

L'endettement public à l'ère de la stagnation séculaire

Dans notre édition précédente, nous avons avancé l'argument selon lequel les économies développées sont en stagnation séculaire. Cette situation se caractérise par une demande privée insuffisante et des taux d'intérêts effectifs supérieurs aux taux d'intérêts naturels, malgré les politiques monétaires très accommodantes. Nous avons conclu que la politique économique serait surtout portée par la politique budgétaire en cas de retournement de la conjoncture. Toutefois, les niveaux de dette et de déficit publics ont atteint des sommets depuis la Grande crise financière. Cet article traitera de l'avenir des dépenses publiques dans ce contexte particulier.

La perception de l'endettement public a considérablement évolué aux yeux des économistes. Jusqu'à présent, la théorie économique dominante s'est montrée critique à l'égard de l'endettement public, notamment à travers la théorie de l'équivalence ricardienne. Celle-ci associe déficit public et impôt : d'après ce principe, lorsque les dépenses publiques augmentent, les consommateurs dits « rationnels » anticipent une future hausse des impôts pour financer la dette publique. C'est pourquoi ils réduisent leurs dépenses dans la mesure où ils anticipent une hausse des impôts. Ainsi, l'effet de la dépense publique est au mieux nul.

Un deuxième argument des économistes réticents à la dette publique est l'effet d'éviction. D'après la théorie, une hausse des dépenses publiques engendrerait une augmentation des taux d'intérêt auxquels se finance le secteur public, ce qui rendrait les obligations d'État plus attractives que celles du secteur privé. Ainsi, la théorie stipule que le secteur privé éprouve davantage de difficultés à se financer, ce qui provoque une baisse des investissements privés. Enfin, le courant de pensée classique reproche à la dépense publique de générer de l'inflation par la demande.

D'après Furman (2016), deux vues sur le déficit public s'opposent : l'ancienne vue orthodoxe, sceptique, et la nouvelle vue hétérodoxe, de plus en plus favorable. La nouvelle vue prône dans un premier temps de tirer profit de la faiblesse des taux d'intérêt. D'après Blanchard (2019), si le taux d'intérêt payé par le gouvernement est inférieur au taux de croissance économique, les gouvernements contournent la contrainte budgétaire inter temporelle. Par ailleurs, il est communément admis que la politique monétaire a atteint son niveau plancher et que les taux d'intérêt sont dans une tendance baissière depuis plusieurs décennies. C'est pourquoi la politique budgétaire devra être le principal outil pour contrer les prochains ralentissements économiques.

COURRIER ÉCONOMIQUE #3

La littérature économique propose de plus en plus de vues alternatives aux arguments d'équivalence ricardienne et d'effet d'éviction. Dans la littérature récente, l'effet multiplicateur, qui définit l'activité supplémentaire (consommation et investissement) engendrée par une hausse des dépenses publiques, est estimé comme étant positif et significatif. D'après Romer et Romer (2010), des changements de niveau de taxation peuvent engendrer un effet multiplicateur proche de 3, et une hausse des dépenses publiques peuvent créer un effet multiplicateur allant de 0,6 à 1,2 (Ramey et Shapiro 1998 ; Blanchard et Perotti 2002 ; Ramey 2011).

En ce qui concerne l'effet d'éviction, l'approche peut être différente lorsqu'on est en présence de politiques monétaires accommodantes avec les taux bloqués au niveau plancher, car il est peu probable que les taux souverains remontent dans un tel environnement en raison de l'action des banques centrales.

Relativisons également la critique sur l'inflation : nous ne sommes plus dans un environnement où les décideurs publics cherchent à l'éviter. Au contraire, ils cherchent plutôt à en créer, notamment pour diminuer les taux réels si la politique monétaire a atteint sa limite en termes de taux d'intérêt nominal.

Enfin, Gaspar, Obstfeld et Sahay (2016) insistent sur l'importance de la coordination globale des politiques budgétaires pour profiter d'un effet de spillover (débordement). Une expansion budgétaire à hauteur de 1% du PIB entraîne une croissance domestique, mais avec une hausse du déficit et de la dette. Toutefois, quand le stimulus est coordonné à travers toutes les régions du monde, cela provoque une croissance supplémentaire d'au moins 1% dans chaque région, et de 2,3% à l'échelle internationale, tout en réduisant le ratio dette/PIB partout.

En définitive, il convient de trouver un compromis « raisonnable » entre déficit public et investissements. La vision selon laquelle il faut réduire le déficit public per se fait partie du passé. Les gouvernements ne peuvent pas se permettre de sacrifier l'infrastructure, l'éducation, la recherche dans un environnement où l'investissement progresse timidement. C'est pourquoi il est très réducteur de voir les dépenses publiques seulement comme un « fardeau pour les générations futures », car dans un contexte de stagnation séculaire et de faibles gains de productivité, des dépenses publiques bien ciblées peuvent être la clé en matière de questions climatiques et sociales.

Aykut Efe
Économiste

Janvier 2020

Bibliographie

Blanchard, Olivier J. Public Debt: Fiscal and Welfare Costs in a Time of Low Interest Rates. No. PB19-2. 2019.

Blanchard, Olivier, and Roberto Perotti. "An empirical characterization of the dynamic effects of changes in government spending and taxes on output." *the Quarterly Journal of economics* 117.4 (2002): 1329-1368.

Furman, Jason. "The new view of fiscal policy and its application." *VoxEU.org* (2016).

Gaspar, Vitor, et al. *Macroeconomic Management When Policy Space is Constrained: The 3-C Approach to Economic Policy*. International Monetary Fund, 2016.

Ramey, Valerie A., and Matthew D. Shapiro. *Costly capital reallocation and the effects of government spending*. No. w6283. National Bureau of Economic Research, 1999.

Ramey, Valerie A. "Can government purchases stimulate the economy?" *Journal of Economic Literature* 49.3 (2011): 673-85.

Romer, Christina D., and David H. Romer. "The macroeconomic effects of tax changes: estimates based on a new measure of fiscal shocks." *American Economic Review* 100.3 (2010): 763-801.

Disclaimer

Ce présent document est communiqué à titre d'information uniquement et ne constitue pas une offre ou une sollicitation d'achat, de vente ou de souscription. BCEE Asset Management S.A. ne peut être tenue responsable des conséquences pouvant résulter de l'utilisation d'une quelconque opinion ou information contenues dans le présent document. Il en est de même de toute omission.

Les informations contenues dans ce document ne peuvent servir de seule base d'évaluation de valeurs et ce document ne saurait constituer un prospectus d'émission. Ce document ne peut en aucune circonstance être utilisé ou considéré comme un engagement de BCEE Asset Management S.A..

Toutes les estimations et opinions contenues dans ce document constituent une opinion actuelle et peuvent être modifiées sans préavis.

Les informations contenues dans le présent document proviennent de sources publiques considérées comme fiables ; BCEE Asset Management S.A. ne peut cependant pas en garantir l'exactitude. De fait, les informations peuvent être soit incomplètes, soit condensées.

Toute référence aux performances antérieures ne saurait constituer une indication quant aux performances à venir.

BCEE Asset Management S.A. décline toute responsabilité au titre de ce document s'il a été altéré, déformé ou falsifié, notamment par le biais de l'utilisation d'Internet.

Le présent document ne peut être ni reproduit, ni communiqué à une tierce personne sans autorisation préalable écrite de BCEE Asset Management S.A..