

TAUX D'INTÉRÊT DURABLEMENT BAS ET ORIENTATION DE LA POLITIQUE BUDGÉTAIRE

Bruno Ducoudré, Raul Sampognaro et Xavier Timbeau

Sciences Po, OFCE

Dans les économies avancées les taux d'intérêts des actifs sans risque s'établissent à des niveaux historiquement bas et atteignent même des valeurs négatives dans certains pays. La faiblesse de l'inflation explique en partie cette tendance, en particulier depuis le déclenchement de la crise financière globale de 2008. Toutefois, une fois déduite l'inflation, les taux d'intérêt réels sont très faibles. Les causes structurelles de la faiblesse des taux (démographie, montée des inégalités) laissent augurer que la normalisation des taux sans risque ne se fera pas à courte échéance. D'après nos simulations, réalisées à l'aide du modèle iAGS, un scénario de taux durablement bas peut libérer un espace fiscal conséquent allant de 2 points de PIB en Irlande et jusqu'à 10 points en Italie, à condition que les taux restent bas pendant une décennie.

La pertinence de l'utilisation de cet espace fiscal dépend en large mesure de l'analyse économique de la situation économique. Si la faiblesse des taux résulte d'une évolution pérenne des conditions d'offre (stagnation séculaire à la Gordon) alors les marges de manœuvre ne sont qu'apparentes et en fait masquent l'affaiblissement permanent de la croissance potentielle. En revanche, si la faiblesse durable des taux d'intérêt résulte plutôt d'une stagnation séculaire à la Summers – c'est-à-dire d'un déplacement du taux d'épargne et du taux d'investissement *ex ante* des acteurs privés – alors la mobilisation du déficit public pour modifier l'équilibre macroéconomique entre épargne et investissement permettra de sortir les économies de l'équilibre de sous-emploi des facteurs de production.

Mots clés : taux d'intérêt, finances publiques, politique budgétaire, stagnation séculaire.

Dans les économies avancées les taux d'intérêts des actifs sans risque s'établissent à des niveaux historiquement bas et atteignent même des valeurs négatives dans certains pays. La faiblesse de l'inflation peut expliquer en partie cette tendance, en particulier depuis le déclenchement de la crise financière globale de 2008. Toutefois, nous observons qu'une fois déduite l'inflation, les taux d'intérêt réels sont très faibles. Alors que la politique monétaire commençait à se normaliser outre-Atlantique – et par conséquent les taux d'intérêt commençaient à augmenter – le mouvement a été stoppé au cours de l'été 2019, provoquant la surprise des analystes. Avant de considérer le fond de la question posée par la faiblesse des taux longs, il faut rappeler les raisons de la surprise.

La crise économique, bancaire et financière de 2008 est pratiquement close. Il reste certes de nombreuses traces de cette séquence exceptionnelle à bien des égards, mais, plus de 10 ans après, les économies développées ne sont plus « en crise ». Le chômage est revenu dans pratiquement tous les pays à un niveau inférieur ou égal à celui d'avant 2008. La crainte d'une déflation rampante et prolongée semble en partie résorbée, comme l'attestent les anticipations d'inflation bien moins dégradées qu'il y a quelques années. La plupart des pays développés affichent des rythmes de croissance de l'activité positifs, à quelques exceptions notables comme l'Allemagne, l'Italie ou encore le Royaume-Uni. En général, les PIB par habitant sont les plus élevés jamais observés. Enfin, le prix des actifs, financiers ou immobiliers, ou la rentabilité des actifs productifs atteignent des sommets, symptôme de marchés d'actifs dynamiques, d'investisseurs confiants dans l'avenir et de positions de marché bien ancrées, voire permettant d'extraire des rentes croissantes (Guiterez et Philippon, 2018, pour les États-Unis).

Pour autant, la situation sociale, économique ou politique n'est pas totalement celle d'avant la crise. Les ratios d'endettement public dans la plupart des pays développés sont bien au-dessus de ceux d'avant 2008 : plus de 40 points en plus pour la France, 50 pour les États-Unis ou le Royaume-Uni, 30 pour la zone euro dans son ensemble, grâce à un ratio d'endettement en Allemagne inférieur à celui de 2008. Dans ce contexte, une vision naïve de la situation suggère que ça devrait être davantage le scénario d'une hausse et non d'une baisse des taux souverains comme étant le plus probable. La reprise de l'activité, de hauts niveaux de profits, une forte rentabilité du capital risqué pouvait justi-

fier que l'épargne abondante attirée par des actifs sûrs se reporte peu à peu vers des actifs dont le risque est essentiellement microéconomique et non plus systémique et qui peut donc être maîtrisé par une diversification adaptée des portefeuilles. Cela aurait dû alors réduire la demande de titres publics, un phénomène amplifié par le dégonflement des bilans des banques centrales – engagé par la Fed – dans un contexte de normalisation de la situation économique. Le haut niveau des dettes publiques aurait été une incitation forte à réduire les déficits publics pour éviter l'insoutenabilité des finances publiques et c'est précisément cet argument qui présidait à la prudence budgétaire. La refonte des règles budgétaires européennes après 2012 a essentiellement visé à sanctuariser cette logique pour le moyen terme.

Au-delà de la surprise conjoncturelle, il apparaît que la faiblesse des taux d'intérêt répond plutôt à des causes structurelles qui entravent la normalisation de la politique monétaire. Ceci se traduit par des anticipations durables de taux bas, aboutissant *in fine* à l'aplatissement de la courbe des taux au moins pour le segment des actifs sans risque. Dans la première partie de l'étude nous nous concentrerons sur les tendances des taux d'intérêt souverains depuis la décennie des années 1970 en essayant de mettre en avant les causes possibles identifiées par la littérature économique. Dans la deuxième partie de l'étude nous évaluerons l'ampleur de l'espace fiscal ouvert par un scénario de taux souverains durablement bas. Enfin, en conclusion nous discuterons les opportunités ouvertes par la possibilité de modifier la trajectoire budgétaire pour les États tout en pointant certains effets des taux durablement bas pour le secteur privé.

