



S'ENGAGER POUR CHACUN  
AGIR POUR TOUS

# ÉCLAIRAGE

NOTE D'ÉCONOMIE



Novembre 2019

## Transformer la dette publique en investissement

*Les signes de ralentissement économique s'accumulent. Parallèlement, les taux d'intérêt sont historiquement bas. Dans ce contexte spécifique, il est nécessaire d'interroger la pertinence d'une stratégie de réduction des déficits et de l'endettement publics. La soutenabilité des finances publiques doit s'articuler à une stratégie qui intègre les enjeux économiques, sociaux et environnementaux.*

### 1. Dette publique, de quoi parle-t-on ?

La dette publique couvre les emprunts réalisés par l'Etat et ses opérateurs – universités, collectivités territoriales, administrations de Sécurité sociale (Lire la [note Eco de septembre 2019](#)).

La dette finance principalement les déficits lorsque les dépenses publiques (fonctionnement, services publics, investissements, etc.) sont supérieures aux recettes prélevées sur les ménages et les entreprises.

La dette permet de répartir le financement des investissements publics sur plusieurs années. Ceci est doublement légitime : premièrement, ils sont favorables à la croissance (éducation, santé, etc.) ; deuxièmement, l'Etat est garant de l'intérêt général à travers le temps, il est donc logique qu'il étale dans le temps le financement d'investissements dont les générations futures bénéficieront aussi.

On parle communément de dette publique brute (c'est aussi le cas dans cette note), c'est-à-dire qu'on ne tient pas compte des

actifs publics (le patrimoine). Si on retranche ceux-ci de la dette publique brute, on obtient la dette nette. Il s'agirait d'une notion plus pertinente pour apprécier la soutenabilité des finances publiques puisque l'on peut considérer que les actifs publics peuvent être vendus, à plus ou moins long terme, pour rembourser la dette.

La dette brute est consolidée : on déduit du montant global de la dette ce que se doivent les administrations publiques entre elles, afin de ne pas compter deux fois la même dette. En France, la dette de l'Etat représente environ 80% de l'ensemble de la dette publique.

### 2. Quel est le taux d'endettement public au sens de Maastricht ?

Pour calculer le taux d'endettement public au sens de Maastricht, on rapporte la dette publique brute au produit intérieur brut (PIB) :

$$\text{Taux d'endettement public} = \frac{\text{dette publique brute}}{\text{PIB}}$$

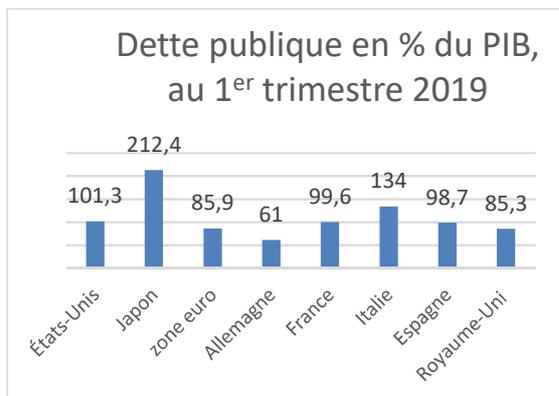
Ce taux d'endettement public dépend donc principalement de trois éléments :

- Des remboursements d'emprunts effectués et des nouveaux emprunts contractés chaque année. (De l'évolution du taux d'intérêt (à la baisse ou à la hausse) qui influence directement sur les nouveaux emprunts contractés et progressivement sur les dettes passées, au fur et à mesure de leur renouvellement (la durée moyenne d'une dette en France est d'un peu plus de 7 années).



- Du niveau de croissance ; plus la croissance du PIB est forte, moins la dette est proportionnellement élevée.

Le mode de calcul de ce ratio ainsi que son interprétation économique peuvent cependant être largement discutée. Ce dernier met en effet en relation la totalité de la dette publique (comme si cette dernière allait être remboursée en une seule fois) avec l'évolution de l'activité entre deux années. A cela s'ajoute les nombreuses limites du PIB (Lire la [note Eco de novembre 2018](#)).



