

### 7.3.2. Les déficits publics

#### LE FARDEAU DE LA DETTE

Comme on le sait, la théorie keynésienne préconise qu'en cas de récession, les dépenses publiques soutiennent la demande globale. Mais quelle est la meilleure façon de les financer ? Trois méthodes sont envisageables :

- les impôts
- les obligations d'Etat
- la création de monnaie par le Trésor ou la banque centrale

Le budget de l'Etat est en déficit si ses dépenses sont supérieures aux recettes de l'impôt. Un déficit budgétaire suppose que la taxation soit accompagnée par au moins une des deux autres formes de financement. Tout un débat anime depuis longtemps le monde des économistes quant aux mérites respectifs des trois modes de financement ; la polémique porte tout particulièrement sur les vices et les vertus de la dette non monétaire.

Les keynésiens lui vouent une certaine sympathie (très nuancée toutefois). Pour Keynes, le revenu privé qui n'est ni consommé ni investi est un revenu perdu. L'émission d'obligations par l'Etat pour financer un surcroît de dépenses offre la possibilité d'augmenter le revenu social à partir d'un revenu non consommé. Il a en outre l'avantage de ne pas obérer le revenu disponible pour la consommation.

Dans un article publié en 1943, **Lerner** prône ce qu'il appelle la *finance fonctionnelle* : « The central idea is that government fiscal policy, its spending and taxing, its borrowing and repayment of loans, its issue of new money and its withdrawal of money, shall all be undertaken with an eye only to the results of these actions on the economy and not to any established traditional doctrine about what is sound or unsound (...) In brief, Functional finance rejects completely the traditional doctrines of "sound finance" and the trying to balance the budget over a solar year or any arbitrary period »<sup>1</sup>. La plupart des auteurs keynésiens sont plus modérés que Lerner et ne défendent pas la subordination complète des finances publiques à la politique économique.

Selon Lerner, l'application de la finance fonctionnelle repose sur deux lois:

- 1- maintenir les dépenses publiques au niveau qui égalise l'offre et la demande globales, au niveau des prix existant. Dépenser plus générerait l'inflation, dépenser moins causerait le chômage ; dépenser juste évite l'un et l'autre<sup>2</sup> ;
- 2- la taxation ne doit être pratiquée que si conjointement à l'attribution de moyens supplémentaires à l'Etat, il est désirable de réduire ceux des particuliers pour lutter contre l'inflation. La dette non monétaire n'est à conseiller que s'il est souhaitable de substituer les obligations à la monnaie dans le portefeuille des ménages. Dans tous les autres cas, la création monétaire s'impose comme le moyen de financement le moins perturbant.

---

<sup>1</sup> Lerner [222] p. 39 et p. 41

<sup>2</sup> Est donc sous-jacente l'hypothèse que l'inflation et chômage sont deux dangers exclusifs l'un de l'autre.

Même si la finance fonctionnelle ne vise pas l'équilibre budgétaire sur quelque période que ce soit, Lerner estime qu'à long terme, les forces du marché établiront un tel équilibre. Son argumentation en appelle à l'*effet de richesse* : la dette publique causée par un déficit accroît le patrimoine mobilier des ménages et stimule donc leur consommation. Le soutien de la demande globale par le déficit public devient alors moins nécessaire. En finance fonctionnelle, l'Etat commence à dépenser moins quand les ménages commencent à dépenser plus, et inversement. Cette politique ne peut donc pas conduire à des situations extrêmes comme l'accumulation infinie de la dette publique. Lerner reconnaît que menée de façon incompétente, la finance fonctionnelle n'aboutit pas à cet équilibre à long terme.

L'efficacité de la politique budgétaire résulte d'un double effet : celui de la dépense publique et celui du moyen de financement ; la dépense est à la fois stimulante et inflationniste. Selon Lerner, la dette non monétaire est déflationniste. Elle réduit la liquidité des ménages et fait donc hausser le taux d'intérêt. Lorsqu'il s'agit de relancer l'économie, cet outil doit donc céder la place à la création monétaire. La crainte de l'inflation vaut à celle-ci une mauvaise réputation, ce que déplore Lerner : la finance fonctionnelle ne recourt à des outils inflationnistes que tant que sévit la déflation et elle les abandonne dès que le vent tourne.