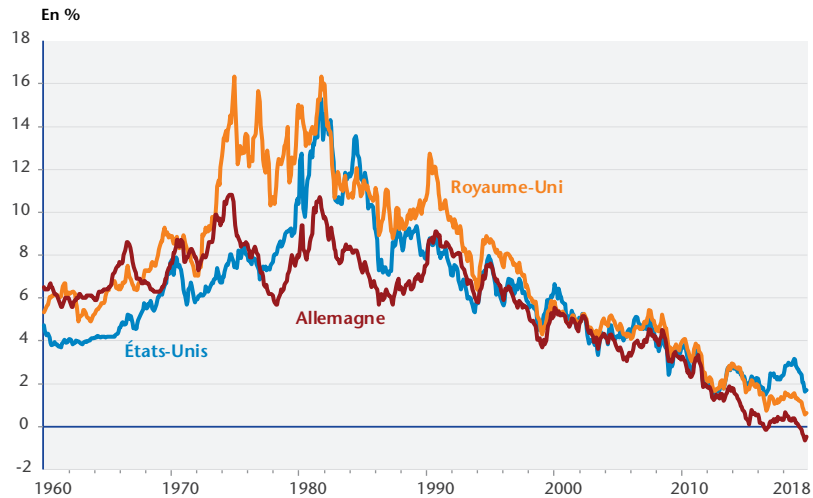
1. Des taux d'intérêt sans risque à des niveaux historiquement bas

Dans les économies avancées les taux d'intérêt souverains nominaux s'établissent à des niveaux historiquement bas à la fin novembre 2019 (graphique 1) et ceci pour les différentes maturités. Selon le FMI (2019), 30 % de l'encours des obligations d'État des économies avancées affichent un rendement négatif. Par exemple, les taux souverains à 10 ans s'établissent à 1,8 % aux États-Unis, 0,7 % au Royaume-Uni et atteignent même des valeurs négatives¹, notamment

1. La liste de pays affichant un rendement négatif dans leurs titres à 10 ans d'échéance inclut : Autriche, Belgique, Danemark, Finlande, France, Allemagne, Japon, les Pays-Bas, Suède et la Suisse.

dans certains pays membres de la zone euro (-0,1 % en France ou -0,4 % en Allemagne). La faiblesse des taux est aussi observée dans les pays ayant subi la crise des dettes souveraines de la zone euro. Ainsi, les taux souverains à 10 ans sont très bas en Espagne (0,4 %) et même en Italie (1,3 %). Pour chacun de ces pays, ce niveau constitue un minimum depuis la fin de la Seconde Guerre mondiale. Les titres souverains allemands, qui peuvent être considérés les moins risqués de l'union monétaire affichent un rendement négatif, même à 20 ans.

Graphique 1. Taux d'intérêt souverain à 10 ans



Source : OCDE.

Une part de la baisse tendancielle des taux d'intérêts nominaux souverains s'explique par l'évolution de l'inflation. En 1980, le taux d'inflation annuel (mesuré par l'indice de prix à la consommation) s'établissait à 13,5 % aux États-Unis, 16,8 % au Royaume-Uni, 13,0 % en France et si elle était plus contenue en Allemagne elle était de 5,4 %. Depuis, l'inflation a fortement baissé dans les économies avancées du fait du changement de paradigme de politique monétaire opéré dans les années 1980. L'indépendance des banques centrales a été renforcée afin qu'elles puissent lutter contre l'inflation, à l'abri des pressions des gouvernements, renforçant ainsi leur crédibilité. D'autres mécanismes ont pu aussi contribuer à cette dynamique, en particulier les mécanismes d'indexation automatique des salaires ont été désactivés dans quasiment toutes les économies avancées. Enfin, même si c'est toujours sujet à débat, la progression des échanges commerciaux de biens, en

augmentant le niveau de la concurrence, a pu contribuer à maîtriser l'évolution des prix des biens. Dans ce contexte, la baisse de l'inflation s'est faite très rapidement au cours de la décennie des années 1980, sauf en Espagne et en Italie où la bataille de la crédibilité a été gagnée grâce à l'approfondissement de l'intégration européenne et la signature du Traité de Maastricht en 1992. Cette baisse durable du taux d'inflation s'est traduite dans l'ancrage des anticipations d'inflation des acteurs privés autour de la cible (implicite ou explicite) d'inflation des banques centrales, se transmettant *in fine* aux taux d'intérêts nominaux exigés aux débiteurs. Au lendemain de la crise financière globale de 2008, l'inflation peine à récupérer son niveau d'avant-crise. Ceci est particulièrement visible dans la zone euro, où l'on cumule une décennie d'inflation inférieure à la cible de 2 % visée par la BCE. Au total, depuis la décennie des années 1980 le taux d'inflation aurait diminué de plus de 5 points dans les économies avancées, expliquant une partie de la baisse des taux d'intérêts nominaux sans risque (tableau 1).

Tableau 1. Évolution de l'inflation dans les économies avancées

	1980-1989	1990-1999	2000-2008	2009-2018	Écart
	(1)	(2)	(3)	(4)	(1)-(4)
États-Unis	5,6	3,0	2,9	1,6	-4,0
Allemagne	2,9	2,4	1,8	1,3	-1,6
Royaume-Uni	7,0	3,3	1,8	2,3	-4,7
France	7,6	1,6	2,1	1,2	-6,5
Espagne	10,2	4,3	3,3	1,1	-9,1
Italie	11,4	4,1	2,5	1,3	-10,1
Économies avancées	6,5	2,9	2,2	1,4	-5,1
Économies émergentes	36,6	54,9	7,0	5,2	-31,4

Source : FMI (WEO).

Une fois déduits les effets de la baisse structurelle de l'inflation, il reste tout de même une baisse tendancielle des taux réels. Selon les calculs de Rachel et Summers (2019), le taux neutre réel sans risque s'établissait autour de 3 % dans les économies avancées au début des années 1970 pour être proche de 0,5 % en 2017. Ces calculs pointent une évolution structurelle, qui commence dans les années 1970 et qui se poursuit de façon ininterrompue jusqu'aux années 2000, moment où le taux neutre réel se stabilise autour de 1 %. Avec la crise des *subprime*, le taux neutre réel aurait diminué d'un palier supplémentaire pour atteindre 0,5 % selon les estimations des auteurs.

Cette baisse tendancielle des taux d'intérêts réels, qui date de plusieurs décennies, ne devrait pas se retourner à moyen terme si l'on croit les dernières projections réalisées. Fin juillet 2019, la réserve fédérale étasunienne a baissé son taux directeur, interrompant le mouvement de resserrement progressif de la politique monétaire amorcé quelques trimestres auparavant. Les raisons de ce changement de politique, outre les gesticulations de Donald Trump, sont ténues : le consensus des anticipations est que l'économie américaine présente un risque de retournement dont l'échéance n'est toutefois estimée qu'à un à deux ans². Les causes principales de ce retournement de conjoncture seraient à chercher dans la guerre commerciale entre la Chine et les États-Unis et l'effacement de l'expansion budgétaire décidée par Donald Trump au début de son mandat. Néanmoins, le chômage américain est bas et même si les taux d'emploi sont inférieurs à ce qu'ils étaient avant 2008 et que l'inflation n'a pas augmenté, rien ne semble justifier une stimulation conjoncturelle de l'économie américaine. À l'inverse, trois arguments poussent vers un stimulus : l'appréciation du dollar, la baisse des anticipations d'inflation et celle des taux à long terme sur la dette souveraine. Si l'on croit les projections du CBO sur les taux souverains à 10 ans, la faiblesse des taux serait durable. Elle prend ainsi à rebours les prévisions réalisées lors des précédents exercices budgétaires (graphique 2).

