

## #ECOPOURTOUS

### Faut-il s'inquiéter que la dette publique soit élevée ?

Olivier Blanchard

Les niveaux de dette publique, ou plus précisément les ratios dette publique/PIB, sont aujourd'hui à des niveaux historiquement élevés. Fait plus inquiétant, ils n'ont cessé d'augmenter au cours des 25 dernières années. En effet, entre 2000 et 2025, le ratio d'endettement a grimpé de 54 % à 118 % aux États-Unis, et de 63 % à 85 % dans la zone euro. Cette hausse est en grande partie la résultante des déficits importants qui se sont creusés suite à la récession de 2001, aux crises financières et de l'euro de la fin des années 2000 et du tournant des années 2010, et à la crise du Covid du début de la décennie actuelle. Si la réponse budgétaire se justifiait dans chacun de ces cas, le creusement de la dette n'a pas été compensé par la suite. Par réticence ou incapacité des politiques, les déficits sont ainsi restés importants dans de nombreux pays.

À quel point faut-il s'inquiéter de ces ratios d'endettement public élevés ? Pour annoncer d'emblée mes conclusions, je dirai que lorsque la dette (par souci de clarté, je permettrai par la suite d'omettre le terme « ratio » quand le contexte est assez clair) est stable, son incidence négative sur l'économie est faible, en tout cas plus faible que ce que beaucoup avancent. En revanche, quand la dette augmente et qu'aucune stabilisation n'est en vue, elle devient alors dangereuse. Pour réduire le risque, il faut alors prendre les mesures nécessaires.

#### La dette stable

S'il est bien une idée qui revient comme un serpent de mer dans le débat politique, c'est que la dette est un fardeau pour les générations à venir. C'est une exagération. Il est vrai que le paiement des intérêts sur la dette peut devoir être financé par des impôts futurs. Cependant, ceux-ci seront payés en grande partie par des contribuables déjà vivants à l'heure actuelle, c'est-à-dire à la fois par les générations actuelles et celles à venir. Le principal effet macroéconomique est d'une autre nature. La dette remplace en partie le capital dans le portefeuille des agents, réduisant ce faisant l'accumulation de capital, et par corollaire la production future.

L'ampleur de cet effet d'éviction du capital dépend du degré auquel les ménages perçoivent la dette comme une richesse nette. Dans le cas extrême de l'équivalence ricardienne, il n'y aurait pas d'éviction : les agents se contenteraient d'épargner plus en prévision de futurs impôts. Or, du fait des contraintes de liquidités, d'horizons limités, et de la difficulté à anticiper l'avenir, la réalité est bien éloignée de l'équivalence ricardienne, et que le capital est, pour partie, évincé.

La question qui se pose alors est de déterminer le coût de cette diminution du capital sur le bien-être des ménages. Un des premiers à se pencher sur le sujet a été

Peter Diamond<sup>1</sup>. Partant des travaux de Paul Samuelson et Edmund Phelps, il montra que, dans une économie à générations imbriquées (où l'équivalence ricardienne ne s'appliquait pas, et donc où la dette évinçait le capital), la réponse dépendait de la relation entre le taux d'intérêt,  $r$ , et le taux de croissance,  $g$ . Si le taux d'intérêt était supérieur au taux de croissance, l'économie était « dynamiquement efficiente », auquel cas la dette, en entraînant une éviction du capital, contribuait à faire reculer le bien-être des ménages. À l'inverse, si le taux d'intérêt était inférieur au taux de croissance, l'économie était « dynamiquement inefficente », auquel cas la dette accroissait le bien-être. Une économie pouvait être en situation d'inefficience dynamique même si les ménages épargnaient individuellement de façon optimale.

Ce résultat fondamental repose sur une intuition simple. Lorsque l'économie suit une trajectoire de croissance équilibrée, si le taux de croissance de la production est égal à  $g$ , l'économie doit investir  $gK$  pour maintenir le ratio du capital par rapport à la production. Si le rendement du capital est égal à  $rK$  et que l'économie doit mettre de côté  $gK$ , et si  $r$  est inférieur à  $g$ , alors la contribution nette du capital à la consommation,  $(r - g)K$  est négative. De fait, l'économie pâtit d'une suraccumulation de capital. Dans une telle situation, la dette élevée, en atténuant l'accumulation du capital, accroît la consommation et le bien-être des ménages.

