1	Illusion fiscale	15
2.6.1.2	Illusion de la dette (déresponsabilisation)	16
2.6.1.3	Effet d'éviction	17
2.6.2	Théorie keynésienne	18
2.6.2.1	Instrument d'équilibrage macroéconomique	18
2.6.3	Fardeau pour les générations futures.....	21
2.6.3.1	Point de vue keynésien.....	21
2.6.3.2	Point de vue classique	22
2.6.3.3	Fardeau pour le gouvernement futur.....	23
3	Risques liés à la dette publique.....	25
3.1	Croissance économique et dette publique	25
3.2	Soutenabilité de la dette publique.....	26
3.2.1	Modèle de soutenabilité	27
3.2.2	Seuil de soutenabilité	28

3.2.3	Solde primaire stabilisant (modèle)	31
3.3	Solvabilité	32
3.4	Impact du taux d'endettement sur le taux d'intérêt de la dette	35
4	Critiques de l'indicateur dette brute sur Produit Intérieur Brut	38
4.1	Critiques des variables.....	38
4.1.1	Dette nette	38
4.1.2	Dette implicite	39
4.1.3	Revenus publics	40
4.2	Critiques du ratio.....	41
4.2.1	Complexification des instruments de dette	42
4.2.2	Taux d'intérêt	42
4.2.3	Maturité de la dette	43
4.3	Critiques liées à son utilisation abusive.....	44
4.3.1	Au service d'une idéologie	45
4.3.2	Confusion entre taux d'endettement et dette.....	45
5	Historique récent dans la zone euro	48
5.1	Endettement brut.....	48
5.2	Endettement net	52
5.3	Endettement implicite.....	55
5.4	Dette brute sur revenus	57
6	Indicateurs non économiques de la dette publique	60
6.1	Soutenabilité sociale	60
6.2	Zone euro	61
6.3	Japon	63
7	Conclusion	65
8	Bibliographie.....	67

Tables des figures

Figure 1 : Seuil de soutenabilité (% du PIB) dans un scénario de croissance faible (0,50% de croissance du PIB)	28
Figure 2 : Seuil de soutenabilité (% du PIB) dans un scénario de croissance modérée (2,00% de croissance du PIB)	29
Figure 3 : Seuil de soutenabilité (% du PIB) dans un scénario de croissance forte (4,00% de croissance du PIB)	29
Figure 4 : Variation du taux d'endettement brut par année et variation du montant réel de la dette brute par année, dans la zone euro de 1997 à 2015 (en %)	46
Figure 5 : Taux d'endettement brut (% du PIB) dans la zone euro (1995, 2005, 2015)	48
Figure 6 : Evolution du Taux d'endettement brut (% du PIB) dans la zone euro de 1995 à 2015	50
Figure 7 : Taux d'endettement brut et net (% du PIB) dans la zone euro en 2015	53
Figure 8 : Taux d'endettement moyen brut, taux d'endettement moyen net et écart entre les deux (% du PIB) au sein la zone euro de 2005 à 2015	54
Figure 9 : Dette implicite, dette explicite brute et somme totale de la dette (% du PIB) en Europe en 2013	56
Figure 10: Endettement brut et dette brute sur revenus du gouvernement dans la zone euro en 2015	58
Figure 11 : Ratio entre les intérêts à payer pour la dette publique et les dépenses publiques pour la santé	61
Figure 12 : Ratio entre les intérêts à payer pour la dette publique et les dépenses publiques pour l'éducation	62

Listes des annexes

Annexe 1: Endettement brut moyen de la zone euro en millions d'euro de 1996 à 2015	71
Annexe 2 : Indice des prix à la consommation harmonisé de la zone euro de 1996 à 2015 (Base 100 en 2015)	72
Annexe 3 : Taux d'endettement brut (% du PIB) dans la zone euro de 1995 à 2015	73
Annexe 4 : Taux d'endettement net (% du PIB) dans la zone euro de 2005 à 2015	74
Annexe 5 : Intérêts payés sur la dette publique en pourcentage du PIB dans la zone euro de 2005 à 2015	75
Annexe 6 : Dépenses en soins de santé par l'Etat en pourcentage du PIB dans la zone euro de 2005 à 2015	76
Annexe 7 : Dépenses en éducation par l'Etat en pourcentage du PIB dans la zone euro de 2005 à 2015	77

1 Introduction

L'endettement public est un sujet qui a pris une place prépondérante dans l'actualité ces cinq dernières années en Europe. Nous avons en effet connu suite à la crise financière mondiale de 2008 une forte hausse du niveau d'endettement public en Europe, ce qui a conduit à une crise des dettes publiques au sein de la zone euro. Ces crises ont eu, et ont encore aujourd'hui un impact pour les populations européennes, obligées de supporter des mesures d'austérité destinées à rétablir l'équilibre public et à diminuer un taux d'endettement jugé trop élevé. Le cas le plus problématique et représentatif est évidemment le cas de la Grèce, qui à cause d'un emballement de sa dette, doit mettre en place des mesures terriblement difficiles pour ses citoyens, dans l'espoir de revenir à un niveau plus bas d'endettement, et donc plus soutenable pour le pays.

Mon intérêt s'est porté sur ce sujet d'actualité pour en mieux connaître les tenants et aboutissants de cette problématique. Après mes premières recherches, mon attention s'est focalisée sur les critiques émises à l'encontre de la mesure de l'endettement public par le ratio dette brute sur produit intérieur brut (PIB), qui est l'indicateur de référence en termes de dette publique. Il apparaît en effet que celui-ci subit certaines critiques, et ne représenterait pas toujours correctement la situation des états en ce qui concerne leur dette publique

J'ai divisé le travail en cinq parties. La première partie « théories et définitions » est destinée à définir la dette publique, apporter les précisions et les distinctions nécessaires en catégorisant la dette, présenter son lien avec la politique budgétaire et enfin ce que disent de l'endettement public les courants de pensée dominants. La seconde partie se concentre sur les risques liés à la dette publique et l'impact qu'elle peut avoir sur l'économie et les finances publiques d'un pays. La troisième partie est consacrée aux différentes critiques émises à l'encontre de l'indicateur principal, le ratio dette brute sur PIB. La quatrième partie présente un historique récent des dettes publiques dans la zone euro en fonction de l'endettement brut, de l'endettement net, de l'endettement implicite et de l'endettement en fonction du revenu. Enfin, le travail se termine par un point consacré aux indicateurs non-économiques de la dette publique.

Certains auteurs utilisent parfois le terme de dette souveraine pour parler de la dette des pays alors que d'autres utilisent le terme de dette publique. A l'heure actuelle, il n'y a pas de

différence entre les deux. La dette publique se limite à la dette souveraine, c'est-à-dire la dette de l'Etat. Certains économistes dont Tirole (2016) prône une adaptation de la dette publique. Ils voudraient voir la dette privée bancaire et la dette souveraine être regroupée en un tout. Ce n'est cependant pas le cas pour l'instant, j'utilise donc dans le cadre de ce travail le terme de dette publique, que je considère comme synonyme à la dette souveraine.

Les analyses quantitatives ont été menées sur la zone euro. La base Eurostat a servi de support de données pour ce travail. Toutefois, seules les périodes de temps où les données étaient disponibles et fiables ont été considérées. Le cas du Japon est abordé brièvement dans la dernière partie.

2 Théories et définitions

2.1 Définition de la dette publique

Afin de définir clairement ce que représente la dette publique, il faut pouvoir déterminer ce que représente le terme « dette » et ce qui est compris dans le terme « publique ». La difficulté principale ne réside pas ici dans la définition de la dette, qui est définie comme « l'ensemble des passifs qui font obligation à un débiteur de verser à un créancier des intérêts ou du capital à une ou plusieurs dates futures (OCDE, 2016) », mais dans ce qui doit être considéré comme faisant ou non partie de « publique ».

Ce que reprend précisément le terme « administration publique » est difficile à cerner car différents niveaux de gouvernements peuvent exister au sein d'un même pays, les agences publiques. Ce sont celles-ci qui posent problème car il faut savoir lesquelles doivent être prises en compte dans l'établissement comptable de la dette et lesquelles ne doivent pas être considérées.

2.1.1 Définition du secteur de l'administration publique

Une définition précise est importante pour que la comparaison des dettes publiques entre chaque pays puisse être faite sans qu'il n'existe de biais pouvant fausser les informations reçues. C'est d'autant plus obligatoire dans le cas de l'Union Economique et Monétaire (UEM) car que le pourcentage de dette publique en fonction du produit intérieur brut (PIB) ne doit pas dépasser une certaine valeur fixée par le traité de Maastricht.

Dans une perspective économique, le secteur des administrations publiques est défini à l'aide de la comptabilité, le secteur étant reconnu comme tel s'il l'est au sein des normes comptables européennes (système européen des comptes, SEC 2010). La définition sur le site de la Banque Nationale de Belgique basée sur le SEC 2010 est la suivante: « Le secteur des administrations publiques (S.13) comprend toutes les unités institutionnelles qui sont des producteurs non marchands dont la production est destinée à la consommation individuelle et collective et dont les ressources proviennent de contributions obligatoires versées par des unités appartenant aux autres secteurs, ainsi que les unités institutionnelles dont l'activité principale consiste à effectuer des opérations de redistribution du revenu et de la richesse nationale. »

Les deux éléments principaux de la définition sont à retrouver au début de celle-ci, unités institutionnelles et producteurs non marchands. Que le secteur des administrations publiques regroupe seulement les unités institutionnelles va de soi mais il est cependant toujours nécessaire de le souligner. Le second élément concernant les producteurs non marchands est réellement le point qui va permettre de faire un tri au sein des organisations publiques pour l'établissement de la dette publique.

On retrouve en fait dans la suite de la définition un des critères nécessaires pour être considéré comme une organisation non marchande tels que décrit sur le site de l'Union des Entreprises à Profit Social (Unispo) : les ressources financières de l'organisation doivent provenir pour la majeure partie de financement public (cela n'empêche pas la vente de produits ou de services par l'organisation mais les sommes reçues par ce biais doivent être moindre que les sommes reçues de l'état). Les recettes totales de l'organisation doivent provenir à moins de 50% de ventes faites par celle-ci. Ce chiffre de 50% est largement reconnu et utilisé en Europe.

La dernière partie de la définition consiste simplement à prendre en compte les organisations qui s'occupent de la sécurité sociale.

2.1.2 Exemple en Belgique

Avec cette définition, on peut par exemple voir que l'Université Catholique de Louvain (UCL) rentre dans les critères et doit donc être prise en compte dans le calcul de la dette publique belge. En effet, l'UCL est une université publique, sous la tutelle du gouvernement wallon et est une organisation non marchande (même si l'université est payante, la grande majorité du budget de l'université provient des subsides du gouvernement).

Au contraire de l'UCL, la société nationale des chemins de fer belges (SNCB), bien qu'étant une organisation sous le contrôle du gouvernement, et donc une entreprise publique ne rentre pas dans le calcul de la dette publique belge. La SNCB ne peut pas être considérée comme une organisation non marchande car son budget provient majoritairement de ses recettes propres.

2.1.3 Division de l'administration publique

Le SEC 2010 secteur de l'administration publique est divisé en quatre sous-secteurs qui clarifient dans l'affectation de la dette au niveau de chaque pays, particulièrement dans les pays avec une structure fédérale comme la Belgique. Tous les organismes de sécurité sociale font partie d'un seul sous-secteur et ne sont pas concernés par les trois premiers.

Le premier sous-secteur est l'administration centrale, il comprend donc l'administration centrale représentée par le gouvernement central et ses différents ministères ainsi que toutes les organisations qui sont régies par celui-ci.

Le second sous-secteur rassemble les administrations des états fédérés. Il comprend les administrations régionales, provinciales, et toute autre forme pouvant être assimilée à une région territoriale d'un pays (comme les länder en Allemagne) ainsi que les organisations qui sont sous son contrôle.

Le troisième sous-secteur est représenté par les administrations locales. Il comprend donc les communes, mairies, et tout ce qui peut représenter l'administration d'un territoire à une échelle locale ainsi que les différents organismes qui sont sous sa tutelle.

Le dernier et quatrième secteur est donc celui des administrations de sécurité sociale, qui reprend tous les organismes liés à la sécurité sociale (CPAS par exemple), peu importe le niveau auquel ceux-ci sont situés (local, régional ou sur tout le territoire du pays).

2.2 Mesure du taux d'endettement public

Afin de mesurer l'endettement public et son impact sur l'économie, il a fallu trouver un moyen qui pourrait permettre une comparaison internationale et dans le temps de celui-ci. La simple mesure de la dette en valeur nominale n'a pas de sens si l'on veut pouvoir effectuer des comparaisons car pour une même dette nominale, un pays pourrait être beaucoup plus riche qu'un autre au vu de sa situation globale financière. On peut aussi ajouter que les monnaies pourraient être différentes ce qui rendrait la valeur réelle de la dette différente. De plus, avec l'inflation dans le temps, la valeur réelle de l'argent diminue, ce qui enlève du sens à une comparaison de deux valeurs nominales dans le temps.

L'indicateur qui est donc apparu et qui est actuellement l'indicateur phare dans l'analyse des dettes publiques est le ratio dette sur produit intérieur brut (PIB). L'intérêt d'utiliser le PIB est multiple. Tout d'abord, le PIB est une mesure utilisée partout dans le monde et dont le calcul ne fait pas débat, et ensuite les recettes de l'Etat, dépendent directement de celui-ci. En effet, celles-ci varient en fonction des taux d'imposition mis en place par le gouvernement au sein du pays et en fonction de la richesse produite dans le pays, donc le PIB. Le ratio dette sur PIB est donc très facile à calculer, et à utiliser pour des comparaisons. On peut voir de manière claire les différences de taux d'endettement entre pays qui utilisent des monnaies différentes et qui ont une richesse différente.

En Europe, lors de la création et de la mise en place de l'UEM avec la création de l'euro en ligne de mire, quatre critères de convergence¹ ont été décidés afin de pouvoir être membre de cette union. Ceux-ci ont été édictés au sein du Traité de Maastricht, traité fondateur de l'UEM. L'un d'entre eux concerne la dette publique et le déficit budgétaire. Il s'agit du critère des finances publiques saines et il est défini ainsi sur le site de la Banque Nationale de Belgique : « Le déficit public ne peut être supérieur à 3 % du produit intérieur brut (PIB) et la dette publique ne peut excéder 60 % du PIB, à moins qu'elle ne diminue suffisamment et ne s'approche de la valeur de référence à un rythme satisfaisant ». Le déficit des administrations publiques ne doit pas dépasser 3% du PIB et la dette publique (brute) ne doit pas dépasser 60% du PIB. Ces ratios sur le PIB ont été choisis car ils permettent d'avoir une vision claire de la trajectoire budgétaire des états et sont facilement comparables avec les autres états de l'union. Ainsi, avec le traité de Maastricht, l'indicateur dette brute sur PIB s'est imposé en Europe comme la mesure phare du taux d'endettement.

2.3 Typologie de la dette

La dette peut être catégorisée selon plusieurs points de vue : dette brute ou dette nette, c'est-à-dire la prise en compte ou non des actifs financiers dans le calcul de la dette, dette intérieure ou extérieure, selon qui la détient, et enfin dette implicite ou dette explicite selon qu'on prenne en compte les dépenses qui arriveront dans le futur (dettes futures).

¹ Les critères sont : inflation basse, finances publiques saines, taux de change stable et taux d'intérêt bas.

2.3.1 Dette brute

La dette brute représente les dettes contractées par l'Etat. On regarde donc au passif sans regarder ce que l'Etat possède à l'actif.

Selon les bases de données utilisées, les chiffres concernant la dette brute d'un pays peuvent varier. En effet, les méthodes de calcul utilisées diffèrent selon l'organisation qui produit les chiffres. Je vais maintenant présenter les deux principales méthodes utilisées pour établir les valeurs applicables en Europe.

2.3.1.1 Selon Maastricht (Eurostat, 2014)

Cette dette brute selon Maastricht est aussi appelée dette brute EDP, EDP signifiant Excessive Deficit Procedure. Chaque état européen a en effet l'obligation de reporter la mesure de sa dette dans le cadre de l'EDP, procédure établie par le traité de Maastricht.

La dette selon Maastricht est définie comme la dette totale consolidée de l'administration publique à la valeur nominale restante en fin d'année. La consolidation a pour effet d'exclure du calcul les dettes d'un secteur que celui-ci auraient envers un autre secteur. Cela s'applique pour tous les secteurs et au sein de ceux-ci aussi. Si par exemple, une administration locale possède des bons d'Etat, cette dette ne sera pas prise en compte. La dette selon Maastricht sera donc généralement plus petite que la somme totale des dettes de tous les secteurs étant donné cette consolidation.

La dette selon Maastricht reprend les passifs suivants : numéraires et dépôts, titres de dettes² et crédits (prêts).

La valeur nominale à la fin de l'année représente normalement la somme du principal qui devra être payée à maturité ainsi que les intérêts restants à verser, mais elle est comptabilisée différemment ici. La valeur nominale est considérée comme la « valeur faciale », c'est-à-dire la somme qui devra être payée à la maturité du titre. La valeur des instruments reste donc constante dans le temps et n'est pas influencée par les conditions économiques.

² Au sein du rapport, Eurostat parlait d'instruments de dettes autres que les actions, à l'exclusion des dérivés financiers car ceux-ci étaient repris au sein de la même catégorie que les titres de dettes. La catégorisation a depuis lors changée et les dérivés financiers se trouvent maintenant dans une catégorie à part, ce qui a amené à la transformation du nom de la catégorie en titres de dettes.

Utiliser la valeur nominale telle que présentée ci-dessus permet de voir ainsi clairement quelle sera la charge d'intérêts pour les états chaque année. Cette manière de faire est importante pour voir la trajectoire budgétaire des états et ainsi vérifier qu'il n'y a pas de risques sur leurs finances publiques, ce qui est nécessaire dans le cadre du traité de Maastricht avec le critère de convergence portant sur le déficit et la dette.

2.3.1.2 Selon le Fonds Monétaire International

Afin de pouvoir comparer les dettes dans chaque pays, il a fallu harmoniser le calcul de celles-ci au niveau international. Le Fonds Monétaire Internationale (FMI) avec l'aide d'autres organisations internationales importantes telle que l'Organisation de Coopération et Développement Economique (OCDE) a donc décidé de publier un guide pour le calcul des dettes : « Public Sector Debt Statistics: Guide for Compilers and Users (PSDSG) » (Eurostat, 2014).

La dette brute calculée selon cette base internationale élargit le spectre des passifs repris dans celle-ci. En plus des passifs déjà repris dans la dette selon Maastricht, il faut prendre en compte les systèmes d'assurance, de pensions et de garanties standards ainsi que les autres comptes à payer (OCDE, 2016).

La valeur de ces passifs est aussi calculée différemment. Lorsque cela est pertinent, c'est-à-dire pour les instruments de dette qui peuvent être échangés sur un marché, ceux-ci sont en effet calculés à partir de leur valeur de marché. La valeur de marché représente la valeur qu'aurait le titre sur un marché liquide où vendeurs et acheteurs s'échangeraient des titres. Si une juste valeur de marché ne peut être donnée, par exemple parce qu'il n'existe pas un marché assez développé et donc pas assez liquide, le calcul de la valeur se fera sur la valeur nominale. La valeur nominale sera ici la valeur totale restante de l'instrument, donc la somme des intérêts restants à payer ainsi que le principal à verser à la maturité.

