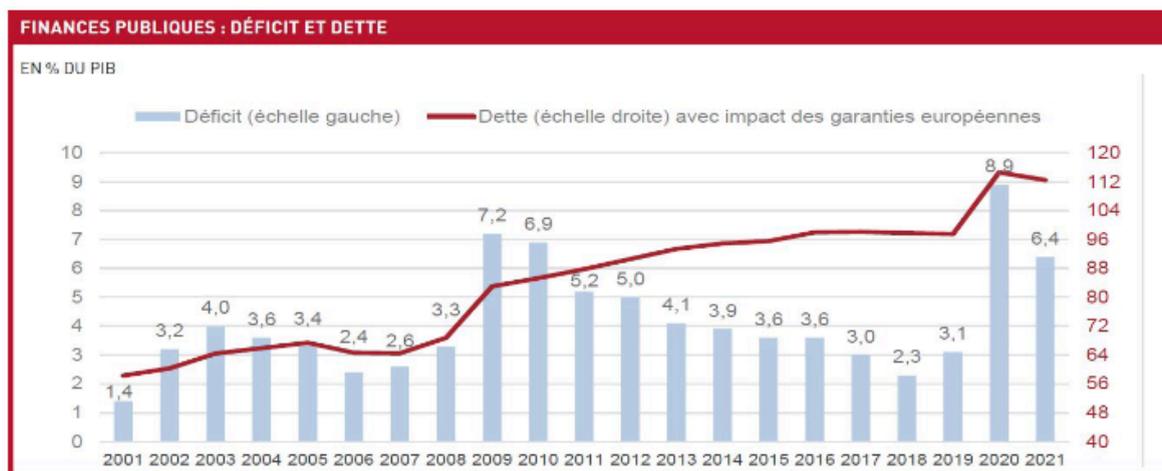


Economie du Budget et de la Fiscalité

Dossier 4 : Equilibre budgétaire et dette publique

Document 1 : Eléments descriptifs de l'endettement public en France

Question 1 : Quelles sont les principales informations qu'il faut retenir de ce graphique ?



Source : Insee

Source : Agence France Trésor, Bulletin Mensuel, n° 389, Octobre 2022.

Évolution de la dette, 2001, la dette était d'environ 60% du PIB.

2019 : dette proche des 100%, après l'épisode de COVID, un peu plus de 115% (2021: 112%, aujourd'hui 115%). Deux périodes où la dette va se creuser, 2008 crise des subprimes voire prolonger jusqu'en 2010 avec la crise des dettes souveraines + covid.

Entre 2010 et 2019, le gouvernement a décidé de mener des politiques d'austérité (destinées à réduire la dette publique). Est ce que cela s'est avéré efficace ? Cela a été moins pire car la dette a ralenti mais elle a continué d'augmenter malgré la baisse des déficits. Explication : ce n'est pas parce qu'on fait de l'austérité que la dette diminue, l'austérité a nourri la stagnation de l'activité économique, la stagnation amène moins de rentrées fiscales, ou bien carrément elles n'augmentent pas. Pour réduire la dette, ce n'est pas mécanique, pas d'effet immédiat.