Ce scénario a longtemps été considéré comme théoriquement possible, mais

assez irréaliste. Et pour cause : une économie avancée peut-elle réellement suraccumuler du capital ? Le problème théorique principal, c'est que ce résultat avait été dérivé dans un monde sans incertitude, un monde dans lequel il n'existe qu'un seul taux d'intérêt, égal au produit marginal du capital. La réalité est tout autre : notre monde est plein d'incertitude, et il existe une multitude de taux d'intérêt et de taux de rendement, certains supérieurs, d'autres inférieurs en moyenne au taux de croissance. À titre d'exemple, rappelons que dans la plupart des économies avancées, le taux d'intérêt des obligations d'État était, pendant la majeure partie des années 2000, inférieur au taux de croissance, alors que le taux de rendement moyen des actions avant impôt (pris comme approximation pour le taux de rendement du capital) était nettement supérieur au taux de croissance. Partant de là, sur quel taux de rendement peut-on se fonder pour établir une comparaison avec le taux de croissance ? C'est une question que les chercheurs s'attèlent encore à éclaircir. Je m'y suis penché dans un article de 2019<sup>2</sup> dans lequel je concluais, avec quelques réserves, que la comparaison devait se faire entre le taux de croissance moyen et le taux de rendement sans risque moyen.

Appliqué aux données, ce résultat a des implications assez saisissantes. Dans bien des pays avancés économiquement, le taux de rendement réel des obligations d'État à 5 ans, que l'on peut considérer comme un taux sans risque représentatif, est proche du taux de croissance prévu pour les 5 ans à venir. Ce résultat, si on le prend au pied de la lettre, signifie que le coût de la dette

<sup>1</sup> Peter Diamond, 1965, "[National debt in a neoclassical growth model](#)", *American Economic Review*, 55(5-1):1126–1150.

<sup>2</sup> Olivier Blanchard, 2019, "[Public debt and low interest rates](#)", *American Economic Review*, 109(4):1197–1229.

en termes de bien-être pourrait bien être très modeste, et même proche de zéro. Les implications de ces conclusions sont si frappantes que j'ai eu quelques réticences à les mettre en lumière – je n'avais pas spécialement envie que l'on parle de moi

comme de l'économiste qui vante les mérites de la dette. Je pense toutefois qu'il est raisonnable de dire que le niveau de la dette, peut ne pas être si coûteux que cela, en tout cas moins coûteux que beaucoup ne le pensent.

## La dette en hausse

Pour parvenir à cette conclusion, je suis parti du postulat que la dette était stable et que les investisseurs n'avaient pas de doutes quant à la sécurité de la dette. En réalité, ils sont souvent pris de doutes.

En voyant la dette se creuser, les investisseurs risquent tôt ou tard de douter de la capacité de l'État à en payer les intérêts, et donc de s'inquiéter de la probabilité de défaut. Il est alors à craindre qu'ils exigent une prime par rapport au taux sans risque pour compenser ce risque de défaut. La hausse du taux d'intérêt aggrave à son tour la dynamique de la dette, accroissant encore la prime de risque et le taux d'intérêt, avec un effet d'autant plus fort que le niveau de dette est élevé. Dans le pire des scénarios, la dette finit par exploser et les investisseurs finissent par arriver à la conclusion qu'un défaut de paiement est inéluctable. Éventuellement, celui-ci se produit, et il devient nécessaire de restructurer la dette. Même si l'on évite le défaut, la hausse du taux d'intérêt peut pénaliser lourdement l'économie. Elle est coûteuse pour l'État, désormais condamné à payer des intérêts plus élevés. Elle l'est aussi pour les agents économiques, car l'exécutif est contraint d'augmenter les impôts pour éviter d'aggraver trop la dynamique de la dette. Elle ajoute à l'incertitude générale et,

même si les taux d'intérêt des obligations d'entreprises ne sont pas aussi vulnérables au risque de défaut, ils tendent à augmenter parallèlement à ceux des obligations d'État, ce qui augmente le coût du capital pour les sociétés. Et si le défaut finit par se produire, le risque de perturbations du système financier, le risque de récession, et le coût d'une exclusion temporaire des marchés de la dette sont élevés.

Revenons à notre question première sur le coût de la dette. Un niveau de dette élevé aujourd'hui accroît-il le risque d'une explosion de la dette ? Pour y répondre, il est utile d'écrire l'équation qui caractérise la dynamique de la dette<sup>3</sup> :

$$\Delta b = \left( \frac{r - g}{1 + g} \right) b - s$$

Dans cette équation,  $b$  représente le ratio dette/PIB,  $\Delta b$  le taux de variation du ratio d'endettement,  $r$  le taux d'intérêt moyen réel sur la dette publique,  $g$  le taux réel de croissance de la production, et  $s$  le ratio solde primaire/PIB. On constate ainsi que l'évolution de la dette dépend de la somme de deux termes.