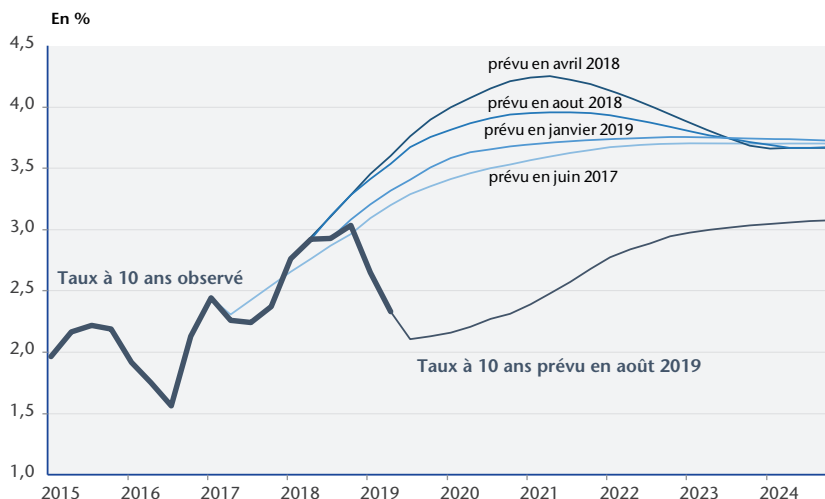
En Europe, la révision des scénarios de taux est encore plus franche que celle opérée aux États-Unis. Au moment de la Loi de finances 2019, à l'automne 2018, la Direction générale du Trésor basait ses prévisions de charge d'intérêt sur un taux souverain de 2,15 % à la fin de l'année 2019³. Il est actuellement de -0,45 %, soit plus de 2,5 points en deçà de la prévision retenue (contre une révision de 1,7 point pour les États-Unis). Pour la France, cet écart réduira à lui seul de 0,35 point de PIB la charge de la dette attendue en 2019. S'il persiste plus longtemps (disons sept à huit années, la maturité de la dette française), cela signifiera 2,5 points de PIB en moins de charge d'intérêt. Autrement dit, le simple jeu de la baisse de la charge d'intérêt pourrait permettre à la France de respecter l'esprit si ce n'est la lettre de ses engagements européens sans nouvel effort budgétaire. Selon le FMI (2019), les

2. National Association for Business Economics, *Economic Policy Survey*, août 2019. <https://files.constantcontact.com/668faa28001/2f0b98b4-3c7e-47e3-ade5-9887542aa300.pdf>

3. Voir Projet de loi de finances 2019, Rapport économique, social et financier, p. 101. <https://www.tresor.economie.gouv.fr/Articles/d58fcd58-6abc-4f62-b8aa-26a4686d4108/files/f119b2cb-e974-4985-ba72-fd8095fd48f4#page=101>

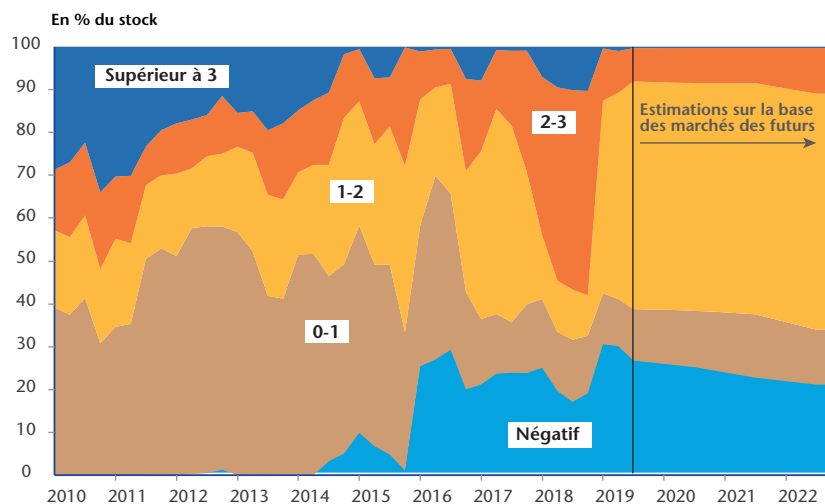
marchés financiers anticipent qu'à la fin-2022, plus de 20 % du stock des titres de dettes souveraines des économies avancées échangées dans le marché secondaire afficherait encore des rendements négatifs (graphique 3).

Graphique 2. Révision par le gouvernement américain des prévisions de taux longs



Source : CBO, historique des projections. www.cbo.gov/about/products/budget-economic-data#1

Graphique 3. Répartition du stock des titres souverains des économies avancées par rendement



Source : FMI.

Les causes des taux d'intérêt durablement bas

L'incapacité des banques centrales à normaliser leur politique monétaire et les projections de taux souverains durablement bas interrogent sur les causes de la faiblesse des taux d'intérêt observée. Il semble difficile d'argumenter que la situation conjoncturelle puisse l'expliquer à elle seule (*cf. supra*). Deux théories se détachent : pour certains, cette faiblesse reflète essentiellement les conséquences de la politique monétaire expansionniste alors que pour d'autres elle reflète les évolutions structurelles du comportement d'épargne et d'investissement du secteur privé.

Pour Borio *et al.* (2017), sur très longue période, le niveau des taux d'intérêt dépend essentiellement du régime de politique monétaire, défini par le comportement de fixation des taux d'intérêts de la banque centrale. Ainsi, la baisse des taux réels observée depuis les années 1980 s'expliquerait exclusivement par les préférences de politique monétaire des banques centrales. Pendant la première sous-période, allant entre 1980 et la première moitié des années 1990, les banques centrales ont progressivement normalisé leurs taux d'intérêts réels, extrêmement élevés en début de période, pour lutter contre l'inflation. Ceci est en lien avec le tournant déclenché par Volcker aux États-Unis, puis, pendant l'ère de la Grande Modération, les banques centrales ont pu agir dans un environnement financier apparemment sain et se sont consacrées à modifier leurs taux directeurs au rythme de ce que la stabilisation conjoncturelle le nécessitait. Cette vision, qui ignorait les déséquilibres financiers, a volé en éclats à la suite de la crise financière globale. Désormais, les banques centrales échouent quasi-systématiquement à atteindre leurs cibles respectives d'inflation et mettent en œuvre des politiques monétaires expansionnistes – conventionnelles ou pas – afin de s'approcher d'un niveau d'inflation plus proche de leurs objectifs. Ainsi, pour Borio *et al.* (2017), la normalisation des taux d'intérêts réels resterait dépendante du comportement des banques centrales et de la façon dont elles pondèrent les faibles tensions inflationnistes avec l'éventuelle émergence de déséquilibres financiers.