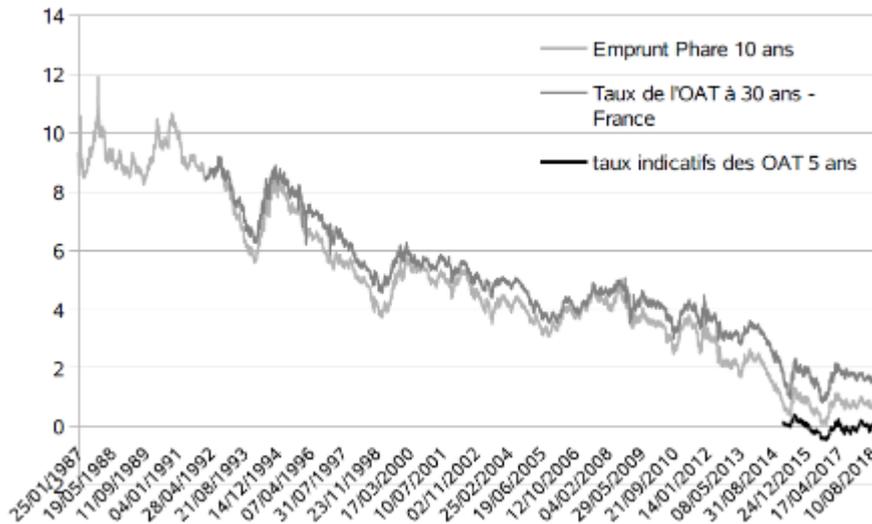
Comment les autres pays ont réussi à réduire leur dette avec des politiques d'austérité ? Beaucoup de croissance mais aussi autre phénomène très important : choix structurels et non conjoncturels, que sur le long ou moyen terme que l'on arrive à renverser la tendance. Politiques structurelles qui permettent de réduire la dette publique (exemple : re fondation de la retraite comme l'indique le gouvernement Macron). L'Allemagne fait des choix structurels, plus de co vivance avec les syndicats (accords mutuels entre les entreprises travailleurs et gouvernements), la France a une forte contestation (manifestations...) donc il est moins possible de faire des réformes structurelles.

On remarque un effet ciseau : le ratio déficit public/PIB passe de 7,2% en 2009 à 3% en 2019, pas loin des objectifs de la zone euro (3%). Dette : 60%, déficit : 3%, inflation : 2%.

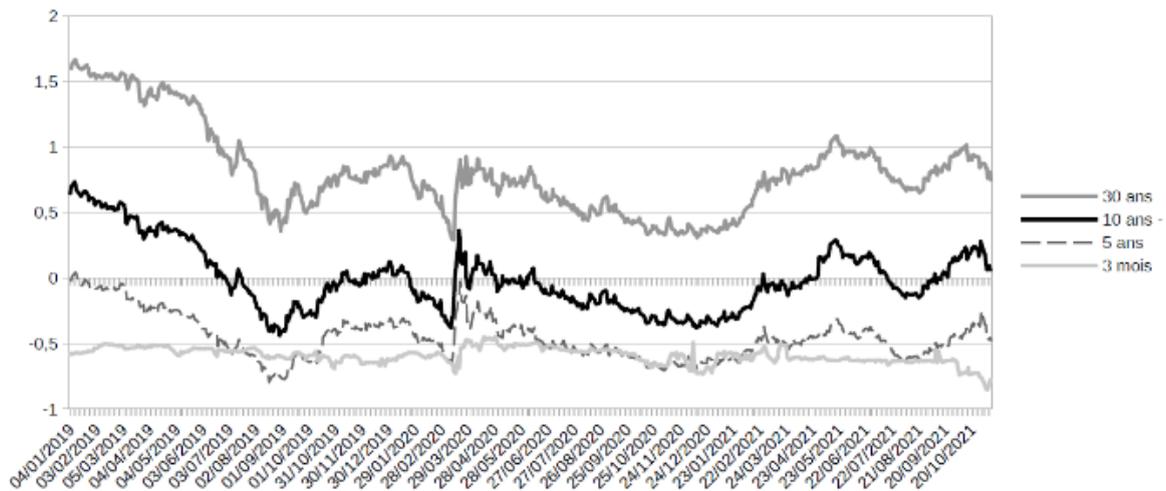
Cas de la Grèce qui mène des politiques d'austérité mais qui fragilisent tout le système économique.

Question 2 : L'approche par "l'austérité expansive" prévoit que le taux d'intérêt augmente avec l'endettement public : discutez de son adéquation aux faits. Comment comprendre autrement la tendance baissière des taux des OAT ?

Taux des OAT, 1987-2018, source: BdF



Taux des OAT, 2019-2021. Source: BdF.



L'austérité expansive prévoit que le taux d'intérêt augmente avec le déficit. Les taux d'intérêt augmentent avec le risque, exemple de la Grèce avec taux d'intérêt qui s'élèvent à 20% en 2010 pour des milliards d'euros, effet boule de neige car la Grèce a de très gros risques de défaut. On sait qu'il y a des risques donc le taux d'intérêt augmente.

