

Dettes publiques : une menace existentielle pour la zone euro ?

La crise sanitaire s'est avérée extrêmement coûteuse dans l'ensemble des pays de la zone euro, avec à la clef un bond en avant de l'endettement public. Selon des simulations effectuées par l'auteur pour les quatre plus grandes économies de la zone, cette progression des ratios d'endettement devrait, à politique inchangée, se poursuivre au cours des prochaines décennies, en raison des stigmates de la crise mais également du processus de vieillissement démographique. Le coût prévisible de l'indispensable transition énergétique et climatique aurait un effet plus ambigu sur ces ratios.

La dynamique d'endettement serait particulièrement intense dans les pays les plus exposés à cette menace avant même la crise sanitaire, à savoir l'Italie et l'Espagne, ce qui pourrait en l'absence d'initiatives nouvelles mettre à mal la cohésion de la zone euro tout en compliquant la mise en œuvre de la politique monétaire unique. Quelques solutions envisageables, susceptibles de prévenir tout dérapage de l'endettement, sont décrites dans ce chapitre.

Dettes publiques : une évolution toujours plus divergente au sein de la zone euro

La crise sanitaire a favorisé l'endettement public. Ainsi, en l'espace de trois années (soit de 2019 à 2022, première année « normale » appréhendée à partir des prévisions macroéconomiques de mai 2021 de la Commission européenne), la dette publique augmenterait de quelque 20 points de PIB en France, en Italie et en Espagne et de 13 points « seulement » en Allemagne. Ces dégradations sont le reflet de l'incidence des stabilisateurs automatiques (dépenses de chômage, recettes publiques moindres) et du coût des aides d'urgence mises en œuvre par les pouvoirs publics durant la crise sanitaire.

La progression des ratios d'endettement a été systématiquement plus prononcée dans les pays présentant avant même la crise des ratios d'endettement élevés. En d'autres termes, la pandémie a accentué les disparités de finances publiques prévalant au sein de la zone euro.

Ces divergences observées dans la foulée de la crise sanitaire sont-elles susceptibles de se résorber dans les années qui viennent ? Il est assurément difficile de percevoir la dynamique d'endettement dans l'environnement actuel, sujet à de multiples incertitudes. Convient-il de s'attendre à un simple « glissement vers le haut » de la courbe d'endettement des différentes nations considérées, incorporant sans autre forme de procès le coût de la crise sanitaire, ou à une dynamique d'endettement encore plus explosive ? Le gonflement des déficits publics anticipé par la Commission européenne à l'horizon 2022 plaide pour cette dernière hypothèse, mais les taux d'intérêt ont par ailleurs atteint des niveaux historiquement bas - voire même négatifs.

Afin de mieux appréhender la dynamique d'endettement futur, des simulations à moyen terme ont été mises en œuvre sur l'horizon 2023-2040. De telles simulations ne peuvent en aucun cas être assimilées à des prévisions : elles visent simplement à mieux éclairer les possibles

trajectoires futures d'endettement et à appréhender de manière plus complète les différents facteurs pouvant conditionner la dynamique d'endettement.

Les simulations reposent sur diverses hypothèses pouvant paraître « raisonnables », qui sont détaillées dans l'encadré ci-dessous. Une hypothèse de travail particulièrement importante est celle de « politique inchangée », qui revient à supposer que tout au long de la période 2023-2040, la pression fiscale restera rivée à son niveau de 2022 et que les dépenses hors charges d'intérêt évolueront de manière strictement parallèle à la croissance économique potentielle d'ici 2040 dans les quatre économies considérées.

Cette hypothèse de politique inchangée est intrinsèquement peu réaliste, car il est assez improbable que les gouvernements pratiquent sur une longue période une politique budgétaire purement attentiste. Elle permet cependant de mieux cerner *ex ante* la pression qui va spontanément s'exercer sur les finances publiques dans la foulée de la crise COVID. La question du financement des éventuelles dérives des finances publiques ne sera abordée que dans un second stade.

Encadré : hypothèses des simulations d'endettement 2023-2040

Les simulations de finances publiques reposent sur diverses hypothèses techniques. La dette publique est calculée de manière itérative, sur base de l'accumulation des soldes des administrations publiques et il n'est pas tenu compte d'autres impacts possibles sur l'endettement, comme des ventes d'actifs financiers ou des effets de change.