Cette valeur de marché n'est donc pas constante dans le temps, et est influencée par les conditions économiques (les taux d'intérêt en particulier). Si les taux d'intérêt montent, un titre avec un taux d'intérêt plus faible (toute autre variable étant égale par ailleurs) vaudra en effet moins sur le marché étant donné qu'il apporte une rémunération moindre que le nouveau titre émis.

2.3.2 Dette nette

La dette nette représente les dettes contractées par l'état, donc la dette brute, minorée des actifs que possède celui-ci. Il existe plusieurs manières de voir la dette nette (en se basant sur une même dette brute), dépendant du nombre d'actifs pris en compte pour la calculer.

La définition préconisée au sein du PSDSG est la suivante : « La dette nette est calculée comme la dette brute minorée des actifs financiers correspondants à des instruments de dettes » (IMF, 2013). Cette définition de la dette nette s'accorde parfaitement avec la définition de dette brute présentée ci-dessus selon les normes proposées par le FMI. Ici aussi, les actifs seraient évalués à leur valeur de marché quand il est possible de le faire.

Eurostat (2014) a proposé au sein de son rapport « Measuring gross and net government debt : Theory and Practice » une façon de calculer la dette nette plus en accord avec la dette brute selon Maastricht. Celle-ci serait alors égale à la dette brute selon Maastricht minorée des numéraires et dépôts, titres de créances et crédits (prêts). Cette manière de faire a pour avantage évident d'utiliser aussi bien dans le passif que dans l'actif les mêmes types d'instruments de dette. Cependant, pour le calcul de la valeur des actifs, la valeur de marché serait utilisée plutôt que la valeur nominale.

Cette différence de valorisation peut paraître anormale mais elle apparaît justifiée au sein du rapport. Pour rembourser des paiements, le gouvernement pourrait vendre certains des actifs qu'il possède. L'argent qu'il obtiendrait de la vente de ceux-ci est égale à leur valeur sur le marché, il est donc plus intéressant d'utiliser cette valorisation du marché. De plus, cela permet aussi une comparaison entre les différents pays plus justes et plus proches de la réalité.

Imaginons deux pays A et B, ayant au temps t une dette brute de 100 et des actifs financiers différents valorisés tous les deux à 20 aussi bien en valeur nominale qu'en valeur de marché. Ils ont donc au temps t tous les deux une dette nette de 80. Suite à une crise en $t+1$, la valeur de marché des actifs de B a diminué à 10. La dette nette de B passe donc à 90 quand on valorise par le marché, alors qu'elle resterait à 80 si la valorisation était faite en nominal. Il est clair que la situation des deux pays est différente, il faut donc que l'indicateur de la dette nette puisse refléter ces différences.

2.3.3 Dette extérieure et intérieure

La dette extérieure est la dette qui est détenue par des agents économiques, privés ou publics, qui ne sont pas résidents du pays émetteur, et qui sont donc extérieurs à celui-ci. La dette intérieure est la dette qui est détenue par des agents économiques résidents dans le pays émetteur, et donc intérieurs à celui-ci (Piriou & Clerc, 2003).

Cette différence est importante car elle impacte directement la richesse du pays. Lorsque la dette publique est détenue par des agents résidents dans le pays, les transferts d'argent se font uniquement au sein de celui-ci et cela n'affecte donc pas la richesse totale du pays. Le gouvernement rembourse la dette aux agents économiques résidents, qui eux-mêmes payent des taxes au gouvernement. Les transferts d'argent forment donc un cycle, il n'y a pas de sorties d'argent hors du territoire. Lorsque les agents économiques qui détiennent la dette ne sont pas résidents du pays, le transfert d'argent lors du remboursement (par les intérêts à chaque période et ensuite par la valeur faciale à la date d'échéance) se fait hors du pays. Les étrangers n'ayant aucune taxes ou paiements quelconques à faire à l'état, l'argent sort définitivement du pays ce qui entraîne ainsi une perte de richesse au profit de l'étranger.

2.3.4 Dette implicite et explicite

La dette implicite représente tous les engagements futurs qu'un gouvernement a pris et qu'il devra payer s'il les respecte. On peut retrouver au sein de ses engagements futurs tous les paiements liés au système des retraites et aux soins de santé qui sont les principaux contributeurs de cette dette. Le gouvernement offre pour le moment un certain montant d'argent aux retraités, somme qui varie en fonction de facteurs tels la longévité de la carrière, et il est prévu que le système continue ainsi de manière indéfinie (pour l'instant). On retrouve donc par exemple dans la dette implicite tous les frais que vont engendrer les futures retraites. Cette dette implicite est calculée avec les données actuelles et en considérant que le gouvernement ne changera pas ses politiques.

La dette explicite représente tous les engagements qu'un pays a acceptés dans le passé et qu'il doit donc rembourser contractuellement dans le futur.

Les différences avec la dette explicite sont donc de deux ordres : temporel et juridique. La dette explicite est une dette créée dans le passé et qui doit être remboursée, le gouvernement

ayant l'obligation contractuelle de la rembourser. La dette implicite est une dette future et qui ne sera pas nécessairement effectivement remboursée. En effet, le gouvernement a le pouvoir et le droit de changer les politiques qui avaient été mises en place et ainsi de diminuer les pensions dans le futur. L'Etat n'est pas contractuellement obligé de payer des pensions à un niveau identique à celui que nous connaissons actuellement.

Les dettes brutes et nettes, intérieures et extérieures, sont des dettes explicites. Elles représentent des engagements contractuels que l'Etat ou ses représentants ont pris et qui devront donc être remboursés.

2.4 Lien avec la politique budgétaire

2.4.1 Financement du budget de l'état

Le gouvernement d'un état possède plusieurs façons de se financer, trois pour être précis. Ces trois possibilités sont les taxes directes, appliquées aux entreprises et aux personnes résidant dans le pays, l'endettement public de l'état par l'émission de titres de dette et enfin le seigneurage.

Le seigneurage, aussi appelé monétisation, est une politique monétaire (Corbin, 2003) basée sur la création de nouvelle monnaie par la banque centrale et qui sera directement remise dans les mains du gouvernement. Celui-ci pourra ainsi utiliser cette liquidité pour payer les dépenses encourues. Cette monnaie sera donc introduite sur le marché et augmentera de manière définitive la masse monétaire. Cette augmentation de la masse monétaire va induire une diminution de la valeur réelle de la monnaie et une inflation des prix. Toutes les personnes qui détiennent cette monnaie sont donc touchées par cette façon de se financer car l'argent qu'ils détiennent perd alors de la valeur. La différence principale avec les taxes et l'endettement, considérant que l'endettement sera remboursé par plus de taxes dans le futur, est que le financement du gouvernement ne se fait pas ici seulement par les citoyens du pays et les résidents, mais aussi par toutes les personnes extérieures à celui-ci qui détiennent sa monnaie.

Le seigneurage peut donc apparaître comme un moyen intéressant de financement lorsque la part de monnaie nationale détenue par des étrangers est assez élevée au sein de la masse monétaire totale. De plus, celui-ci est moins visible pour les personnes supportant son coût

que les taxes directes. En effet, les détenteurs de monnaie ont toujours la même quantité d'argent après que la monnaie ait été injectée et peuvent donc ne pas ressentir clairement l'effet réel que le seignuriage a sur leur portefeuille. Cependant, il est important de ne pas omettre les problèmes liés à cette méthode de financement, le principal étant l'inflation qu'il provoque et toutes les conséquences néfastes qu'elle amène. Il y a aussi une condition nécessaire pour pouvoir l'utiliser, il faut que la banque centrale soit sous le contrôle total du gouvernement et que donc sa politique soit directement dictée par le gouvernement en place.

Jalladeau (1998) définit lui que l'état se trouve devant deux choix pour financer ses dépenses, et non pas trois. Il considère en effet le seignuriage comme une taxe indirecte, ce qui réduit donc les possibilités à l'imposition (aussi bien directe qu'indirecte) et à l'endettement public. L'état doit donc choisir entre une politique strictement limitée aux taxes ou une politique mélangeant taxes et dette publique.

2.4.2 Modèle d'endettement public

Le modèle qui suit est repris de Jalladeau (1998) ainsi que de Curtasu (2011). Les équations présentées par les deux auteurs sont identiques mais avec des notations différentes.

Ce modèle reprend la dynamique de la dette publique de manière temporelle, c'est-à-dire d'une période à la suivante.

Variables :

- Montant total des dettes en t : D_t
- Dépenses gouvernementales hors charges d'intérêts en t : G_t
- Revenus gouvernementaux (par la taxation) en t : R_t
- Taux d'intérêt sur la dette : i

Cette première équation représente la contrainte budgétaire totale du gouvernement à l'année t .

$$D_t + R_t = G_t + iD_{t-1} + D_{t-1}$$

$$D_t = G_t - R_t + (1 + i) * D_{t-1}$$

Faisons apparaitre le solde primaire $SP_t = R_t - G_t$, qui représente le solde entre les revenus gouvernementaux et les dépenses hors charges d'intérêts.

$$D_t = (1 + i) * D_{t-1} - SP_t$$

On peut voir à travers cette équation quels sont les déterminants de la dette à la période t. Celle-ci est déterminée par la dette passée, le taux d'intérêt qui court sur cette dette ainsi que le solde primaire de l'état. Elle dépend donc à la fois du passé, par le montant d'endettement pris les périodes précédentes, ainsi que le taux d'intérêt donné sur ce montant, et ensuite du présent, avec le solde primaire.

Ainsi plus le taux d'intérêt sera élevé, ou la dette passée élevée, plus le solde primaire devra être haut pour pouvoir stabiliser la dette, c'est-à-dire qu'elle reste au même niveau qu'à la période précédente.

Un autre concept est le solde budgétaire de l'état. Il représente le solde primaire minoré des dépenses liées aux charges d'intérêts à payer sur la dette passée.

$$SB_t = SP_t - iD_{t-1}$$

Il est intéressant de noter que le solde budgétaire ne prend pas en compte le remboursement du principal des dettes échues ni les montants reçus par l'émission de nouvelle dette.

2.5 Instruments de l'endettement public

L'état possède deux grands moyens pour s'endetter. Il peut soit faire appel à un emprunt classique soit émettre des titres de dettes, des obligations, sur les marchés obligataires internationaux.

La première option est donc un emprunt classique. L'état peut ainsi faire appel à d'autres états pour leur demander un prêt. Cela peut aussi être demandé à des organisations internationales importantes. Un état prêtera généralement à un autre lorsque ceux-ci sont alliés et que d'autres sources de financement sont impossibles, ou à des conditions bien moins avantageuses. Les conditions de l'emprunt seront donc généralement moins lourdes que si on fait appel au marché (taux d'intérêt moins élevé). Dans le cas des organisations internationales, on peut distinguer deux grands cas de figures : les organisations d'aide au développement et le Fonds Monétaire International (FMI) Les organisations d'aide au développement vont généralement effectuer des prêts à des taux très bas afin de financer le

développement des pays sous-développés. Dans le cas du FMI, celui-ci peut prêter à des états à des taux d'intérêt faibles comparés à ce que ceux-ci pourraient trouver sur les marchés en échange de réformes économiques. Ces prêts sont donc très contraignants sur le plan politique car ils obligent l'état à faire des réformes parfois impopulaires. On peut par exemple citer l'exemple de la Grèce qui a bénéficié de prêts du FMI en échange de réformes structurelles. Un article du monde économique de juin 2015³ décrit ainsi les longues négociations que sont l'obtention de ce prêt et les difficultés politiques qu'il engendre suite à l'exigence de réformes.

La seconde option possible est l'émission de dette par la création d'obligations. Une obligation est un titre de dette, qui donne donc à son porteur le droit de réclamer des intérêts à chaque période et un montant fixe à l'échéance de celle-ci. Une obligation comporte plusieurs caractéristiques : la maturité, la valeur faciale également appelée le principal, le taux d'intérêt, la périodicité des intérêts et enfin la monnaie dans laquelle la dette est contractée. La maturité représente la durée de vie de l'obligation. La valeur faciale est le montant qu'il faudra rembourser au détenteur de l'obligation quand celle-ci arrivera à maturité, c'est-à-dire à terme. Le taux d'intérêt est le taux qui sera appliqué à la valeur faciale à chaque période de remboursement pour déterminer quel sera le montant à payer à la dite-période, montant que l'on nomme aussi coupon. Celui-ci peut être fixe, variable ou même nul (dans le cas d'une obligation zéro-coupon). La périodicité du paiement de l'intérêt est généralement d'un an, mais peut aussi se faire sur une base biannuelle. Le taux d'intérêt qui doit être proposé afin que l'obligation soit attirante, et donc achetée par des agents économiques est égal au taux d'intérêt sans risque majoré d'une prime de risque (qui peut même parfois être négative dans le cas de certains états).

Les obligations peuvent s'échanger sur le marché obligataire international. Leur prix nominal, appelé par-value, dépend des conditions économiques actuelles et de leurs caractéristiques propres. Ainsi, si les taux d'intérêt actuels sont plus élevés que le taux proposé sur une obligation, celle-ci perdra de la valeur et sa par-value sera plus faible que sa valeur faciale. Si au contraire, les taux d'intérêt sont plus bas que le taux proposé par l'obligation, celle-ci gagnera de la valeur et sa par-value sera alors supérieure à la valeur faciale.

³ Intitulé « Grèce : Tsipras refuse les chantages, Varoufakis optimiste » de C. Ducourtieux (2015)

2.6 Théories de l'endettement public

Les théories économiques concernant l'endettement public se divisent en deux grandes écoles de pensées qui s'affrontent, les néoclassiques contre les keynésiens. Plus largement que sur ce seul sujet, ces courants de pensées sont en désaccord sur le rôle que l'état doit jouer au sein des marchés et du monde économique. Je vais commencer par présenter les idées défendues par la théorie néoclassique, avec les arguments qu'elle avance contre l'endettement public, pour ensuite décrire l'argumentation de la théorie keynésienne. Je terminerai par développer un point sur le fardeau que ferait peser la dette sur les générations futures, point sur lequel les deux écoles sont en désaccord. Je présente ainsi ce point après les deux théories et leurs arguments propres car elles le reprennent toutes les deux pour justifier leur point de vue bien qu'elles arrivent à des conclusions diamétralement opposées.

2.6.1 Théorie néoclassique

Les économistes classiques tels Smith ou Ricardo considèrent en effet que le marché est parfait et que les problèmes qui peuvent apparaître se résolvent automatiquement au sein de celui-ci. L'état doit donc se garder d'intervenir au sein de celui-ci et ne doit avoir pour objectif que d'assurer que les conditions économiques soient stables et propices à celui-ci. La doctrine peut ainsi être résumée en « le moins d'état » (Dafflon, 2007). L'emprunt est à bannir pour l'état car il donne la possibilité à celui-ci de dépenser plus d'argent qu'il n'est nécessaire dans sa seule et unique fonction, celle de garantir des conditions de marché (Novaresi, 2001). Les tenants de cette ligne de conduite au 20^{ème} siècle sont de l'école du « Public Choice », dont Buchanan est un des représentants les plus connus.

2.6.1.1 Illusion fiscale

Un premier argument donné contre l'emprunt est l'illusion fiscale qu'il induirait auprès des citoyens. Pour des individus rationnels, le choix de se financer par emprunt public ou par des taxes ne devrait faire aucune différence. Ceux-ci sont en effet conscients que l'emprunt devra être remboursé plus tard et provisionnent donc afin de pouvoir payer les futures taxes qui seront émises pour rembourser cette dette. La valeur présente de la taxe future est égale à la valeur présente d'une taxe aujourd'hui, ce qui amène donc les individus à être indifférents entre être imposés plus maintenant, ou un emprunt qui amènera une imposition plus élevée dans le futur. Cette hypothèse est appelée « équivalence ricardienne » (Barro, 1989).

L'illusion fiscale contredit l'équivalence ricardienne, les individus peuvent être bernés par la dette et ne pas réaliser le juste coût que celle-ci aura dans le futur à travers les taxes qui serviront à la rembourser. Oates (1985) la résume ainsi : « Il y a illusion fiscale lorsque les contribuables tendent à sous-estimer la valeur actuelle des futures taxes engendrées par le remboursement des titres de dettes ». L'argumentaire développé ici est que les contribuables auraient tendance à sous-estimer le coût de la dette, et seraient donc moins prudents lorsqu'il s'agit de financer l'état par l'emprunt que par des taxes. Cela pourrait donc conduire à une augmentation du budget de l'état induite par cette illusion, augmentation que les classiques jugent injustifiées.

2.6.1.2 Illusion de la dette (déresponsabilisation)

Un second argument est la déresponsabilisation des citoyens face à l'emprunt public. Vickrey (1961) décrit ainsi une « illusion de la dette publique dans laquelle les individus ne prennent pas en compte leur part de responsabilité représentée par la dette publique ». En effet, les individus ne réagiraient pas de la même manière quand l'emprunt est privé et quand l'emprunt est public (Dafflon, 2007). Pour ce qui est de l'emprunt privé, la personne a une responsabilité contractuelle de remboursement qui lui incombe à lui seul. Même si la personne quitte le pays, la dette la suivra et elle sera dans l'obligation légale de la rembourser. De plus, même en cas de décès, les héritiers peuvent avoir à payer les dettes s'ils acceptent l'héritage légué. Le cas d'un emprunt public est fortement différent. En effet, c'est ici l'Etat qui est responsable contractuellement du remboursement de la dette, et même si c'est effectivement les contribuables qui vont dans les faits la rembourser à travers des taxes, chaque individu n'est pas responsable d'une partie de cette dette. La collectivité est responsable, mais chaque personne qui forme cette collectivité n'a pas de responsabilité personnelle. Ainsi, si une personne déménage, elle n'aura plus à payer cette dette contractée par la collectivité et dont elle aura pu bénéficier avant de déménager. Pour les héritiers, si ceux-ci ne sont pas résidents du pays, ils ne doivent pas non plus s'acquitter d'une quelconque dette contractée par l'état.

Le gouvernement aura donc tendance à recourir à la dette publique plus facilement (Buchanan & Wagner, 1977) tirant profit du mécanisme d'illusion de la dette provoquée et de la relative déresponsabilisation des citoyens.

Selon Dafflon (2007), quand la mobilité internationale entre pays est possible, cela peut amener à des comportements stratégiques de la part de certains citoyens. N'ayant pas de responsabilité personnelle sur l'endettement public, ceux-ci pourraient profiter des activités, projets et développements publics financés par la dette, et ensuite s'expatrier lorsque vient le moment de rembourser la dette. Il faut cependant pour que cela soit envisageable et intéressant pour les individus que le remboursement se fasse après que l'individu ait pu jouir des dépenses publiques financées par la dette. Ceci amène une distinction importante à faire entre l'emprunt public utilisé pour faire des dépenses d'investissement, et l'emprunt public utilisé pour faire des dépenses courantes. En effet, dans le second cas, les contribuables seront bien plus enclins à partir avant le remboursement de la dette étant donné qu'ils auront directement retiré tous les bénéfices liés à celle-ci. Les gains d'une dépense d'investissement se font sur une longue période et l'incitant est donc moindre pour le citoyen de partir. Même si des comportements stratégiques sont évidemment possibles, il ne faut pas oublier les coûts que représente un tel déménagement. De plus, l'individu quittant une collectivité pour une autre, il devra alors à l'avenir payer pour la dette publique de cet autre état. Ce comportement a aussi plus de chance d'être observé quand l'information est parfaite et que chaque individu peut évaluer correctement les coûts et bénéfices liés à une expatriation.