Le premier,  $((r - g)/(1 + g)) b$  reflète la dynamique propre à la dette, c'est-à-dire la façon dont elle évoluerait si le gouvernement finançait ses dépenses hors intérêts par des impôts, et avait donc un

<sup>3</sup> Olivier Blanchard, 2023, [Fiscal Policy under Low Interest Rates](#), MIT Press.

solde primaire égal à zéro. La raison pour laquelle la dynamique propre à la dette dépend de  $(r - g)$  est la suivante : supposons que le solde primaire soit effectivement égal à zéro, et que le gouvernement finance intégralement le paiement des intérêts de la dette par l'émission de nouveaux titres d'emprunt, la dette augmenterait au taux  $r$ . Si la production croît au taux  $g$ , le ratio d'endettement augmentera ou diminuera au rythme  $(r - g)$ .

Le second est le solde primaire. Toutes choses égales par ailleurs, un solde primaire positif diminue la dette, tandis qu'un solde primaire négatif la creuse.

Ainsi, pour stabiliser le ratio d'endettement, le gouvernement doit dégager un ratio de solde primaire  $s$  égal à  $(r - g)/(1 + g) b$ . Par exemple, si  $r = 2\%$ ,  $g = 1\%$ , et  $b = 100\%$ , alors il doit générer un excédent primaire équivalent à  $1\%$  du PIB. Si  $r = 1\%$ , il lui suffit de maintenir un solde primaire égal à zéro pour stabiliser le ratio dette/PIB.

Dans ce contexte, le niveau de dette actuel influence la dynamique de la dette de trois façons :

La première est l'effet direct par  $((r - g)/(1 + g)) b$ . On présume souvent que le taux d'intérêt est supérieur au taux de croissance, ce qui fait que la dette, en l'absence d'excédent primaire, augmente de façon exponentielle : la spirale de la dette s'enclenche alors. Or, le constat empirique est que  $r - g$  est souvent négatif ou proche de zéro. En effet, comme nous l'avons vu précédemment, dans bien des pays avancés économiquement, les prévisions de  $r - g$  sur les 5 prochaines années sont peu ou prou égales à zéro. Il n'y a donc pas de spirale de dette, et le

niveau d'endettement n'altère pas la dynamique de la dette. Évidemment, la stabilisation de la dette reste subordonnée à l'atteinte d'un solde primaire nul par le gouvernement, mais l'ampleur de l'ajustement est indépendante du niveau d'endettement.

La deuxième est plus subtile, mais elle est essentielle. Les investisseurs se soucient non seulement de la prévision de dette de référence, mais aussi de l'incertitude associée à cette prévision. Même si la prévision de référence de  $r - g$  est, par exemple, égale à zéro, il n'est pas exclu qu'elle devienne positive, ce qui conduirait à une hausse plus rapide de la dette. Comme  $r - g$  multiplie  $b$ , cet effet est d'autant plus fort que  $b$  (le niveau d'endettement actuel) est élevé. Si la dette représente  $50\%$  du PIB, il sera nécessaire, pour maintenir la dette sur une trajectoire stable, de compenser toute hausse de  $2\%$  de  $r - g$  par une hausse de  $1\%$  du solde primaire. Si la dette est égale à  $150\%$  du PIB, l'augmentation requise est de  $3\%$ , un ajustement qui pourrait s'avérer politiquement très difficile, si ce n'est impossible, et qui risquerait de déclencher une hausse des primes de risque et une dynamique dangereuse.

La troisième est qu'une dette élevée ouvre la voie à des équilibres multiples, un « bon » et un « mauvais » équilibre, même sous l'hypothèse d'anticipations rationnelles. Lorsque le niveau d'endettement est bas, le bon équilibre est le seul à prévaloir. En effet, même si les investisseurs étaient pris de doutes et demandaient une augmentation des primes de risque, la hausse des versements d'intérêts resterait trop limitée pour provoquer une explosion de la dynamique

de la dette. Dès lors, ils n'auraient aucune raison de s'inquiéter et ils resteraient donc sereins. Quand la dette atteint des niveaux plus élevés, il peut toujours y avoir un équilibre reposant sur des taux d'intérêt faibles, dans lequel les investisseurs ne sont pas inquiets, réclament au pire une modeste prime de risque, et la dette reste contenue, ce qui conforte les investisseurs dans leur sentiment. Mais il peut aussi y avoir un équilibre différent qui voit les investisseurs, pris d'inquiétude, réclamer une prime de risque substantielle, et la dette exploser, ce qui justifie en retour les inquiétudes des investisseurs.