Si la vision de Borio *et al.* (2017) est juste, la baisse des taux souverains serait la conséquence des politiques non conventionnelles menées après la crise de 2008, au premier rang desquelles le *Quantitative easing* (QE). La crainte d'atteindre la limite basse à zéro ou presque pour les taux d'intérêt courts (*zero lower bound* ou ZLB en anglais) a motivé le déploiement des politiques monétaires non conventionnelles

dès 2009. L'objectif était de faire baisser les taux longs publics et privés, sans pour autant atteindre la limite basse à zéro (la *ZLB*). Mais ces politiques ont surtout abouti à une baisse des seuls taux longs publics.

Cette vision est remise en question par Jordà et Taylor (2019). Selon leur évaluation empirique, la contribution de l'orientation de la politique monétaire aux taux d'intérêt aujourd'hui est identique à celle qui prévalait pendant les années 1955-1974. Pour les auteurs, il n'y aurait pas d'aberration historique de ce point de vue. En fait, la période dissonante d'un point serait plutôt la phase de désinflation des années 1980 et 1990, qui a augmenté sévèrement les taux directeurs afin de modifier les anticipations d'inflation.

Dans les milieux académiques et des *policymakers*, il existe un consensus grandissant suggérant que la baisse du taux d'intérêt réel s'explique par l'évolution du comportement (*ex ante*) d'épargne et d'investissement des agents privés. Ces évolutions auraient diminué le niveau du taux d'intérêt d'équilibre compatible avec la pleine utilisation des ressources. Cette situation où l'économie ne peut pas atteindre le taux d'intérêt d'équilibre génère une situation de stagnation séculaire où l'économie ne parvient pas à sortir d'une situation durable de sous-emploi.

Les économistes se différencient en ce qui concerne les origines de la stagnation séculaire. D'une part, certains économistes, avec Gordon (2017) en tête, expliquent que nos économies souffriraient d'un ralentissement prononcé des gains de productivité. Ceci s'expliquerait en grande part par l'épuisement des innovations technologiques qui incrémentent l'efficacité des processus productifs. Ainsi, si le taux d'équilibre à long terme dépend de la croissance potentielle du PIB, l'épuisement des gains de productivité et le ralentissement de la croissance de la population active devraient se transmettre aux taux d'intérêts réels.

Pour des auteurs comme Rachel et Summers (2019) l'évolution de la croissance potentielle du PIB est incapable d'expliquer la baisse structurelle de 2,5 points du taux neutre réel observée au cours des quatre dernières décennies. Pour les auteurs, dans les économies avancées, le vieillissement de la population, les réformes des systèmes de retraite et la montée des inégalités ont suscité un transfert de ressources vers des agents à faible propension à consommer. Toutefois, la politique publique aurait partiellement contrecarré cette évolution. Avec la montée en charge des systèmes d'assurance maladie publics – qui ont

réduit une certaine épargne de précaution contre le risque-maladie – et la hausse des déficits publics qui ont canalisé une part de la nouvelle épargne, la baisse du taux neutre – dépendant exclusivement des décisions des acteurs privés – a été atténuée.

Dans ce contexte l'épargne privée est trop abondante par rapport aux projets finançables – pour un niveau de risque acceptable – et se déporte vers les actifs publics. Ainsi, l'une des causes de la baisse des taux longs pourrait en effet être l'assèchement de la production d'actifs sûrs dans un contexte de demande croissante pour cette sécurité. C'est ce que traduirait la transposition aux taux longs de la « limite basse à zéro (ou presque) » (*Zero Lower Bound* en anglais) déjà atteinte pour les taux courts.

2. Des marges de manœuvre pour la politique budgétaire

Si les taux d'intérêts souverains vont rester durablement bas, la contrainte budgétaire intertemporelle des États sera sensiblement modifiée. Ce point a été mis en avant par l'ancien directeur des études du Fonds monétaire International, Olivier Blanchard, qui a développé un argument convaincant en ce sens dans un article qui a été très discuté (Blanchard 2019). Lorsque le taux d'intérêt sur la dette est plus faible que la croissance nominale du PIB, la dette publique peut être absorbée spontanément sans besoin de réaliser une consolidation budgétaire. Ce phénomène est l'opposé à « l'effet boule de neige », qui pousse les gouvernements à mettre en œuvre des ajustements précoces afin d'éviter un emballement du déficit – porté par la croissance de la charge d'intérêts – qui peut à terme saper la confiance des marchés financiers et rendre les comptes publics non soutenables. Ce desserrement de la contrainte budgétaire permet d'appréhender les décisions de politique économique de manière plus sereine.

Sauf en Italie, l'écart critique est favorable aux États

Blanchard (2019) se concentre exclusivement sur la différence entre la croissance nominale du PIB américain et le niveau des taux souverains aux États-Unis. Selon son analyse, aux États-Unis, il est habituel d'avoir un taux souverain inférieur au taux de croissance nominal du PIB. Nous avons reproduit sa méthodologie pour observer si cette situation est aussi visible en Europe.

La méthodologie proposée par Blanchard (2019) permet de construire une mesure du taux d'intérêt qui tient compte des taux pour les différentes échéances tout en tenant compte de la maturité moyenne de la dette publique négociable. En outre, Blanchard prend aussi en compte les taxes collectées sur les intérêts de la dette publique – qui reviennent *in fine* à l'État – mais cet élément ne sera pas pris en compte dans notre évaluation. Ainsi, le taux ajusté calculé dans cette étude est légèrement supérieur à celui que donnerait l'application de la méthodologie de Blanchard.