2.6.1.3 Effet d'éviction

L'emprunt public aurait un effet d'éviction sur l'investissement privé, c'est-à-dire qu'il aurait un effet négatif sur celui-ci. L'investissement privé diminuerait, serait ainsi évincé lorsque le gouvernement utilise l'endettement public. Le mécanisme qui réside derrière cet effet est le suivant : l'emprunt public augmente la demande de fonds sur le marché et pousserait ainsi les taux d'intérêt à la hausse, ce qui engendre à sa suite une diminution de l'investissement privé. Buitier (1977) évoque cinq mécanismes qui pousseraient ainsi les taux d'intérêt à la hausse : l'éviction financière, l'éviction de portefeuille, l'éviction réelle, l'effet de richesse et la prime de risque. Cependant, Ducoudré (2005) reprend les critiques qui ont été faites de ces mécanismes et arrivent à la conclusion que compte tenu des critiques émises, seuls l'éviction

réelle⁴ et l'effet de richesse⁵ peuvent tenir dans le contexte classique, quand le gouvernement utiliserait la dette publique alors qu'il n'y a pas lieu de le faire. Cependant, Novaresi (2001) souligne que les recherches menées empiriquement sur l'effet d'éviction n'ont pas permis d'aboutir à une conclusion définitive nous donnant la preuve qu'il est possible de le retrouver dans les données historiques.

2.6.2 Théorie keynésienne

Keynes (1936) avec son ouvrage fondateur « The general theory of employment interest and money » vient remettre en cause la théorie classique et l'idée que le moins d'Etat est la meilleure des solutions. Selon lui, l'Etat a un rôle beaucoup plus important à jouer que d'être simplement un gendarme qui garantit la bonne application des conditions de marché. Il considère que le marché est imparfait et amène donc des défaillances structurelles cycliques que seul l'Etat est à même de résoudre, ou tout du moins limiter. Le gouvernement doit intervenir afin d'assurer le plein-emploi, non garanti par le marché, limiter le plus possible les fluctuations de l'économie et enfin garantir une croissance équilibrée au sein du pays. L'endettement public est nécessaire car il permet d'arriver à l'objectif principal qui est l'équilibre macroéconomique (Dafflon, 1998).

2.6.2.1 Instrument d'équilibrage macroéconomique

Keynes défend l'implication du gouvernement et l'utilisation justifiée de l'endettement public selon une vision cyclique de l'économie, basée sur la demande. L'Etat ayant pour objectif de stabiliser l'économie et de chercher à atteindre l'équilibre, il se doit d'intervenir lorsque l'économie est en phase de récession ou de surchauffe (Dafflon, 2007), donc lorsque la demande n'est pas à un équilibre naturel avec l'offre.

Lors d'une récession, la demande globale est trop faible et le plein emploi ne peut être atteint. Deux choix sont alors possibles pour l'Etat : augmenter les dépenses ou diminuer les impôts

⁴ Considérant que l'économie est au plein-emploi, l'augmentation des dépenses publiques financées par l'emprunt amène un déséquilibre sur le marché qui sera résolu par un ajustement des prix et des taux d'intérêt, ce qui affectera donc les dépenses privées (Ducoudré, 2005).

⁵ Etant donné que l'équivalence ricardienne n'est pas d'application, une hausse de la dette publique ne sera pas ressentie au juste prix par les ménages, ils auront l'impression que leur richesse augmente ce qui poussera la consommation à la hausse ainsi que les taux d'intérêt (Ducoudré, 2005). Ceci est en fait l'illusion fiscale présentée plus haut.

(ce qui a pour conséquence directe de diminuer les revenus de l'Etat). Dans le premier cas, il faut donc que le gouvernement augmente ses dépenses afin d'augmenter la demande publique, ce qui permet d'arriver à un niveau de demande globale qui fera revenir le niveau d'emploi au plein-emploi. Afin d'augmenter ces dépenses, l'Etat doit alors faire appel à l'emprunt public. En effet, augmenter les taxes pour financer des dépenses supérieures n'aurait pas de sens étant donné que cela affecterait négativement la demande privée puisque les contribuables auraient alors moins d'argent à dépenser. L'augmentation de la demande publique serait alors effacée par la diminution de la demande privée, ce qui amènerait finalement à une demande globale encore insuffisante. Dans le second cas, le gouvernement diminue l'imposition afin de pousser les contribuables à augmenter leur consommation et donc la demande privée par le gain de richesse dû à cette diminution. Etant donné que les revenus de l'Etat vont alors diminuer, et que les dépenses de l'Etat ne peuvent pas diminuer, il faut faire appel à l'emprunt pour se financer. Les dépenses du gouvernement ne peuvent en effet pas diminuer car cela aurait pour effet de diminuer la demande publique, et contrebalancerait donc l'augmentation de la demande privée, résultant en une demande globale toujours trop faible. Nous voyons donc que peu importe la solution choisie par l'Etat, il doit nécessairement faire appel à l'emprunt public pour pouvoir mettre en place la politique choisie car le solde budgétaire sera négatif.

Lors d'une surchauffe de l'économie, la demande globale est à l'inverse de ce qu'elle est pendant la récession, c'est-à-dire qu'elle est trop élevée. La surchauffe de l'économie est positive pour l'emploi, qui dépasse alors souvent le plein-emploi, mais elle a des effets néfastes pour le marché en général tels qu'une inflation élevée, et doit donc être au maximum freinée afin de revenir à un équilibre. L'Etat se retrouve là aussi devant deux choix : diminuer les dépenses ou augmenter les taxes. Dans le premier cas, l'Etat doit diminuer ses dépenses afin de diminuer la demande globale et permettre à l'économie de retrouver un équilibre entre offre et demande. Cela doit évidemment se faire sans diminution des taxes (et donc des revenus du gouvernement) car une diminution des taxes entraînerait une hausse de la consommation privée et donc de la demande privée. Dans le second cas, l'augmentation des taxes vise à diminuer la consommation privée, les gens étant moins riches suite à la taxation accrue. Cela amène la demande globale à la baisse et permet donc à l'économie de retrouver l'équilibre. Une hausse des dépenses publiques serait malvenue étant donné qu'elle

augmenterait la demande publique et irait donc à l'encontre de la diminution de la demande privée. Dans les deux cas, le budget de l'Etat ressort en excédent net, avec un solde budgétaire largement positif.

On peut voir ainsi que l'Etat doit mener ses politiques budgétaires de façon anticyclique par rapport à l'économie (Dafflon, 2007), c'est-à-dire en contractant la demande globale lorsque celle-ci est trop haute et l'augmentant lorsque celle-ci est trop basse.

Des critiques viennent cependant mettre en doute que ces politiques puissent être mises en œuvre telles que proposées par Keynes. Elles sont de deux ordres : des problèmes techniques pour la mise en place de celles-ci et le fait que ces politiques ne soient pas du tout réalistes.

Novaresi (2001) donne deux explications à la difficulté technique que serait de mettre en œuvre les politiques proposées. Tout d'abord, les politiques gouvernementales devant dépendre du cycle économique, il faut pouvoir prédire les cycles avec une certaine justesse car l'économie va varier tout au long de l'année alors que le budget du gouvernement va être fixé pour l'année à venir, avec certes une marge de manœuvre, mais qui doit être minimisée. Les prévisions de la conjoncture économique sont mensuelles, et elles peuvent varier fortement en quelques mois, alors que les prévisions budgétaires sont faites à l'année. La seconde explication concerne le délai avec lequel les effets de la politique budgétaire choisie se fait ressentir. Ceux-ci prennent souvent du temps à apparaître et peuvent donc arriver à contretemps, ce qui pourrait pousser l'économie qui s'est stabilisée entretemps à repartir sur un mauvais pied. Les obstacles à la mise en place de telles politiques sont donc importants.

La seconde critique vient de Buchanan et Wagner (1978) qui dénoncent vivement ces politiques du fait qu'elles ne sont pas du tout réalistes dans le système politique que nous connaissons actuellement dans nos sociétés occidentales. C'est plus particulièrement la démocratie représentative qui empêche ces politiques d'être applicables. Le problème ne vient pas de la politique à mener lors d'une récession, mais de celle à mener lors d'une surchauffe de l'économie. Celle-ci a pour conséquence de laisser l'Etat avec un surplus, donc un excédent budgétaire peu importe la décision choisie pour y arriver (augmentation des impôts ou diminution des dépenses). Il est très difficile de faire accepter aux citoyens quand la situation va bien qu'il faut faire un surplus budgétaire (même si l'économie est en surchauffe, la situation peut être vue comme positive par la population étant donné qu'une

croissance soutenue est présente et que le chômage est bas), cela dans le but de ramener l'économie à un équilibre. Lorsqu'un surplus budgétaire advient dans le cas d'une politique keynésienne, le citoyen est en effet perdant de la situation : ou alors il doit payer plus d'impôts sans recevoir de services publics en retour ou alors il reçoit moins de services publics sans pour autant bénéficier d'une baisse d'imposition. Ces deux situations amènent toutes deux un grand mécontentement parmi la population, plus particulièrement encore dans une période où la situation ne semble pas requérir de telles mesures. Mettre en place des politiques comme celles-ci pourraient être possibles lorsque la situation est très préoccupante et qu'une majorité de la population accepte tout ou en partie ces solutions pour redresser la situation. Etant en démocratie représentative, les hommes politiques sont élus par la population et sont donc influencés par l'opinion publique. Aucun homme politique sensé ou tout parti politique plus généralement qui voudrait se faire réélire aux élections suivantes ne peut mettre en place une telle politique. La population n'accepterait pas du tout celles-ci et ils seraient alors probablement laminés aux élections suivantes. Même dans le cas où un gouvernement déciderait de mettre en place une telle politique avec des excédents, il est probable que l'opposition forte de l'opinion publique opposée à cette politique aboutisse à son abandon. Dafflon (2007) dit à ce sujet : « Le système institutionnel crée ainsi un biais en défaveur de la création de surplus, qui n'ont dès lors que peu de chances de se réaliser ». La politique anticyclique proposé par Keynes est ainsi qualifiée de politiquement asymétrique.

2.6.3 Fardeau pour les générations futures

Comme cela a été dit lors de l'introduction sur les théories néoclassiques et keynésiennes, celles-ci s'opposent sur l'idée que l'endettement représente un fardeau pour les générations futures. En effet, les keynésiens défendent le point de vue que ce n'est pas un fardeau, alors que les néoclassiques le disent. Cette différence vient en réalité du point de vue qu'adopte chacun des courants pour décider ou non si cela est un fardeau.

2.6.3.1 Point de vue keynésien

Les keynésiens et postkeynésiens comme Mosler défendent ainsi que la dette ne représente pas un fardeau pour les générations futures, un poids que la génération actuelle laisserait derrière elle. Mosler (2010) présente dans son livre « Seven deadly innocent fraud of economic policy » le fait que nous laisserions comme fardeau aux générations futures un

déficit financé par la dette comme une erreur. En effet, Il décrit ainsi cette idée : «En réalité, l'idée que nos enfants seraient d'une certaine manière nécessairement privés de biens réels et de services dans le futur à cause de ce qui est appelé dette nationale n'est rien d'autre que ridicule » (Mosler, 2010). La dette passée n'a aucun effet sur la production réelle de biens et de services maintenant, la génération actuelle n'a pas à repayer la dette qui a été contractée en renvoyant les produits dans le passé et ne va pas produire moins de biens réels à cause de celle-ci.

Ce raisonnement est basé sur un point de vue macroéconomique, ce qui est cohérent avec la volonté keynésienne d'atteindre un équilibre macroéconomique. En évaluant ainsi les effets de la dette, on ne regarde pas l'effet que celle-ci a sur chaque individu, mais l'effet qu'elle a sur la société et l'économie dans son ensemble. On mesure donc les valeurs réelles, valeurs réelles qui comme le souligne Mosler ne sont pas affectées par la dette. De plus, il n'y a aucun coût monétaire quand on considère la génération future dans son ensemble. En effet, il y a simplement un transfert de ressources entre les créanciers et les contribuables qui payent pour rembourser. D'un point de vue macroéconomique, la dette ne représente donc pas un fardeau pour les générations futures.

2.6.3.2 Point de vue classique

Les auteurs classiques et de l'école du « Public choice » comme Buchanan défendent eux l'idée que peut être un fardeau pour les générations futures si l'emprunt public est utilisé pour des dépenses courantes. Buchanan (1958) dit ainsi ceci dans son livre « Public Principles of Public Debt » : « Il a été montré dans ce chapitre que le fardeau réel primaire de la dette publique repose largement sur les futures générations, et que la création de dette implique le déplacement de la charge aux individus qui vivent dans les périodes postérieures à la période où la dette a été issue ». Il choisit de baser son approche sur un point de vue microéconomique, car il juge qu'une approche macroéconomique n'est pas pertinente ici et se penche donc sur l'utilité de chaque personne et pas du groupe dans son ensemble. Il analyse ainsi la charge de la dette en termes de sacrifice pour les futures générations. Dans le cas d'un emprunt public pris pour couvrir une dépense courante, les contribuables qui devront rembourser cette dette subissent une perte nette réelle de richesse car ils doivent payer plus de taxes afin de financer le remboursement de la dette et des intérêts mais ne sont

bénéficiaires de rien suite à cette augmentation d'impôts. Il y donc une perte nette d'utilité pour eux, ce qui permet donc à Buchanan de conclure au fardeau de la dette.

Toute dette n'est cependant pas à rejeter, et c'est pour cela que l'accent a été mis sur le fait qu'il y avait un fardeau dans le cas de l'emprunt public pour des dépenses courantes. En effet, si la dette est utilisée pour des dépenses d'investissement productifs, qui vont amener des bénéfices dans le futur pour toutes les générations qui payent les remboursements, alors la dette peut être acceptée dit Buchanan (1958). Pour savoir si l'investissement financé par la dette est réellement utile, il faut comparer les bénéfices qui seront retirés de celui-ci aux coûts que la dette contractée amène, et s'assurer que l'horizon temporel des bénéfices est identique à celui de la dette. En effet, un investissement productif qui amènerait des bénéfices pendant dix ans financé par une dette avec une maturité de vingt ans produit un fardeau pour les générations qui vivent après que l'investissement n'amène plus de bénéfices. Il est cependant important de noter que les bénéfices d'investissement peuvent parfois être difficiles à quantifier car ils peuvent être intangibles, comme par exemple les dépenses pour le développement de l'éducation. Les bénéfices d'une meilleure éducation ne sont pas quantifiables financièrement, mais sont pourtant bien réels et ont un impact certain sur le niveau de vie des individus. De plus, la durée de vie des « bénéfices » peut aussi être sujette à des difficultés d'évaluation.

2.6.3.3 Fardeau pour le gouvernement futur

Dafflon (1998) introduit un concept intéressant basé sur le fardeau que la dette peut être pour les gouvernements futurs. La dette contractée aujourd'hui étant remboursée par un gouvernement futur, celui-ci peut risquer de perdre de la marge de manœuvre budgétaire et peut donc potentiellement subir le fardeau de la dette. En effet, si une grande partie des revenus du gouvernement sert à payer la dette, intérêts et principal à maturité, celui-ci perd toute marge de manœuvre quant à l'affectation de son budget, cela à cause de l'emprunt. Il subit ainsi de plein fouet le fardeau de la dette contractée par des gouvernements antérieurs. Ce principe tient que les emprunts publics soient utilisés pour financer des dépenses courantes ou des dépenses d'investissement, même si il est évidemment plus problématique dans le cas des dépenses courantes. Un exemple pourrait être la Grèce et le gouvernement Tsipras. Celui-ci est obligé de mettre en place des grandes réformes impopulaires et de se

battre pour garder le pays à flot sous le poids du fardeau énorme que représente la dette publique du pays. Sa marge de manœuvre est ainsi sensiblement réduite comparé à ce qu'elle aurait pu être si la dette n'avait pas été si élevée et ne représentait pas un problème pour le pays.

3 Risques liés à la dette publique

Le recours à la dette publique ne fait pas courir de risques sur les finances du gouvernement lorsque celle-ci est utilisée avec parcimonie et que le stock de dette passé n'est pas trop lourd. Cependant, lorsque la dette devient trop élevée, elle peut représenter un handicap pour l'économie du pays et la croissance, mettre le pays en danger car elle pourrait être insoutenable, et finalement ne pas être remboursable par manque de liquidité. Le premier risque avec la dette publique est donc l'impact négatif qu'un taux d'endettement trop élevé aurait sur la croissance, le second est la soutenabilité de la dette à long terme et le dernier la solvabilité du pays. On peut aussi se demander quel impact le taux d'endettement a sur le taux d'intérêt demandé par les créanciers pour l'émission de nouvelle dette.

3.1 Croissance économique et dette publique

Un grand nombre de travaux ont été menés ces dernières années concernant le lien entre la dette publique et la croissance. Le but principal des recherches était de savoir si la croissance pouvait être affectée par le niveau de dette publique de l'Etat, en se basant sur le ratio dette sur PIB et la croissance la même année.

Reinhart et Rogoff (2010) sont les premiers à avoir analysé ce lien. Ils sont arrivés à la conclusion qu'au-delà d'un ratio de 90% de dette sur le PIB, la croissance était affectée fortement par toute hausse de la dette. Ainsi, la croissance moyenne du PIB lorsqu'un pays était endetté au-delà de ce seuil perdait entre 1 et 4 points de pourcentages comparé aux pays en dessous du seuil. Leur conclusion est identique qu'ils travaillent sur les données d'après la seconde guerre mondiale ou sur une période plus longue, de plus de 200 ans. La dette aurait donc un effet néfaste très fort sur la croissance.

Ces conclusions ont été vivement critiquées par d'autres auteurs, entre autre parce qu'il semble y avoir une confusion entre la causalité et la corrélation des variables étudiées. (Chavagneux, 2012). De plus, leur échantillon de pays étudiés serait trop réduit que pour fournir des conclusions sans contestation possible.

Alexandru et Parent (2012) ont voulu vérifier les conclusions de Reinhart et Rogoff, avec ce seuil de 90% et sont arrivés à des résultats différents et étonnants. De manière identique aux

deux auteurs précédents, ils ont montré que la croissance économique moyenne est plus faible pour les pays avec un ratio de dette sur PIB entre 90% et 115% en comparaison de pays avec des ratios plus faibles, mais là où la croissance subissait un impact très négatif chez Reinhart et Rogoff, de l'ordre de 1 à 4 points de pourcentages, leurs travaux montrent ici un impact de seulement 0,5 point de pourcentage sur la croissance du PIB. Là où les résultats deviennent étonnants, c'est le fait que la hausse du ratio dette sur PIB après les 90% n'impacte pas de manière plus négative la croissance mais que plus la dette monte, plus la croissance moyenne retrouve des niveaux plus élevés. En effet, leurs travaux montrent que qu'au-delà de 115%, la croissance économique moyenne est plus haute que pour la tranche de 90% à 115% et qu'elle n'est pas statistiquement différente des tranches en dessous de 90%. Leurs résultats tiennent aussi bien sur la période après la seconde guerre mondiale que sur une période plus longue à partir de 1845 (Chavagneux, 2012).

Une autre remise en question très importante des conclusions de Reinhart et Rogoff est venue de Herdon, Ash et Pollin (2014). Ceux considèrent en effet que les résultats sur le lien entre la dette et la croissance du PIB ont été faussés par des erreurs de calculs sérieuses. Ils arrivent ainsi à la conclusion après correction des erreurs méthodologiques que la croissance moyenne des pays avec un ratio supérieur à 90% n'est pas largement différente que celle des pays avec un ratio plus bas. De plus, la corrélation entre dette publique et taux de croissance de l'économie varie fortement dans les périodes et entre les pays. Leur travail rejoint en partie les résultats obtenus par Alexandru et Parent, tout du moins sur l'intensité de l'impact qu'aurait une dette trop élevée sur la croissance.

