

LA DETTE PUBLIQUE DANS LES PAYS DE L'OCDE

ÉVALUATION, ÉVOLUTION ET IMPLICATIONS

JEAN-CLAUDE CHOURAQUI, BRIAN JONES
ET ROBERT B. MONTADOR *

RESPECTIVEMENT OCDE, TRÉSOR AUSTRALIEN ET BANQUE DU CANADA

Face aux inquiétudes suscitées par l'endettement croissant du secteur public, l'opinion s'est répandue que les conséquences à moyen terme des déficits publics limitent la possibilité d'utiliser la politique budgétaire pour soutenir l'activité économique ¹. L'analyse qui suit a pour objet d'apprécier ce genre de préoccupations. Trois séries de questions y sont examinées successivement :

— Quelle est la définition appropriée de la dette publique ? Faut-il tenir compte, en plus de l'actif ou du passif proprement *financier* de l'Etat, d'autres composantes du compte de patrimoine du secteur public, telles que le stock de capital et les engagements au titre des retraites futures ?

— Quelle est la situation présente de la dette publique en regard des tendances du passé ? L'examen de l'actif et du passif *non financiers* de l'Etat modifie-t-il la conclusion qui se dégage d'une analyse limitée à la dette financière uniquement ?

— Quelles conséquences peuvent avoir des niveaux élevés et/ou croissants d'endettement public ? Réduisent-ils la marge de manœuvre en matière de politique budgétaire et font-ils monter les taux d'intérêt ? Existe-t-il un niveau d'endettement optimal ou le volume de la dette est-il sans importance du point de vue économique ?

195

* Ce texte constitue la version résumée et actualisée d'un article des mêmes auteurs, intitulé « Public Debt in a Medium-Term Perspective » et publié dans la Revue économique de l'OCDE (n° 7, automne 1986). Les vues qui y sont exprimées ne reflètent pas nécessairement celles de l'OCDE ou des gouvernements des pays membres de cette institution.

¹ Voir Chouraqui et Price, 1984, ainsi que les références qui y sont citées. Price et Muller 1984, et l'étude du ministère des Finances d'Allemagne fédérale 1985.

*Les diverses mesures
de la dette publique**Définitions*

Trois problèmes de définition se posent lorsqu'on traite de la dette publique. Faut-il considérer la dette brute ou la dette nette ? Est-il préférable de prendre en compte la dette de l'Etat, celle des Administrations publiques ou celle du secteur public dans son ensemble (entreprises publiques comprises) ? Enfin, y a-t-il lieu de distinguer entre dette intérieure et dette extérieure ?

1) Lorsqu'on parle de la dette publique, il s'agit généralement de la dette *brute* (c'est-à-dire les engagements financiers totaux de l'Etat), étant donné que les chiffres correspondants sont plus facilement disponibles, et donc plus largement diffusés, et qu'il existe un lien direct entre la dette brute et le montant des versements d'intérêts au titre du service de la dette (facteur qui entre pour une large part dans les inquiétudes suscitées par l'évolution de la dette). La dette *nette* (c'est-à-dire les engagements financiers bruts diminués des actifs financiers) reflète en revanche plus précisément le volume total des déficits budgétaires accumulés dans le passé, lequel représente les emprunts nets contractés par les Administrations publiques au cours du temps. La meilleure façon d'apprécier la différence entre les deux concepts est d'examiner la nature des actifs financiers du secteur public, puisque ce sont eux qui constituent l'écart entre la dette brute et la dette nette. Ces actifs sont de deux ordres : les créances détenues par l'Etat en tant qu'intermédiaire financier, et les ressources de la Sécurité Sociale constituées en prévision d'obligations futures.

En tant qu'intermédiaire financier, l'Etat emprunte des fonds (qui gonflent sa dette financière brute) afin de financer des prêts aux particuliers (prêts hypothécaires notamment) et à diverses institutions (prêts d'équipement pour le développement régional par exemple). Les créances ainsi acquises rapportent normalement à l'Etat des intérêts et devraient donc légitimement représenter une contrepartie de sa dette brute. Il est cependant deux problèmes liés à ces actifs financiers qui, dans certains pays et dans des proportions variables, donnent à penser qu'il ne convient peut-être pas de les déduire de la dette brute. Premièrement, dans certains cas, les intérêts versés à l'Etat par les particuliers ou les organismes emprunteurs ne permettent pas à celui-ci de couvrir ses coûts financiers. Deuxièmement, si la qualité des actifs financiers détenus par l'Etat est sujette à caution, la valeur réelle de ces actifs peut être moindre que leur valeur comptable. Ce peut être le cas notamment des prêts à des sociétés privées insolvables ou à certaines entreprises publiques.

L'autre catégorie importante d'actifs financiers détenus par l'Etat est liée aux ressources de la Sécurité Sociale. Dans plusieurs pays, une large fraction de ces ressources est associée au financement des régimes de retraites, lesquels impliquent pour l'Etat de lourdes obligations dans l'avenir. La dette brute ne tient généralement pas compte de la Sécurité Sociale, ce qui constitue une importante lacune du fait des conséquences du vieillissement de la population. Les chiffres de la dette nette risquent aussi d'induire en erreur parce qu'ils ne prennent en considération que l'« actif » du bilan de la Sécurité Sociale. Dans certains pays, notamment le Japon, ces chiffres ne sont pas en fait jugés significatifs par les pouvoirs publics dans la mesure où ces derniers prévoient que l'évolution démographique réduira sensiblement les ressources de la Sécurité Sociale dans le futur.

En résumé, les liens entre la dette nette et les déficits budgétaires font qu'il est préférable d'utiliser la dette nette pour analyser l'évolution de l'endettement du secteur public. Etant donné cependant les problèmes liés à la qualité des actifs financiers, l'existence d'engagements implicites au titre des retraites et l'importance que revêt le service de la dette, il importe de tenir compte également de la dette brute.

2) La deuxième grande question que soulève la définition de la dette publique concerne le type d'Administration considéré. Dans certains pays, on se préoccupe essentiellement de la dette de l'Etat (ou Administration centrale), alors que dans d'autres on s'inquiète surtout des engagements de l'ensemble des Administrations publiques (Etat, collectivités locales et Sécurité Sociale) ou du secteur public dans sa totalité (c'est-à-dire y compris les entreprises publiques).