Indicateurs qui permettent de relever le risque de défaut des pays : le PIB, patrimoine du pays (pas vraiment pris en compte, exemple de l'Italie qui crie au scandale, très grand patrimoine historique immobilier normalement, cela fait baisser le taux d'intérêt mais les banques n'étaient pas d'accord), Le multiplicateur keynésien serait négatif car deux effets d'éviction se cumulent :

- équivalence ricardienne, la baisse de la consommation est égale à la hausse de la dépense publique et de l'endettement correspondant. La baisse de la consommation va être

compensée par une hausse de l'endettement public. On va vers des solutions où on rend le travail plus flexible (réformes indemnisation chômage).

- Le taux d'intérêt dépend de la dépense publique, plus la dépense publique augmente, plus le taux d'intérêt croît. L'investissement se réduit.

On constate quand même que les investisseurs étrangers ont continué d'investir car infrastructures bonnes, main d'œuvre bien qualifiée, stable politiquement. Les mécanismes peuvent être détournés par certains comportements.

La politique des taux bas de la BCE ⇒ favorise la France, même sur des taux longs, les taux restent très proches de 0. Cela rassure les investisseurs (les charges de la dette correspondent à 15 euros sur 100 euros d'impôt, hors cotisations sociales).

Question 3 : Expliquez les parts relatives du court terme et du moyen/long terme dans l'endettement des APU. L'Agence France Trésor procède à une gestion active de la dette publique, expliquez ce que cela signifie.

DETTE NÉGOCIABLE DE L'ÉTAT DEPUIS FIN 2019 AU 30 SEPTEMBRE 2022					
EN MILLIARDS D'EUROS					
	Fin 2019	Fin 2020	Fin 2021	Fin août 2022	Fin sept 2022
Encours de la dette négociable	1 823	2 001	2 145	2 237	2 258
<i>dont titres indexés</i>	226	220	236	250	252
Moyen et Long Terme	1 716	1 839	1 990	2 092	2 115
Court Terme	107	162	155	145	143
Durée de vie moyenne de la dette négociable					
	8 ans	8 ans	8 ans	8 ans	8 ans
	63 jours	73 jours	153 jours	197 jours	190 jours

Source : Agence France Trésor

Source : Agence France Trésor, Bulletin Mensuel, n° 389, Octobre 2022.

La dette est à 93,7% à moyen/long terme et 6,4% à court terme.

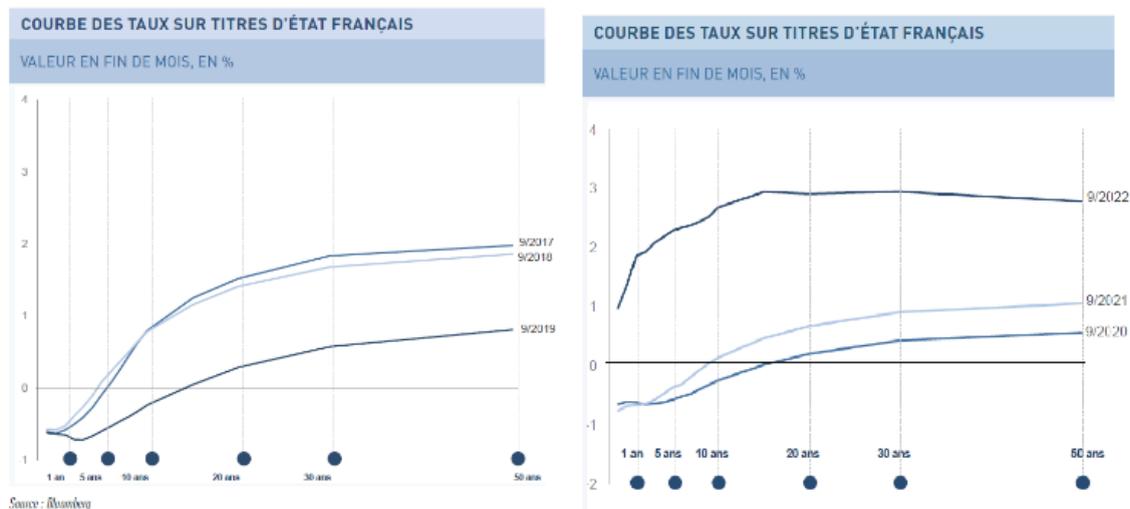
Autre élément explicatif pour comprendre pourquoi il y a une plus : moins un pays parvient à se financer facilement (exemple Grèce), moins sa dette est désirée par les agents privés moins elle est liquide, plus les taux longs sont élevés ⇒ plus la part de la dette à court terme augmente.