Au vu des résultats obtenus par les différents auteurs, il est donc impossible de conclure à une relation négative significative entre le taux d'endettement public et la croissance de l'économie.

3.2 Soutenabilité de la dette publique

La soutenabilité de la dette publique signifie que l'Etat aura la capacité de rembourser complètement ses dettes dans le futur. Ainsi « une dette publique est réputée soutenable si son encours est inférieur à la valeur actualisée des futurs excédents primaires » (Besancenot & al, 2003).

3.2.1 Modèle de soutenabilité

Le modèle suivant est repris de Bogaert (2010), avec quelques adaptations de notations pour coller au modèle de l'endettement public présenté au point 2.4.1.

Variables :

- Solde primaire en t : SP_t
- Produit intérieur brut en t : Y_t
- Dette en t : D_t
- Taux d'intérêt sur la dette : i
- Taux de croissance du PIB : g

Reprenons l'équation finale du modèle de l'endettement public qui était :

$$D_t = (1 + i) * D_{t-1} - SP_t$$

Nous allons ici exprimer cette la dette en fonction du PIB, ce qui donne :

$$\frac{D_t}{Y_t} = \frac{(1 + i) * D_{t-1}}{Y_t} - \frac{SP_t}{Y_t}$$

Sachant que $Y_{t+1} = (1 + g) * Y_t$ nous avons:

$$\frac{D_t}{Y_t} = \frac{(1 + i) * D_{t-1}}{(1 + g) * Y_{t-1}} - \frac{SP_t}{Y_t}$$

En introduisant les variables $sp_t = \frac{SP_t}{Y_t}$ et $d_t = \frac{D_t}{Y_t}$, l'équation devient:

$$d_t = \frac{(1 + i)}{(1 + g)} * d_{t-1} - sp_t$$

En développant d'une période, nous avons

$$d_{t+1} = \frac{(1+i)}{(1+g)} * d_t - sp_{t+1} = \frac{(1+i)}{(1+g)} * \left[\frac{(1+i)}{(1+g)} * d_{t-1} - sp_t \right] - sp_{t+1}$$

De plus, l'équation précédente peut aussi s'écrire ainsi :

$$d_t = \frac{(1 + g)}{(1 + i)} sp_{t+1} + \frac{(1 + g)}{(1 + i)} * d_{t+1}$$

Ainsi en utilisant les deux équations précédentes, et en introduisant $\beta = \frac{(1+g)}{(1+i)}$ nous arrivons à la formule suivante :

$$d_t = \sum_i^n \beta^i * sp_{t+i} + \beta^n * d_{t+n}$$

A partir de cette équation, la condition de soutenabilité s'exprime ainsi :

$$d_t \leq \sum_i^\infty \beta^i * sp_{t+i} \text{ avec } \lim_{n \rightarrow \infty} \beta^n * d_{t+n} = 0, \text{ quand } i > g$$

Nous retrouvons donc bien la condition énoncée par Besancenot et ses confrères pour qu'une dette soit dite soutenable, c'est-à-dire que la somme totale de la dette doit être inférieure ou égale à la somme actualisée des surplus primaires futurs. Même si l'équation reprend ici le ratio dette sur PIB, il en va de même pour le solde primaire qui est sur le PIB, donc cela n'affecte pas la conclusion.

3.2.2 Seuil de soutenabilité

Le seuil de soutenabilité est le niveau maximal d'endettement qu'un état peut atteindre sans que la valeur actuelle des excédents primaires futurs ne soit dépassée par la somme totale de l'endettement. Il est donc possible de le calculer, par exemple à l'aide de l'équation de la condition de soutenabilité présentée ci-dessus.

Le calcul est ici effectué pour un pays fictif, dans trois scénarios de croissance économique différente (croissance faible, modérée et forte).

Figure 2 : Seuil de soutenabilité (% du PIB) dans un scénario de croissance faible (0,50% de croissance du PIB)

		Solde primaire (% du PIB)						
		0,25%	0,50%	0,75%	1,00%	1,50%	2,00%	2,50%
Taux d'intérêt	1,00%	51%	101%	152%	202%	303%	404%	505%
	2,00%	17%	34%	51%	68%	102%	136%	170%
	3,00%	10%	21%	31%	41%	62%	82%	103%
	4,00%	7%	15%	22%	30%	45%	59%	74%
	5,00%	6%	12%	18%	23%	35%	47%	58%
	6,00%	5%	10%	14%	19%	29%	39%	48%
	7,00%	4%	8%	12%	16%	25%	33%	41%
	8,00%	4%	7%	11%	14%	22%	29%	36%
	9,00%	3%	6%	10%	13%	19%	26%	32%
	10,00%	3%	6%	9%	12%	17%	23%	29%

Figure 2 : Seuil de soutenabilité (% du PIB) dans un scénario de croissance modérée (2,00% de croissance du PIB)

		<i>Solde primaire (% du PIB)</i>						
		0,25%	0,50%	0,75%	1,00%	1,50%	2,00%	2,50%
<i>Taux d'intérêt</i>	1,00%							
	2,00%							
	3,00%	26%	52%	77%	103%	155%	206%	258%
	4,00%	13%	26%	39%	52%	78%	104%	130%
	5,00%	9%	18%	26%	35%	53%	70%	88%
	6,00%	7%	13%	20%	27%	40%	53%	66%
	7,00%	5%	11%	16%	21%	32%	43%	54%
	8,00%	5%	9%	14%	18%	27%	36%	45%
	9,00%	4%	8%	12%	16%	23%	31%	39%
	10,00%	3%	7%	10%	14%	21%	28%	34%

Figure 3 : Seuil de soutenabilité (% du PIB) dans un scénario de croissance forte (4,00% de croissance du PIB)

		<i>Solde primaire (% du PIB)</i>						
		0,25%	0,50%	0,75%	1,00%	1,50%	2,00%	2,50%
<i>Taux d'intérêt</i>	1,00%							
	2,00%							
	3,00%							
	4,00%							
	5,00%	26%	53%	79%	105%	158%	210%	263%
	6,00%	13%	27%	40%	53%	80%	106%	133%
	7,00%	9%	18%	27%	36%	54%	71%	89%
	8,00%	7%	14%	20%	27%	41%	54%	68%
	9,00%	5%	11%	16%	22%	33%	44%	55%
	10,00%	5%	9%	14%	18%	28%	37%	46%

Le seuil de soutenabilité tel que décrit et calculé ici possède quatre propriétés importantes (Ghosh & al, 2015). Premièrement, un ralentissement de la croissance économique, donc une diminution du taux de croissance, ou une augmentation des taux d'intérêt affecte négativement le seuil, celui-ci descendant plus bas que précédemment. Deuxièmement, un plus grand effort de l'Etat à entreprendre des politiques favorisant un excédent primaire (par

une réduction des dépenses ou une augmentation des taxes) augmente la limite d'endettement. Troisièmement, l'équilibre quand le seuil de soutenabilité est atteint est un équilibre dynamique instable. Un choc positif, qui augmenterait par exemple le taux de croissance économique au sein du pays pourrait pousser le seuil d'endettement vers le haut. Au contraire du choc positif, un choc négatif qui pourrait par exemple être des recettes fiscales bien moins élevées que prévu, ce qui affecte le solde primaire, pourrait lui obliger le gouvernement à faire défaut. En effet, le seuil de soutenabilité ayant baissé suite à ce choc négatif, l'Etat le dépasse maintenant avec son taux d'endettement actuel, ce qui pousse les créanciers à ne plus accorder de fonds car ils savent que celui-ci n'aura pas les capacités de le rembourser. Hors ces fonds sont indispensables à l'Etat. Sans ceux-ci, il ne peut rembourser la dette qui arrive à maturité car il n'a plus de liquidités disponibles. Enfin, un changement dans les anticipations des agents économiques peut diminuer le seuil d'endettement maximal. Un changement dans les anticipations, c'est-à-dire les prévisions des agents, pourrait par exemple être une diminution des recettes fiscales dans le futur, rendant ainsi moins solide la situation financière du pays. Ayant pris en compte ces nouvelles prévisions, les agents peuvent augmenter le taux d'intérêts demandé au pays, et ainsi diminuer la limite d'endettement. Même si les anticipations ne se réalisent pas dans le futur, le seuil est quand même immédiatement affecté.

Pour Tirole (2016), un quatrième élément en plus du taux de croissance, du taux d'intérêt et du solde primaire joue un rôle dans la soutenabilité de la dette : le fait que la dette soit domestique. En effet, l'Etat sera moins enclin à faire défaut sur sa dette publique si celle-ci est détenue en grande majorité par ses propres concitoyens et les banques du pays que par des agents étrangers.

Même si comme le souligne Tirole (2016), « il n'existe pas de chiffre magique en matière de soutenabilité de la dette nationale », le seuil de soutenabilité peut être estimé en pratique à environ le double du PIB dans de nombreux pays de l'OCDE (Fall & al, 2015). Ghosh, Kim, Mendoza, Ostry et Qureshi (2013) ont calculé le seuil de soutenabilité de 23 pays de l'OCDE à l'aide des taux d'intérêt historiques et sont arrivés à des résultats semblables à l'estimation proposée précédemment. Le seuil de soutenabilité calculé ainsi variait dans un intervalle entre 150% et 250% du PIB, avec une médiane aux alentours de 190%.

3.2.3 Solde primaire stabilisant (modèle)

Le solde primaire stabilisant est le solde primaire requis afin que le taux d'endettement n'augmente pas, c'est-à-dire le solde primaire qui va stabiliser le ratio dette sur PIB.

Le modèle qui va être présenté ici provient de Bénassy-Quéré, Coeuré, Jacquet et Pisani-Ferry (2012). Les notations sont identiques à celles utilisées dans les deux autres modèles précédemment présenté.

Variables :

- Solde primaire en fonction du PIB en t : sp_t
- Dette en fonction du PIB en t : d_t
- Taux d'intérêt sur la dette : i
- Taux de croissance du PIB : g

Nous allons partir de l'équation :

$$d_t = \frac{(1+i)}{(1+g)} * d_{t-1} - sp_t$$

Le développement pour arriver à celle-ci à partir de l'équation finale du modèle de l'endettement public est identique à celui-ci présenté dans le modèle sur la condition de soutenabilité.

Nous pouvons considérer $d_t = d_{t-1}$ étant donné que la dette ne doit pas varier, on a :

$$sp_t = \frac{(1+i)}{(1+g)} * d_{t-1} - d_{t-1}$$

$$sp_t = d_{t-1} * \left[\frac{(1+i)}{(1+g)} - 1 \right]$$

$$sp_t = d_{t-1} * \left[\frac{(1+i)}{(1+g)} - \frac{(1+g)}{(1+g)} \right]$$

$$sp_t = d_{t-1} * \frac{(i-g)}{(1+g)}$$

Sachant que g est généralement très bas, nous pouvons approximer $1+g \sim 1$:

$$sp_t = d_{t-1} * (i-g)$$

On peut ainsi remarquer à nouveau l'importance du taux d'intérêt et du taux de croissance de l'économie. Plus la différence entre les deux sera grande, plus le solde primaire devra être élevé pour contenir le taux d'endettement à un niveau identique. Les efforts que le gouvernement, et donc la population, devront consentir pour un même niveau de l'endettement dépendent ainsi fortement de la conjoncture économique et financière.

Dans le cas où le solde primaire atteint par le gouvernement n'est pas suffisant, c'est-à-dire qu'il n'atteint pas le niveau du solde primaire stabilisant, un « effet boule de neige » peut apparaître. Cet « effet boule de neige » représente la montée du taux d'endettement due aux charges d'intérêts si elles ne sont pas entièrement prises en charge dans le solde primaire (Pollin, 2011). Le gouvernement ne sait pas payer tous les intérêts sans faire appel à de l'endettement public pour les rembourser, et se faisant, le taux d'endettement augmente. Un taux d'endettement plus haut va amener, à conditions de taux d'intérêt et de croissance égales par ailleurs, le paiement des intérêts l'année suivante à un niveau plus haut qu'avant, ce qui poussera à la hausse le solde primaire stabilisant. Ainsi, si le gouvernement ne parvient pas à obtenir un solde primaire qui est égal au solde primaire stabilisant, le cercle vicieux continue, l'effet « boule de neige » s'accroît et l'Etat court droit à la catastrophe. Bogaert (2010) note la remarque importante que cet effet boule de neige ne peut être présent que lorsque le taux d'intérêt est plus élevé que le taux de croissance. En effet, dans le cas contraire, la croissance de l'économie supérieure au taux d'intérêt permettra de diminuer le taux d'endettement, ou tout du moins les intérêts à payer n'augmenteront pas celui-ci. En effet, le taux d'endettement pourrait encore augmenter malgré une croissance plus élevée que le taux d'intérêt dans le cas où le gouvernement accuserait un large déficit payé par une augmentation de la dette.

3.3 Solvabilité

La solvabilité d'un pays se définit comme le fait que celui-ci dispose des moyens financiers de rembourser sa dette lorsqu'elle arrive à maturité. C'est donc un critère de liquidité, l'état doit posséder les liquidités nécessaires pour rembourser les sommes dues en temps et en heure.

Mosler (2010) analyse le cas des Etats-Unis dans son livre « Seven deadly innocent frauds of economic policy ». Il considère qu'il n'existe pas de risque de solvabilité pour le gouvernement

fédéral. Il dit ainsi ceci : « Les dépenses du gouvernement fédéral ne sont en aucun cas contraintes opérationnellement par les revenus, ce qui signifie qu'il n'y a pas de risque de solvabilité. En d'autres mots, le gouvernement fédéral peut toujours faire n'importe quel paiement dans sa propre monnaie, peu importe que le déficit soit petit ou grand, ou que les taxes qu'ils récoltent soit faibles. » Ceci est justifié par les particularités du système financier américain, particulièrement le fait que la banque centrale des Etats-Unis (appelée la Fed) soit liée au gouvernement. Mosler déclare ainsi « Tout ce qu'il faut pour que le gouvernement dépenses de l'argent est qu'ils changent les nombres dans les comptes en banque de sa propre banque, la Federal Reserve Bank (Fed). » Newman (2013) considère lui aussi qu'au vu du système financier des Etats-Unis, il n'y a pas lieu d'avoir d'inquiétude quant à la solvabilité de ceux-ci et qu'une situation comme celle vécue par la Grèce n'est pas possible dans le pays.

Ce que dit Mosler revient en réalité à faire du seigneurage, c'est-à-dire financer le gouvernement par de la création de nouvelle monnaie (virtuelle sur les comptes en banque ou réelle directement en cash). L'important à retenir ici est qu'un gouvernement ne peut pas être insolvable s'il a le contrôle de sa monnaie et peut effectuer ses remboursements avec celle-ci. Mosler souligne cependant que cela ne revient pas à dire que le gouvernement peut financer à tout va par ce moyen, car cela provoquerait de l'inflation. Bien que cette solution soit envisageable en théorie, elle ne me paraît pas réaliste sauf si c'est le dernier recours. En effet, ce serait ouvrir une boîte de pandore politique que d'y faire appel. Comment s'assurer que le gouvernement ne l'utilise que de manière parcimonieuse et pas à tout va, alors que le citoyen poussera justement pour l'utiliser. Faire appel à ce seigneurage permet soit d'augmenter les dépenses, soit de diminuer les taxes ce qui satisfait grandement les contribuables. Sous l'impulsion de la population, un gouvernement pourrait donc être tenté d'utiliser ce moyen de financement plus que de raisons pour garantir sa réélection et ainsi pousser l'inflation vers le haut.

Dans la zone euro, composée de tous les pays membres de l'Union Economique et Monétaire ayant adopté la monnaie unique, la donne est différente. En effet, il n'est pas possible de pratiquer le seigneurage. Même si l'on peut considérer que l'euro est la monnaie nationale des états membres de la zone euro, ceux-ci n'ont aucun contrôle effectif dessus. Les états membres de la zone euro ne possèdent ainsi pas de monnaie nationale dont ils ont le contrôle. De plus, la Banque Centrale Européenne (BCE), responsable de la création de monnaie est

indépendante et ne peut subir aucune pression des gouvernements qui voudraient la forcer à prendre des décisions en leur faveur. L'indépendance de celle-ci est actée au sein des traités fondateurs. Ainsi le site de la BCE précise au sujet de l'indépendance : « Ni la BCE, ni les Banques Centrales Nationales (BCN), ni un membre quelconque de leurs organes de décision ne peuvent solliciter ni accepter des instructions des institutions ou organes de l'Union européenne (UE), des gouvernements des États membres de l'Union européenne ou de tout autre organisme ».

Cette absence de la possibilité d'utiliser le seignuriage rend ainsi possible l'insolvabilité d'un pays. Quand un remboursement arrive à échéance pour l'Etat, celui-ci s'endette généralement à nouveau pour rembourser la précédente dette. L'insolvabilité de la dette publique va donc venir d'un problème au niveau de la soutenabilité de la dette publique (Besancenot & al, 2003). Suite à des changements affectant négativement la soutenabilité de l'endettement, celle-ci n'est plus soutenable ce qui amène donc les créanciers à refuser de prêter de l'argent au pays. Etant donné qu'il n'a pas accès à ce financement, l'Etat se retrouve dans l'impossibilité de payer la dette arrivée à maturité par manque de liquidités et doit donc faire défaut sur sa dette.

Une insolvabilité peut aussi provenir des anticipations négatives des agents économiques bien que la dette soit pourtant soutenable pour l'Etat (Sachs, 1984). On parle alors d'anticipations auto-réalisatrices. Une anticipation négative pourrait par exemple être que les créanciers soupçonnent que le gouvernement va relâcher son effort budgétaire et laisser courir les déficits. Cette anticipation va provoquer une hausse du taux d'intérêt car les agents demanderont plus pour le risque supplémentaire attendu, cela même si le gouvernement ne compte en réalité pas relâcher la discipline budgétaire. Cette hausse d'intérêt rend alors tout endettement public supplémentaire insoutenable, ce qui amène les créanciers à ne pas offrir de crédits au pays, qui devra alors faire défaut car il n'aura pas la liquidité nécessaire pour effectuer les remboursements échus. Sans aucun changement dans l'activité économique ou dans la politique du gouvernement, l'insolvabilité peut dès lors arriver si les anticipations des agents sont mauvaises.

Le défaut sur la dette publique n'est pas uniquement lié à un problème de solvabilité : il peut être soit lié à une crise de liquidités, et donc à la solvabilité, soit lié à une décision du

gouvernement qui se décide à faire défaut même si sa dette est en théorie soutenable (Besancenot & al, 2003). Le gouvernement peut décider d'appliquer cette solution radicale dans le cas où il considère que le poids de la dette publique est trop élevé pour la population et qu'il est mieux de l'abandonner. Ce défaut ne se fait évidemment pas sans conséquences, il est donc le résultat d'un choix réfléchi.

3.4 Impact du taux d'endettement sur le taux d'intérêt de la dette

Le taux d'intérêt portant sur la dette publique, et donc les obligations publiques peut être divisé en deux parties : le taux d'intérêt de base, le taux considéré comme sans risque et la prime de risque. Cette prime de risque est principalement reliée au risque de monétisation (seigneuriage) et au risque de défaut de la part de l'emprunteur (Ducoudré, 2005).

Le risque de monétisation est très faible voire inexistant dans les grands pays industrialisés du fait de l'indépendance des banques centrales (Ducoudré, 2005). En effet, en plus d'être indépendantes du gouvernement, ce qui empêche donc le recours au seigneuriage, les banques centrales n'ont pas intérêt à inonder le marché de liquidités (sauf si les conditions économiques le requièrent) car cela aura tendance à amener de l'inflation. Hors l'objectif principal des banques centrales est dans une grande majorité de cas un contrôle de l'inflation ainsi que sa stabilisation à un faible niveau. Par exemple, la BCE a comme but principal la stabilisation des prix, et donc de l'inflation. L'objectif (disponible sur le site internet de la BCE) est ainsi présenté au sein du traité fondateur : « L'objectif principal du Système européen de banques centrales [...] est de maintenir la stabilité des prix ». La prime de risque est donc largement dépendante du risque de défaut.