La définition la plus étroite (dette de l'Etat) pourrait se justifier dans la mesure où l'on dispose de données plus abondantes pour cette catégorie de dette et du fait que celle-ci est plus sujette à « monétisation » (les Banques centrales n'achètent ou n'escomptent généralement pas de titres émis par les collectivités locales). Un certain nombre de difficultés surgissent cependant lorsqu'on veut comparer les chiffres de la dette de l'Etat de divers pays, étant donné notamment que certains d'entre eux ont une structure fédérale et d'autres pas.

A l'inverse, la définition la plus large (dette du secteur public) peut se justifier si l'on se place dans une optique de compte de patrimoine (*voir ci-après*). De fait, l'Etat détient généralement des actions d'entreprises publiques, actions qui ne sont pas comptabilisées parmi ses actifs financiers (du moins à leur valeur réelle). Les ventes de ces actions peuvent modifier la dette nette et la dette brute de l'Etat, mais pas nécessairement son patrimoine global, d'où l'utilité d'une mesure de la dette du secteur public dans son ensemble. Toutefois, une telle évaluation soulève d'importants problèmes de données et de définition au plan international et, en règle

générale, l'activité des entreprises publiques est assez proche de celle des entreprises privées. Aussi, tout bien considéré, l'utilisation du concept intermédiaire (dette des Administrations publiques) est-elle la plus appropriée, vu qu'elle permet une comparabilité raisonnable entre les pays et qu'elle est compatible avec les définitions de la comptabilité nationale. Au demeurant, dans beaucoup de pays, l'évolution de la dette de l'Etat et celle des Administrations publiques ont été très voisines ces dernières années.

3) Enfin, une distinction doit être faite au sujet de la dette publique de certains pays qui ont recours à un financement extérieur : quel est le montant de la dette détenue par des non-résidents et quel est le montant libellé en devises ?

Les emprunts extérieurs fournissent des ressources supplémentaires permettant aux pays considérés d'investir plus qu'ils n'épargnent, à des taux d'intérêt plus faibles que ce ne serait le cas autrement. En revanche, les intérêts versés sur la dette détenue par des non-résidents ne constituent pas un transfert interne (ils sont comptabilisés dans la balance des paiements courants et réduisent ainsi le PNB et le revenu national), de sorte que la capacité de service de la dette revêt une importance encore plus grande qu'à l'ordinaire. De plus, le recours au financement extérieur peut parfois affecter la compétitivité de l'économie, notamment si les entrées de capitaux se traduisent par une appréciation du taux de change. Toutefois, pour un volume donné de la dette extérieure totale, il importe peu (sur le plan économique) que ce soit l'Etat ou le secteur privé qui emprunte à l'étranger.

La dette en devises peut poser un problème aux autorités si la monnaie nationale se déprécie par rapport à celles dans lesquelles les emprunts ont été contractés. Si, à long terme, les mouvements de taux de change tendent à être compensés par les différences de taux d'intérêt, à court terme le risque de change peut être relativement important. C'est ainsi que les fluctuations récentes de beaucoup de monnaies vis-à-vis du dollar des Etats-Unis sont susceptibles d'entraîner de sensibles modifications du ratio dette publique/PNB, sans rapport avec le déficit budgétaire, dans les pays ayant une forte dette extérieure. Dans l'analyse qui suit, cependant, il ne sera pas fait de distinction entre les engagements extérieurs et les engagements internes du secteur public.

Analyse de la dette dans l'optique du compte de patrimoine du secteur public

Les définitions de la dette publique examinées jusqu'ici sont fondées sur des concepts financiers de l'Etat. Il a déjà été fait référence aux prêts et garanties de prêts accordés par l'Etat aux entreprises publiques, aux ventes d'actifs du secteur public et aux engagements implicites du gouvernement liés au financement des régimes de retraites. Tous ces éléments (ainsi que le stock de

capital de l'Etat) affectent ce que l'on pourrait appeler le *patrimoine du secteur public*, mais d'une manière différente de celle qui influe sur la situation financière de ce secteur mesurée par la dette publique brute ou nette.

Ce concept de patrimoine du secteur public a été considéré comme un indicateur mieux adapté pour évaluer les conséquences à moyen terme de la politique budgétaire². Etant donné que l'acquisition ou la cession d'actifs apparaîtrait clairement si les comptes publics étaient présentés sous forme de bilan, on aurait ainsi normalement le moyen d'examiner les implications des investissements publics, des ventes d'actifs de l'Etat, de l'épuisement des ressources naturelles, et e la Sécurité Sociale. Par exemple, lorsque le gouvernement procède à la vente d'entreprises publiques, le produit de ces opérations réduit la dette financière nette de l'Etat, mais il n'en résulte pas pour autant une amélioration équivalente de son patrimoine³. Dans certains cas, cela peut accroître la flexibilité de la politique budgétaire, mais pour en juger, il est nécessaire de connaître la valeur nette du patrimoine global du secteur public et pas simplement sa composante strictement financière.

Il existe deux définitions possibles de cette notion de « patrimoine net du secteur public ». La définition la plus large couvre non seulement les actifs et les engagements financiers et non financiers, mais aussi la valeur nette actualisée des recettes fiscales futures diminuée des transferts, et le coût net actualisé des dépenses futures de consommation⁴. Cette définition n'est pas particulièrement satisfaisante du point de vue opérationnel et soulève de difficiles problèmes d'évaluation.

Une deuxième définition, plus simple, de la valeur nette du patrimoine du secteur public, est fondée sur les actifs financiers et non financiers nets de ce secteur. On prend ainsi en compte les actifs non inclus dans la définition de la dette publique nette (stock de capital fixe de l'Etat, entreprises commerciales et industrielles à caractère public, ressources naturelles appartenant au secteur public), ainsi que les engagements implicites et explicites qui ne sont généralement pas compris dans le passif financier de l'Etat et dont les deux principaux exemples sont les retraites et les engagements hors bilan du secteur public. Les retraites sont particulièrement

² Voir Buiter 1985, ainsi que Odling-smec et Riley 1985.

³ Il est possible que la valeur d'une entreprise publique augmente si elle est vendue au secteur privé, en particulier si l'amélioration de sa gestion n'est pas annulée par la perte du monopole dont elle pouvait éventuellement disposer. Si le prix de vente des actions de l'entreprise tient compte, en totalité ou en partie, de cette valeur supplémentaire, la position globale de l'Etat s'améliorera, moins cependant que la réduction de la dette publique nette pourrait le donner à penser.