Dans un autre article, Lerner estime devoir plaider la cause de la dette publique. Sa réputation, excessivement mauvaise tant dans l'opinion que parmi les économistes, est totalement injustifiée. Lerner critique deux arguments couramment opposés à la dette publique :

- 1- *Le cas de la dette publique serait analogue à celui de la dette privée ; la même réticence à s'endetter devrait donc prévaloir.* Lerner admet que cette analogie est valable pour la dette extérieure, celle que l'Etat contracte envers des créanciers étrangers. Mais elle est invalide dans le cas de la dette intérieure, parce que « we owe it to ourselves ».
- 2- « A variant of the false analogy is the declaration that *national debt puts an unfair burden on our children's* »<sup>3</sup>. Les générations futures, à qui il reviendra de rembourser la dette émise aujourd'hui, la rembourseront ... à elles-mêmes. Lerner reconnaît que les poches qui donnent et celles qui reçoivent ne seront pas nécessairement les mêmes, mais la redistribution qui en découlera le laisse étonnamment serein<sup>4</sup>.

En 1958, **Buchanan** publie « The Public Principles of Public Debt ». C'est l'anti-Lerner. Oui, l'analogie entre la dette privée et la dette publique est valide aussi bien pour les emprunts à l'intérieur que pour la dette extérieure. Oui, le fardeau de la dette est rejeté sur les générations futures.

Un argument pour nier le report du fardeau prétend que la dépense publique impliquerait le sacrifice CONCOMITANT d'une dépense privée. Buchanan le conteste ; il n'y a pas de sacrifice présent. Les épargnants souscrivent aux emprunts d'Etat, parce

---

<sup>3</sup> Lerner [229] p. 243

<sup>4</sup> A mon avis, le raisonnement de Lerner est parfaitement logique et il disqualifie totalement l'affirmation du fardeau de la dette transmis comme héritage. Par contre, les générations futures héritent bien d'un fardeau : le problème social que représente l'opposition d'intérêt entre les contribuables détenteurs de fonds d'Etat et les contribuables qui en sont dépourvus.

qu'ils y trouvent leur avantage ; ils n'y sont pas forcés. Appelons  $t_0$  la période à laquelle l'emprunt public est émis et  $t_n$  le moment de son remboursement. Il est simpliste de mettre aux prises la génération 0 et la génération  $n$  considérées comme deux blocs monolithiques. Buchanan distingue TROIS intervenants :

- l'acquéreur d'obligations d'Etat : il touchera les intérêts et le remboursement et n'a pas de raison d'être mécontent.
- le contribuable de la période  $t_0$  : ce n'est pas lui qui paie la dépense financée par l'emprunt.
- le contribuable de la période  $t_n$  : il bénéficie de l'équipement collectif financé par la dette ; il en supporte l'intérêt et le remboursement. Des trois, il est le seul à supporter un fardeau. Certes, ce fardeau aura idéalement une compensation, mais il suffit d'imaginer le cas d'un gaspillage pour apprécier plus clairement qui supporte le fardeau.

#### **Ricardo et la dette publique**

Ricardo défend la thèse de la *neutralité de la dette*, selon laquelle il est indifférent que les dépenses publiques soient financées par l'emprunt ou par l'impôt. Supposons que l'Etat décide l'annulation pure et simple de sa dette ; il commettrait une injustice vis-à-vis des détenteurs de ses obligations. Mais du point de vue économique, cela ne changerait rien. Il y aurait juste une redistribution des fortunes au désavantage des détenteurs d'obligations publiques et à l'avantage du reste de la société.

L'autre argument de Ricardo en faveur de la neutralité de la dette est la solidarité intergénérationnelle. Parlant des taxes futures nécessaires au remboursement des emprunts présents, il écrit : « but if he leaves his fortune to his son, and leaves it charged with this perpetual tax, where is the difference whether he leaves him 20,000 £ with the tax or 19,000 £ without it »<sup>5</sup>. Il est postulé que les citoyens s'abstiennent volontairement de consommer les provisions pour les taxes futures, tout comme ils renoncent forcément à consommer les taxes présentes.

Quelques pages plus loin, Ricardo prend pourtant fait et cause pour la thèse opposée, sans se rendre compte de la contradiction. Il devient hostile à la dette publique. Il lui reproche de donner l'illusion à la nation d'être plus riche qu'elle n'est en réalité, ce qui freine l'esprit d'épargne. Cette argumentation est connue sous l'appellation de *l'illusion de la dette*.