C'est par cette prime de risque de défaut que pourrait intervenir un lien entre l'endettement public et les taux d'intérêt. Un taux d'endettement plus élevé pourrait pousser à la hausse cette prime de risque et donc le taux d'intérêt demandé sur la dette publique.

Bogaert (2010) conclut d'après son expérience et la littérature ceci : « Ce n'est pas le niveau du taux d'endettement qui est la cause de l'augmentation des taux d'intérêt, mais bien l'effet boule de neige qui fait intervenir plusieurs facteurs : le taux d'endettement, la croissance à moyen et long terme et le surplus primaire structurel, ou plutôt, la capacité qu'à un

gouvernement d'augmenter le surplus primaire structurel ». Bogaert considère donc que le taux d'endettement ne peut pas être pris pour seul responsable de l'augmentation du risque de défaut, et donc du taux d'intérêt. Il est important de prendre en considération tous les paramètres économiques ensemble pour pouvoir analyser l'effet sur la prime de risque. Celui-ci souligne cependant que le taux d'endettement public joue un rôle non négligeable dans l'effet boule de neige. Si le taux d'endettement est plus élevé, l'ampleur que prendront les charges dues à l'effet boule de neige seront d'autant plus élevées. Ainsi il est acquis qu'un état avec un taux d'endettement significativement plus élevé qu'un autre, mais où tous les autres paramètres économiques sont identiques, devrait subir une prime de risque plus élevée. Cela ne veut bien évidemment pas dire qu'un état avec un taux d'endettement très élevé va forcément avoir une prime de risque supérieure à un autre état moins endetté. En effet, si un état est très endetté mais que les politiques menées et les autres paramètres de l'économie sont positifs, il pourra s'en sortir avec une prime de risque moindre qu'un état moins endetté mais avec des politiques et d'autres paramètres économiques moins bons.

De Backer (2015) a analysé les écarts des taux d'intérêt des pays européens pendant et après la crise afin de déterminer quels étaient les variables avec le plus d'impact sur la prime de risque. Il considère que les paramètres économiques fondamentaux sont des excellents indicateurs du risque de défaut, car ils sont représentatifs de la robustesse de l'économie (dont entre autre la soutenabilité de la dette publique). Entre 2008 et 2014, il a ainsi découvert une corrélation positive entre le taux d'endettement public et les différences de taux d'intérêt sur les obligations de la Belgique, de l'Italie, de l'Espagne et enfin de l'Allemagne (pour cette dernière, la corrélation était plus faible). Il insiste cependant sur le fait qu'un lien de corrélation ne veut pas dire qu'il y a une causalité directe entre les deux variables étudiées. Il est important de noter qu'aux périodes étudiées, la situation économique générale et donc l'ensemble des paramètres fondamentaux étaient mis à rude épreuve. Il n'est donc pas possible de conclure au fait que seul le facteur de l'endettement public a directement causé ces différences de primes de risque.

De Backer (2015) a étudié plus en profondeur l'impact des facteurs fondamentaux dans leur ensemble sur les écarts de primes de risque qu'ont pu connaître les quatre pays mentionnés

au point précédent⁶. Il a divisé les facteurs explicatifs en trois catégories distinctes : les facteurs économiques fondamentaux (comme le PIB ou le taux d'endettement public), les facteurs non fondamentaux (constitués principalement par le risque de redénomination⁷) et enfin les facteurs spécifiques à chaque état et n'étant pas lié aux deux précédentes catégories (par exemple, de l'instabilité au niveau politique). Les résultats obtenus prouvent l'importance des facteurs fondamentaux dans la détermination de la prime de risque. En effet, en moyenne, plus de 50% des différences de taux d'intérêt observées dans chacun des pays sont explicables par ces facteurs fondamentaux. Les facteurs non-fondamentaux ont eu un impact fort surtout en 2011 et 2012.

Au vu des résultats, il est clair que les facteurs fondamentaux ont un impact direct sur la prime de risque, et donc le taux d'intérêt que devront payer les états lors de l'émission de nouvelle dette publique. Ceux-ci sont d'ailleurs en accord avec les propos émis par Bogaert, qui considère que c'est l'ensemble des facteurs qui ont une influence et pas un seul. On pourrait cependant essayer de regarder à l'intérieur de ces facteurs fondamentaux si certains sont plus explicatifs que d'autres de ce lien entre facteurs fondamentaux et prime de risque. A l'heure actuelle, il n'y a pas apparemment pas encore d'études qui montrent qu'un paramètre repris dans les facteurs fondamentaux, tel que le taux d'endettement public par exemple, aurait un impact plus fort qu'un autre paramètre repris au sein de ceux-ci. Il existe d'ailleurs des difficultés inhérentes à calculer quel est l'impact précis de ces paramètres étant donné que ceux-ci interagissent généralement entre eux.

⁶ Pour rappel : Belgique, Italie, Espagne et Allemagne.

⁷ La redénomination est le fait que les actifs libellés en une monnaie puissent être transformés dans une autre monnaie. Dans la zone euro, ce risque de redénomination signifie un départ de la zone euro (De Backer, 2015) et la réintroduction d'une monnaie nationale.

4 Critiques de l'indicateur dette brute sur Produit Intérieur Brut

Le ratio dette brute sur produit intérieur brut, indicateur principal dans le monde pour mesurer l'endettement et établir la situation des dettes publiques fait l'objet de plusieurs critiques que je vais développer dans ce point. Comme indiqué au point 2.2, il est particulièrement important dans la zone euro étant donné qu'un des objectifs de convergence du traité de Maastricht porte sur le niveau maximal normalement toléré pour les pays membres. Je vais diviser les critiques contre l'indicateur en trois catégories distinctes : les critiques portant sur le choix des variables du ratio, les critiques portant sur les manques du ratio dans son ensemble et enfin les critiques liées à son utilisation jugée parfois abusive.

4.1 Critiques des variables

Les critiques concernent ici le choix des variables retenues, aussi bien le numérateur (dette brute) que le dénominateur (PIB) du ratio.

4.1.1 Dette nette

Cette critique concerne le numérateur du ratio, la dette brute. Il peut en effet paraître étrange d'analyser la situation financière de pays en ne regardant que leur dette et pas les actifs qu'ils détiennent. Cela s'applique aussi pour toutes entités non-étatiques ou même des personnes. Il me paraît difficile de dire à un état que son taux d'endettement est trop élevé, alors qu'il détient des actifs qui pourraient être vendus et ainsi servir à racheter une partie substantielle de sa dette. De plus, pour la comparaison de la situation de deux états, si l'un possède beaucoup d'actifs par rapport à l'autre, cela fausse en grande partie les résultats d'une analyse que d'utiliser la dette brute et pas la dette nette.

En période normale, je pense que la dette nette est un meilleur indicateur que la dette brute dans l'analyse de l'endettement public. Il reflète en effet mieux la situation financière réelle du pays. Cependant, dans une période de crise, l'utilisation de la dette nette ne me paraît pas la meilleure solution. En effet, lors d'une crise, la valeur des actifs financiers peut être très volatile. La dette nette risque donc de varier fortement car les actifs sont valorisés à leur valeur de marché. Cette variation peut apparaître sans pour autant qu'il y ait un quelconque changement au niveau de la dette brute et du nombre d'actifs détenus. Ceci peut ainsi

brouiller l'analyse de l'endettement et mener à des conclusions erronées. On pourrait par exemple croire à une explosion de la dette, alors qu'en réalité, c'est la valeur des actifs détenus qui a diminuée. De plus, si le gouvernement subissait de graves problèmes suite à la crise et qu'il se décidait à vendre rapidement ses actifs pour obtenir de la liquidité, il n'est pas acquis qu'il pourrait les vendre à leur valeur de marché. Les acheteurs pourraient en effet demander des prix moins élevés que le gouvernement serait tout de même forcé d'accepter car il a besoin de cet argent.

4.1.2 Dette implicite

Cette critique concerne le numérateur du ratio, la dette brute explicite. L'idée ne serait pas ici de remplacer la dette explicite par la dette implicite, mais d'additionner les deux. Tirole (2016) note : « la dette publique d'un pays ne comporte que ce qui est dû avec certitude » (donc la dette explicite) et relève qu'une grande partie des retraites ne sont pas comptabilisées dedans, étant hors-bilan. La dette implicite des pays risque donc d'être élevée, une partie des coûts futurs n'étant pas comptabilisée. Au-delà de ces coûts élevés non pris en compte dans la dette publique explicite, Tirole (2016) affirme aussi que les gouvernements essaient de cacher leur véritable niveau de dette publique en utilisant des engagements contingents non repris au bilan.

Utiliser l'addition de la dette implicite et de la dette explicite pourrait ainsi permettre d'avoir une vision plus claire de la situation des dettes publiques et des risques encourus dans le futur. En utilisant cette méthode, on pourrait s'assurer que les états ne puissent plus cacher de dettes explicites par des artifices et ainsi améliorer la situation visible de leur dette publique.

L'utilisation de la dette implicite est cependant à prendre avec précaution. En effet, de par son caractère non-obligatoire, il n'est jamais acquis avec certitude qu'un état payera sa dette implicite, tout ou en partie. On peut évidemment supposer que l'état payera au maximum les retraites des citoyens, comme le note Tirole (2016) mais il n'est pas impossible que celui-ci réduise les retraites et donc en même temps la dette implicite. Un indicateur mêlant dette explicite et implicite serait donc très variable dans le temps selon les décisions du gouvernement, et ne permettrait pas une analyse fiable de la situation. Il reste cependant intéressant pour voir dans quelle situation un pays se trouve s'il garde dans le futur des

politiques identiques à celles pratiquées maintenant. On peut ainsi voir si un changement sera à priori nécessaire ou non.

4.1.3 Revenus publics

Cette critique concerne l'utilisation du produit intérieur brut en tant que dénominateur pour le ratio d'endettement. Le produit intérieur brut d'un pays représente le montant total de richesse produite pendant l'année par les agents économiques présents dans le pays. Hors, la dette publique ne représente pas elle la dette de tous les agents économiques présents dans le pays, mais seulement celle de l'administration publique, donc de l'Etat. Ainsi, ce n'est pas avec le PIB que l'on va pouvoir rembourser la dette, mais bien avec les revenus du gouvernement (Gadrey, 2012). Tirole (2016) note lui aussi ce problème, on ne tient pas compte des revenus dans le calcul de l'endettement.

Même si les revenus publics dépendent évidemment du PIB, car lorsque plus de richesses sont produites dans le pays, le montant collecté par les taxes augmentera automatiquement (à taux d'imposition inchangé), ceux-ci ne résultent pas uniquement du PIB. En effet, ils dépendent également du taux d'imposition fixé dans le pays. Ainsi l'utilisation du PIB a tendance à occulter l'impact de la variable « taux d'imposition » dans l'analyse du taux d'endettement.

Cela est particulièrement gênant lorsque l'on veut comparer des pays avec des politiques d'imposition différentes. Je vais prendre l'exemple d'un pays A avec un PIB d'une valeur de 100 et d'un pays B dont le PIB atteint la valeur de 200. Les deux pays mènent des politiques de taxation différentes. Là où le pays A impose des taxes à hauteur de 50% des revenus, le pays B pratique une politique d'imposition beaucoup moins lourde, à hauteur de 25% des revenus. Les deux états ont donc des revenus publics de 50. De plus, ces deux pays possèdent un montant de dette ayant une valeur réelle identique. Avec le PIB comme dénominateur, le taux d'endettement du pays A est de 50%, là où celui du pays B est de 25%. Le ratio nous donne donc une image très différente de la situation des deux états, alors que ceux-ci ont les mêmes rentrées financières. Gadrey (2012) souligne ainsi que les pays « très sociaux » seront ainsi toujours défavorisé par rapport aux pays avec le « moins d'état social » avec ce ratio utilisant le PIB.

Cependant, on pourrait arguer pour défendre l'utilisation du PIB que dans le cas où les deux états se décideraient à rembourser toute leur dette sans avoir recours à de nouvelles dettes pour le faire, il pourrait être à priori plus facile de le faire dans le pays B étant donné qu'il sera plus facile d'y augmenter la taxation. De prime abord, il semble en effet plus aisé d'augmenter le taux d'imposition dans un pays où celui-ci est plus faible que dans un pays où il est déjà très élevé. Même si je pense que cette hypothèse tient la route, j'y vois cependant une limite. En effet, les différences d'imposition tiennent généralement de tendances historiques, avec des visions économiques et du rôle de l'Etat forts différentes. Dans un état avec un faible taux d'imposition, qui aurait à priori plutôt tendance à suivre une doctrine du « moins d'Etat », toute hausse même minime du taux d'imposition pourrait être très mal vécue car elle serait contraire à l'idéologie défendue par la population. Cela impliquerait donc un coût politique énorme pour le gouvernement qui le met en place, rendant probablement sa réélection impossible. Ce n'est que dans le cas d'une crise rendant nécessaire cette solution qu'elle pourrait être mise en place, avec un coût politique moindre mais toujours présent.

Gadrey (2012) juge aussi qu'en mettant le PIB à la place des revenus publics, en plus de défavoriser certains pays dans les comparaisons internationales, on laisse entendre et on pousse les gens à croire que les revenus publics sont en premier lieu déterminés par le PIB. On mettrait ainsi de côté les solutions autres que la croissance économique pour diminuer le taux d'endettement, c'est-à-dire augmenter les recettes publiques en taxant plus les spéculateurs et les contribuables riches, et en faisant la chasse à la fraude fiscale par exemple. Ceci permettrait en effet un solde primaire plus élevé, avec probablement un excédent budgétaire qui pourrait servir à rembourser des dettes à échéance, ne demandant ainsi pas une nouvelle émission de dette pour rembourser les anciennes.

4.2 Critiques du ratio

Les critiques qui vont être présentées concernent le ratio en lui-même et les éléments manquants qui devraient pourtant être présents dans l'analyse de l'endettement public.

4.2.1 Complexification des instruments de dette

Au moment de la création du traité de Maastricht, les instruments de dette, dont les obligations, pouvaient être qualifiés de « vanille ⁸» (Marteau, 2014). Dans le cas des obligations, cela signifiait que le remboursement final se faisait à la valeur faciale, valeur qui détermine le montant des intérêts payés à chaque période. Avec l'utilisation du ratio dette brute sur PIB, les états pouvaient facilement contrôler le paiement des intérêts et donc le déficit budgétaire. Cependant, les instruments de dette se sont diversifiés et complexifiés au fil des années (Marteau, 2014). Ainsi, il existe maintenant des obligations zéro-coupon et des obligations indexées sur l'inflation. C'est justement celles-ci qui posent problème de par leur fonctionnement propre.

Une obligation zéro-coupon, comme son nom l'indique, ne paye pas d'intérêt et ne donne droit qu'à un seul remboursement final. Etant donné qu'il n'y a pas d'intérêt payé, le créancier doit recevoir un remboursement final plus élevé que dans le cas d'une obligation normal. Une obligation zéro-coupon sera ainsi vendue moins cher que sa valeur faciale, pour que le remboursement soit plus élevé que le prix d'achat. Les obligations indexées à l'inflation paie des coupons réels très faibles, mais la valeur de remboursement de celles-ci est ajustée à l'inflation chaque année. Les intérêts sont d'ailleurs calculés à partir de la valeur de remboursement chaque année. La prise en compte de ces deux types d'obligation à leur valeur nominale (telle que décrite par le traité de Maastricht) dans la dette brute rend plus difficile le passage du stock de dette au flux d'intérêt qu'il faudra payer. Les obligations zéro-coupon ne paye en effet pas d'intérêts, et les obligations indexées sur l'inflation très peu. Cela peut brouiller le calcul du solde primaire stabilisant car il est justement basé sur le flux d'intérêt à payer (et sur la croissance) comme vu au point 3.2.3.

4.2.2 Taux d'intérêt

Le ratio dette brute sur PIB montre bien l'endettement des pays mais ne dit rien des taux d'intérêt auxquels ceux-ci ont à faire face. Pourtant, les taux d'intérêt déterminent quel sera le montant versé chaque année pour la charge des intérêts sur la dette du pays et ont donc un impact non-négligeable sur la situation budgétaire des états. La situation ne sera ainsi pas identique pour des pays ayant à faire face à des taux d'intérêt différents (liés à des primes de

⁸ Terme utilisé pour définir un instrument classique et standard

risques différentes) mais avec un endettement identique. Un taux d'endettement plus élevé ne signifie pas nécessairement que la situation budgétaire sera plus précaire.

Prenons un exemple : un pays A a un endettement brut de 800, un PIB de 1000 et doit payer un taux d'intérêt égal à 5% pendant que le pays B a un endettement brut de 1000, un PIB de 1000 et doit payer un taux d'intérêt égal à 2%. Cette différence du taux d'intérêt entre les deux pays est due à une prime de risque plus élevée chez A suite à une crise politique. Le pays A a un taux d'endettement brut de 80% alors que le pays B a un taux d'endettement brut de 100%. Au vu de leur taux d'endettement respectif, on pourrait donc croire que la situation est moins bonne pour B que pour A. Hors, la charge de la dette sera moins élevée chez B qu'A, facilitant l'équilibre budgétaire dans ce pays. En effet, la charge d'intérêt de B est de 20 alors que celle de A sera de 40. Malgré un taux d'endettement plus élevé, la situation est meilleure à ce moment-là chez B. Cependant, j'insiste sur le fait que la situation est meilleure à ce moment précis, rien ne dit qu'elle le sera encore dans le futur. Si les taux d'intérêt devenaient identiques, le gouvernement le plus endetté aurait évidemment plus de charges à payer que l'autre.

Le principe qu'un taux d'endettement plus élevé ne signifie pas nécessairement que la situation budgétaire soit plus précaire est cependant soumis à des limites. Au-delà d'une certaine différence des taux d'endettement entre deux pays, il est probable que le taux d'intérêt soit plus élevé pour le pays au plus fort taux d'endettement. En effet, l'impact des fondamentaux économiques sur le taux d'intérêt qui est demandé par les créanciers (discuté au point 3.4) a été prouvé, et le taux d'endettement étant un de ces fondamentaux, il est probable que si celui-ci est assez mauvais, cela se répercutera sur la prime de risque du pays.

4.2.3 Maturité de la dette

Le ratio dette brute sur PIB ne permet pas d'avoir une idée quelconque de la maturité des instruments de dette qui composent la dette brute, et donc du temps restant avant qu'ils ne fassent rembourser la valeur faciale. Il n'est donc pas possible de savoir quelle proportion de la dette arrivera à échéance dans l'année. Le montant remboursé à maturité de la dette étant généralement financé par une nouvelle émission de dette, cette information manquante peut fausser l'analyse de la situation des états. En effet, à l'exception des obligations à coupons variables, le taux d'intérêt sera fixé pour toute la durée de vie de l'obligation. Un changement

dans les taux d'intérêt n'affectera alors, dans le cas de taux d'intérêt fixes, que la dette qui sera nouvellement émise. Le gouvernement continuera à payer des intérêts sur l'ancienne dette selon le taux fixé au moment de l'émission. Si un pays voit un grand pourcentage de sa dette arrivée à maturité lors d'une hausse des taux d'intérêt, cela peut lui être préjudiciable étant donné qu'il devra émettre de nouvelles dettes à des taux d'intérêt plus élevés. Cela affectera donc négativement son équilibre budgétaire futur car il devra payer des charges d'intérêt plus élevées.