Ainsi, le taux d'intérêt souverain ajusté (i_t) résulte de la formule :

$$i_t = \alpha_t \times i_{1,t} + (1 - \alpha_t) \times i_{10,t}$$

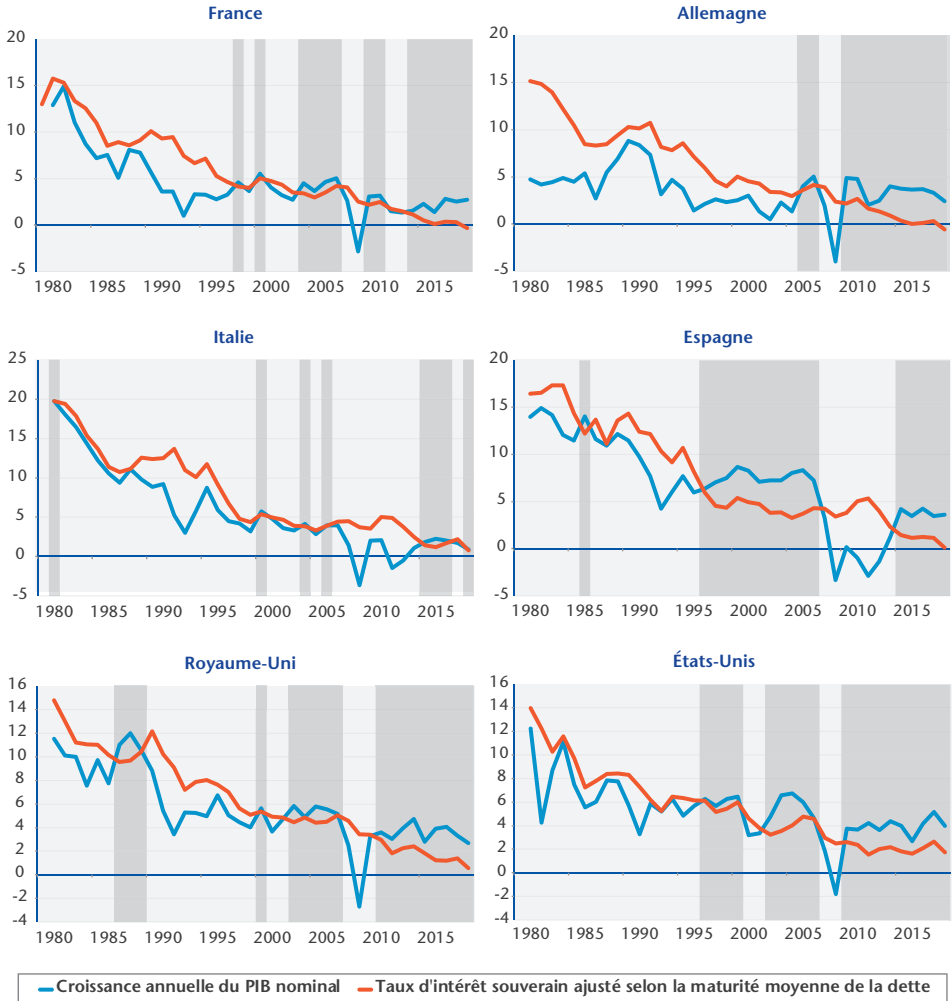
Avec :

- $i_{1,t}$ le taux d'intérêt des titres à 1 an de maturité à la date
- $i_{10,t}$ le taux d'intérêt des titres à 10 ans de maturité à la date
- $\alpha_t = (10\text{-maturité moyenne des titres publics})/9$.

En Europe, les situations où le taux ajusté est inférieur à la croissance du PIB nominal sont plus rares qu'aux États-Unis. Dans les années 1990, la politique monétaire fortement restrictive mise en œuvre pour assurer le respect des critères de Maastricht a poussé à la hausse les taux souverains de chacun des États membres. Puis dans la période allant depuis l'instauration de l'euro et la crise financière globale, une nouvelle phase s'est ouverte. L'Espagne a bénéficié des taux bas cohérents avec la crédibilité de la BCE alors que l'inflation ibérique était supérieure à la cible de la BCE. Dans ce contexte, les taux ajustés étaient inférieurs à la croissance nominale facilitant le maintien d'un faible endettement public, même si cela se faisait au prix d'autres déséquilibres (divergence des prix relatifs, bulles financière et immobilière).

Selon nos calculs, actuellement le taux d'intérêt souverain ajusté est sensiblement inférieur au taux de croissance du PIB nominal aux États-Unis, au Royaume-Uni, en Allemagne, en France et en Espagne (graphique 4). Parmi les grandes économies avancées, seule l'Italie fait figure d'exception et le taux souverain ajusté est identique à la croissance nominale du PIB. Ceci résulte des tensions politiques qui ont émergé depuis la formation de la coalition entre La Lega et le Mouvement 5 étoiles, dans un contexte d'endettement public très fort et de croissance nulle de la productivité depuis la moitié des années 1990.

Graphique 4. Taux d'intérêt souverain ajusté et taux de croissance du PIB nominal (en %)



Source : comptes nationaux, OCDE, FMI. Calculs des auteurs.

Pour apprécier l'effet de l'écart entre le taux de croissance nominal et le taux souverain ajusté sur la trajectoire de dette, nous avons réalisé le même exercice contrefactuel que Blanchard (2019) pour la France. Cet exercice mesure l'évolution spontanée de la dette publique entre une date t et $t + n$ si le solde primaire est nul.

La formule utilisée est :

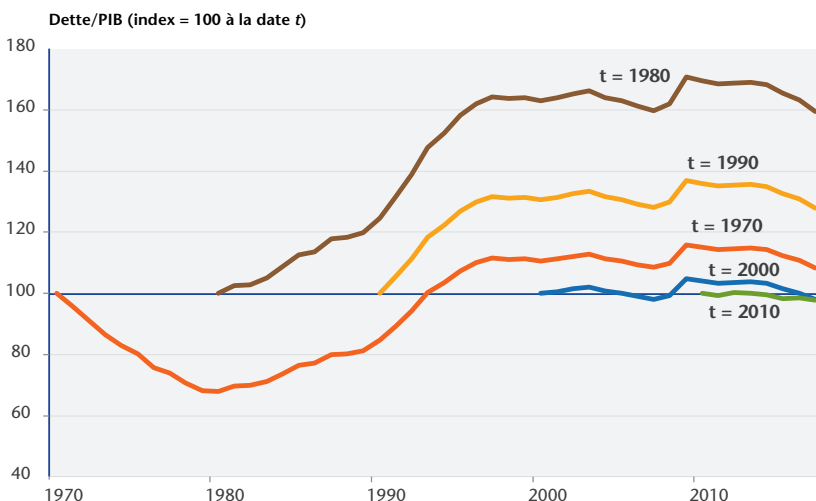
$$d_{t+n} = \left(\prod_{i=1}^n \frac{(1 + i_{t+i})}{(1 + g_{t+i})} \right) \times d_t$$

Avec : d_t le ratio de dette publique sur PIB à la date t , g_t le taux de croissance du PIB nominal) à la date t .

Cet exercice est réalisé à partir de 1970, 1980, 1990, 2000 et 2010 et le niveau de dette initiale est normalisé à 100 pour que les évolutions soient comparables (graphique 5).

Il apparaît clairement que la situation actuelle est relativement exceptionnelle dans l'histoire récente française. Seulement au cours de la décennie allant de 1970 à 1980 l'écart critique favorable conduisait spontanément à une maîtrise de la dette publique, situation qui s'est inversée entre 1980 et 2000. Enfin, le bas niveau des taux souverains actuels conduit à une diminution – faible – de la dette publique française. Toutefois, si la situation des taux réels durablement faibles se maintient, cela peut ouvrir un espace fiscal conséquent. Pour l'évaluer, il est pertinent de rendre endogène le taux de croissance du PIB, le taux d'inflation et de tenir compte de la politique budgétaire qui sera mise en œuvre. C'est l'objet de la suite de l'étude.