Source : Banque de France

#### 4. Comment l'Etat finance-t-il sa dette ?

Pour financer sa dette brute, l'Etat emprunte directement à des fonds privés, des compagnies d'assurance ou à des banques (qui mobilisent le stock d'épargne). Il émet des obligations ou des bons du Trésor d'une durée de 3 mois à 50 ans. Ces emprunts peuvent ensuite être revendus à l'infini sur les marchés financiers selon la loi de l'offre et la demande. Le prix de ces emprunts, nommé taux d'intérêt, fixe la rémunération de l'investisseur.

#### 5. Pourquoi les Etats empruntent-ils à des taux très bas actuellement ?

Le taux à 10 ans est considéré comme un taux de référence qui reflète la confiance des investisseurs dans telle ou telle dette d'Etat, relativement à d'autres dettes d'Etat ou à d'autres investissements.

En Europe, on considère le taux d'emprunt allemand à 10 ans comme un indicateur de confiance de référence. L'écart avec ce taux (le *spread*) reflète la confiance des investisseurs dans l'économie du pays emprunteur. Plus l'écart est élevé, plus les investisseurs exigent une prime de risque importante via un taux d'intérêt élevé. Au troisième trimestre 2019, l'Allemagne, la France et la Suède empruntaient à 10 ans à des taux négatifs (ces pays remboursent moins qu'ils n'empruntent). Même l'écart entre le taux italien et le taux allemand se resserre. Pourtant, l'Italie, troisième puissance économique de la zone euro, observe un taux d'endettement public très élevé (plus d'1/5<sup>e</sup> de la dette publique de la zone euro) par rapport à ses perspectives de croissance (+0,1% du PIB en 2019 selon la Commission européenne) et donc sa solvabilité perçue par les investisseurs.

Dans un contexte d'incertitudes économiques et de ralentissement économique mondial, les investisseurs semblent donc privilégier une épargne de précaution (les dettes d'Etat sont perçues comme des placements sûrs) bien qu'ayant un rendement faible. La dette française fait aujourd'hui partie des actifs de bonne qualité. Elle est principalement détenue par des non-résidents ; ceci reflète l'attractivité et la confiance en la solvabilité de l'Etat français.



D'autres facteurs expliquent la faiblesse des taux d'intérêt : l'abondance d'épargne des pays émergents, en particulier de la Chine, mais aussi des ménages et des entreprises ; le vieillissement de la population qui accroît le taux d'épargne ; l'action des banques centrales pour lutter contre la stagnation séculaire de la croissance, etc. Les taux devraient donc rester durablement bas, ce qui est décisif s'agissant de la soutenabilité de la dette publique.

### **6. Quels sont les risques d'une dette publique trop élevée ?**

Une dette et un déficit publics trop élevés sont perçus par certains économistes comme nocifs pour l'activité économique. La première crainte est la spirale de la dette publique : la perte de confiance dans la solvabilité d'un Etat conduit les investisseurs à exiger des taux d'intérêt plus élevés pour compenser le risque de revente à perte, ; voire à spéculer en pariant sur la hausse de ces taux d'intérêt en accentuant la perte de confiance. Cette hausse des taux d'intérêt alourdit le poids de la dette et nourrit d'autant plus le risque d'insolvabilité. Les pouvoirs publics sont alors contraints de mener une politique d'austérité (baisse brutale des dépenses notamment) pour rassurer leurs créanciers. Cette hausse des taux d'intérêt conduit parallèlement à faire perdre leur valeur aux anciennes dettes, émises à un taux plus faible. Or les intermédiaires financiers, telles que les banques, détiennent de nombreux titres publics. Pour compenser cette perte, ils rehaussent le coût des crédits aux entreprises et aux ménages, au détriment de l'activité économique.

L'autre cercle vicieux souvent invoqué, c'est qu'un Etat déjà fortement endetté ne

dispose plus, en cas de récession, de marges de manœuvre pour en atténuer les conséquences économiques et sociales et relancer la croissance, alors même que la contraction de ses recettes fiscales aggrave encore son déficit et sa dette.

A cela s'ajoute l'idée qu'au fur et à mesure que le niveau de dette et d'investissement publics s'accroissent, leurs effets d'entraînement sur l'activité s'amenuisent. Les entreprises et les ménages anticiperaient une future augmentation de l'impôt et une contraction des dépenses, privilégiant alors une épargne de précaution.

Enfin, un autre argument porte sur le fait que l'investissement public confisque l'épargne disponible au détriment de l'investissement privé. Et ce, particulièrement en période d'incertitude économique, lorsque les épargnants privilégient les actifs sans risques. La demande supplémentaire de l'Etat contribuerait à renchérir le coût du crédit, au détriment de l'investissement et de la consommation des ménages.