⁴ Voir Buiter 1985. L'analyse, dans ce contexte, des dépenses d'éducation (et, dans une moindre mesure, de santé) est arbitraire. Ces dépenses peuvent être considérées comme des investissements ou comme des biens de consommation. S'il s'agit cependant d'investissements, leur valeur financière pour le gouvernement est probablement prise en compte par le biais de l'accroissement futur du revenu national et donc des recettes fiscales supplémentaires qui seront engendrés par l'amélioration du capital humain.

significatives parce que les ordres de grandeur en cause sont très importants et du fait qu'elles peuvent influencer sur le volume de l'épargne privée. Les engagements hors bilan prennent la forme de garanties publiques de prêts à des personnes physiques ou morales dont on considère qu'elles constituent des opérations à risques, du moins aux taux d'intérêt en vigueur.

Tout ceci donne une idée de la diversité des actifs et des éléments du passif qu'il convient de prendre en compte dans le calcul de la valeur nette du patrimoine du secteur public. Il est naturellement difficile, dans la pratique, d'évaluer l'ensemble des composantes non financières du compte de patrimoine de l'Etat. L'exemple le plus visible d'actifs non financiers de l'Etat est le stock de capital fixe (routes, écoles, hôpitaux, etc.). Ce stock est généralement important et, à la différence de la dette engendrée par les dépenses de consommation publique, son accroissement est traditionnellement considéré comme un motif valable d'endettement du secteur public à condition que le taux de rendement de l'investissement soit suffisant et en tout cas supérieur à son coût de financement. En d'autres termes, si l'augmentation de la dette publique par rapport à la production reflétait une expansion du capital du secteur public, on pourrait avoir moins de raisons de s'inquiéter⁵. C'est à ce type de raisonnement qu'il est fait référence ci-après pour apprécier l'évolution de la dette publique dans une optique de patrimoine.

200

Le poids actuel de la dette publique par rapport au passé

Les chiffres du rapport de la dette (nette et brute) au PNB, calculés sur la base de la valeur comptable, sont présentés aux tableaux 1 et 2 pour la période 1975-1990. Les données *brutes* font apparaître une rapide augmentation depuis 1981 dans la plupart des pays de l'OCDE, le Royaume-Uni, l'Australie, la Finlande et la Norvège constituant les principales exceptions. Les pays où le rapport de la dette brute au PNB est le plus élevé sont, parmi les grands pays, l'Italie et le Canada et, parmi les petits pays, la Belgique, l'Irlande, les Pays-Bas et la Grèce. Dans tous ces pays, le rapport dette brute/PNB se situait aux alentours ou au-dessus de 70 pour cent à la fin de 1990. Il convient de noter cependant que, dans beaucoup d'entre eux, le poids de la dette n'a pas augmenté rapidement pendant les

⁵ A cet égard, il importe de tenir compte de la qualité des investissements publics. Certains considèrent que durant la période d'expansion rapide du secteur public, le coût des emprunts destinés à financer les investissements publics s'est avéré supérieur au taux de rendement de ces investissements. La valeur réelle du capital public ainsi constitué serait donc inférieure à ce que l'on pourrait penser sur la base des flux d'investissement réalisés. De même, les réductions d'investissement public résultant d'une application rigoureuse de ce critère de « rentabilité » impliqueraient une amélioration du patrimoine net de l'Etat, ce malgré une diminution de son stock de capital fixe.

années soixante-dix et que les niveaux atteints en 1975 n'ont souvent été dépassés que vers la fin de la décennie ou plus tard.

Les rapports de la dette nette au PNB ont généralement évolué d'une manière assez proche de ceux de la dette brute. Leurs niveaux sont cependant nettement plus faibles, notamment au Japon, au Canada, aux Etats-Unis et dans les pays nordiques. De fait, au début de la période considérée, plusieurs pays avaient une dette nette négative — leurs actifs financiers dépassant leur passif.

Etant donné que les rapports de la dette au PNB ne se modifient que lentement au fil des ans, il est nécessaire toutefois d'examiner leur évolution sur une longue période pour apprécier l'importance de l'alourdissement récent de la dette publique. A cet effet, des données historiques ont été rassemblées pour sept grands pays (*voir graphique*) afin de fournir les séries les plus longues possibles. Bien que n'étant pas parfaitement comparables d'un pays à l'autre, ces données sont à peu près homogènes dans le temps pour chaque pays ; dans la plupart des cas, elles correspondent à la dette brute de l'Administration centrale. Il importe naturellement de souligner que sur des périodes aussi longues que celles illustrées par le graphique, les caractéristiques du secteur public ont sensiblement évolué. Une part beaucoup plus importante de la production est maintenant consacrée à la consommation et à l'investissement public, et dans l'ensemble la progression des dépenses publiques totales (transferts compris) a été très sensible.

Que font apparaître ces données ? Une constatation générale qui vaut pour presque tous les pays (à l'exception de l'Italie notamment) est que les niveaux actuels des rapports dette publique/PNB ne sont pas particulièrement élevés en regard de l'expérience du passé. Il importe cependant de souligner dans quelle direction ces rapports évoluent. Pour interpréter cette évolution, il faut distinguer les effets liés aux variations de l'encours de la dette (dus aux déséquilibres budgétaires et, parfois, à des actes de répudiation) de ceux résultant de la croissance nominale du PNB (qui reflètent à la fois l'expansion réelle de la production et le taux d'inflation). Or, l'importance relative de ces facteurs a changé au cours du temps. Dans le passé, le principal élément responsable des augmentations du rapport dette/PNB a été, et de loin, le gonflement de la dette pendant les périodes de guerre. Un deuxième facteur, moins important, a été la tendance à l'accroissement des déficits budgétaires pendant les phases d'affaiblissement de l'activité économique. De fait, le ralentissement de la croissance s'accompagne généralement d'une diminution des recettes fiscales — et d'une augmentation des dépenses de transfert liées à la montée du chômage — ce qui entraîne un gonflement des besoins d'emprunt du secteur public. La période de récession puis de croissance lente que l'on a observé durant une grande partie des années quatre-vingt a ainsi été marquée, dans la

plupart des pays, par une augmentation du rapport dette/PNB (en raison de l'accumulation des déficits budgétaires) ; dans certains cas, l'ampleur de cette évolution a été presque aussi importante que lors de la dépression des années trente, malgré la baisse de la production en valeur intervenue à cette époque.