Graphique 5. Dynamique de la dette avec un solde primaire nul à partir d'une date t



Sources : Insee, OCDE, FMI. Calculs des auteurs.

Quelles marges de manœuvre à moyen terme?

À l'aide du modèle iAGS nous avons réalisé des projections de dettes publiques en zone euro à l'horizon 2040. Ces projections sont faites sous les hypothèses du scénario macroéconomique de la dernière prévision de l'OFCE d'octobre 2019 pour la période 2019-2021. Ensuite, pour la période 2022-2040, la politique budgétaire est supposée neutre et les taux d'intérêt se normalisent vers les sentiers d'équilibre de long terme⁴. Dans ce contexte, la dette publique devrait diminuer sensiblement dans la plupart des pays de l'union monétaire (tableau 2). Nous avons ainsi réalisé un exercice de projection des dettes publiques à moyen terme pour 11 pays de la zone euro. Nos projections indiquent que la baisse de la dette publique devrait s'accroître d'ici à 2025. Le ratio de dette publique/PIB baisserait de 8 points de pourcentage entre 2019 et 2025, malgré une politique budgétaire accommodante prévue entre 2019 et 2021 et des taux d'intérêt de long terme qui remonteraient dès 2020. En 2040, la dette publique moyenne en zone euro atteindrait 63% du PIB, contre 87% en 2019. La dette publique allemande baisserait de plus de 30 points de PIB à cet horizon, limitant considérablement l'offre de titres sûrs en zone euro. *A contrario*, la dette publique italienne resterait quasiment inchangée, ce qui montre que le niveau actuel des taux d'intérêt – malgré les tensions politiques internes au pays – sont globalement en phase avec le sentier d'équilibre de l'économie transalpine, mais ne facilitent pas la résorption automatique du fort niveau de dette publique actuel. En France, la normalisation des taux empêcherait de faire diminuer significativement le niveau de l'endettement public à partir de 2025 en absence d'une nouvelle consolidation budgétaire.

Toutefois, si le scénario des taux bas se prolonge sur les prochaines années, les conséquences sur la dynamique à venir des dettes publiques seront d'autant plus importantes que les taux resteront bas longtemps (graphique 6). Nos simulations indiquent qu'un taux d'intérêt plus bas de 1 point, par rapport à son sentier d'équilibre, pendant 5 ans (entre 2020 et 2024) conduirait à réduire la dette publique allemande de deux points de PIB à l'horizon 2040, de six points pour l'Italie. Cet effet serait deux fois plus fort si les taux restaient plus bas pendant 10 ans. La persistance d'un scénario de taux bas peut libérer des marges de manœuvre budgétaire appréciables pour les États membres de la zone euro.

4. À l'équilibre de long terme du modèle, le taux d'intérêt est égal à la somme du taux de croissance du PIB potentiel en volume et de l'inflation qui converge vers la cible de la BCE.

Tableau 2. Projections de dettes publiques à l'horizon 2040

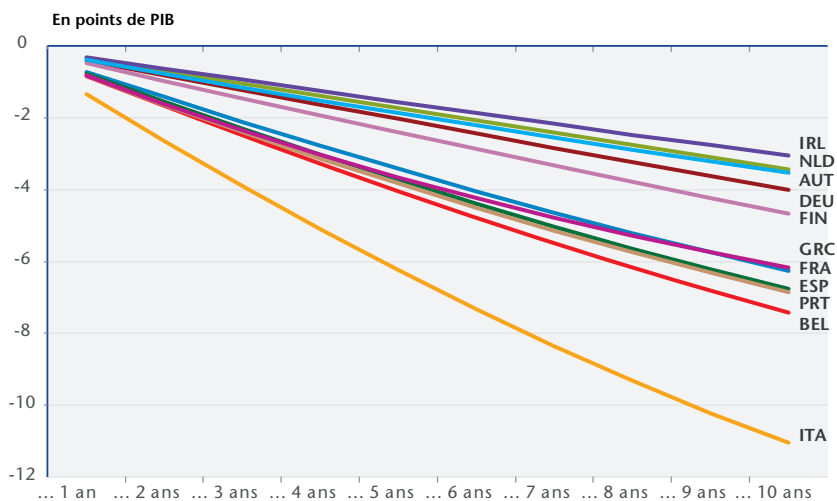
	Dettes Publiques			Impulsion budgétaire cumulée	Taux de croissance annuel moyen		Taux d'intérêt souverain moyen	
	2019	2025	2040		2019-2021	2019-2021	2019-2021	2022-2040
DEU	59	48	28	0,9	0,8	1,8	1,6	3,4
FRA	99	95	95	0,2	1,3	1,3	1,7	3,4
ITA	133	133	129	0,6	0,3	0,3	2,3	3,4
ESP	96	96	98	0,5	1,8	1,1	1,9	3,4
NLD	49	39	22	1,4	1,6	1,7	1,6	3,4
BEL	102	102	118	1,7	1,2	1,0	1,7	3,4
PRT	120	93	28	1,7	1,6	1,6	1,9	3,4
IRL	61	47	19	-0,7	3,6	3,7	1,7	3,4
GRC	176	128	15	0,0	1,6	1,0	2,8	3,4
FIN	59	53	40	0,4	1,2	1,3	1,7	3,4
AUT	69	45	-3	-0,7	1,5	2,0	1,7	3,4
EUZ	87	79	63	0,6	1,1	1,4	1,9	3,4

Note : les projections sont réalisées sur la base des prévisions de croissance et d'impulsions budgétaires d'octobre 2019*. Au-delà de 2021, la politique budgétaire est neutre.

* Département analyse et prévision de l'OFCE, Éric Heyer et Xavier Timbeau (dir), 2019, « Perspectives économiques de 2019-2021, résumé des prévisions », OFCE Policy brief, n° 58, 16 octobre.

Source : modèle iAGS, OFCE.

Graphique 6. Impact sur le stock de dette publique en 2040 d'une baisse de 1 point du taux d'intérêt long pendant...



Note : le choc porte sur les taux d'intérêt souverains, mais ne se diffuse pas aux taux d'intérêt du secteur privé. Il impacte donc seulement la dynamique des dettes publiques.

Source : modèle iAGS, OFCE.

Sauf si les taux durablement bas sont le signe d'un affaissement durable de la croissance potentielle ?