Imaginons deux pays A et B. Les deux pays ont un taux d'endettement équivalent de 50% du PIB, ont le même taux d'intérêt 5% sur leurs dettes et les mêmes variables budgétaires. Cependant, la maturité de leur dette est différente. 50% de la dette de A arrivera à maturité dans l'année, alors que ce sera le cas pour seulement 30% de la dette de B. Suite à une crise de confiance temporaire, les taux d'intérêt ont grimpé à 10% pour les deux pays. Pour rembourser le principal de leur dette arrivée à échéance, ils doivent émettre de nouvelles obligations au nouveau taux d'intérêt. A devra donc renouveler 50% de sa dette à un taux d'intérêt de 10%, alors que B ne devra le faire que pour 30% de sa dette. Les charges d'intérêts seront donc supérieures l'année suivante pour le pays A, qui devra donc faire plus d'efforts budgétaire pour atteindre l'équilibre que le pays B.

Le ratio dette brute sur PIB n'arrive donc pas à prendre la juste mesure du risque et de l'impact que fait peser une hausse des taux d'intérêt sur le pays. Des états avec des dettes dont la structure de maturité est très différente mais de valeur nominale identique pourraient ainsi se retrouver dans des situations très différentes. Il faut cependant souligner qu'un taux d'endettement plus élevé fait évidemment courir des risques plus grands sur les finances de l'Etat, car il y aura alors plus de dettes à rembourser et donc plus de nouvelles dettes à émettre pour avoir les liquidités nécessaires aux remboursements.

4.3 Critiques liées à son utilisation abusive

Les critiques liées à son utilisation abusive sont liées au fait qu'il soit utilisé pour justifier certains faits et actes, et qu'il cache parfois une partie de la réalité.

4.3.1 Au service d'une idéologie

Gadrey (2012) accuse sans équivoque l'indicateur de s'inscrire dans l'idéologie libérale-croissanciste. Il dit ainsi ceci : « Le culte de cette variable et son omniprésence médiatique sont faits pour tromper, ou pour envoyer des messages subliminaux sur les explications ou solutions à la crise des dettes ». L'idéologie croissanciste prônant le recours à la croissance économique et l'indicateur du PIB étant directement lié à la croissance économique, le lien est clairement établi entre les deux. Pour justifier qu'il fasse partie de l'idéologie libérale, Gadrey (2012) dit qu'on utilise ce ratio comme un écran de fumée pour éviter de mettre le doigt là où le bât blesse, c'est-à-dire sur l'augmentation requise des revenus publics (via la taxation des spéculateurs, des contribuables riches et des fraudeurs) et sur les décisions politiques à prendre concernant le contrôle du monde financier pour limiter les taux d'intérêts et les faire baisser. Celui-ci voudrait baisser les taux d'intérêt à long terme en mettant en place un contrôle de la finance et des spéculateurs afin de diminuer les dépenses gouvernementales liées aux charges d'intérêts et de les stabiliser.

4.3.2 Confusion entre taux d'endettement et dette

Le ratio dette brute sur PIB peut être mal compris et être assimilé à la dette brute, ce qui peut ainsi entraîner une mauvaise lecture des variations du montant réel de la dette brute. La confusion entre dette brute et taux d'endettement brut peut être réalisée rapidement par mégarde et ainsi entraîner des erreurs de compréhension. Je prends comme exemple l'article « La dette belge baisse pour la première fois depuis 8 ans » publié dans Le Soir, qui parle du taux d'endettement dans son article mais utilise le terme dette dans son titre. Le problème de cette confusion est que le taux d'endettement et la dette sont deux choses différentes, et qui peuvent varier de façon différente, parfois même opposée. Ainsi, une diminution du taux d'endettement peut coïncider avec une augmentation du montant réel des dettes de l'Etat. Il est important de parler en valeur réelle et pas nominale. En effet, l'inflation diminue la valeur de la monnaie, une dette en montant nominal perd donc de la valeur réelle au fur et à mesure du temps.

Afin de montrer cette différence et que les deux peuvent varier dans des sens opposés, j'ai commencé par calculer la variation (en pourcentage) de l'endettement public moyen de la

zone euro chaque année entre 1996⁹ et 2015. Ensuite, j'ai calculé le montant réel de la dette publique chaque année en utilisant le montant nominal donné par Eurostat que j'ai égalé sur toute la période à l'aide de l'Indice des Prix à la Consommation Harmonisé (IPCH) de la zone euro, avec comme base 100 l'année 2015. J'ai ensuite pu calculer la variation (en pourcentage) du montant réel de la dette publique chaque année dans la zone euro pour la même période.

Figure 4 : Variation du taux d'endettement brut par année et variation du montant réel de la dette brute par année, dans la zone euro de 1997 à 2015 (en %)

	Variation du taux d'endettement brut avec la période précédente (en pourcentage)	Variation du montant réel de la dette brute avec la période précédente (en pourcentage)
1997	-0,688	-0,002
1998	-0,554	2,193
1999	-1,671	1,697
2000	-3,541	-0,651
2001	-1,615	0,582
2002	-0,149	0,960
2003	1,794	2,589
2004	0,441	2,528
2005	1,170	2,516
2006	-2,601	0,234
2007	-3,561	-0,345
2008	5,538	4,716
2009	14,286	9,833
2010	6,888	8,182
2011	2,745	2,610
2012	3,949	1,753
2013	2,011	1,743
2014	0,767	2,358
2015	-1,739	1,288

Source : Eurostat (gov_10dd_edpt1 , prc_hicp_aind)¹⁰

Il ressort du tableau que le montant réel des dettes au sein de la zone euro n'a que très rarement diminué (trois fois pour être exact), et cela jamais avec amplitudes très fortes. La variation maximale à la baisse de la valeur réelle de la dette est ainsi de 0,65%, observée pendant l'année 2000. Pendant la crise, le montant réel des dettes a augmenté sensiblement, avec un pic de variation positive de presque 10% en 2009. Cependant cette augmentation

⁹ Première année disponible pour l'indice IPCH que j'utilise par après pour mes calculs.

¹⁰ Endettement brut moyen de la zone euro en millions d'euro de 1996 à 2015 disponible à l'Annexe 1 et indice IPCH de 1996 à 2015 disponible à l'Annexe 2

s'est rapidement calmée, dès l'année 2011. On peut malgré tout noter que les variations positives continuent jusqu'à présent, même si elles sont heureusement bien moins fortes que lors de la crise de 2008. La variation observée du taux d'endettement en 2009 peut être à la fois liée à l'augmentation du montant réel de la dette et de la diminution du PIB cette année-là. En effet, suite à la crise et son impact très fort, le PIB avait diminué en 2009.

Avec le tableau, on peut donc voir que les variations du taux d'endettement et du montant réel des dettes sont différentes en amplitude, et qu'elles peuvent aussi être opposées. Ainsi, on peut voir que les variations négatives du taux d'endettement brut, ce qui signifie que celui-ci diminue par rapport à l'année précédente, ne sont pas toujours du même sens que les variations du montant réel de la dette. Cela montre donc que le taux d'endettement public peut varier dans un sens opposé à la valeur réelle de la dette.

La confusion peut donc apparaître entre le taux d'endettement et le stock réel de la dette. Malheureusement, certains hommes politiques et journalistes prennent parfois le raccourci de présenter le taux d'endettement comme la dette, et donnent ainsi une image faussée de la réalité. Diminuer son taux d'endettement ne signifie pas obligatoirement diminuer son stock de dette (la relation étant vraie en valeur réelle, elle est tout aussi valable en valeur nominale), on peut même le diminuer tout en augmentant son montant réel de dette. Il est donc important de bien faire la distinction entre les deux.

5 Historique récent dans la zone euro

Je vais dans cette partie présenter un historique récent de l'endettement public dans la zone euro. Je m'intéresse tout d'abord à l'endettement brut, pour ensuite regarder la dette publique avec d'autres indicateurs proposés dans les critiques : endettement net, endettement implicite et dette brute sur revenus. Il sera ainsi possible de voir si l'endettement brut est assez proche de ces autres indicateurs ou ceux-ci montrent une image totalement différente de la situation des dettes publiques au sein de la zone euro.

5.1 Endettement brut.

Je vais maintenant analyser le taux d'endettement brut (selon Maastricht) de la zone euro sur les 20 dernières années pour voir quels ont été les trajectoires suivies par les différents pays et la zone euro dans son ensemble.

Figure 5 : Taux d'endettement brut (% du PIB) dans la zone euro (1995, 2005, 2015)

	1995	2005	2015
Zone euro (19 pays)	70,8	69,2	90,4
Belgique	130,5	94,6	105,8
Allemagne	54,7	67,0	71,2
Estonie	8,2	4,5	10,1
Irlande	78,6	26,1	78,6
Grèce	99,0	107,4	177,4
Espagne	61,7	42,3	99,8
France	55,8	67,1	96,2
Italie	116,9	101,9	132,3
Chypre	47,8	62,8	107,5
Lettonie	13,9	11,7	36,3
Lituanie	11,5	17,6	42,7
Luxembourg	8,6	7,5	22,1
Malte	34,4	70,1	64,0
Pays-Bas	73,6	49,3	65,1
Autriche	68,0	68,6	85,5
Portugal	58,3	67,4	129,0
Slovénie	18,3	26,3	83,1
Slovaquie	21,7	34,1	52,5
Finlande	55,1	40,0	63,6

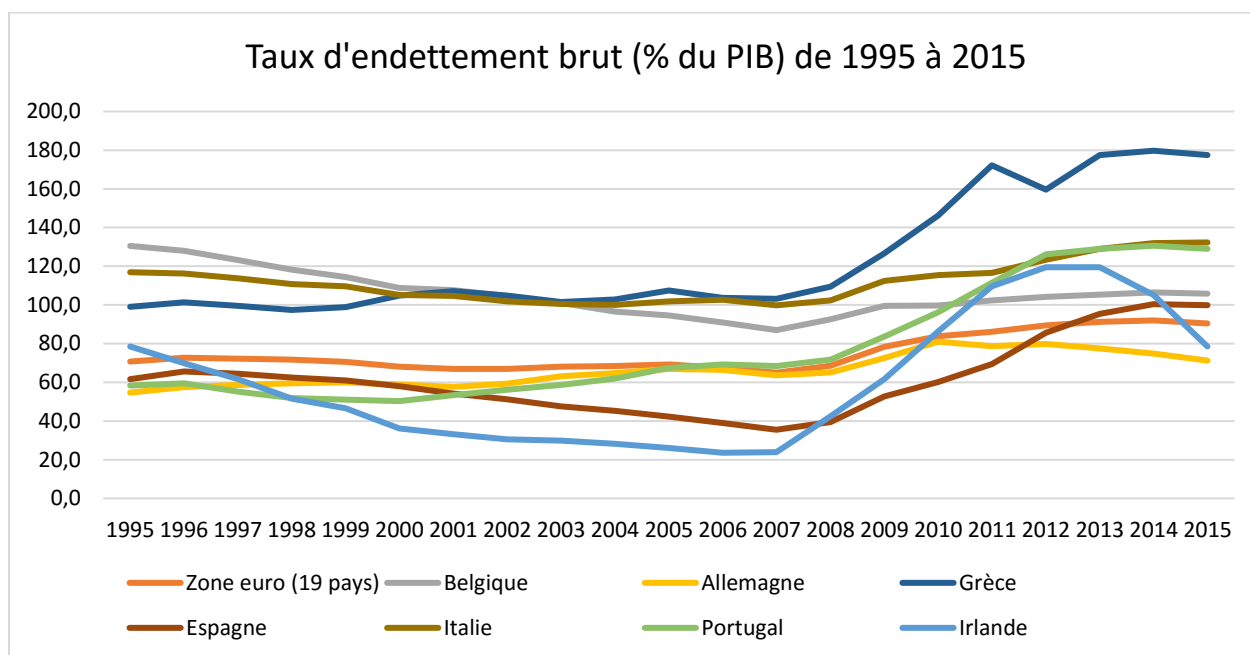
Source : Eurostat (gov_10dd_edpt1)¹¹

¹¹ Données complètes de 1995 à 2005 disponibles à l'Annexe 3

Nous pouvons voir sur le tableau 1 que la dette moyenne dans la zone euro a légèrement diminuée entre 1995 et 2005. On peut constater que les pays les plus endettés à l'exception de la Grèce ont tous fait des efforts budgétaires pour diminuer leur taux d'endettement. La plus forte baisse vient de l'Irlande qui a descendu son taux d'endettement de plus de 40% du PIB. Pour les autres pays, nous pouvons observer des variations à la hausse et à la baisse dans une fourchette de 10% du PIB en général. La situation actuelle est dramatiquement différente : l'endettement moyen de la zone euro est passé à 90,4% du PIB, une hausse de plus de 20 points de pourcentages en 10 ans ! Cela est dû à la crise financière mondiale suivie de la crise des dettes publiques que nous avons connue en Europe. La situation est évidemment la plus grave en Grèce, où le taux d'endettement brut atteint presque 180%, ce qui est proche de la limite théorique du seuil d'endettement soutenable, qui est estimé à environ le double du PIB. Certains pays ont mieux résistés au contraire de la Grèce et d'autres pays du Sud de la zone euro ayant été fortement touchés. Nous pouvons par exemple citer l'Allemagne dont le taux d'endettement n'a atteint que 4 points de pourcentages en plus en 2015 en comparaison de 2005. Le pays avec la dette brute la plus basse est l'Estonie, celle-ci n'atteignant que 10,1% du PIB en 2015.

Afin d'analyser les tendances suivies, nous allons voir graphiquement l'évolution du taux d'endettement de la zone euro ainsi que ceux de l'Allemagne, de la Belgique et des pays qui ont souffert le plus pendant la crise, c'est-à-dire l'Irlande, la Grèce, le Portugal, l'Italie et l'Espagne.

Figure 6 : Evolution du Taux d'endettement brut (% du PIB) dans la zone euro de 1995 à 2015



Source : Eurostat (gov_10dd_edpt1)

Nous pouvons décomposer le graphique en trois périodes : 1995-2000, 2000-2007, 2007-2015. Dans la première période, nous pouvons voir une tendance stable pour les pays moyennement endettés (entre 60% et 80% du PIB). Les deux pays les plus endettés ont entrepris de diminuer le taux d'endettement et nous pouvons voir une tendance continue à la baisse, même si celle-ci est légère. La Grèce reste à un taux d'endettement stable, dans les alentours de 100% du PIB. L'Irlande fait figure d'exception car n'étant pas pourtant la plus endettée, c'est ce pays qui diminue le plus son taux d'endettement, arrivant en dessous de 40% du PIB en 2000. Pour la seconde période, nous pouvons voir une stabilisation du taux d'endettement de la Grèce et l'Italie pendant que la Belgique poursuit la baisse de son taux d'endettement qui descend en dessous de 90% du PIB. Le taux d'endettement espagnol et irlandais sont tous les deux à la baisse, bien que la baisse soit moins marquée qu'auparavant en Irlande. Seul le Portugal et l'Allemagne voit leur taux d'endettement augmenter sur cette période. Sur la troisième période, on peut clairement voir un point d'inflexion à la hausse à partir de 2007, c'est-à-dire l'année précédant le déclenchement de la crise financière mondiale qui a eu lieu en 2008. On assiste ainsi en quelques années à une montée continue du taux d'endettement dans tous les pays. On peut voir que l'Irlande est le pays le plus touché, la pente de la courbe du pays étant la plus forte à cette époque. Elle est suivie de près par la Grèce, et ensuite l'Espagne et le Portugal. Le pays le moins touché est l'Allemagne, qui dès

2010, a pu amorcer une lente descente de son taux d'endettement. L'Irlande a en 2012 pu stabiliser sa dette et diminuer fortement son taux d'endettement par la suite. Pour les autres pays, la situation se stabilise sur la fin de la période. Le fait que la Grèce avait un taux d'endettement élevé avant la crise, et que le pays n'ait rien entrepris afin de le diminuer constitue sans doute une des raisons pour laquelle celui-ci se trouve dans une situation extrêmement difficile aujourd'hui.

Au vu des taux d'endettement atteints à l'heure actuelle dans la zone euro, un abaissement de ceux-ci paraît très important. Garder un niveau d'endettement tel que ceux actuels me paraît très risqué pour le futur, d'une part parce que si une nouvelle crise survenait, beaucoup de pays se trouveraient alors en grande difficulté, et d'autre part, parce que les taux d'intérêts sont très bas pour le moment. Les taux d'intérêt bas permettent pour l'instant de limiter la charge d'intérêt qui pèse sur l'équilibre budgétaire dans les pays de la zone euro. Il y a fort à craindre que celle-ci augmentera de manière substantielle quand les taux d'intérêt remonteront, ce qui requerra des efforts encore plus durs de la part des états pour dégager des soldes primaires suffisants. S'ils n'y arrivent pas, un effet « boule de neige » pourrait bien se produire, ce qui doit absolument être évité quand les taux d'endettement sont hauts.

Face à une augmentation du taux d'endettement, Espinoza (2016) livre trois solutions : réduire la dette et retourner au niveau d'avant l'augmentation, réduire la dette sans pour autant retourner aux niveaux historiques, ou alors tout simplement ne rien faire et vivre avec un haut niveau d'endettement. Il est difficile de définir quelle est la meilleure option car celles-ci ont toutes des coûts. La théorie néoclassique recommande plutôt de suivre la dernière option, c'est-à-dire de laisser le niveau d'endettement comme il est. En effet, elle considère que les coûts liés aux deux autres options sont trop élevés en comparaison. Cela serait dû au fait que les individus perdent plus de bien-être lorsque le taux d'imposition change que lorsqu'il reste identique. Il ne faudrait donc rien faire sauf si le taux d'endettement public atteint des niveaux dangereux, proche du seuil de soutenabilité (Espinoza, 2016). Espinoza recommande cependant de garder une marge de sécurité au cas où une crise surgirait, cela afin de pouvoir la passer sans pour autant atteindre directement le seuil de soutenabilité.

Malgré la théorie exposée par Espinoza, je reste convaincu qu'une baisse de l'endettement public dans la zone euro est nécessaire. Les coûts liés aux charges d'intérêt deviendront trop élevés lorsque les taux d'intérêt augmenteront, ce qui pénalisera fortement les finances

publiques. De plus, l'Histoire étant faite de crises, il ne me paraît pas judicieux d'attendre qu'une crise revienne, nous amène proche du seuil de soutenabilité et de commencer à réagir seulement à ce moment-là. Les coûts liés à une réduction du taux d'endettement quand il devient extrême sont bien supérieurs aux coûts que nous aurions à subir pour nous désendetter à l'heure actuelle. La Grèce me paraît être un bon exemple de ce fait. On peut voir les contraintes énormes que la réduction du niveau d'endettement grec impose à la population du pays, qui souffre grandement des mesures. On peut se demander quelle serait la situation aujourd'hui de la Grèce si celle-ci avait entamé une réduction de sa dette publique dans la décennie d'avant crise.

5.2 Endettement net

Nous avons pu voir les niveaux d'endettement brut atteints actuellement, je vais donc m'intéresser maintenant aux niveaux de d'endettement net des pays de la zone euro. Pour se faire, j'ai utilisé la méthode de calcul préconisée par un rapport d'Eurostat¹² de 2014.

La dette nette est donc égale à la dette brute selon Maastricht minorée des actifs financiers (numéraires et dépôts, titres de dettes et enfin les crédits).

¹² Rapport : « Measuring net government debt : theory and practice» (Eurostat, 2014).