D'une façon générale, le rapport dette publique/PNB a diminué lorsque le PNB nominal augmentait. C'est ainsi que la forte croissance de la production en volume a sensiblement contribué à réduire le poids de la dette entre la fin de la guerre et le début des années soixante-dix dans beaucoup de pays, en particulier au Japon. Cependant, les baisses les plus marquées ont été la conséquence d'une forte inflation. Les exemples les plus notables à cet égard, parmi les grands pays, ont été la France et l'Allemagne à diverses reprises, et le Japon après la Seconde Guerre mondiale. Les cas de réduction de l'encours de la dette du fait d'un excédent budgétaire ont été relativement rares, encore que ceci explique que la dette publique des Etats-Unis ait diminué des deux tiers environ pendant les trente années qui ont suivi la guerre de Sécession, et que le Royaume-Uni ait remboursé rapidement une partie de la dette contractée pendant les guerres napoléoniennes (avant d'enregistrer à nouveau des excédents budgétaires pendant les années vingt). L'encours de la dette a aussi été parfois réduit par suite d'un refus du gouvernement d'honorer celle-ci, comme cela a été le cas en Allemagne à la fin de la Guerre. De tels actes de répudiation ont été cependant presque toujours associés à d'importants changements de régime politique.

Dans le tableau 3, des estimations du stock du capital de l'Etat, émanant de diverses sources nationales, ont été combinées avec les chiffres nets de la dette publique pour obtenir une évaluation de la valeur nette du patrimoine des Administrations publiques dans six grands pays de l'OCDE. Cette évaluation correspond à la définition étroite du patrimoine mentionné précédemment. On constate que, dans la plupart des pays, la valeur nette du patrimoine des Administrations publiques s'est réduite au cours des années quatre-vingt, ce qui donne à penser que la formation de capital n'est pas à l'origine du gonflement rapide de la dette publique observée dans ces pays durant cette période. Pour certains d'entre eux, la prise en compte du stock de capital tendrait même à aggraver le problème posé par la détérioration de la situation financière de l'Etat tel que le révèlent les chiffres de la dette publique. La seule exception majeure qui ressort du tableau 3 est le Japon, où l'augmentation du stock de capital a correspondu à l'accroissement de la dette publique sur la plus grande partie de la période considérée.

*Les conséquences d'un niveau élevé
de la dette publique**Rigidité de la politique budgétaire, tensions sur les taux d'intérêt et risques d'éviction*

Si, comme on l'a noté plus haut, le niveau actuel de la dette publique en termes de PNB n'est pas d'une ampleur sans précédent dans la plupart des pays, il n'en est pas moins inhabituel de voir celui-ci demeurer durablement élevé au terme d'une longue phase d'expansion de l'activité. Quelles sont les conséquences économiques probables d'un tel état de fait ? La question ainsi posée est de savoir dans quelle mesure le niveau actuel de la dette publique — et/ou la perspective de voir celui-ci encore s'accroître — crée des problèmes autres que ceux liés à l'existence d'importants déficits budgétaires (autrement dit dans quelle mesure la dette exerce un « effet de stock », en plus de l'« effet d'éviction » résultant du financement du déficit du budget). Les deux principales difficultés soulevées par l'existence d'un volume important de la dette publique semblent être la moindre flexibilité de la politique budgétaire, du fait de l'alourdissement du service de la dette, et le risque de pressions à la hausse sur les taux d'intérêt pouvant entraîner un fléchissement de l'investissement privé, une réduction du stock de capital et un affaiblissement du potentiel de croissance de l'économie.

203

Plus le niveau de la dette est élevé, plus la charge des paiements d'intérêts sera lourde (pour des taux d'intérêt donnés) et plus les compressions opérées sur les autres composantes de la dépense publique, pour maintenir un certain degré de rigueur budgétaire, seront fortes. Or, dans beaucoup de pays, la part du service de la dette dans les dépenses publiques totales a continué de s'accroître (voir tableau 4) du fait de taux d'intérêt élevés, contraignant ainsi les gouvernements à des mesures supplémentaires d'assainissement budgétaire. Le plus souvent, de telles mesures s'avèrent impopulaires, de sorte qu'un effort continu de rigueur budgétaire apparaît de plus en plus difficile à soutenir. Qui plus est, cela empêche d'abaisser la pression fiscale autant qu'il serait souhaitable pour atténuer les distorsions qu'une fiscalité trop lourde entraîne sur l'investissement et l'épargne. C'est là, entre autres, une des raisons pour lesquelles beaucoup de gouvernements ont, ces dernières années, souhaité contenir la croissance de la dette publique.

Pour ce qui est des taux d'intérêt, il est tout à fait fondé de se préoccuper des effets exposés par le gonflement de la dette publique en raison du niveau élevé atteint, à l'heure actuelle, par le coût réel du crédit dans un certain nombre de pays de l'OCDE. Le risque d'« éviction » résultant de la conjonction d'importants déficits budgétaires et d'une politique monétaire non accommodante, voire restrictive, est bien connu⁶ : les taux d'intérêt

6 Voir en particulier Chouraqui et Price, 1984.

augmentent et l'investissement fléchit ou, dans le cas d'une économie ouverte sur l'extérieur, le taux de change s'apprécie du fait d'entrées de capitaux et la balance commerciale se détériore. Les avis sont en revanche plus partagés sur la question de savoir si, à l'échelle mondiale, les déficits budgétaires sont responsables de la persistance du niveau élevé des taux d'intérêt, compte tenu notamment de l'interpénétration croissante des marchés de capitaux et (ces dernières années) de l'évolution divergente des déficits aux Etats-Unis et dans le reste de la zone de l'OCDE⁷. Aussi l'attention s'est-elle portée sur les liens pouvant exister entre l'*encours* de la dette publique et les taux d'intérêt. Dans cette optique, la hausse des taux pourrait se produire par le biais de l'un ou l'autre des deux mécanismes suivants :

• Le premier a trait à ce qu'on appelle l'« effet de portefeuille » — un relèvement des taux d'intérêt pouvant s'avérer nécessaire pour inciter le secteur privé à détenir en portefeuille une plus large part de titres publics. La plupart des études empiriques donnent à penser qu'un tel effet ne serait guère important⁸. Elles s'appuient notamment sur l'idée que, dans beaucoup de pays, la valeur des actions et des biens immobiliers a sensiblement augmenté ces dernières années, de sorte que la part des titres publics dans les portefeuilles des agents économiques ne s'est pas accrue aussi fortement que les chiffres de la dette publique pourraient le laisser croire.