Les principales hypothèses techniques sont les suivantes :

Dépenses publiques : en termes réels, les dépenses sont censées augmenter au même rythme que le PIB d'ici 2040. A ces dépenses à politique inchangées s'ajoute le coût estimé du vieillissement démographique et de la transition énergétique et climatique.

Croissance du PIB : la croissance du PIB en volume de 2023 à 2040 est égale au taux de croissance moyen considéré pour chacun des pays examinés dans le rapport 2021 du groupe de travail européen sur le vieillissement démographique. Ce qui donne 1,2 % en France, 0,7 % en Italie, 1,1 % en Allemagne et 1,5 % en Espagne. Il s'ajoute cependant à cette croissance potentielle l'impact multiplicateur des investissements associés à la transition énergétique et climatique. La croissance d'ici 2022 est celle qui a été anticipée par la Commission européenne dans ses projections de mai 2021.

Taux d'intérêt : partant de leur niveau actuel, les taux d'intérêt à un an ou plus sont censés converger d'ici 2040 vers leur niveau anticipé par la Commission européenne dans son *Debt Sustainability Monitor* de février 2021. Les taux implicites sont calculés en supposant qu'après 2023, les pays considérés vont opter pour un horizon moyen de 10 années en ce qui concerne leur endettement à long terme. Les taux à court terme sont censés s'aligner graduellement sur les taux à long terme.

Inflation : l'inflation est fixée de 2023 à 2040 à 1,5 % par an.

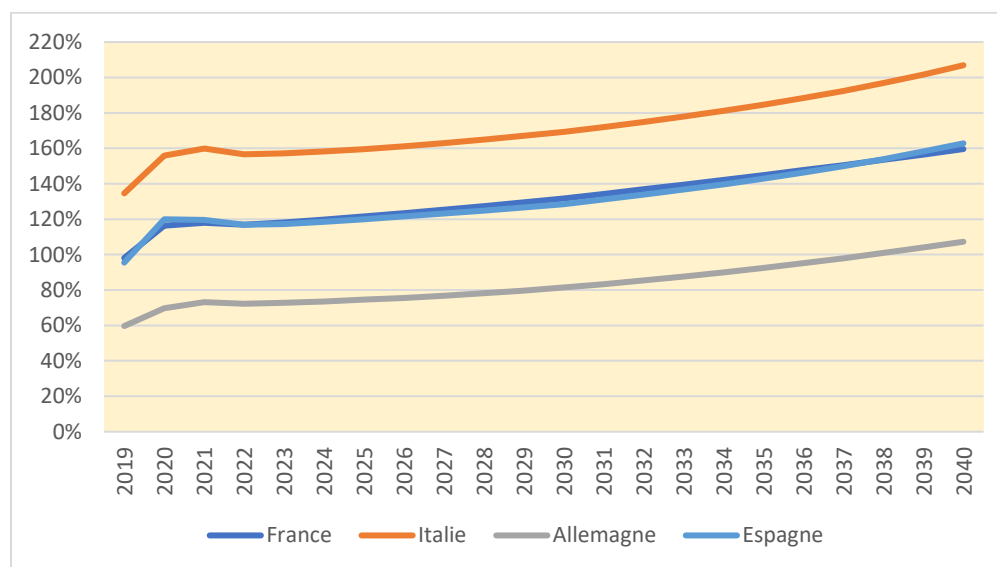
Composante cyclique du solde : le solde budgétaire d'amorçage des simulations est celui de 2022. Il est défini en termes structurels afin de ne pas biaiser les simulations.

Les simulations incorporent par ailleurs le coût du vieillissement démographique et celui de la transition énergétique et climatique (TEC). Le vieillissement démographique est pris en compte à travers les calculs du Groupe de travail européen sur le vieillissement démographique (rapport 2021). La TEC a quant à elle été intégrée aux simulations de manière similaire pour les 4 pays considérés. Le point de départ est l'objectif résultant du *Green New Deal* européen, en vertu duquel les émissions nettes de gaz à effet de serre (GES) devraient être réduites de 55 % d'ici 2030 (par rapport aux niveaux de 1990) et la neutralité carbone (toujours en termes nets) deviendrait réalité en 2050. Il a par ailleurs été supposé que la réduction des émissions de GES de 2030 à 2050 serait linéaire, ce qui signifie qu'elles atteindraient en 2040, 22,5% de leur niveau de 1990. La différence entre les « émissions spontanées » (dépendant du PIB) et les objectifs est dégagée et par hypothèse, cet écart sera compensé par des investissements publics additionnels, valorisés au prix de 300 euros la tonne de GES (voir notamment les estimations de France Stratégie).

