

L'ECONOMIE POUR TOUS

SG Etudes Economiques et Sectorielles

A propos de la soutenabilité de la dette publique

Marie-Hélène Duprat

Conseiller auprès du Chef économiste

Conséquence de la pandémie de COVID-19, la dette publique va continuer de battre tous les records à la hausse, ne manquant pas de susciter des craintes quant à sa soutenabilité. Y a-t-il un chiffre « magique » qui définisse le maximum de dette qu'un État peut soutenir ? La réponse est négative : ni les faits, ni la théorie n'indiquent un seuil au-delà duquel la dette publique serait insoutenable. Si l'écart entre le taux d'intérêt payé par l'État et le taux de croissance nominal de l'économie joue un rôle clé dans la soutenabilité de la dette publique, le sentiment auto-réalisateur des investisseurs ouvre la voie à des équilibres multiples.

COVID-19 oblige, la dette publique mondiale va grimper à un niveau inédit dans l'histoire pour représenter cette année 101,5 % du PIB mondial, selon le FMI. Les gouvernements ont, à juste titre, joué leur rôle d'assureur en dernier ressort en compensant autant que possible la perte de revenus des entreprises et des ménages, liée à l'arrêt brutal de leur activité, consécutif à la mise en place des confinements face au COVID-19. Le soutien aux ménages et aux entreprises, puis la relance de l'économie, combinés à la chute des recettes fiscales induite par la récession économique placent les déficits et les dettes publics sur une trajectoire fortement haussière. Ce qui ne manque pas de susciter des craintes quant à la soutenabilité des dettes publiques : les États pourraient-ils se retrouver en situation de défaut de paiement ?

Les dettes publiques sont-elles sur une trajectoire insoutenable ?

La soutenabilité d'une dette souveraine est une notion complexe à définir. Au sens strict, une dette publique est insoutenable quand l'État devient incapable de financer sa dette publique y compris en levant des impôts nouveaux. Mais on peut parler d'insoutenabilité dans une acception moins stricte lorsque l'État est exposé à un risque d'ajustement excessif ou irréaliste de ses finances publiques, voire lorsque la dette publique commence à mettre en danger la croissance et la stabilité économique.

Certains économistes suggèrent que des niveaux élevés de dette publique pèsent sur la croissance économique. Carmen Reinhart et Kenneth Rogoff (2010)¹, notamment, ont suggéré qu'il existe un niveau de dette publique, différent selon que l'État est endetté dans sa propre monnaie ou en monnaie étrangère, à partir duquel se posent des problèmes de soutenabilité de sa dette, ce qui peut vouer le pays à des années de croissance lente : soit parce que les agents privés anticipent une forte hausse des impôts, ce qui les conduit à réduire dès à présent leur investissement ou leur consommation ; soit parce que les marchés doutent de la capacité de l'État à rembourser sa dette et exigent en conséquence des taux d'intérêt plus élevés.

¹ Carmen M. Reinhart et Kenneth S. Rogoff (2010), « Growth in a time of debt », American Economic Review, Vol. 100, n°2, Mai (pp. 573-78).

Reinhart et Rogoff suggèrent que ce seuil d'endettement critique est de 90 % du PIB pour les pays développés et de 60% pour les pays émergents endettés en monnaie étrangère.

Il n'y a pas un critère absolu de soutenabilité de la dette publique

Les travaux de Reinhart et Rogoff ont fait polémique notamment parce qu'ils ont servi de caution scientifique aux politiques d'austérité budgétaire. Au cours de la dernière décennie, de nombreuses études empiriques ont été menées pour déterminer s'il existe effectivement un seuil d'endettement économiquement risqué. Aujourd'hui, s'il est généralement admis que, passé un certain niveau, l'accroissement de la dette publique peut hypothéquer les perspectives de croissance, le seuil de 90 % du PIB est largement contesté.