Buchanan conteste frontalement la neutralité de la dette<sup>6</sup>. L'idée qui sous-tend la neutralité ricardienne est que les agents déduisent de l'évaluation de leur patrimoine, la valeur actuelle des paiements futurs. Buchanan rétorque que les agents qui n'ont pas de patrimoine ne réagissent certainement pas ainsi ; ils ne partagent donc pas le fardeau de la génération future.

Buchanan analyse le cas d'une économie en sous-emploi ; il est possible que les dépenses publiques y font travailler des facteurs inoccupés. Dans ce cas, leur coût social est nul. Il n'est pas raisonnable de vouloir les financer par l'emprunt public.

<sup>5</sup> Ricardo [297] p. 539. L'homme laisse à son fils deux héritages : sa fortune et des taxes futures. Que le père ou le fils paie les taxes, la somme des deux héritages reste identique.

<sup>6</sup> Buchanan ne retient de Ricardo que sa première opinion : la *neutralité de la dette*.

Buchanan préconise la création monétaire, car elle évite aux contribuables de supporter les intérêts à payer aux prêteurs.

D'une façon générale, Buchanan affiche un réel scepticisme envers la dette publique. Il termine sa réflexion par la question « When should government borrow ? ». Les cas où le financement par l'emprunt public lui agréé sont rares. Ce mode de financement s'avère le plus convaincant dans le cas des investissements qui s'autofinancent, par exemple une autoroute à péage, la distribution d'eau ou d'électricité... Les revenus tirés par l'Etat lui permettent alors d'assurer le remboursement de la dette et le paiement des intérêts sans le recours à l'imposition.

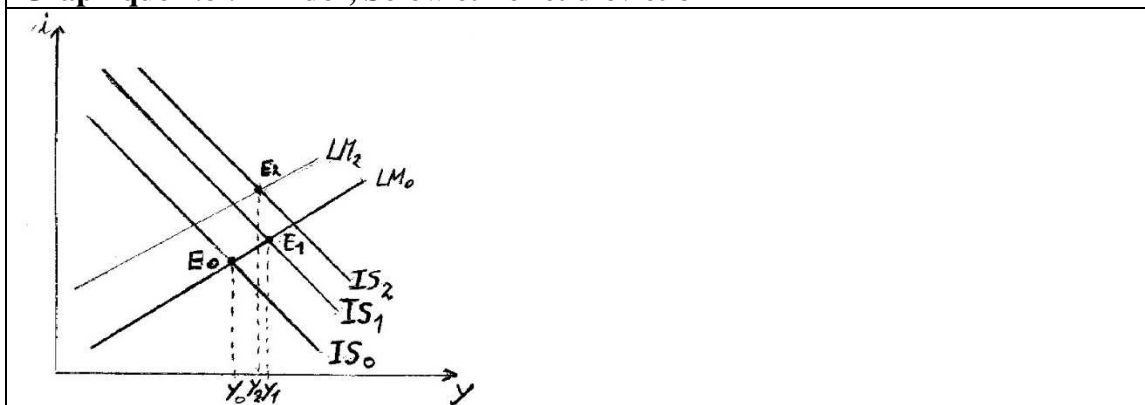
### L'EFFET D'EVICITION

Après le débat sur les principes, la controverse se déplaça vers la question : l'emprunt public, peut-il coexister avec l'investissement privé sans lui porter ombrage ? Sur ce plan, l'argument contre la dette publique (non monétaire) est appelé l'*effet d'éviction* (crowding out). Le mécanisme est le suivant : la concurrence sur le marché de l'épargne entre les émetteurs de titres privés et les émetteurs publics élève le taux d'intérêt, ce qui freine l'investissement privé.