Dans tous les cas considérés, le « coût » de la TEC serait plus élevé que celui du vieillissement démographique. Ce constat quelque peu « cosmétique » doit cependant être (fortement) nuancé. Il est en effet supposé dans les simulations que la lutte contre les GES prendra la forme d'investissements publics. Or ces derniers sont aussi de nature à générer des effets d'entraînement économique favorables (via le secteur de la construction notamment, très intensif en emplois). Avec à la clef un impact favorable sur le PIB, donc sur les recettes publiques fiscales et parafiscales.

Après ces préliminaires méthodologiques, l'évolution « spontanée » des ratios de dette publique peut être inférée. Elle est livrée au graphique 1.

Graphique 1 : évolution de la dette brute consolidée (en % du PIB)



Sources : Eurostat, actualisations respectives du Programme de Stabilité et calculs IDEA.

Les résultats de l'analyse se passent de commentaires : en dépit de taux d'intérêt historiquement bas et de l'hypothèse d'une hausse (très) graduelle de ces derniers durant la période de simulation 2023-2040, les ratios d'endettement connaîtraient, toutes autres choses égales par ailleurs, une hausse dans tous les pays considérés, avec cependant d'énormes

disparités. Ainsi, sous l'effet de soldes structurellement très déficitaires en début de période et d'une croissance demeurant tendanciellement modeste, le ratio d'endettement passerait en France de 116 % du PIB en 2022 (à comparer à 98 % « seulement » en 2019, année pré COVID) à quelque 160 % en 2040, soit une hausse de quelque 43 points de PIB en l'espace d'une génération. La dynamique d'endettement serait donc clairement défavorable en l'absence de mesures nouvelles. Une situation largement similaire serait observée en Espagne, en dépit d'un solde budgétaire de départ plus favorable qu'en France. Ce paradoxe apparent s'explique par l'hypothèse de taux d'intérêt sur la dette plus élevés en Espagne, ainsi que par des coûts estimés de la TEC nettement plus lourds. L'endettement dépasserait les 200 % du PIB en Italie vers la fin des années 2030 et 100 % en Allemagne en fin de période - le tout à politique inchangée.

Un aspect particulièrement inquiétant des résultats est le fait que les ratios d'endettement augmenteraient davantage d'ici 2040 dans les pays déjà les plus endettés actuellement. Une pénalité qui s'ajoute à une « facture sanitaire » plus élevée dans ces derniers pays. La « double peine », en quelque sorte.

Il convient enfin de rappeler que cette dynamique d'endettement préoccupante repose sur des taux d'intérêt durablement bas. Si les taux du marché convergeaient d'ici 2040 non pas vers les niveaux projetés par la Commission européenne dans son *Debt Sustainability Monitor*, mais vers cette même hypothèse rehaussée de 300 points de base, le ratio d'endettement simulé pour 2040 augmenterait à raison de 23 % du PIB en France, de 32 % en Italie, de 15 % en Allemagne et de 22 % en Espagne. Ce résultat montre qu'un argument souvent entendu, consistant à dire que la dette publique serait un moindre mal en raison du bas niveau des taux, doit être considéré avec circonspection.

Quelles solutions ?

Les simulations de dette publique sont certes préoccupantes, mais elles ont été effectuées à pression fiscale inchangée et en supposant une évolution « spontanée » des dépenses publiques hors intérêts (ces dernières étant supposées évoluer au même rythme que la croissance potentielle, ni plus ni moins). L'hypothèse de politique inchangée peut cependant être « transcendée » de diverses manières.