Ni les faits, ni la théorie n'indiquent un chiffre, commun à l'ensemble des pays et constant dans le temps, **pour le maximum de dette qu'un pays peut soutenir.**

Taux d'intérêt de la dette, croissance, et équilibres multiples

La littérature considère que **l'écart entre le taux d'intérêt que l'État paye sur sa dette et le taux de croissance nominal de l'économie joue un rôle clé** dans la trajectoire de la dette publique.

Lorsque le taux d'intérêt est supérieur au taux de croissance, le poids de la dette va croissant, en raison d'un effet boule de neige : le poids des intérêts augmente dans le budget de l'État, ce qui alimente la hausse des dépenses et creuse le déficit, poussant l'État à emprunter de nouveau et gonflant le montant des intérêts qu'il a à verser. L'État doit alors générer un excédent primaire (qui exclut les charges d'intérêt) pour stabiliser, voire réduire, son ratio d'endettement.

À contrario, lorsque le taux d'intérêt est inférieur au taux de croissance, alors l'endettement tend à se réduire mécaniquement. Mais ce taux d'intérêt, lui-même, dépend de nombreux facteurs incluant le niveau de la dette et du déficit actuels, l'acceptation sociale d'un surcroît d'impôt et la capacité des États à capter l'épargne qui, elle-même, dépend de nombreux facteurs incluant la réputation de sérieux budgétaire de l'État, l'acceptabilité des politiques menées, et la trajectoire de croissance future de l'économie, ainsi que celles de l'inflation et des déficits. L'appréciation de ces facteurs et de leurs trajectoires laisse une part importante au jugement.

Aussi la perception des investisseurs apparaît-elle comme une variable essentielle dans la détermination de la soutenabilité de la dette publique. Indépendamment des fondamentaux du pays, les États peuvent perdre la confiance des marchés financiers, donc l'accès à ces derniers. La détérioration du sentiment de marché peut faire basculer les États d'un bon équilibre (où la dette est jugée soutenable et où les primes de risque réclamées par les investisseurs sont faibles) à un mauvais équilibre (où la dette est perçue comme insoutenable, provoquant une hausse des taux d'intérêt susceptible de placer la dette sur une trajectoire insoutenable). Ces comportements auto-réalisateurs conduisent à des équilibres multiples ; ainsi une dette élevée est-elle soutenable tant que les marchés gardent confiance dans l'État, mais devient insoutenable autrement.

Contacts

Michala MARCUSSEN

Chef économiste Groupe
+33 1 42 13 00 34
michala.marcussen@socgen.com

Olivier de BOYSSON

Chef économiste Pays Émergents
+33 1 42 14 41 46
olivier.de-boysson@socgen.com

Marie-Hélène DUPRAT

Conseillère auprès du chef économiste
+33 1 42 14 16 04
marie-helene.duprat@socgen.com

Ariel EMIRIAN

Analyse macroéconomique
+33 1 42 13 08 49
ariel.emirian@socgen.com

François LETONDU

Analyse macrosectorielle et macrofinancière
+33 1 57 29 18 43
francois.letondu@socgen.com

Constance BOUBLIL-GROH

Europe Centrale et Orientale
+33 1 58 98 98 69
constance.boublil-groh@socgen.com

Olivier DENAGISCARDE

Analyse macrosectorielle
+33 1 58 98 74 22
olivier.denagiscarde@socgen.com

Juan Carlos DIAZ MENDOZA

Amériques
+33 1 57 29 61 77
juan-carlos.diaz-mendoza@socgen.com

Clément GILLET

Afrique
+33 1 42 14 31 43
clement.gillet@socgen.com

Erwan JAIN

Macro-sector analysis
+33 1 58 98 05 35
erwan.jain@socgen.com

Alan LEMANGNEN

Zone Euro, France, Allemagne
+33 1 42 14 72 88
alan.lemangnen@socgen.com

Simon RAY

Analyse macrofinancière ; Royaume-Uni
+33 1 4213 70 80
simon.ray@socgen.com

Valérie RIZK

Analyse macrosectorielle
+33 1 58 98 82 85
valerie.rizk@socgen.com

Gabriel Roux

Economiste, Edition
+33 1 58 98 21 76
gabriel.roux@socgen.com

Danielle SCHWEISGUTH

Europe de l'ouest
+33 1 57 29 63 99
danielle.schweisguth@socgen.com

Edgardo TORIJA ZANE

Prévisions économiques mondiales
Moyen-Orient, Turquie et Asie Centrale
+33 1 42 14 92 87
edgardo.torija-zane@socgen.com