Figure 7 : Taux d'endettement brut et net (% du PIB) dans la zone euro en 2015

	Endettement brut	Endettement net
Zone euro (19 pays)	90,4	74,7
Belgique	105,8	92,5
Allemagne	71,2	50,4
Estonie	10,1	-2,9
Irlande	78,6	64,0
Espagne	99,8	85,6
France	96,2	87,2
Italie	132,3	119,9
Chypre	107,5	91,8
Lettonie	36,3	30,9
Lituanie	42,7	34,7
Luxembourg	22,1	-15,1
Malte	64,0	54,0
Pays-Bas	65,1	52,8
Autriche	85,5	58,0
Portugal	129,0	111,1
Slovénie	83,1	49,8
Slovaquie	52,5	43,3
Finlande	63,6	17,8

Source : Eurostat (gov_10dd_edpt1 , gov_10a_ggfa)^{13 14}

Le taux d'endettement net est en moyenne dans la zone euro de 15% de points de pourcentages plus bas que le taux d'endettement brut. La situation générale de la dette nette montre ainsi une différence assez frappante avec la situation en taux brut. Seuls deux pays passent ainsi la barre des 100% du PIB (la Grèce la dépasserait sans aucun doute aussi si elle était reprise). On peut aussi voir que le Luxembourg et l'Estonie ont des taux d'endettement net négatifs, ce qui signifie qu'ils possèdent plus de biens financiers que de dettes.

On peut cependant voir des différences entre les pays quant à leurs biens financiers et la valeur totale de ceux-ci. On peut par exemple voir que l'endettement brut de l'Irlande est moins haut que celle de l'Autriche, mais que cela s'inverse en net, celui de l'Autriche étant plus bas que celui de l'Irlande. Si l'on décidait de classer les pays par ordre croissant de dette

¹³ Données complètes pour la période de 2005 à 2015 disponibles à l'Annexe 4

¹⁴ La Grèce n'est pas reprise dans le tableau car les données ne sont pas disponibles quant aux actifs financiers du pays.

brute et de nette, on peut voir que les places de chacun dans les classements ne seraient en moyenne différentes que d'une ou deux positions.

Je vais maintenant analyser l'évolution de la dette nette de la zone euro comparativement à la dette brute afin d'établir si elles évoluent de la même manière ou non. La période choisie est de 2005 à 2015. Je vais pour cela utiliser la différence entre le taux net moyen et le taux brut moyen d'endettement de la zone euro.

Figure 8 : Taux d'endettement moyen brut, taux d'endettement moyen net et écart entre les deux (% du PIB) au sein la zone euro de 2005 à 2015

	Endettement brut	Endettement net	Endettement brut – Endettement net
2005	69,2	58,4	10,8
2006	67,4	56,7	10,7
2007	65,0	54,3	10,7
2008	68,6	56,1	12,5
2009	78,4	65,4	13,0
2010	83,8	69,4	14,4
2011	86,1	71,3	14,8
2012	89,5	73,1	16,4
2013	91,3	75,3	16,0
2014	92,0	75,7	16,3
2015	90,4	74,7	15,7

Source : Eurostat (gov_10dd_edpt1 , gov_10a_ggfa)

Nous pouvons voir que le taux d'endettement moyen net au sein de la zone euro suit la même tendance que le taux d'endettement moyen brut pour la période étudiée. Chaque hausse ou baisse du taux brut est répercutée par la même tendance pour le taux net. Cependant, on peut observer par la soustraction de ces deux taux que même si ils suivent la même tendance, ils n'évoluent pas au même rythme. Les trois années avant la crise, les variations sont identiques dans les deux taux, ce qui se traduit par une différence entre les deux taux constante au dixième près. Dès 2008, année de la crise, les deux taux varient dans des amplitudes différentes. On observe ainsi une variation de 1,8 point de pourcentages entre 2007 et 2008. Les variations à la hausse de la différence entre les deux taux sont ainsi présentes de 2008 jusqu'en 2012, alternant variation plus forte (entre 1,4 et 1,8 point de pourcentages) et variation plus faible (entre 0,4 et 0,5 point de pourcentages). A partir de 2013, les variations diminuent mais continuent et s'établissent dans une échelle entre 0,3 et

0,6 point de pourcentages. L'écart le plus élevé a été atteint en 2012, avec une différence 16,4 points de pourcentages entre les deux taux.

5.3 Endettement implicite

Après avoir présenté les niveaux de dettes brutes et nettes en pourcentage du PIB, je vais maintenant m'intéresser à la dette implicite des pays de la zone euro. Pour rappel, la dette implicite tient compte de tous les engagements (par exemple les pensions) qui seront à payer dans le futur si le gouvernement garde la politique actuelle inchangée. Les chiffres qui vont être présentés proviennent d'un institut de recherche, le « Stiftung Marktwirtschaft ». Il a établi un classement des pays européens en fonction de leur dette totale (en pourcentage du PIB), appelée écart de soutenabilité (« sustainability gap ») dans le rapport. Cette dette totale est égale à la somme de la dette explicite brute et de la dette implicite du pays. Le classement le plus récent a été présenté au sein d'un rapport en 2014¹⁵, il contient ainsi les données de l'année 2013.

¹⁵ Rapport: Stiftung Marwirtschaft (2014), « Honorable States? EU sustainability Ranking 2014 – Key results. »

Figure 9 : Dette implicite, dette explicite brute et somme totale de la dette (% du PIB) en Europe en 2013

EU Sustainability Ranking* 2014 (Base Year 2013)				
in % of GDP		Explicit Debt	+ Implicit Debt	= Sustainability Gap
1	Latvia	38	17	55
2	Italy	128	-23	105
3	Estonia	10	115	125
4	Portugal	128	3	131
5	Germany	77	81	157
6	Hungary	77	95	173
7	Poland	56	150	206
8	Lithuania	39	212	251
9	Austria	81	173	254
10	Denmark	45	255	300
11	Romania	38	265	303
12	Bulgaria	18	305	323
13	Czech Republic	46	306	352
14	Malta	70	282	352
15	Sweden	39	327	365
16	Slovak Republic	55	411	465
17	France	92	388	480
18	Netherlands	69	432	501
19	Finland	56	456	512
20	Greece	175	356	531
21	Slovenia	70	507	577
22	United Kingdom	87	509	596
23	Spain	92	526	618
24	Belgium	105	574	678
25	Cyprus	102	592	694
26	Ireland	123	752	875
27	Luxembourg	24	1020	1043

Source : « Honorable States? EU sustainability Ranking 2014 » – Key results, Stiftung Marwirtschaft (2014)

La situation générale en terme de dette implicite dans les pays européens, et donc au sein de la zone euro, est effrayante. Celle-ci est inférieure au PIB dans le cas de seulement cinq pays. Après ces cinq pays, l'endettement implicite en termes de PIB atteint des niveaux vertigineux. Ainsi, sur les 28 pays de l'Union Européenne, 15 d'entre eux ont un niveau de dette implicite supérieure à 300% de leur PIB. Les pays de la zone euro ne sont pas mieux situés que ceux en dehors de celles-ci, en effet, parmi les 15 derniers pays du classement, on retrouve 11 membres de la zone euro. On peut même ajouter que les 5 derniers du classement sont des pays de la zone euro et qu'ils sont bons derniers. La palme revient au Luxembourg qui atteint le pourcentage inimaginable de 1020% d'endettement implicite en fonction de son PIB. Malgré ce bilan peu reluisant pour la zone euro, et l'Europe dans son ensemble, il faut cependant souligner la très bonne gestion de l'Italie, du Portugal et de la Lituanie, avec respectivement une dette implicite de -23%, de 3% et de 17%. La dette implicite italienne négative signifie que le pays devrait percevoir plus de revenus dans le futur que ce qu'il devra

payer pour les engagements pris. Au vu des chiffres donnés, de sérieux changements devront être entrepris dans de nombreux pays européens afin de garder les finances publiques sous contrôle.

Même si la dette implicite est extrêmement élevée, il ne faut pas oublier que ce n'est pas une dette qui est déjà effective, et surtout que celle-ci peut potentiellement disparaître sans que l'on n'ait à la payer. La dette implicite étant composée des engagements des gouvernements passés, un gouvernement pourrait très bien décider de revenir sur ceux-ci et ainsi faire disparaître une partie de la dette implicite. Cela ne se fera évidemment pas sans coût politique, car la dette implicite est en grande partie un engagement des autorités envers ses propres citoyens. Même s'il serait mieux de commencer à agir dès maintenant pour régler le problème de l'endettement implicite bien trop élevé, les dirigeants politiques ont un intérêt à ne pas engager de réformes pour assainir la situation. En effet, au vu du coût politique engendré par celles-ci pour régler le problème, il sera mieux pour eux de ne rien faire et de laisser la résolution du problème aux futurs dirigeants. Cela continue ainsi jusqu'à ce que la situation impose aux dirigeants d'y remédier, c'est-à-dire quand la dette et la situation budgétaire de l'Etat ne sont plus tenables et de mettre en place les réformes nécessaires. Cela est d'autant plus difficile que plus on attend, plus la situation sera ardue à résoudre. Les pays de la zone euro avec des dettes implicites trop élevées feraient bien de lancer des réformes le plus rapidement possible afin de les diminuer et de les ramener dans des limites de soutenabilité future tenable.

Etant donné que l'endettement explicite et l'endettement implicite sont tous les deux élevés pour la majorité des pays présentés, la situation n'est évidemment pas bonne quand on les additionne. Un effort sera nécessaire, avant tout au niveau de la dette implicite, mais aussi de la dette explicite dans une moindre mesure.

5.4 Dette brute sur revenus

Je vais maintenant m'intéresser à l'endettement si on regarde celui-ci sous l'angle des revenus et plus du PIB. Pour calculer le ratio de dettes brutes sur revenus totaux du gouvernement, j'ai divisé le taux d'endettement brut (dette brute sur PIB) par les revenus du gouvernement exprimé en pourcentage du PIB (revenus sur PIB). J'obtiens ainsi le niveau de dette publique brute en fonction des revenus des pays.

Figure 10: Endettement brut et dette brute sur revenus du gouvernement dans la zone euro en 2015

	Endettement brut (%PIB)	Dette brute sur Revenus du gouvernement
Zone euro (19 pays)	90,4	194,8
Belgique	105,8	205,8
Allemagne	71,2	159,3
Estonie	10,1	24,9
Irlande	78,6	284,8
Grèce	177,4	367,3
Espagne	99,8	258,5
France	96,2	181,2
Italie	132,3	276,8
Chypre	107,5	274,2
Lettonie	36,3	101,4
Lituanie	42,7	122,3
Luxembourg	22,1	51,8
Malte	64,0	160,4
Pays-Bas	65,1	150,7
Autriche	85,5	169,0
Portugal	129,0	293,2
Slovénie	83,1	183,8
Slovaquie	52,5	122,7
Finlande	63,6	117,3

Source : Eurostat (gov_10dd_edpt1 , gov_10a_main)

Avec la dette brute sur les revenus de l'Etat, on obtient un tableau un peu différent de celui proposé par l'endettement brut et nous pouvons voir quelques surprises apparaître. L'Irlande, avec un taux brut d'endettement de 78,6%, qui se situe plutôt dans les bons élèves de la zone euro, atteint pourtant la troisième position en termes de dettes brute par revenus, avec 284,8%. Elle est seulement dépassée par la Grèce, qui voit sa dette brute sur ses revenus atteindre 367,3% et le Portugal avec 293,2%. C'est-à-dire qu'il faudrait quatre années de revenus au gouvernement grec sans que celui-ci ne dépense rien pour pouvoir rembourser la dette en totalité. Ceci est évidemment illusoire, un gouvernement ne pouvant pas arrêter de dépenser complètement pendant une année.

On retrouve sans surprise dans les plus endettés en termes de revenus ceux qui le sont aussi dans leur endettement brut, à savoir l'Italie, le Portugal et Chypre. La Belgique quant à elle s'en sort bien en atteignant 205,8% de dette brute sur son revenu au regard de son endettement brut.

L'Espagne et Chypre ont eux une dette brute par revenus très élevée comparée à leurs voisins les plus proches en termes d'endettement brut. On peut par exemple voir que bien que l'Espagne et la France ait un endettement brut proche à 99,8% et 96,2%, la différence est énorme entre leurs résultats obtenus pour leur dette brute sur leurs revenus, avec respectivement 258,5% pour l'Espagne et 181,2% pour la France. En termes de dette brute sur leurs revenus, l'Espagne est ainsi proche de moins de 20 points de pourcentage avec l'Italie, alors que celle-ci a un endettement brut moins élevé de 32,5 points de pourcentage.

Ces différences montrent tout d'abord les écarts qu'il peut y avoir en termes de revenus (sur le PIB) dans chaque pays de l'Union Européenne. Elles montrent aussi que les pays ne sont pas égaux s'ils voulaient rembourser leurs dettes sans en encourir de nouvelles. Ainsi les pays avec des revenus plus élevés en terme du PIB pourraient rembourser plus rapidement leurs dettes que les autres si chacun d'entre eux allouent une part identique de leurs revenus au remboursement des dettes.

On peut arguer que les pays avec de plus bas revenus en terme de leur PIB respectif n'auraient pas forcément plus difficile à rembourser leurs dettes car ils ont plus de place pour augmenter leurs impôts. Ils pourraient ainsi les augmenter et faciliter le remboursement de leurs dettes. Cependant, il n'est pas nécessairement aisé d'augmenter le taux d'imposition, surtout lorsque celui-ci est attractif et est la raison de l'implantation de beaucoup d'entreprises dans le pays, comme par exemple pour l'Irlande (parfois considéré comme un paradis fiscal).

6 Indicateurs non économiques de la dette publique

6.1 Soutenabilité sociale

J'ai parlé plusieurs fois lors de ce travail du coût que pouvait avoir la dette publique sur les populations d'un état. Je n'ai cependant pas présenté d'indicateurs pouvant donner une idée du coût pour la population. Je vais maintenant le faire avec une approche de soutenabilité sociale de la dette, proposée par Berr et Combarrous (2007). Celle-ci se base sur le fait que les analyses habituelles de la dette publique ne regardent que le point de vue des créanciers, sans se préoccuper des populations du pays qui doit rembourser la dette. Ainsi une dette sera dite soutenable si le débiteur a la capacité de la rembourser dans le futur, peu importe le coût pour la population. Cependant, il leur paraît important de prendre en compte aussi le bien-être des populations vivant dans l'état débiteur, afin de s'assurer que la dette n'est pas un fardeau trop lourd.

Leur analyse a été menée sur les pays en voie de développement car c'est là que les coûts de la dette sont les plus élevés pour la population. L'analyse peut cependant se faire pour les pays développés, et j'aimerais ainsi montrer plus précisément les coûts que la dette a pour les populations dans la zone euro.

Pour effectuer ces analyses, il faut tout d'abord préciser comment la population est affectée par la dette publique. Ce n'est pas tant le stock de la dette et donc son niveau en fonction du PIB qui affecte les gens, mais bien le service de celle-ci. Le service de la dette comprend les remboursements en capital et les intérêts payés sur la dette. Le service de la dette affecte directement le citoyen, étant donné que cela ampute une partie des revenus de l'Etat. Le gouvernement a donc moins d'argent disponible pour les services à la population.

Comme le reconnaissent les deux auteurs, utiliser le service de la dette peut poser quelques réserves étant donné que les deux membres qui le composent ont des significations très différentes. Le paiement des intérêts n'amène rien dans le futur, alors que le remboursement en capital permet de diminuer la dette, et donc de diminuer les coûts par la suite.

J'ai donc décidé d'utiliser ici seulement le paiement des intérêts sur la dette publique pour mes calculs. Cette somme étant ainsi « perdue » chaque année, car elle n'apporte pas de gains par la suite pour le pays et sa population.

Les deux mesures que je vais utiliser sont les intérêts payés sur les dépenses publiques du pays en matière de soins de santé et les intérêts payés sur les dépenses publiques du pays en matière d'éducation. Les soins de santé et l'éducation sont des matières très importantes pour la population, et l'objet de nombreuses discussions dans les pays. Ils affectent ainsi toute la population. Lorsque le ratio est supérieur à 1, cela signifie que l'Etat a dépensé plus d'argent pour payer les intérêts échus sur sa dette publique que pour les soins de santé ou l'éducation dans le pays.

6.2 Zone euro

Figure 11 : Ratio entre les intérêts à payer pour la dette publique et les dépenses publiques pour la santé

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Zone euro (19 pays)	0,43	0,42	0,44	0,43	0,38	0,37	0,42	0,42	0,38	0,37	0,33
Belgique	0,65	0,62	0,60	0,56	0,49	0,47	0,47	0,46	0,41	0,41	0,39
Allemagne	0,42	0,42	0,43	0,42	0,37	0,36	0,37	0,34	0,29	0,25	0,22
Estonie	0,05	0,05	0,05	0,04	0,04	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Irlande	0,15	0,15	0,14	0,17	0,24	0,35	0,40	0,50	0,53	0,52	0,46
Grèce	0,76	0,75	0,75	0,74	0,74	0,86	1,12	0,88	0,77	0,85	0,80
Espagne	0,30	0,29	0,28	0,25	0,25	0,29	0,38	0,48	0,56	0,57	0,50
France	0,34	0,33	0,35	0,38	0,30	0,30	0,33	0,33	0,29	0,27	0,24
Italie	0,66	0,64	0,72	0,70	0,59	0,58	0,66	0,72	0,67	0,64	0,59
Chypre	1,11	1,04	1,08	0,96	0,77	0,67	0,71	0,97	1,00	1,08	1,08
Lettonie	0,12	0,09	0,10	0,14	0,33	0,40	0,44	0,41	0,41	0,37	0,34
Lituanie	0,16	0,13	0,13	0,13	0,18	0,26	0,27	0,34	0,32	0,29	0,26
Luxembourg	0,04	0,07	0,07	0,09	0,08	0,08	0,11	0,10	0,12	0,08	0,09
Malte	0,63	0,62	0,64	0,62	0,65	0,58	0,59	0,55	0,51	0,51	0,45
Pays-Bas	0,40	0,29	0,30	0,29	0,26	0,23	0,23	0,19	0,18	0,17	0,16
Autriche	0,43	0,42	0,43	0,39	0,41	0,37	0,36	0,35	0,33	0,32	0,30
Portugal	0,36	0,40	0,41	0,43	0,38	0,40	0,63	0,75	0,77	0,79	0,74
Slovénie	0,24	0,23	0,21	0,18	0,19	0,23	0,27	0,28	0,38	0,49	0,43
Slovaquie	0,27	0,22	0,23	0,19	0,19	0,18	0,22	0,26	0,28	0,27	0,25
Finlande	0,24	0,22	0,21	0,20	0,16	0,16	0,18	0,17	0,16	0,14	0,17

Source : Eurostat (gov_10dd_edpt1 , gov_10a_exp)

On peut remarquer en premier lieu qu'un seul pays de la zone euro paye plus d'intérêts qu'il ne dépense pour les soins de santé en 2015, Chypre. Cela s'explique majoritairement par le fait que les dépenses en soins de santé (au regard du PIB) sont les plus basses de la zone euro à Chypre. Dans le reste des pays, le ratio est inférieur en 2015. Il est cependant élevé pour la Grèce (0,80) et pour le Portugal (0,74), pays en difficulté au niveau de leur endettement brut. Il est intéressant de noter la

différence entre l'Espagne (0,50) et la France (0,24) en 2015, qui sont pourtant à un niveau très proche en termes d'endettement brut. Cela s'explique principalement par le fait que les taux d'intérêts sont plus élevés en Espagne (voir Annexe 5), ce qui pousse donc le ratio vers le haut. De plus, le budget alloué pour les soins de santé est aussi plus faible en termes de PIB qu'en France (voir Annexe 6). On peut aussi noter qu'en 2011, année où la crise souveraine a été la plus dure en Grèce, le ratio a dépassé 1 suite aux taux d'intérêts très élevés (7,3% du PIB en paiements d'intérêts, voir Annexe 5).