Dans ces quatre cas de figure, il est toujours question de confiance dans la solvabilité d'un Etat et de la capacité de ce dernier à prélever l'impôt et à maîtriser ses dépenses, dans un contexte économique, social et politique spécifique.

### **7. Comment lutte-on contre les crises de la dette publique en Europe ?**

Le degré de solidarité entre les pays d'une même union économique et monétaire est décisif. En Europe, ce sont les règles budgétaires et les mécanismes de surveillance des finances publiques qui permettent de se prémunir contre les crises de confiance en évitant des niveaux de dettes publiques trop importants : le déficit



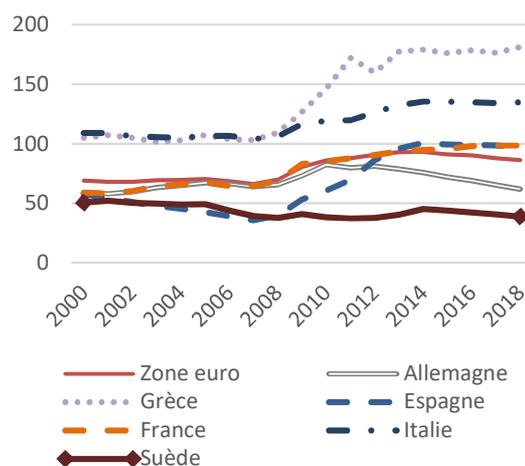
public ne doit pas dépasser 3% du PIB, la dette publique brute 60% du PIB et le déficit structurel<sup>1</sup> être limité à 0,5% du PIB à moyen terme. Si la dette publique dépasse 60%, alors les Etats doivent réduire leur déficit structurel de 1/20<sup>e</sup> chaque année, sous peine de sanctions pécuniaires. Pour ce faire, la Commission européenne émet des propositions de réformes que le Conseil (autrement dit les Etats membres eux-mêmes) valide toujours, sans réel débat. Ainsi, chaque année, quasi tous les Etats membres reçoivent des recommandations en vue de réduire leur déficit et dette publics.

### 8. Les règles européennes sont-elles efficaces pour stabiliser les finances publiques?

Bien que la dette ait significativement augmenté après 2008, en zone euro notamment, sa progression tend à ralentir, notamment sous l'influence de la baisse des taux d'intérêt. Les règles budgétaires européennes ont été efficaces pour stabiliser les finances publiques : les déficits se sont réduits, les dépenses stabilisées (voir graphiques ci-dessous). Toutefois, d'autres stigmates de la crise peinent à s'effacer. Le niveau d'emploi à temps partiel contraint demeure élevé, tout comme le chômage de longue durée et le taux de risque de pauvreté en emploi. Le nombre d'heures moyennes travaillées par semaine continue de décroître. Enfin, si l'investissement public a cessé de diminuer,

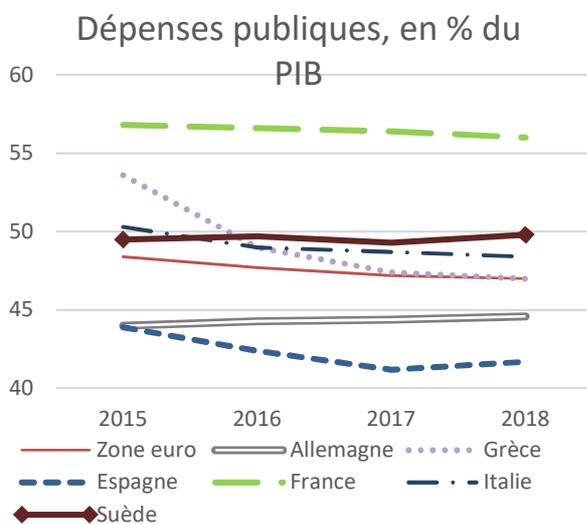
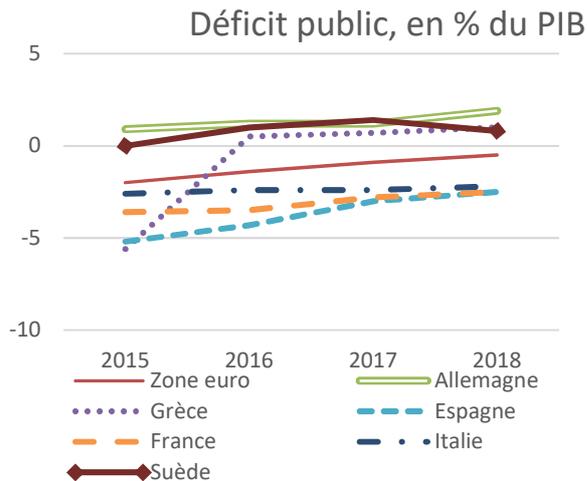
un déficit d'investissement public persiste. Autrement dit, l'investissement public n'a été compensé ni par des investissements publics suffisants ni par l'investissement des entreprises, et ce malgré des politiques fiscales incitatives. L'application des règles budgétaires européennes n'a pas été favorable à l'investissement public, bien que les traités européens aient offert quelques souplesses.