Bei XU

Asie
+33 1 58 98 23 14
bei.xu@socgen.com

Yolande NARJOU

Assistante
+33 1 42 14 83 29
yolande.narjou@socgen.com

DISCLAIMER

La présente publication reflète l'opinion du département des études économiques et sectorielles de Société Générale S.A. à la date de sa publication. Cette opinion est susceptible d'être modifiée à tout moment sans notification. Elle est réalisée à titre purement informatif, et ne constitue ni une recommandation d'investissement, ni un conseil en investissement au sens de la réglementation en vigueur. Cette publication n'a aucune valeur contractuelle.

Ni l'information contenue, ni les analyses qui y sont exprimées ne constituent en aucune façon une offre de vente ou une sollicitation d'une offre en vue de souscrire, d'acheter, de vendre un produit ou d'exécuter une transaction et ne sauraient engager la responsabilité de Société Générale S.A. ou de l'une de ses filiales, dans le respect de la réglementation en vigueur. Si un client de détail ou professionnel, ou une contrepartie éligible obtient cette publication, il ne doit fonder aucune de ses décisions d'investissement uniquement sur cette publication et doit s'efforcer d'obtenir un conseil financier indépendant.

L'exactitude, l'exhaustivité ou la pertinence de l'information tirée de sources externes n'est pas garantie, même si elle provient de sources raisonnablement jugées fiables. Sous réserve de la réglementation en vigueur, Société Générale S.A. n'assume aucune responsabilité à cet égard. Les informations économiques contenues dans ce document sont basées sur des données valables à un moment donné, et qui peuvent donc changer à tout moment.

Société Générale S.A. est un établissement de crédit français agréé et supervisé par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (« ACPR »), régulé par l'Autorité des Marchés Financiers (« AMF ») et sous la supervision prudentielle de la Banque Centrale Européenne (« BCE »), Société Générale S.A. est aussi agréée par la Prudential Regulation Authority (PRA, Autorité de réglementation prudentielle anglaise) et soumise à la réglementation de la Financial Conduct Authority (FCA, autorité de régulation anglaise) et de la Prudential Regulation Authority. Des détails sur l'étendue de l'agrément et de la supervision par la Prudential Regulation Authority, ainsi que la réglementation applicable par la Financial Conduct Authority sont disponibles sur demande.

Avis aux investisseurs américains : Ce document est émis par des analystes économiques de Société Générale non américains ou des sociétés affiliées sur des études économiques sont uniquement à destination des investisseurs institutionnels américains, conformément à la Règle 15a-6 de la SEC. Toute U.S. Persons souhaitant discuter de ce rapport ou effectuer des transactions doit se rapprocher de SG Americas Securities, LLC. SG Americas Securities LLC a son siège social au 1221 Avenue of the Americas, New York, NY, 10020. (212) 278-6000.

Avis aux investisseurs asiatiques : Ce document est préparé et destiné à être distribué en Asie uniquement à des clients sophistiqués et professionnels. Vous devez donc être qualifié en tant qu'investisseur professionnel, « accrédité », « wholesale », expert ou institutionnel (quelle que soit la définition de ces termes au sein de votre juridiction locale).

La présente publication ne saurait en aucune façon être reproduite (en tout ou partie) ou même transmise à toute autre personne ou entité sans le consentement préalable écrit de Société Générale S.A.

© 2018