Autrement dit, si la part de la dette à long terme augmente moins vite que la part de la dette à court terme, signal qui s'envoie : négatif car moins liquide, on tire la sonnette d'alarme, risque de défaut de paiement pour les investisseurs, risque avant coureur de dépôt.

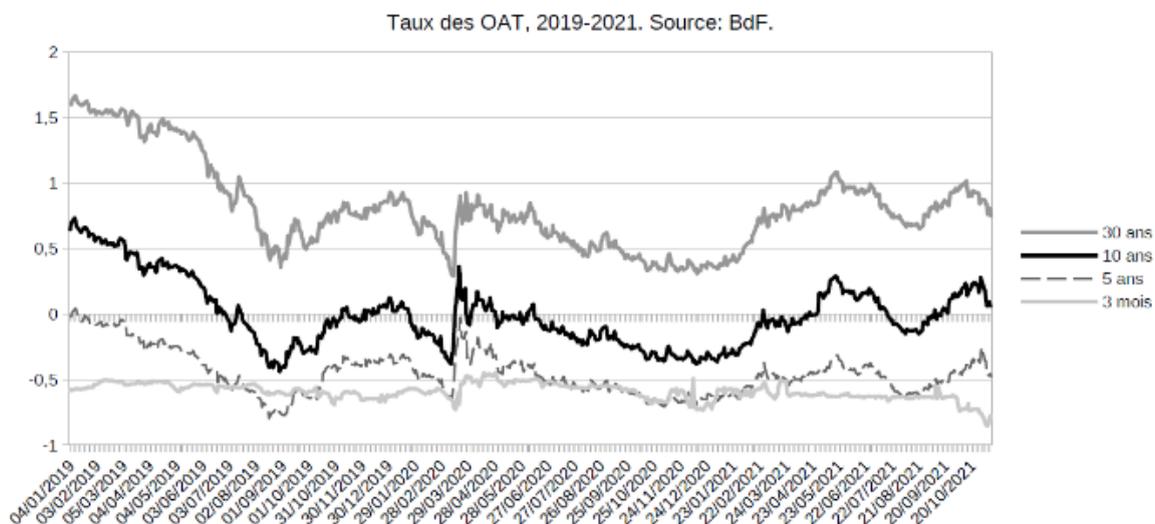
La France n'est pas dans ce cas de figure, elle s'endette à long terme avec des taux proches de 0 car la France est très demandée (offre = demande, hausse de la demande, prix qui baisse), les investisseurs ont confiance en la France.

Pour ? taux d'intérêt, on a cet organisme AFT qui est chargée de la cellule des opérations de marché. Cette agence est chargée de vendre les titres de dette française, elle met les titres sur le marché mais elle ne fait pas de marchandage. Depuis 30 ans, à mesure que les taux longs baissent, il y a rachat à long terme des titres longs et émissions à des taux plus faibles.

Question 4 : Rappelez ce que décrit la courbe des taux sur titre d'Etat puis analysez les tendances depuis 2017.



Source : Agence France Trésor, Bulletin Mensuel, n°353 Octobre 2019 ; n°389 Octobre 2022.



La courbe des taux relie le taux d'intérêt à la durée des titres, on peut la construire car il existe toute la gamme des taux du court terme au long terme sur les titres publics. La tendance entre 2017/2019 est une tendance à la baisse des taux d'intérêt. Entre 2020 et 2022.