Si le bas niveau des taux souverains est le signe d'un ralentissement durable de l'économie mondiale lié à une stagnation séculaire à la Gordon, alors l'espace fiscal ouvert aux États sera de moindre ampleur. En revanche, s'il s'agit d'un ralentissement conjoncturel, la politique budgétaire consistant à laisser filer les déficits sera un instrument pertinent. S'il s'agit d'un ralentissement durable, la politique budgétaire doit prendre en compte ce ralentissement par un ajustement du solde public, net éventuellement des investissements publics et sous contrainte d'une cible de ratio dette sur PIB inchangée. De fait, un ralentissement de la croissance potentielle a d'autant plus d'effet sur la trajectoire des dettes publiques à long terme qu'il est durable et qu'il intervient dans un avenir proche. À titre d'illustration, nous simulons à l'aide du modèle *iAGS* un choc négatif transitoire sur le taux de croissance potentielle des pays de la zone euro dès 2020 afin de calculer l'impact de ce choc sur la trajectoire des dettes publiques en zone euro à l'horizon 2040 (tableau 3). Une croissance potentielle transitoirement plus faible de 0,1 point de pourcentage pendant 5 années (entre 2020 et 2024) conduirait à un stock de dette plus élevé de 4,6 points de PIB en moyenne en zone euro. Cet impact s'élèverait à 8,2 points de dette en plus si ce ralentissement durait 5 années supplémentaires.

Tableau 3. Impact sur le stock de dette publique en 2040 d'une baisse de 0,1 point de la croissance potentielle dès 2020 et pendant...

En %	... 1 an	... 5 ans	... 10 ans
DEU	0,9	4,2	7,4
FRA	0,9	4,6	8,3
ITA	0,9	4,5	8,2
ESP	0,9	4,2	7,7
NLD	1,1	5,0	8,8
BEL	1,0	5,0	9,1
PRT	1,0	4,6	7,9
IRL	0,8	3,5	6,3
GRC	0,8	4,4	7,8
FIN	1,0	4,6	8,2
AUT	1,0	4,5	7,9
EUZ	0,9	4,5	8,2

Source : modèle *iAGS*, OFCE.

3. Conclusion

D'après nos simulations un scénario de taux durablement bas peut libérer un espace fiscal conséquent allant de 2 points de PIB en Irlande et jusqu'à 10 points en Italie, à condition que les taux restent bas pendant une décennie. Les causes structurelles de la faiblesse des taux laissent augurer que la normalisation des taux sans risque ne se fera pas à courte échéance. La pertinence de l'utilisation de cet espace fiscal dépend en large mesure de l'analyse économique de la situation économique. Si la faiblesse des taux résulte d'une évolution pérenne des conditions d'offre (stagnation séculaire à la Gordon) alors les marges de manœuvre ne sont qu'apparentes et en fait masquent l'affaiblissement permanent de la croissance potentielle. En revanche, si la faiblesse durable des taux d'intérêt résulte plutôt d'une stagnation séculaire à la Summers – c'est-à-dire d'un déplacement du taux d'épargne et du taux d'investissement *ex ante* des acteurs privés – alors la mobilisation du déficit public pour modifier l'équilibre macroéconomique entre épargne et investissement permettra de sortir les économies de l'équilibre de sous-emploi des facteurs de production.

Comme le souligne Blanchard (2019), la permanence de taux durablement bas et en tous cas inférieurs à la croissance du PIB nominal assure que les conditions de soutenabilité de la dette sont relâchées, même sans ajustement budgétaire supplémentaire. Ceci ne veut pas dire non plus que le relâchement des déficits est souhaitable en soi. Si les ressources de l'épargne sont dirigées vers la consommation ou l'investissement public, en délaissant des investissements privés productifs alors le bien-être peut être diminué. Actuellement, le rendement du capital privé reste élevé (graphique en annexe) mais semble être le marqueur de la prégnance des rentes et non d'une productivité marginale du capital productif particulièrement élevée. Dans ce cas, le déplacement de l'épargne vers les déficits peut permettre de financer les investissements nécessaires pour décarboner l'économie et éviter la catastrophe climatique. Il semble nécessaire d'améliorer l'architecture de l'union monétaire afin que la dette publique, en particulier en zone euro, soit garantie par la Banque centrale européenne. Cela relâche un peu la contrainte de soutenabilité des finances publiques sans pour autant la faire disparaître, surtout si la croissance doit diminuer de façon pérenne. Quoi qu'il en soit, les crises de 2008 et de 2012 ont révélé l'obsolescence des vieux dogmes : l'orthodoxie budgétaire des années 1990, la croyance dans la capacité des marchés à se réguler

eux-mêmes ou encore l'impératif de circonscrire les banques centrales au seul contrôle de l'inflation.

Avec la montée des inégalités et le vieillissement de la population, la propension à épargner du secteur privé a augmenté et celle à réaliser des investissements risqués a diminué. Dans ce cas-là, l'économie de marché ne pourra pas s'auto-réguler pour atteindre un équilibre de plein emploi. Au même moment, les agents privés auraient une demande insatisfaite pour des titres publics sûrs. En zone euro, l'offre de titres sûrs à long terme a été raréfiée. Comme le développent Caballero, Fhari et Gourichas (2017), la crise de 2008 et celle de 2012 (la crise des dettes souveraines en zone euro) ont évincé de la liste des producteurs d'actifs sûrs des acteurs publics (la Grèce, l'Irlande, l'Islande, mais surtout l'Italie ou l'Espagne) ; la réduction des dettes publiques (et plus particulièrement la réduction forte et continue de la dette publique allemande) a elle aussi contraint l'offre de titres public sûrs.

À cela s'est ajouté le jeu des politiques monétaires non conventionnelles. En voulant transmettre la baisse des taux à l'ensemble de la courbe des rendements, afin de stimuler l'investissement, la politique monétaire non conventionnelle et particulièrement le *Quantitative Easing (QE)* en zone euro a conduit à absorber beaucoup de titres publics. Une raison pourrait en être que l'objectif à peine avoué du QE en zone euro était de réduire les écarts de taux entre pays jugés sûrs (l'Allemagne, la France) et pays jugés risqués (l'Espagne, l'Italie). Mais en refusant de soutenir ouvertement et spécifiquement les pays de la zone euro en crise, le QE a dû s'appliquer sans discrimination à tout titre public et a ainsi conduit à accroître l'achat des titres publics les plus sûrs comme les titres allemands ou français, compliquant de fait encore davantage l'accès aux titres publics sûrs. Le piège se referme quand les taux souverains atteignent zéro (ou une valeur négative traduisant le gain de crédibilité supplémentaire des titres publics). Alors que la demande reste croissante – l'épargne retraite des fonds de pension, la nécessaire sécurisation du système bancaire alors que l'économie mondiale croît, l'extension de ces garanties aux pays en rattrapage –, la pression est forte sur le prix et donc le taux long baisse. La limite à zéro ou presque induit un rationnement par les quantités du crédit ou de l'allocation des actifs vers la production, l'ajustement par le prix ne pouvant plus fonctionner, poussant par exemple les banques à réduire leurs prêts, sauf quand ils sont considérés comme sûrs à l'instar des prêts immobiliers.