Dettes publiques, en % du PIB



<sup>1</sup> Le déficit structurel, c'est le déficit qu'on observe en neutralisant les fluctuations de l'activité. Pour le calculer, on tient compte du potentiel de croissance, autrement dit du niveau de croissance au moment où toutes les capacités productives sont mobilisées. Selon

les estimations et les hypothèses mobilisées, les marges de manœuvre budgétaires des Etats membres peuvent augmenter ou diminuer. Il y a donc la nécessité de mener un véritable débat au niveau européen.



Source : Eurostat

### 9. Est-il possible de réduire la dette publique sans casser la croissance ?

La réduction du taux d'endettement public ne dépend pas que des niveaux de dépenses et des recettes publiques. Le taux

d'endettement public dépend aussi du niveau de croissance<sup>2</sup>, à court et à long terme.

Or, aujourd'hui, hormis pour les pays de l'Europe de l'Est, la Commission européenne anticipe des taux de croissance pour 2019 presque tous inférieurs à 2%, et même à 0,5% s'agissant de l'Allemagne et de l'Italie.

Dans un contexte de croissance durablement faible, considérer la consolidation budgétaire comme unique finalité risque donc de freiner l'activité avec pour effet contreproductif de réduire les ressources publiques et d'aggraver le déficit et la dette publics. La confiance des investisseurs pourrait à terme se détériorer, accentuant le risque de spirale de dettes publiques.

L'enjeu est donc d'assurer la soutenabilité de la dette publique en construisant une croissance durable et inclusive, autrement dit en restaurant et en renforçant l'investissement net européen. Les taux d'intérêt historiquement bas offrent aujourd'hui l'opportunité aux politiques budgétaires nationales de relayer la politique monétaire de la Banque centrale européenne (BCE). Selon la Confédération européenne des syndicats (CES), il est nécessaire d'établir une règle d'or pour les investissements publics, notamment dans la transition écologique et dans la protection sociale, en ne les intégrant pas dans le calcul du déficit des Etats membres. Les règles budgétaires européennes devraient fournir des repères communs en matière d'investissement public. Par exemple,

<sup>2</sup> Par prolongement, l'inflation induite par l'activité économique permet de réduire la valeur de la dette puisque 100 euros empruntés aujourd'hui auront moins de valeur demain.



établir des critères de convergence en matière d'investissement public consacré à la durabilité environnementale et sociale de la croissance.

La nouvelle Commission européenne a récemment annoncé un Green New Deal européen centré sur la transition écologique. Il s'agit d'une bonne nouvelle, à condition que l'investissement public soit à la hauteur des enjeux.

### **10. La dette publique peut-elle créer des richesses ?**

C'est moins le niveau de la dette publique qu'il faut analyser que son articulation à une stratégie de développement durable au long court. L'accroissement de la dette peut être nécessaire dans un contexte précis.

Les investissements publics, lorsqu'ils sont suffisants et de qualité, qu'il s'agisse d'infrastructures, de capital humain ou d'innovation, permettent d'impulser l'évolution des modes de vie. Ils permettent à la fois de soutenir la demande à court terme et de décupler les potentiels de croissance à plus long terme. Tel fut le cas dans les années 90 en Suède : les dépenses publiques à la fois concentrées sur l'éducation et la R&D, articulées à un projet industriel défini démocratiquement et s'appuyant sur une représentation syndicale forte (notamment pour que la gouvernance partenariale s'exprime dans les entreprises) ont permis d'orienter l'ensemble du capital national.