• Le deuxième mécanisme, sans doute le plus vraisemblable, par lequel la croissance de la dette publique pourrait influencer sur les taux d'intérêt, est lié aux anticipations concernant l'inflation future. Si la dette publique est élevée, les épargnants peuvent craindre en effet que les autorités ne soient tentées de réduire par l'inflation la charge qu'elle représente en créant davantage de monnaie. Comme on l'a signalé plus haut, ce facteur explique, pour une large part, les réductions du rapport dette/PNB enregistrées dans le passé — encore que l'inflation ait été finalement le résultat involontaire de mesures qui n'étaient pas spécifiquement destinées à alléger la charge de la dette. La crainte d'une accélération de l'inflation se traduira par une augmentation de la prime de risque incorporée dans les taux d'intérêt⁹. En conséquence, les taux d'intérêt nominaux et réels tendront à augmenter, ce qui peut affecter l'investissement privé.

7 Cette question est examinée dans Atkinson et Chonraqui 1985. Voir aussi U.S. Treasury Department 1984.

8 Voir Buiter 1985, ainsi que Blanchard et Summers 1984.

9 Il va de soi que l'inflation anticipée est normalement reflétée dans les primes de risque qu'incorporent les taux d'intérêt. Par conséquent, seule une inflation plus forte que prévue peut réduire le rapport dette/PNB, sauf en cas d'alourdissement automatique de la fiscalité. Dès lors que ce facteur d'anticipation joue un rôle important, une politique inflationniste ne peut plus être une solution au problème de la dette.

Endettement optimal et neutralité de la dette

Vu les conséquences évoquées ci-dessus, on pourrait penser, *a priori*, que le niveau optimal de la dette devrait théoriquement être égal à zéro. Une telle conclusion n'est cependant pas valable dans la pratique et ce, pour deux raisons essentielles. Premièrement, ainsi qu'il ressort de l'analyse en termes de patrimoine exposée précédemment, la mise en œuvre de projets d'investissement public dont le rendement social serait supérieur au coût des emprunts contractés pour financer de tels projets peut justifier l'existence d'un certain volume d'endettement du secteur public. Deuxièmement, le niveau de la dette dépend dans une certaine mesure de la conjoncture économique, laquelle influe directement sur la situation budgétaire. En provoquant un gonflement spontané du déficit du budget, un ralentissement de l'activité peut rendre inéluctable un certain niveau d'endettement public.

Certains vont même jusqu'à prétendre que la dette publique n'a que peu ou pas d'effet sur l'économie. Cette opinion a été formulée notamment par Barro (*voir son article de 1974 cité en référence*) en partant de ce que l'on appelle le « théorème ricardien des équivalences ». La base de son raisonnement est que des individus rationnels, soucieux de leurs héritiers, ne considèrent pas les titres de la dette publique comme un élément de leur patrimoine et agiront donc de telle manière que l'épargne et l'investissement (public et privé) resteront inchangés. Conscients des obligations fiscales futures associées à tout nouvel emprunt de l'Etat, ils tendront à augmenter leur épargne en conséquence, de sorte que cet accroissement de l'épargne privée compenserait exactement le besoin de financement du secteur public ; ainsi, les taux d'intérêt (et l'investissement) ne seraient pas affectés.

Cette interprétation, selon laquelle les individus pourraient neutraliser l'action des gouvernements visant à redistribuer la consommation dans le temps, fait évidemment intervenir des hypothèses très restrictives en ce qui concerne le comportement des agents économiques, en particulier l'idée que ces derniers ne sont pas soumis à des contraintes de revenu. Ceci explique que la proposition de Barro n'ait pas pu être vérifiée empiriquement dans sa forme extrême. En fait, les résultats des travaux en la matière sont mitigés et suggèrent que si la dette publique peut être compensée par la prise en compte d'obligations fiscales futures, cette compensation n'est pas intégrale¹⁰.

Au total, bien qu'il soit difficile de définir ce que pourrait être le niveau « optimal » du rapport dette/PNB sur la base de considérations strictement économiques, il apparaît néanmoins souhaitable que ce rapport diminue lorsque la conjoncture est favorable afin que les autorités disposent d'une

¹⁰ Ce type d'appréciation ressort en particulier des travaux de Blinder et Deaton, 1985. Voir aussi Nicoletti, 1988.

plus grande latitude pour faire face à des chocs éventuels dans le futur. C'est naturellement en fonction des conditions économiques propres à chaque pays qu'il convient de déterminer le rythme auquel la réduction de la dette doit s'opérer. Lorsque l'on ne prévoit pas d'accroissement de la dette par rapport au PNB, il est possible d'envisager, à court terme, un assouplissement de la politique budgétaire. Mais, étant donné l'ampleur de la dette déjà accumulée dans beaucoup de pays et l'incidence de l'accroissement rapide du coût des retraites attendu dans l'avenir, force est de reconnaître que la marge de manœuvre des pouvoirs publics restera, à cet égard, très limitée.

RÉFÉRENCES BIBLIOGRAPHIQUES

- Atkinson P. et Chouraqui Jean-Claude, 1985, « Les causes du niveau élevé des taux d'intérêt réels », *Revue économique de l'OCDE* n° 5, automne.
- Barro R.J., 1974, « Are government bonds net wealth? », *Journal of Political Economy*, novembre/décembre.
- Bispham J.A., 1986, « Rising public sector indebtedness: some more unpleasant arithmetic », dans *Private Saving and Public Debt*, Blackwell, Oxford.
- Blanchard O.J. et Summers L.H., 1984, « Perspectives on high world real interest rates », *Brookings Papers on Economic Activity* 2.
- Blinder A.S. et Deaton A., 1985, « The time series consumption function revisited », *Brookings Papers on Economic Activity* 2.
- Boskin M.J. et Kotlikoff L.J., 1985, « Public debt and U.S. saving: a new test of the neutrality hypothesis », *National Bureau of Economic Research*, n° 1646, juin.
- Buiter, W.H., 1985, « A guide to public sector debt and deficits », *Economic Policy*, novembre.
- Buiter, W.H. et Tobin J., 1979, « Debt neutrality: a brief review of doctrine and evidence », dans von Furstenberg G.M. (dir. pub.), *Social Security vs Private Saving*, Ballinger.
- Chouraqui J.-C., Jones B. et Montador R.B., 1986, « Public debt in a medium-term context and its implications for fiscal policy », *Document de travail du Département des affaires économiques et statistiques* n° 30.
- Chouraqui J.-C. et Price R.W.R., 1984, « Stratégie financière à moyen terme: la coordination des politiques monétaires et budgétaires », *Revue économique de l'OCDE* n° 2, printemps.
- Kotlikoff L.J. et Summers L.H., 1981, « The role of intergenerational transfers in aggregate capital accumulation », *Journal of Political Economy*, août.
- Ministère des Finances de RFA, 1985, *Tasks and Objectives of a New Fiscal Policy: the Limits to Public Indebtedness*, décembre.
- Nicoletti, G., 1988, « Private Consumption, Inflation and the Debt Neutrality Hypothesis », *OECD Department of Economics and Statistics Working Paper* n° 50, janvier.
- Odling-Smee J. et Riley C., 1985, « Approaches to the PSBR », *National Institute Economic Review*, août.
- Price, R.W.R. et Muller P., 1984, « Indicateurs budgétaires structurels et interprétation de l'orientation de la politique budgétaire des pays de l'OCDE », *Revue économique de l'OCDE* n° 3, automne.
- U.S. Treasury Department, 1984, *The Effects of Deficits on the Prices of Financial Assets*, Office of the Assistant Secretary of Economy Policy, janvier.