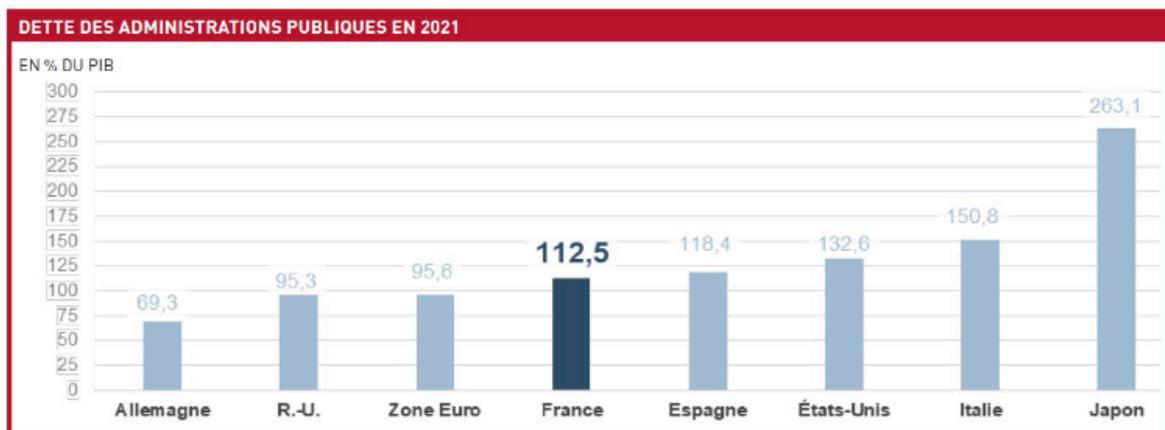
La courbe des taux relie le taux d'intérêt à la durée des titres. On peut la construire parce qu'il existe toute la gamme des taux du court terme au long terme sur les titres publics. Elle sert de référence pour évaluer le rendement de tous les autres titres en les classant par terme. Sa forme normale est croissante.

Graph 4 : La tendance entre 2017 et 2019 correspond au déplacement de la courbe vers le bas, soit une tendance à la baisse des taux d'intérêt. C'est le constat vu dans le graph 2. Les 2 courbes 2017 et 2018 sont très proches, correspondant à la phase de stabilité.

Graph 4-bis : entre 2020 et 2022, la courbe s'est déplacée vers le haut, en particulier entre 2021 et 2022, correspondant à la remontée des taux d'intérêt (cf graphique 2-bis).

Rq : Les taux d'intérêt \leq à 2 ans sont négatifs depuis août 2015. Depuis 2016, les taux d'intérêt sur les titres \leq à 10 ans sont même négatifs. Cela signifie que la demande de bons du Trésor est tellement élevée que leur prix d'acquisition au moment de l'émission sur le marché primaire est supérieur à leur valeur nominale (faciale). Sur le marché secondaire, comme les taux sont très bas, le cours des obligations a tendance à être très élevé : les agents acceptent des taux négatifs car ils anticipent qu'ils feront des plus-values en revendant leurs obligations sur le marché secondaire. Celui-ci est très liquide, ce d'autant plus que les agents savent que la BCE peut intervenir pour racheter de nouveaux titres.