Les pouvoirs publics ont un rôle de distribution, mais aussi de création de richesses. L'innovation est toujours le résultat d'un effort collectif public massif. Pour ce faire, les pouvoirs publics ne doivent pas se focaliser sur une technologie ni même un secteur, mais imprimer une

direction en identifiant un enjeu concret pour entraîner des acteurs, publics et privés, de secteurs différents et aux intérêts divergents. C'est dans ce contexte que la technologie trouvera à s'appliquer, que des synergies entre entreprises naîtront autour de mise en commun de ressources, que les territoires diversifieront leurs activités, que la concurrence stimulera les innovations débouchant sur des créations nombreuses d'emplois. L'investissement public doit soutenir l'investissement privé et promouvoir les investisseurs de long terme.

En clair, il s'agit d'assumer l'idée que les pouvoirs publics peuvent investir efficacement et que le secteur privé ne peut se suffire à lui-même pour répondre aux enjeux du moment. La soutenabilité de la dette publique sera assurée seulement si les pouvoirs publics réalisent des investissements qui permettent d'accroître le potentiel de croissance, susceptibles de transformer la nature des gains de productivité vers davantage de sobriété et de qualité (*Lire la [note Eco de décembre 2018](#)*).

### **11. La dette publique française est-elle soutenable ?**

Côté français, la croissance résiste dans un environnement économique dégradé : +1,3% de PIB en 2019 après 1,7% en 2018, selon l'INSEE, sous l'impulsion de la demande intérieure surtout. En effet, l'investissement des entreprises bénéficie de taux d'intérêt faibles, l'investissement public est boosté par les échéances électorales municipales et la consommation privée est soutenue par la vigueur du pouvoir d'achat (+2,3% en 2019). L'emploi demeure dynamique (250 000 créations nettes d'emplois prévues sur l'ensemble de



l'année 2019), avec un taux de chômage qui s'établirait à 8,3%.

Parallèlement, le projet de loi de finances (PLF) 2020 présente à la fois une réduction et une réorientation des dépenses, ainsi qu'une contraction des recettes fiscales. Dans ce contexte, la dette publique devrait commencer à diminuer à partir de 2020 (sans toutefois respecter le cadre des règles budgétaires européennes) : 98,9 % du PIB en 2019 et 2020 (après 98,4 % en 2018) et 98,5 % du PIB en 2021, selon l'OFCE. Le déficit structurel se stabiliserait à - 2,2 % du PIB en 2020. Particularité française dans le paysage de la zone euro, les investissements bruts publics ont résisté.

Toutefois, les investissements publics demeurent insuffisants, en particulier au regard des enjeux environnementaux. Aussi, si l'on compare ce à quoi le budget français 2020 nous engage et dans quelle mesure il permet de réduire notre empreinte carbone, force est de constater que nous cumulons surtout de la dette publique climatique. Le calcul de la dette publique au sens de Maastricht n'intègre pas ce à quoi elle nous engage dans l'avenir..

Le think tank I4CE estime les dépenses publiques en faveur de la transition bas carbone à 17 milliards, auxquels s'ajoutent 3 milliards sous forme de niches fiscales. Cet argent permet de financer principalement la rénovation énergétique des bâtiments, le développement des énergies renouvelables, la mobilité durable ou encore la recherche sur la lutte contre le réchauffement climatique. Selon I4CE, les pouvoirs publics devraient mobiliser annuellement 7 à 9 milliards d'euros d'investissement supplémentaires. A cela s'ajoute la nécessité de réorienter progressivement le budget. Près de 17

milliards de mesures (dépenses, niches fiscales, impôts) seraient nuisibles au climat dans ce PLF 2020. En conséquence, les plans d'investissement initié par le gouvernement (Grand plan d'investissement, investissements d'avenir, etc.) demeurent largement insuffisants. La CFDT considère à cet égard que le Pacte productif doit donner toute leur place aux transitions écologique, énergétique et numérique et à l'emploi de qualité. Par-delà l'investissement public, il s'agit de mieux réguler les aides publiques (lire la [note Eco d'octobre 2019](#)), d'améliorer les réglementations, d'évaluer systématiquement les impacts socio-économiques et environnementaux des investissements, etc. Ce sont les conditions pour modifier profondément la rentabilité des investissements et susciter l'intérêt des investisseurs privés de long terme.