Tableau 1

DETTE PUBLIQUE BRUTE (EN POURCENTAGE) DU PIB/PNB NOMINAL

	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
Etats-Unis	42,5	42,6	41,0	39,2	37,2	37,7	37,2	41,3	44,3	45,6	48,8	52,0	52,9	53,8	54,2	56,9
Japon	22,4	28,0	33,4	41,9	46,9	52,0	56,9	60,9	66,5	67,8	68,5	72,1	74,4	72,4	70,2	66,4
Allemagne	25,1	27,1	28,5	29,9	30,7	32,7	36,4	39,6	41,0	41,7	42,5	42,6	44,0	44,5	43,4	41,2
France	41,1	38,9	38,3	38,8	38,5	37,3	36,4	40,1	41,4	43,8	45,5	45,7	47,3	47,2	46,6	46,5
Italie	60,4	58,6	57,8	62,4	61,5	59,0	61,1	66,4	72,0	77,2	84,0	88,4	93,0	95,6	98,8	101,1
Royaume-Uni	63,7	62,7	61,3	58,7	55,0	54,1	54,0	52,9	53,1	54,7	53,1	51,7	49,2	42,8	37,3	35,8
Canada	43,1	41,4	43,4	46,1	43,5	44,4	45,2	50,3	56,2	59,1	65,0	68,9	70,1	69,4	69,6	71,5
Total des sept grands pays	38,7	39,8	40,3	41,9	41,9	43,1	44,4	48,2	51,6	53,2	55,6	58,1	59,5	59,2	58,6	58,8
Total des sept grands pays, moins les Etats-Unis	36,0	37,7	39,8	43,9	45,2	47,0	49,7	53,2	56,9	58,8	60,5	62,6	64,3	63,2	61,8	60,2
Australie	27,2	26,3	27,6	28,6	27,6	24,9	22,2	21,9	23,9	24,9	26,2	26,3	23,3	18,9	15,5	13,5
Autriche	23,9	27,4	30,1	33,9	36,0	37,2	39,3	41,6	46,0	47,9	49,6	54,0	57,3	57,8	57,2	55,3
Belgique	61,1	61,2	64,6	68,8	73,5	79,9	93,3	101,9	112,9	118,1	122,7	127,1	132,0	133,8	131,2	130,2
Danemark	11,9	14,6	18,1	21,9	27,0	33,5	43,7	53,0	61,6	65,9	64,1	58,3	55,9	57,7	57,8	58,9
Finlande	8,6	9,0	10,4	13,5	14,0	13,9	14,6	17,1	18,7	19,0	19,0	18,8	20,0	18,6	16,4	15,0
Grèce	22,4	22,1	22,4	29,4	27,6	27,7	32,8	36,1	41,2	49,5	57,9	58,6	64,6	71,5	76,3	81,6
Irlande	64,2	69,5	67,2	70,4	76,2	78,0	83,5	92,2	109,0	116,4	122,1	134,9	135,2	134,2	124,7	115,2
Pays-Bas	41,4	40,2	39,7	40,9	42,7	45,9	50,3	55,5	61,9	66,1	69,6	71,3	75,2	77,5	77,8	79,3
Norvège	44,7	46,7	53,3	60,0	63,0	52,2	47,4	42,2	38,8	38,7	40,7	51,1	42,3	42,6	42,6	41,6
Espagne	13,5	14,5	14,3	16,4	18,5	23,0	23,0	28,7	34,6	41,5	46,7	47,5	47,9	43,7	43,1	44,1
Suède	30,5	28,2	29,7	33,9	39,6	44,5	52,3	62,0	65,7	67,2	67,7	67,3	59,3	53,7	48,1	44,6
Total des petits pays	29,4	31,1	33,7	36,1	37,7	41,9	41,9	46,6	51,7	55,3	58,1	59,7	59,3	58,1	56,6	56,0
ENSEMBLE DES PAYS CI-DESSUS	38,5	39,2	40,9	41,2	42,4	44,1	44,1	48,0	51,6	53,5	55,9	58,3	59,5	59,1	58,4	58,5
ENSEMBLE MOINS LES ETATS-UNIS	36,1	38,2	41,9	43,5	45,2	48,3	48,3	52,0	55,9	58,1	60,0	62,0	63,4	62,2	60,8	59,4

Source : OCDE

LA DETTE PUBLIQUE DANS LES PAYS DE L'OCDE

Tableau 2

DETTE PUBLIQUE NETTE (EN POURCENTAGE DU PIB/PNB NOMINAL)