Ainsi, la rigueur budgétaire, consistant à ralentir la progression des dépenses et/ou à rehausser la pression fiscale, peut - par définition - entraver la montée en puissance de l'endettement. Cependant, des calculs additionnels montrent qu'une telle option ne peut constituer la seule modalité d'ajustement à la « crise de l'endettement ». Ainsi, afin de stabiliser le ratio d'endettement de 2040 à son niveau pré-COVID de 2019, la France devrait passer d'une progression « spontanée » des dépenses réelles hors charges d'intérêt de 1,2 % par an dans la simulation de référence à 0,4 % seulement - et ce sur un horizon de près de 20 années. Il en résulterait en 2040 une réduction de 14 % des dépenses concernées par rapport à leur niveau « spontané ». Le tout alors que de nombreux besoins risquent de se manifester, en ce qui concerne par exemple la santé, les infrastructures, le vieillissement, etc. Des calculs équivalents effectués pour les trois autres pays considérés livrent des résultats largement similaires, ce qui montre la nécessité de réfléchir à des mesures de désendettement allant au-delà de la seule rigueur budgétaire.

Le recours à une inflation plus élevée (« taxe inflationniste ») constitue a priori une modalité de désendettement, mais une telle pratique comporte de multiples effets collatéraux (perte de confiance éventuelle dans la monnaie fiduciaire et dans la politique monétaire unique, distorsion des vecteurs de prix, ...). Elle devrait par ailleurs induire une remontée des taux d'intérêt. Or comme indiqué ci-dessus, la dynamique d'endettement est très sensible à ce facteur.

Une annulation pure et simple de la dette constituerait en quelque sorte une version radicale de la taxe inflationniste. Avec là aussi des effets collatéraux, comme une confiance des épargnants en berne à l'égard des instruments d'endettement des Etats et des bilans de banques centrales (ou commerciales) lourdement affectés. Une option en définitive peu recommandable, sauf sous une forme plus pragmatique, consistant à réaménager la seule « dette COVID » détenue par les banques centrales. Par exemple en transformant cette dernière en rentes perpétuelles dont les taux d'intérêt seraient plafonnés.

Enfin, la dynamique d'endettement pourrait être endiguée par le biais d'une sortie par le haut jouant sur la croissance potentielle, consistant par exemple à mieux sélectionner les investissements publics. Il est supposé, à travers les simulations précitées, que les investissements associés à la TEC exerceront un effet multiplicateur de 1,5, ce qui signifie que des investissements publics additionnels se montant à 1 % du PIB vont *in fine* - le cas échéant après trois au quatre années - déboucher sur une hausse de 1,5 % du PIB. Or une telle hausse de l'activité tend normalement à s'accompagner de recettes publiques additionnelles (ou de dépenses de sous-emploi moindres) de l'ordre de 0,7 % du PIB. Dans un tel cas de figure, un effort d'investissement serait donc en grande partie autofinancé - certes après un certain délai. L'augmentation de l'endettement (le numérateur du ratio d'endettement public) serait dès lors limitée, alors que le dénominateur (le PIB) serait pour sa part durablement conforté par l'effort d'investissement accru.

Dans ces conditions, les investissements publics liés à la TEC n'exerceraient aucun effet notable sur la dynamique d'endettement (bien au contraire...), pour autant que le multiplicateur tende vers le seuil de 2. Ce qui souligne l'extrême importance d'une bonne sélection des investissements publics en question, et d'une meilleure coordination des investissements à l'échelle européenne (l'UE constituant un vaste ensemble, des investissements publics promus à cette échelle se traduisent par de moindres effets de fuite à l'importation, sans compter les effets de complémentarité entre les différents pays).

Plus généralement, la croissance potentielle importe énormément pour la dynamique d'endettement. Ainsi, comme le montre le graphique suivant, une hausse de la croissance à raison de 0,5 % par an permettrait, dans le cas français, de stabiliser le ratio d'endettement à son niveau de 2022 (une situation similaire prévaut dans les autres pays considérés). En revanche, une détérioration de 0,5 % par an de cette même croissance serait synonyme d'enfer budgétaire (avec une dette publique à la japonaise, excédant 200 % du PIB dès la fin des années 30). On ne peut mieux souligner l'importance d'une « sortie par le haut » de la spirale d'endettement...

Graphique 2 : Ratio d'endettement en France avec un taux de croissance du PIB en volume ajusté de 0,5 point de % par an d'ici 2040 (ratio en % du PIB)



Sources : Eurostat et calculs IDEA.

C'est à ce prix que s'éloignera toute menace pour la cohésion de la zone euro et au-delà pour le projet européen, qui revêt une importance primordiale pour l'avenir de 450 millions de personnes...