Il y a donc une « zone de danger » en matière de dette. Reste à savoir, alors, quelle est la taille de cette zone, qui est fonction non seulement du niveau de la dette, mais aussi de la taille du *haircut* en cas de défaut et de la nature des investisseurs, sachant que les investisseurs nationaux sont souvent moins enclins à vendre leurs titres que les étrangers. Dans le cadre de mes recherches<sup>4</sup>, je m'emploie actuellement à déterminer la taille de cette zone ; mes premières conclusions me portent à croire qu'elle pourrait être large, puisqu'elle démarrerait à 60 % du PIB, et peut-être moins. Sachant que les ratios d'endettement sont aujourd'hui bien plus élevés que cela, on ne peut attendre des gouvernements qu'ils réduisent assez la dette pour se tenir à l'écart de cette zone, à part peut-être dans un avenir lointain. Mieux vaut autoriser la banque centrale à intervenir quand les fondamentaux justifient l'existence d'un équilibre reposant sur des taux d'intérêt faibles, mais que les investisseurs orientent leurs choix vers un équilibre reposant sur des

taux élevés. Cette approche revient à autoriser l'intervention de la banque centrale quand le problème ne relève pas de la solvabilité, mais des liquidités. Le problème, dans la pratique, est qu'il est difficile de distinguer les deux : parfois, c'est la mauvaise orientation des fondamentaux qui provoque la bascule de la part des investisseurs, auquel cas la banque centrale peine à déterminer si elle doit intervenir ou pas. En somme, bien que cette troisième dimension ait son importance, mieux vaut la laisser aux mains de l'autorité monétaire qu'à celles de l'autorité budgétaire.

En résumé, dans le contexte actuel, où  $r - g$  flirte avec le zéro, le niveau de la dette n'a pas, intrinsèquement, d'effet particulièrement préjudiciable. Son incidence sur le bien-être des ménages reste mesurée, de même que sa contribution à une dynamique d'endettement néfaste et au risque d'une explosion de la dette. L'essentiel, à ce stade, est la réduction du déficit primaire. Ce n'est qu'au prix d'un plan crédible de retour à un solde primaire proche de zéro que les gouvernements peuvent stabiliser la dette et rassurer les investisseurs.

Avant de conclure, il peut être intéressant de voir que ça implique pour la France aujourd'hui. La France affiche un ratio dette nette/PIB de 104 %. Le taux des obligations d'État nationales à 5 ans est de 2,9 %. La prévision d'inflation à 5 ans est de 1,8 %. La prévision de croissance de la production est de 1 %, ce qui fait que la prévision de référence de  $r - g$  est égale à 0,1 %. Le déficit primaire avoisine aujourd'hui les 3,9 % du PIB. Dès lors, pour stabiliser le ratio d'endettement, le

<sup>4</sup> Olivier Blanchard, Pedro Martinez Bruera & Gonzalo Huertas, 2025, *The range of multiple equilibria in sovereign debt markets*, mimeo.

gouvernement doit améliorer le solde primaire de près de  $3.9\% + 0.1\% = 4\%$ , c'est-à-dire d'environ 150 milliards d'euros. Pour des raisons politiques évidentes, l'exécutif ne peut y arriver en un an. Ce serait d'ailleurs une erreur macroéconomique, car une manœuvre aussi brusque provoquerait une forte contraction économique. Néanmoins, l'État doit élaborer une feuille de route réaliste pour y arriver d'ici 5-10 ans, par exemple, c'est-à-dire à un rythme de 15 à 30 milliards par an (pour rappel, la législation européenne dispose que cette correction doit se faire dans un délai de sept ans). S'il s'avérait nécessaire d'accroître fortement les dépenses dans un domaine comme la défense, une partie de

cet effort pourrait être financé initialement par des emprunts. Cependant, il est indispensable que le plan prévoie, dans les cinq à dix ans, un retour au solde primaire requis pour stabiliser la dette.

Si l'on parvient à stabiliser le ratio d'endettement – vraisemblablement autour de 120-130 % sauf à ce qu'une crise d'ampleur éclate – il pourrait en effet être désirable à ce moment-là de réduire doucement le ratio d'endettement. L'analyse ne propose pas d'objectif ultime précis à atteindre, mais elle laisse à penser qu'un taux faible, de l'ordre de 60 % à 90 %, serait désirable. On en est très loin. Pour le moment, éliminer le déficit primaire doit être la priorité.

\*\*\*\*\*