	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
Etats-Unis	24,1	24,1	23,2	21,2	19,2	18,6	18,6	21,6	24,1	25,3	27,4	29,9	31,1	31,4	30,8	34,5
Japon	- 2,1	1,9	5,5	11,3	14,9	17,3	20,7	23,1	26,0	27,0	26,6	26,3	21,4	17,7	14,6	10,9
Allemagne	1,0	4,6	7,0	9,4	11,5	14,4	17,5	19,9	21,4	21,7	22,0	21,7	23,1	23,7	22,4	21,7
France	10,3	11,1	11,5	13,1	13,8	14,3	14,2	17,8	20,0	21,1	22,9	25,5	24,8	25,0	24,7	24,8
Italie	54,2	54,6	53,8	56,0	55,6	54,0	57,9	63,5	68,8	74,4	81,3	86,2	90,9	93,7	95,9	98,2
Royaume-Uni	55,9	55,4	54,5	52,4	47,9	47,0	46,1	45,4	45,7	47,4	46,2	45,2	42,6	35,9	30,6	29,0
Canada	7,5	8,4	9,3	11,5	12,0	12,3	10,6	16,6	22,9	26,7	33,0	37,0	38,3	37,0	40,3	42,1
Total des sept grands pays	18,2	19,6	20,2	21,1	21,1	21,5	22,8	25,7	28,3	29,8	31,5	33,1	32,8	31,9	30,7	31,5
Total des sept grands pays, moins les Etats-Unis	13,9	16,3	18,0	21,1	22,4	23,7	25,8	28,6	31,4	33,1	34,4	35,3	34,0	32,3	30,7	29,4
Belgique	49,0	49,9	52,9	56,8	62,0	69,3	83,5	92,2	103,2	108,2	112,3	116,8	121,4	123,1	121,0	120,0
Danemark	- 10,1	- 7,7	- 5,0	- 2,2	1,8	7,3	16,6	26,4	33,3	36,8	34,4	28,5	25,6	26,6	26,1	26,6
Finlande	- 9,5	- 10,6	- 10,0	- 8,3	- 6,8	- 6,1	- 4,7	- 1,9	0,4	0,7	0,9	0	2,4	0,6	- 1,6	- 3,0
Pays-Bas	20,3	20,4	19,3	20,1	21,9	25,0	27,3	31,3	36,5	39,9	43,0	46,5	52,3	55,1	57,2	58,8
Norvège	- 7,6	- 4,3	2,1	6,7	9,8	0,4	- 2,2	- 4,7	- 8,4	- 12,5	- 16,0	- 21,0	- 21,2	- 20,9	- 21,1	- 22,1
Espagne	1,4	2,8	3,5	5,8	7,8	11,6	14,4	18,4	22,9	27,6	29,9	31,2	31,0	30,5	30,5	31,4
Suède	- 30,5	- 30,4	- 28,7	- 24,9	- 19,9	- 13,5	- 5,2	4,4	10,5	12,6	16,1	16,1	7,9	2,1	- 3,4	- 7,0
Total des petits pays	4,3	5,9	8,1	11,2	11,2	14,1	19,4	24,4	29,4	32,2	34,7	35,5	36,2	36,1	35,0	34,8
ENSEMBLE DES PAYS CI-DESSUS	18,2	18,9	19,9	20,2	20,9	22,4	24,8	28,4	30,0	31,8	33,8	33,3	33,1	32,3	31,1	31,8
ENSEMBLE MOINS LES ETATS-UNIS	14,5	16,2	19,2	20,8	22,3	24,8	28,0	31,1	33,0	34,5	35,4	35,4	34,3	32,8	31,3	30,2

Source : OCDE

Tableau 3

VALEUR NETTE DU PATRIMOINE DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES (a)
(EN POURCENTAGE DU PIB/PNB NOMINAL)

	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
États-Unis	44,4	40,9	41,1	42,6	46,1	48,7	45,4	41,2	36,7	32,3	30,6	26,7	24,1	22,8	21,9
Japon	46,1	43,8	41,4	37,9	38,6	39,2	36,9	35,4	33,4	32,2	31,6	31,9	37,9	41,5	46,0
Allemagne	63,2	58,2	56,6	55,0	55,4	58,4	59,5	57,5	53,6	52,2	50,4	49,6	48,5	46,8	46,8
France	37,9	38,1	37,2	35,4	35,6	36,0	36,9	32,5	30,5	28,6	26,2	22,3	23,0	22,4	
Royaume-Uni	33,3	39,8	25,6	27,8	36,6	39,8	37,3	30,4	25,4	20,7	19,2	18,4	19,8	27,3	35,4
Canada	37,6	33,9	32,3	29,7	28,0	28,2	30,0	25,5	17,7	11,8	4,7	- 0,8	- 4,2	- 3,9	- 8,0

a) Stock de capital fixe moins engagements financiers nets. Pour plus amples définitions et la méthode de calcul utilisée, voir Chouraqui, Jontes et Montador, 1986, Annexe II.
Source : OCDE.

LA DETTE PUBLIQUE DANS LES PAYS DE L'OCDE

Tableau 4

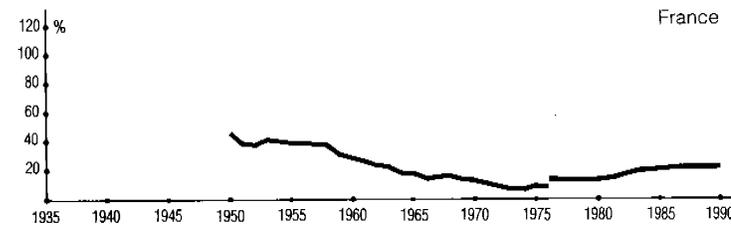
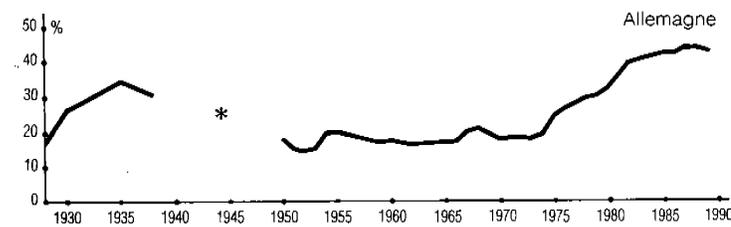
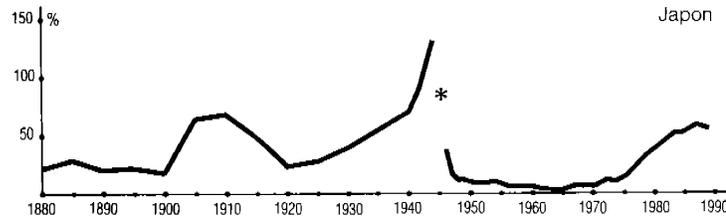
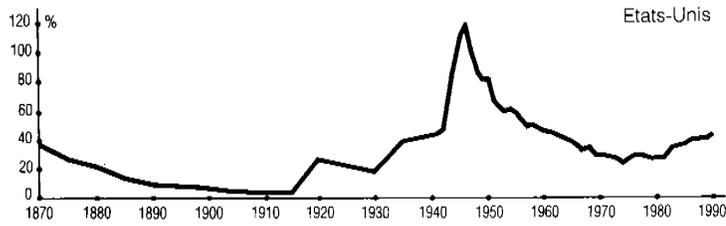
CHARGES D'INTÉRÊTS BRUTES AU TITRE DU SERVICE DE LA DETTE.
(EN POURCENTAGE DES DÉPENSES TOTALES DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES)