Question 5 : Commentez le graphe

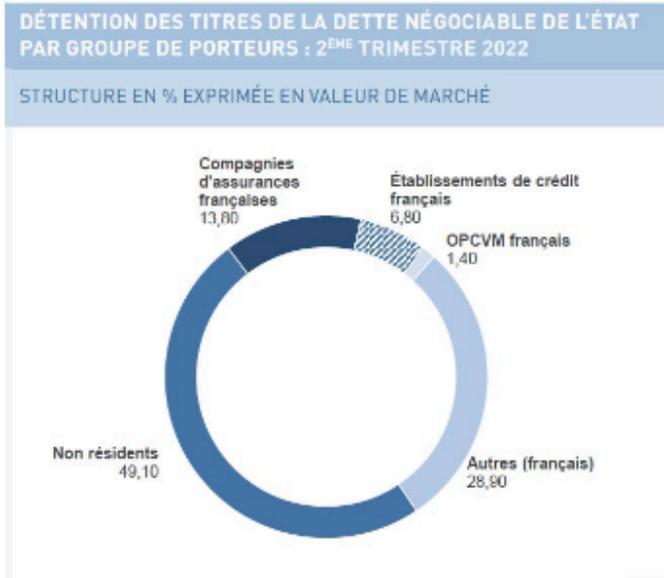


Sources : Eurostat, FMI, Insee

Source : Agence France Trésor, Bulletin Mensuel, n° 389, Octobre 2022.

Niveaux élevés pour tous les pays de l'échantillonnage et on observe que la France est au-dessus du niveau de la Zone euro, seule l'Allemagne à un ratio plus faible. Ratio très élevé du ratio Japonais.

Question 6 : Quels sont les autres détenteurs de la dette publique française ? Ou trouve-t-on la part détenue par les ménages résidents ?



Source : Banque de France

Source : Agence France Trésor, Bulletin Mensuel, n°389, Octobre 2022.

Autres détenteurs de la dette publique française : assurances, banques gèrent les portefeuilles des particuliers à travers divers produits d'épargne, opcv. Les titres sont détenus indirectement par les ménages et la détention directe est rare, elle est le fait des plus fortunés mais c'est dangereux que cela soient les plus fortunés qui détiennent la majorité de la dette d'un pays.

Question 7 : Qui détient la dette publique ? Quelles sont les évolutions récentes ? Quelle est la différence entre les données du FMI et celles de la Banque de France ?

Les données de la Banque de France concernent la dette de l'Etat et sont exprimées en « valeur de marché » ; les données du FMI concernant la dette publique et sont exprimées en « valeur faciale ». Les résidents (y compris la banque centrale) détiennent 50% de la dette.
Non résidents et résidents.

Les informations sur l'origine géographique des non résidents sont produites par un sondage du FMI ces informations sont des estimations (sondage).

D'après les estimations, 60% des investisseurs non résidents sont européens (zone euro et reste), le reste c'est l'Asie (Moyen-Orient compris) ou l'Amérique.

Selon l'AFT, la part importante des non résidents est bien pour la France dans la mesure où cela lui permet de ne pas dépendre uniquement d'une zone géographique, diversification et permet de faire face à une demande importante de titres.

Document 2 : Coefficient multiplicateur, erreur de calcul du FMI ? ou excès des zéloteurs de l'austérité ?

Question 1 : Qu'ont reconnu Blanchard et Leigh ? Sont-ils les seuls ?

Mauvaise estimation du multiplicateur budgétaire, 0,5 or ce multiplicateur est sous estimé, plutôt proche de 1 ⇒ keynésiens l'on fait avant (et post keynésiens).

Question 2 : Quelles préconisations de politique économique Blanchard et Leigh en déduisent-ils ?

Ils suggèrent de mettre des politiques d'austérité avec plus de discernement.

Même « si les multiplicateurs sont plus élevés qu'avant la crise », ils ne renoncent pas aux politiques d'austérité, mais « suggèrent de les mettre en œuvre avec discernement », et considèrent que « ce serait une erreur sous la pression des marchés que certains pays fassent du zèle dans l'austérité ».

Question 3 : Selon l'auteur de l'article, à qui incombe la faute de l'austérité ?

« à une doxa qui prône le retour à l'équilibre des finances publiques comme condition d'un retour à la croissance ».

Austérité expansive, baisse des dépenses publiques et de l'endettement ⇒ baisse du taux d'intérêt ⇒ permet à moyen/long terme une hausse de l'investissement ⇒ hausse de la croissance

A l'encontre de cette approche, les post-keynésiens défendent le retour de la croissance comme condition de retour à l'équilibre des finances publiques.

Document 3 : Dette publique, un changement de paradigme, et après ? La place de l'Etat dans l'économie, l'économie française 2022

Question 1 : Quel est le paradigme qui a conduit les institutions européennes à fixer un seuil de 60% au ratio de dette publique ?