L'évolution au cours des 10 ans peut être expliquée par plusieurs facteurs. Jusqu'en 2008, le ratio est stable dans la zone euro, puis diminue en 2009 et 2010. Deux effets sont responsables : Les dépenses ont effectivement augmentés à partir de 2009 pour se stabiliser sur le long terme autour de 7,2% du PIB (voir Annexe 6) mais c'est aussi en 2009 que le PIB a subi un recul dû à la crise, augmentant par conséquent les dépenses en termes de PIB. Par la suite, les dépenses vont rester stables. La remontée du ratio en 2011 et 2012 est due à la crise des dettes souveraines qui a frappé la zone euro, entraînant une augmentation des taux d'intérêts demandés et donc de la charge due. La diminution observée dans la zone euro à partir de 2013 est due à une diminution des charges d'intérêts, lorsque la crise des dettes souveraines a été stoppée et que les taux d'intérêts ont commencé à fortement redescendre.

Figure 12 : Ratio entre les intérêts à payer pour la dette publique et les dépenses publiques pour l'éducation

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Zone euro (19 pays)	0,62	0,60	0,63	0,62	0,56	0,54	0,63	0,63	0,58	0,56	0,51
Belgique	0,77	0,73	0,73	0,70	0,63	0,60	0,58	0,58	0,52	0,52	0,47
Allemagne	0,66	0,68	0,69	0,69	0,60	0,57	0,58	0,55	0,47	0,43	0,38
Estonie	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Irlande	0,23	0,22	0,22	0,26	0,41	0,56	0,59	0,77	0,84	0,81	0,70
Grèce	1,12	1,22	1,25	1,26	1,22	1,44	1,66	1,13	0,87	0,91	0,84
Espagne	0,44	0,40	0,40	0,36	0,37	0,42	0,57	0,71	0,85	0,85	0,76
France	0,47	0,45	0,49	0,52	0,42	0,43	0,47	0,47	0,42	0,40	0,36
Italie	1,00	0,98	1,07	1,11	0,96	0,98	1,15	1,27	1,17	1,15	1,05
Chypre	0,53	0,51	0,49	0,43	0,35	0,30	0,34	0,48	0,48	0,49	0,49
Lettonie	0,09	0,07	0,07	0,10	0,22	0,27	0,31	0,28	0,26	0,24	0,22
Lituanie	0,15	0,13	0,13	0,11	0,17	0,28	0,30	0,34	0,32	0,30	0,28
Luxembourg	0,04	0,06	0,07	0,08	0,07	0,07	0,09	0,09	0,11	0,08	0,08
Malte	0,70	0,67	0,67	0,63	0,61	0,55	0,56	0,52	0,50	0,52	0,47
Pays-Bas	0,42	0,38	0,39	0,38	0,35	0,32	0,33	0,29	0,28	0,26	0,24
Autriche	0,67	0,65	0,68	0,61	0,63	0,57	0,56	0,54	0,52	0,50	0,48
Portugal	0,37	0,41	0,45	0,46	0,41	0,38	0,59	0,79	0,79	0,80	0,77
Slovénie	0,23	0,22	0,20	0,18	0,20	0,25	0,30	0,31	0,40	0,53	0,52
Slovaquie	0,45	0,36	0,40	0,37	0,33	0,31	0,37	0,44	0,48	0,46	0,43
Finlande	0,26	0,25	0,24	0,24	0,20	0,20	0,22	0,22	0,20	0,19	0,19

Source : Eurostat (gov_10dd_edpt1 , gov_10a_exp)

En 2015, on peut remarquer que l'Italie est particulièrement mal lotie en ce qui concerne ce ratio. L'Italie paye plus d'intérêts sur sa dette qu'elle ne dépense dans l'éducation dans le pays ! Il est choquant de se rendre compte que le budget alloué à l'éducation de la jeunesse, surtout quand on sait son importance, est inférieure aux dépenses pour payer les intérêts de la dette. Ceci n'est pas un problème récent pour l'Italie, on voit à l'historique que ce ratio a toujours été élevé.

Au plus fort de la crise des dettes souveraines, on peut voir que le ratio grec atteignait 1,66, signifiant que l'état dépensait plus d'une fois et demi ses dépenses à l'éducation en paiement d'intérêts. On voit très rapidement qu'une telle situation est intenable à long terme. La Grèce a heureusement pu être sauvée de la faillite à temps et a vu par la suite son taux d'intérêt baissé et revenir à des niveaux plus supportables (7,3% du PIB en paiement d'intérêts en 2011 pour 3,6% du PIB en 2015, voir Annexe 5).

Les pays avec les valeurs du ratio le plus élevé sont principalement les pays avec un taux d'endettement élevé même si l'on peut noter l'exception de Chypre, qui a un ratio relativement bas malgré son taux d'endettement élevé. Cela s'explique par le fait que Chypre compte parmi les pays avec les plus hautes dépenses pour l'éducation par rapport à son PIB.

L'évolution du ratio tout au long de la période dans la zone euro est due en 2009 et 2010 à la chute du PIB, ce qui a augmenté les dépenses en termes de PIB. Sur le reste de la période, les dépenses pour l'éducation sont restées stables autour de 4,7% du PIB (voir Annexe 7). La diminution du ratio dans la zone euro à partir de 2013 est à mettre sur le compte de la diminution de la charge d'intérêts, tout comme pour le ratio des soins de santé.

6.3 Japon

Le cas du Japon que je n'avais pas encore évoqué dans le travail est un cas particulier. En effet le pays est le premier au monde en termes d'endettement brut public. En 2013, il a atteint le taux inimaginable de 228,47% du PIB en dette brute¹⁶. Pourtant la dette publique du Japon n'est pas considérée comme à risque, ce qui est en grande partie dû au fait que celle-ci est interne à plus de 90%, c'est-à-dire qu'une écrasante majorité des titres est détenue par des agents économiques japonais.

¹⁶ Source : OCDE

En 2013, les dépenses pour l'éducation ont été de 3,5% du PIB et celles de sante de 9,6%¹⁷. La charge d'intérêt est estimée à 5,2% du PIB pour l'année 2013¹⁸.

Le ratio entre les intérêts payés et les dépenses en éducation est de 1,48, et celui pour les dépenses en soins de santé est de 0,54. On peut donc voir que le Japon dépense une fois et demi plus d'argent pour payer les intérêts échus que pour l'éducation. Pour les soins de santé cependant, le ratio reste assez bas. On voit ainsi que l'endettement élevé du Japon, même si il ne porte pas à inquiétude pour l'instant, a quand même un impact certain sur la population et les services offert par l'Etat.

Aussi bien dans le cas du Japon que pour la zone euro, nous pouvons voir que les pays au taux d'endettement le plus élevé sont souvent ceux où la population perd le plus. Les résultats non concordants entre taux d'endettement élevé et impact plus fort sur la population sont à relativiser étant donné que chaque pays mène sa propre politique d'éducation et de soins de santé. Ainsi, les pays avec des politiques plus restrictives et moins dépensières dans ces deux domaines seront toujours défavorisés sur ces indicateurs. L'indicateur de l'endettement brut tend donc à montrer pour quelle population les charges pèseront le plus socialement, mais indique seulement une tendance et non une certitude, c'est-à-dire qu'un endettement brut plus élevé ne veut pas obligatoirement dire un poids social plus élevé.

¹⁷ Source : OCDE

¹⁸ Source : Banque Mondiale

7 Conclusion

L'endettement public dans la zone euro a atteint des niveaux très élevés selon l'indicateur d'endettement brut. L'analyse empirique a montré que l'endettement net était peu différent de l'endettement brut, avec des différences variant entre 10 et 20 points de pourcentage du produit intérieur brut et qu'il suivait la même tendance que l'endettement brut. Pour la zone euro, il apparaît ainsi que l'endettement brut donne une bonne indication de ce que sera le niveau net.

Les résultats sont plus mitigés concernant le ratio dette brute sur revenus publics. En effet, on a pu voir que l'image donnée par ce ratio donnait la même tendance globale que l'endettement brut, mais avec des exceptions importantes telles que l'Irlande ou l'Espagne. Ainsi, au vu des différences des niveaux de revenus en fonction du produit intérieur brut dans la zone euro, l'endettement brut ne donne qu'une indication générale et peu fiable si l'on veut faire une comparaison précise entre pays quant à leur possibilité de rembourser leur dette publique. Il devrait être en effet plus facile de rembourser sa dette publique si les revenus sont élevés, même si je dois souligner que cela pourrait ne pas nécessairement être le cas.

Concernant la dette implicite, on peut voir que l'endettement brut, ainsi que tous les autres indicateurs de dette explicite, ne donnent aucune indication quant à son niveau. Ainsi, le Luxembourg est un des pays avec le taux d'endettement brut le plus faible, mais est celui qui a le taux d'endettement implicite le plus élevé. L'Italie, qui a elle un des taux d'endettement brut les plus élevés, a au contraire un taux d'endettement implicite très bas. Il est donc nécessaire de mener les analyses d'endettement implicite séparément et de ne pas se baser sur l'indicateur d'endettement brut pour la zone euro.

Les critiques liées au manque du ratio concernant le taux d'intérêts pratiqués et la maturité de la dette restent de mises concernant la maturité. En effet, l'indicateur d'endettement brut n'indique rien concernant celle-ci, et donc sur les risques que le pays court si les taux d'intérêts venaient soudainement à augmenter. Concernant les taux d'intérêts, j'en arrive à des conclusions mitigées. Comme nous avons pu le voir dans la partie sur les indicateurs non-économiques, ce sont généralement les pays les plus endettés dans la zone euro qui ont les ratios les plus élevés en termes d'intérêts à payer sur la dette publique au regard des dépenses publiques dans les soins de santé ou dans l'éducation. Ceci tend donc à indiquer que les taux

d'intérêts sont plus élevés pour les pays les plus endettés, et que l'endettement brut peut ainsi donner une idée de la tendance des taux d'intérêts pratiqués pour les pays.

Une diminution de la dette publique explicite au sein de la zone euro dans les pays les plus endettés me paraît nécessaire. Nous avons vu dans la dernière partie qu'en 2015, l'Italie payait plus d'intérêts sur sa dette qu'elle ne dépense dans l'éducation publique ou que Chypre payait plus pour les intérêts que pour les soins de santé par exemple. Ceci est à mes yeux un indicateur clair que la dette publique est un fardeau pour les générations futures. Ce sont les générations actuelles qui portent le poids de la dette publique, alors que celle-ci a été contractée il y a longtemps. Elle est nécessaire tout d'abord à cause de ce poids élevé, qui grève les finances publiques et diminuent les services au citoyen, et ensuite car les taux d'intérêts sont actuellement bas, ce qui fait que le fardeau de la dette est plus faible pour le moment. Une remontée des taux, en espérant qu'elle ne crée pas un « effet boule de neige » dévastateur dans les pays les plus endettés, aurait tout même un impact sur la charge supportée par la population.

Les autorités publiques devront aussi s'attaquer à l'endettement implicite, au vu de son niveau extrêmement important dans une grande partie des pays de la zone euro. Il faudra le diminuer absolument si l'on veut éviter une catastrophe dans les finances publiques des pays concernés. Je vois mal comment on pourrait justifier de ne pas le faire au vu de la hauteur vertigineuse atteinte par le taux d'endettement implicite dans certains pays.

En conclusion, le taux d'endettement brut permet de donner une image fidèle de la dette explicite, une tendance générale au niveau des taux d'intérêts pratiqués et du poids de la dette publique sur la population, une indication imprécise concernant leur endettement en fonction de leur revenu et enfin n'apporte aucune indication quant à la dette implicite. Il apporte ainsi à mes yeux des indications claires en ce qui concerne les tendances suivies par la dette publique, à l'exception de la dette implicite, mais ne permet pas une idée précise de la situation dans chaque pays. Un autre indicateur serait donc nécessaire si l'on veut pouvoir prendre les différents éléments mieux en compte et ainsi permettre d'affiner avec un seul indicateur l'analyse des dettes publiques.

8 Bibliographie

- Banque Nationale de Belgique (2016). *Secteurs institutionnels selon le SEC2010*. En ligne, https://www.nbb.be/doc/dq/cis/f/info_new.html consulté le 18 octobre 2016.
- Banque Centrale Européenne (2016). *Indépendance de la BCE*. En ligne, <https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/independence/html/index.fr.html> consulté le 09 décembre 2016.
- Banque Centrale Européenne (2016). *Missions de BCE*. En ligne, <https://www.ecb.europa.eu/ecb/tasks/html/index.fr.html> consulté le 09 décembre 2016.
- Barro, R. J. (1989). The Ricardian approach to budget deficits. *The Journal of Economic Perspectives*, 3 (2), 37-54.
- Bénassy-Quéré, A., Coeuré, B., Jacquet, P., & Pisani-Ferry, J. (2012). *Politique économique*. Bruxelles : De Boeck.
- Berr, E., Combarous, F. (2007). Une autre lecture de la soutenabilité de la dette. *Revue Tiers Monde*, 192,(4), 789-813.
- Besancenot, D., Huynh, K., & Vranceanu, R. (2003). Dette publique. Du risque d'insoutenabilité au risque d'illiquidité. *Revue économique*, 54(4),773-784.
- Bogaert, H. (2010, mai). Le retour de l'effet boule de neige. Communication à l'Institut Belge des Finances Publiques.
- Buchanan, J. M. (1958). *Public principles of public debt: a defense and restatement*. Homewood Ill: R.D. Irwin.
- Buchanan, J. M., & Wagner, R. E. (1977). *Democracy in Deficit: The Political Legacy of Lord Keynes*. New York: Academic Press.
- Buiters, W. H. (1977). Crowding out and the effectiveness of fiscal policy. *Journal of Public Economics*, 7(3), 309-328.
- Chavagneux, C. (2012). Quel est le bon niveau de dette publique ? *L'Économie politique*, 55(3), 5-6.
- Corbin, A. (2003). Statut de monnaie de réserve du dollar et seignuriage américain: bilan et perspectives. *Revue d'économie financière*, 265-276.
- Curtasu, A. R. (2011). How to assess public debt sustainability: Empirical evidence for the advanced European countries. *Romanian Journal of Fiscal Policy (RJFP)*, 2(2), 20-43.

- Dafflon, B. (1998). La gestion des finances publiques locales. Paris : Économica.
- Dafflon, B. (2007). Introduction aux finances publiques, Chapitre 13: la dette publique. Syllabus, Université de Fribourg, Fribourg.
- De Backer, B. (2015). Décomposition de la dynamique des écarts de taux souverains dans la zone euro, *Revue économique de la Banque nationale de Belgique (BNB)*, 55-76.
- Ducoudré, B. (2005). Politique budgétaire et taux d'intérêt. *Revue de l'OFCE*, 95 (4), 243-277.
- Ducourtieux, C. (2015). *Grèce : Tsipras refuse les chantages, Varoufakis optimiste*. En ligne sur le site web du journal Le Monde http://www.lemonde.fr/economie/article/2015/06/26/grece-les-creanciers-proposent-des-prets-de-15-5-milliards-d-euros_4662692_3234.html consulté le 10 novembre 2016.
- Espinoza, R. A. (2016). *Réduire la dette publique n'est pas toujours la bonne solution*. En ligne sur le site de The Conversation <http://theconversation.com/reduire-la-dette-publique-nest-pas-toujours-la-bonne-solution-54714> consulté le 18 décembre 2016.
- Eurostat (2014). Measuring net government debt: theory and practice. doi: 10.2785/55772
- Fall, F., Bloch, D., Fournier, J.-M., & Hoeller, P. (2015). Cibles de dette prudentes et cadres budgétaires. *Documents d'orientation du Département des affaires économiques de l'OCDE*, 15, 1-62.
- Gadrey, J. (2012). *Thermomètres trompeurs (III) : la dette publique en % du PIB*. En ligne sur le site web d'Alternatives économiques <http://www.alternatives-economiques.fr/blogs/gadrey/2012/01/31/thermometres-trompeurs-iii-la-dette-publique-en-du-pib/> consulté le 15 décembre 2016.
- Ghosh, A. R., Kim, J. I., Mendoza, E. G., Ostry, J. D., & Qureshi, M. S. (2013). Fiscal fatigue, fiscal space and debt sustainability in advanced economies. *The Economic Journal*, 123(566), F4-F30.
- Herndon, T., Ash, M., & Pollin, R. (2014). Does high public debt consistently stifle economic growth? A critique of Reinhart and Rogoff. *Cambridge journal of economics*, 38(2), 257-279.
- Jalladeau, J. (1998). Introduction à la macroéconomie. Bruxelles : De Boeck Supérieur.

- Keynes, J. M. (1936). *The general theory of employment interest and money*. London : Macmillan.
- Le Soir (2016). *La dette belge baisse pour la première fois depuis 8 ans*. En ligne sur le site web du journal Le Soir <http://www.lesoir.be/1239979/article/economie/2016-06-15/dette-belge-baisse-pour-premiere-fois-depuis-8-ans> consulté le 28 décembre 2016.
- Marteau, D. (2014). *Le ratio dette publique/PIB a-t-il un sens économique ?* En ligne sur le site web de Revue-Banque <http://www.revue-banque.fr/risques-reglementations/chronique/ratio-dette-publiquepib-t-il-un-sens-economique> consulté le 15 décembre 2016.
- Minea, A., & Parent, A. (2012). *Is high public debt always harmful to economic growth? Reinhart and Rogoff and some complex nonlinearities*.
- Mosler, W. (2010). *Seven deadly innocent frauds of economic policy*. St. Croix (USA): Valance Co., Inc.
- Newman, F. (2013) *Freedom from national debt*. Minneapolis :Two Harbors Press.
- Novaresi, N. (2001). *Discipline budgétaire : Étude de l'influence du référendum financier et des règles d'équilibres budgétaire sur les finances publiques des vingt-six cantons suisses*. Fribourg: Benefri.
- OCDE (2016). *La dette brute des administrations publiques*. In *Panorama des administrations publiques 2015*. Paris : OCDE.
- Oates, W. (1988). *On the nature and measurement of fiscal illusion: a survey*. In G. Brennan et al (eds), *Taxation and fiscal federalism: Essays in honor of Russel Mathews* (pp. 65-82). Canberra: Australian National University Press.
- Piriou, J.-P., & Clerc, D. (2011). *Lexique des sciences économiques et sociales*. Paris: La Découverte.
- Pollin, J.-P. (2011). *Le dérapage des dettes publiques en questions. Un essai d'inventaire*. *Revue économique*, 62(6), 981-1000.
- Reinhart, C. M., & Rogoff, K. (2010). *Growth in a time of debt*. *American Economic Review*, 100(2), 573-578.
- Sachs, J. (1984). *Theoretical Issues in International Borrowing*. *Princeton Studies in International Finance*, 54, 50-62.

- Stiftung Marwirtschaft (2014). Honorable States? EU sustainability Ranking 2014 – Key results.
- Tirole, J. (2016). *Économie du bien commun*. Paris : Presses Universitaires de France.
- Union des Entreprises à Profit Social (2010). *Définition du secteur non-marchand*. En ligne <http://www.unipso.be/spip.php?rubrique118> consulté le 18 octobre 2016.
- Vickrey, W. (1961). The Burden of the Public Debt: Comment. *American Economic Review*, 51, 132-137.