	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
Etats-Unis	3,3	3,8	3,8	3,8	3,7	3,9	5,0	5,1	5,5	6,6	6,6	6,4	6,4	6,3	6,9	7,0
Japon	4,5	5,6	6,7	7,5	8,5	9,9	10,9	11,7	12,7	13,8	14,1	13,9	13,7	13,4	13,1	12,5
Allemagne	2,8	3,3	3,6	3,5	3,7	4,1	4,7	5,7	6,3	6,3	6,5	6,4	6,2	6,2	6,0	5,7
France	2,7	2,5	2,7	2,9	3,1	3,2	4,1	4,0	5,0	5,1	5,5	5,6	5,5	5,5	5,7	6,2
Italie	8,4	9,9	10,7	11,7	11,8	12,6	13,4	15,0	15,4	16,2	15,8	16,7	15,8	16,1	17,4	18,2
Royaume-Uni	8,8	9,5	10,3	10,2	10,7	10,9	11,3	11,2	10,4	10,7	11,1	10,5	10,4	10,1	9,6	8,4
Canada	9,9	10,9	11,1	12,4	13,4	13,9	15,7	16,1	16,0	17,4	18,6	19,0	19,2	19,7	20,9	20,9
Total des sept grands pays	4,4	5,1	5,5	5,8	6,1	6,6	7,6	8,0	8,5	9,4	9,6	9,5	9,3	9,3	9,5	9,5
Total des sept grands pays, moins les Etats-Unis	5,2	6,0	6,8	7,3	7,8	8,6	9,5	10,1	10,8	11,4	11,7	11,7	11,5	11,4	11,5	11,2
Australie	4,7	6,0	5,6	5,9	6,6	6,9	6,7	6,5	7,1	8,3	10,0	11,2	11,4	12,3	13,3	13,0
Autriche	2,9	3,6	4,0	4,5	4,8	5,2	5,6	6,2	6,1	6,7	7,0	7,1	7,6	7,9	8,1	8,3
Belgique	7,8	8,0	8,5	9,1	10,0	11,6	13,8	16,2	16,6	17,7	19,3	20,6	19,9	19,9	21,1	22,1
Danemark	2,5	2,8	3,8	4,3	6,6	7,0	8,8	9,8	13,1	15,9	16,6	15,8	14,4	13,5	12,6	12,4
Finlande	1,8	1,8	2,1	2,3	2,6	2,9	3,0	3,3	3,8	4,2	4,4	4,1	4,0	4,1	3,8	3,4
Grèce	4,5	4,9	4,6	5,4	6,5	7,3	8,0	6,5	8,8	10,3	11,0	12,0	14,9	16,2	16,5	22,0
Irlande		12,5	13,3	13,3	13,3	13,0	14,2	16,3	16,9	17,7	18,9	17,9	18,4	18,8	19,0	18,9
Pays-Bas	7,5	7,6	7,7	7,8	7,9	8,4	9,6	10,7	11,7	12,8	13,5	13,3	12,4	12,4	12,7	12,6
Norvège	3,8	4,4	4,8	5,4	6,5	7,1	6,9	6,7	7,0	7,3	7,8	8,9	8,5	7,4	7,4	7,3
Espagne	2,0	1,7	1,9	1,9	2,1	2,4	2,5	2,8	3,7	5,6	8,4	9,7	8,8	8,5	8,4	8,3
Suède	4,5	4,1	4,4	4,6	5,1	6,7	8,4	10,5	11,1	12,2	13,2	11,9	11,1	9,5	9,3	9,4
Total des petits pays	4,2	4,5	4,9	5,2	5,8	6,4	7,2	8,0	8,8	10,1	11,4	11,8	11,3	11,1	11,3	11,6
ENSEMBLE DES PAYS CLEDESSUS	4,4	5,0	5,4	5,7	6,1	6,6	7,5	8,0	8,6	9,5	9,8	9,7	9,6	9,5	9,8	9,7
ENSEMBLE MOINS LES ETATS-UNIS	5,1	5,8	6,4	6,9	7,4	8,2	9,0	9,7	10,4	11,2	11,6	11,7	11,4	11,3	11,4	11,3

Source : OCDE

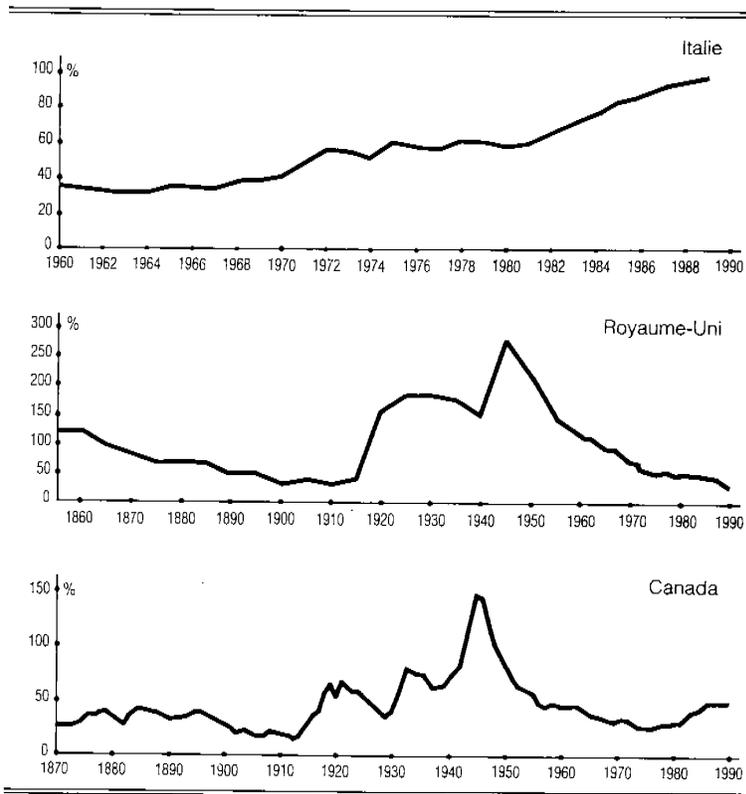
Graphique 1

ÉVOLUTION HISTORIQUE DU RAPPORT
DE LA DETTE PUBLIQUE AU PIB



* Rupture de série

LA DETTE PUBLIQUE DANS LES PAYS DE L'OCDE



Pour sources et définitions, voir Chouraqui, Jones et Montador (1986)