Celui selon lequel l'endettement public d'un état évince celui des autres Etats et l'investissement privé. Si on dépasse les 60%, cela entraîne une hausse des taux d'intérêt. Face à un montant d'épargne supposé fixé, l'endettement de l'état entraînerait une hausse des taux d'intérêt sur les titres de dette des autres Etats et pour l'investissement privé.

Question 2 : Pourquoi ce paradigme doit-il être remis en cause selon les auteurs du document ?

Par deux constats empiriques :

- absence d'effet d'éviction sur l'investissement privé, au contraire, l'endettement public a un effet sur l'activité (cf. reconnaissance de l'effet multiplicateur des dépenses publiques) et cela peut stimuler l'investissement privé.
- Les taux d'intérêt historiquement bas, le montant d'épargne n'est pas fixe, il a évolué plus vite que l'endettement au niveau mondial.

Le « nouveau consensus budgétaire » reconnaît l'effet récessif des politiques d'austérité (baisse des dépenses et hausse des impôts) visant la réduction de l'endettement en période de récession.

Question 3 : De quels actifs est constitué le patrimoine des APU ?

Le patrimoine des APU est constitué d'actifs non financiers et d'actifs financiers, on peut ajouter aussi les patrimoines sanitaire et éducatif qui n'est pas mesuré comme tel en compatibilité.

Question 4 : Qu'est-ce que la "valeur patrimoniale nette" ?

Valeur patrimoniale nette = Actifs non financiers (ANF) + Actifs financiers (AF) – Passif financier (PF).

La dette publique fait partie du passif financier. Ses contreparties sont financières (titres détenus par les APU) et non financières (terrains, infrastructures...).

Au total, la valeur nette reste positive : avec les données 2020, en % du PIB :

Valeur nette = 103 (ANF) + 69 (AF) – 164 (PF) = 8

Remarque : le passif financier (164%) est plus élevé que la dette publique (115%) car le passif est exprimé en valeur de marché (c'est-à-dire la valeur à laquelle les titres sont échangés sur le marché) alors que la dette publique au sens de Maastricht est exprimée en valeur faciale (valeur de remboursement). Par ailleurs, actifs et passif financiers ne sont pas consolidés en comptabilité nationale (créances et dettes réciproques entre APU).

Question 5 : Une hausse de la dette publique n'est pas un endettement envers les générations futures. En 2020, de quoi un résident français a-t-il hérité ? Vous raisonnerez en termes d'actifs et de passif (dette). Quels sont les actifs qui ne sont pas comptabilisés dans le capital public ?

Chaque habitant a une dette publique de 56 000 euros, détient en contrepartie 35 200 euros d'actifs non financiers publics, et 23 600 euros d'actifs financiers publics. Son patrimoine net public est positif de 2 800 euros.

Les actifs qui ne sont pas comptabilisés : santé, éducation, inégalités, état de la conjoncture...

Question 6 : Quelles sont les trois phases d'évolution de la situation patrimoniale des APU depuis 1979 ?

Il faut mettre en lien l'évolution de la dette publique et celle du patrimoine public en analysant l'écart entre l'investissement net et le solde public primaire (en dehors des effets liés aux revalorisations des prix des actifs).

Solde public primaire = Recettes – dépenses (hors intérêts)

Investissement net = FBCF – Consommation de capital fixe

Si le déficit primaire est supérieur à l'investissement net, la valeur nette du patrimoine se dégrade, et inversement, si le déficit primaire est inférieur à l'investissement net, la valeur nette du patrimoine s'améliore.

- De 1979 à 1995 : hausse de l'endettement et du capital productif
- 1996-2008 : hausse du capital productif supérieure à l'endettement (déficits primaires cumulés)
- 2009-2020 : hausse de l'endettement systématiquement supérieure à celle du capital productif, d'où la dégradation de la valeur nette du patrimoine : « la nouvelle dette émise depuis 2009 a servi essentiellement à éponger les conséquences économiques des crises ».