Or un aplatissement de la courbe des taux induit un stress sur les institutions financières en réduisant leurs profits. Des taux bas se transmettent aux agents emprunteurs et peuvent entraîner des bulles d'actifs qui accroissent le risque d'une crise financière (par l'effondrement du prix des actifs). Enfin, les agents prêteurs (certains ménages par exemple) voient leurs rendements s'effondrer ; s'ils ne peuvent pas profiter des gains en capital, ils font les frais de la baisse des taux longs. S'y ajoute le risque de voir des entreprises « zombies », peu efficaces, survivre dans un contexte où l'emprunt peut remplacer les gains de productivité et donc la croissance à long terme.

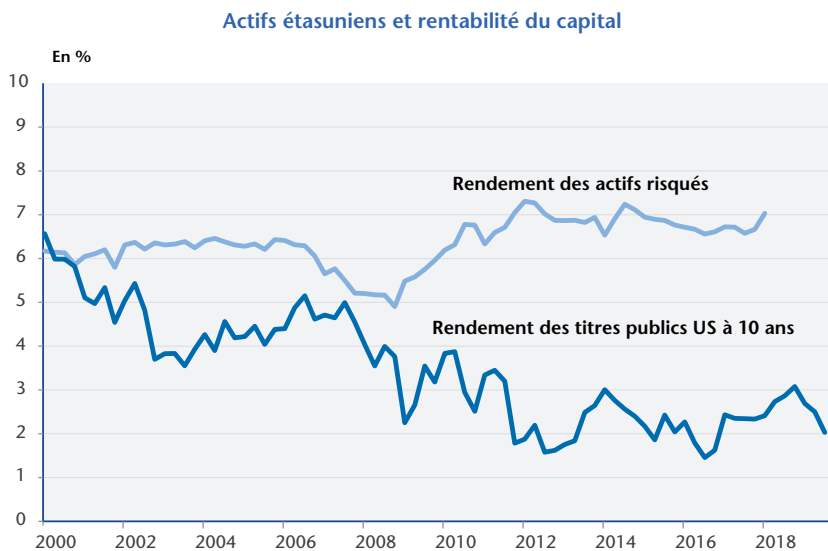
La limite basse à zéro ou presque (*ZLB*) appliquée aux taux longs est également source de problèmes. Au besoin de sécurité pour des raisons de liquidité qui induit une demande (exagérée) de *cash* ou de titres sûrs à court terme répond la nécessité pour un grand nombre d'institutions financières de détenir des titres sûrs (longs) dans leur bilan pour satisfaire aux exigences prudentielles. Ces institutions sont par exemple des banques ou des fonds de pension sous surveillance des autorités publiques en raison de leur importance dans le fonctionnement des économies modernes. La faillite d'une série de banques ou de fonds de pension sont des événements susceptibles de déclencher des crises majeures. En leur imposant des règles prudentielles contraignantes, on les oblige à détenir des actifs sûrs. Cela alimente une demande, amplifiée par le poids croissant de ces institutions dans les pays en développement.

Par ailleurs, l'aplatissement à zéro ou presque de la courbe des taux va induire une pression forte sur les profits des banques, des assureurs ou des gestionnaires de fonds de pensions. Cette pression pourra conduire à des ralentissements de l'activité ainsi qu'à la résurgence de risques systémiques par la faillite de grandes institutions ou par la recherche de rendement dans les secteurs mal couverts par les régulations financières. Le pire est que cette pression est temporairement masquée par le mouvement de baisse des taux longs : dans un premier temps, la baisse des taux longs génère des gains en capital (la valeur des actifs acquis avant la baisse s'accroît), ce qui compense le rendement de plus en plus faible de ces actifs. Mais lorsque les taux ne pourront plus baisser, les gains en capital cesseront. Finalement, cette baisse est vécue comme la conséquence des politiques monétaires non conventionnelles inefficaces pour relancer l'activité mais qui spolient les épargnants.

Références

- Blanchard O., 2019, « Public debt and low interest rates », *American Economic Review*, vol. 109, n° 4), pp. 1197-1229, <https://doi.org/10.1257/aer.109.4.1197>
- Borio C., P. Disyatat M. Juselius et P. Rungcharoenkitkul, 2017, 2017, « Why so low for so long? A long-term view of real interest rates », *BIS Working Paper*, n° 685, décembre.
- Caballero R. J., Farhi E., & Gourinchas P. O., 2017, « The safe assets shortage conundrum », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 31, n° 3, pp. 29-46, <https://doi.org/10.1257/jep.31.3.29>
- Chen W., Chen X., Hsieh C.-T. et Song Z., 2019, « A Forensic examination of China's national accounts », *NBER Working Paper*, n° 25754.
- Eggertsson G. B., Robbins J. A. et Wold E. G., 2018, « Kaldor and Piketty's Facts: The Rise of Monopoly Power in the United States », *NBER Working Paper*, n° 24287.
- FMI (2019), *Global Financial Stability Report: Lower for longer*, Washington DC, octobre.
- Gordon R., 2017, *The Rise and Fall of American Growth: The U.S. Standard of Living Since the Civil War*, Princeton University Press.
- Gutiérrez G. et Philippon T., 2018, « How Eu Markets Became More Competitive Than Us Markets: A Study of Insitutional Drift », *NBER Working Paper*, n° 24700.
- Jordà O. et Taylor A., 2019, « Riders on the Storm », *FRBSF Economic Letter*, n° 2019-29, 28 novembre.
- Rachel L. et Summers L., 2019, « On Secular Stagnation in the Industrialized World », *NBER Working Paper*, n° 26198, août.
- Sheiner L., 2018, « Effects of Low Productivity Growth on Fiscal Sustainability in United States », Peterson Institute for International Economics working paper, août, www.piie.com/systems/files/documenta/wp18-9pdf

ANNEXE : Actifs étasuniens et rentabilité du capital



Source : P. Gome <https://paulgomme.github.io/>, téléchargé en septembre 2019. Gomme, Paul, Ravikumar, B and Rupert, Peter, (2011), The Return to Capital and the Business Cycle, Review of Economic Dynamics, 14, issue 2, p. 262-278. Le rendement des actifs risqués est défini comme le revenu y compris gains en capital net des impôts divisé par la valorisation de marché des actifs. Voir les références pour le détail des calculs. Dernier point connu pour les actifs risqués 2018 T1, dernier point connu pour les rendements publics 2019 T2.