L'un des moments forts de cette controverse est la publication de l'article « Does Fiscal Policy Matter ? » (1973) par les auteurs keynésiens **Blinder et Solow**. L'article expose le problème à l'aide du graphique IS-LM (graphique 7.8). L'équilibre initial est donné par le point  $E_0$ . L'accroissement de la dépense publique financée par l'émission d'obligations se traduit par le passage de  $IS_0$  à  $IS_1$  plus à droite. On passe à l'équilibre  $E_1$ , caractérisé à la fois par un revenu plus élevé ( $Y_1 > Y_0$ ) et un taux d'intérêt plus élevé. Mais  $E_1$  n'est pas un équilibre définitif. L'accroissement du patrimoine mobilier des agents nantis d'obligations d'Etat a lui-même une double répercussion sur l'équilibre IS-LM :

- d'une part, les agents, plus riches, consomment plus, ce qui pousse IS encore plus vers la droite ( $IS_2$ ). C'est le fameux *effet de richesse*, dont il fut question à la section précédente. La plupart des auteurs keynésiens en ont accepté le principe, bien qu'ils n'adhèrent pas aux conclusions de Pigou.
- d'autre part, la demande de monnaie augmente, car des agents plus nantis désirent une encaisse supérieure. La courbe LM est tirée vers la gauche ( $LM_2$ ). L'équilibre est déplacé au point  $E_2$ , avec un taux d'intérêt supérieur à  $E_1$  et un revenu inférieur.

**Graphique 7.8 : Blinder, Solow et l'effet d'éviction**



L'accroissement du taux d'intérêt en deux phases révèle l'effet d'éviction. Résumant l'état du débat, Blinder et Solow estiment que le mécanisme de l'éviction n'est « disputed by almost no one » ; les keynésiens ne contestent pas son existence, mais ils considèrent que le *multiplieur* des dépenses publiques reste positif malgré tout. Blinder et Solow concèdent qu'il est certainement « lower than the naive Keynesian formula » (équation 5.2). Selon eux, la controverse n'est pas tant théorique qu'empirique : quelle est l'ampleur de la hausse du taux d'intérêt et de sa répercussion sur l'investissement privé ?

Comme le remarquent les auteurs, face à la dualité contradictoire des effets sur le revenu, les monétaristes cherchent également à déterminer si la balance penche du côté de l'accroissement ou de la réduction de  $Y$  ; ils la verraient bien pencher dans le sens d'un multiplicateur négatif. Friedman soutient que la différence essentielle entre les keynésiens et leurs adversaires concerne l'intérêt accordé aux effets de patrimoine comme celui qui poussait ci-avant la courbe LM vers la gauche. Ils auraient généralement tendance à focaliser leur attention sur le « premier round » des événements, négligeant les effets consécutifs en sens inverse.

Par contre, les deux camps s'accordent à considérer le déficit financé par la création monétaire comme nécessairement expansionniste. Non seulement la courbe IS mais également la courbe LM se déplaceraient vers la droite.

Pour démontrer que le déficit budgétaire financé par des emprunts a une forte probabilité d'être expansionniste, Blinder et Solow construisent un modèle basé sur le modèle IS-LM. Des variables et des équations sont ajoutées au système de Hicks pour intégrer les dépenses publiques, leurs trois modes de financement (taxes, emprunt, création monétaire), les effets de patrimoine et de richesse, l'intérêt sur la dette publique...

L'une des équations, une espèce de contrainte budgétaire de l'Etat, dit que le déficit (dépenses  $G$  moins taxes  $T$ ) égale la création monétaire  $dM/dt$  plus la variation de l'encours des obligations  $dB/dt$ . Il s'agit donc d'une équation différentielle assurant le caractère dynamique de l'ensemble.

C'est la « long-run steady state solution » qui intéresse Blinder et Solow ; elle implique que  $dM/dt = dB/dt = 0$ , ce qui signifie un budget en équilibre. Dans ces conditions, ils obtiennent le multiplicateur à long terme suivant :

$$\frac{dY}{dG} = \frac{1 + (1 - T') \cdot \frac{dB}{dG}}{T'} \quad (7.32)$$

où  $Y$  est le revenu réel

$G$  est la dépense publique

$T'$  est la propension marginale à taxer le revenu

$B$  est le nombre de titres de l'emprunt public<sup>7</sup> (tous identiques dans le modèle)

Ce multiplicateur est positif ; en outre, il apporte une surprise : il est plus élevé quand  $dG/dB$  est positif que lorsque cette expression est nulle : « not only is deficit spending

<sup>7</sup> Comme beaucoup d'auteurs, Blinder et Solow intègrent dans leur modèle, l'obligation la plus facile à traiter mathématiquement : une rente perpétuelle de \$1 par an.

financed by bonds expansionary in the long run, it is more expansionary than the same spending financed by the creation of new money »<sup>8</sup>. Ce « paradoxical result » s'explique par le fait que l'intérêt de la dette non monétaire ajoute du déficit au déficit ; la valeur totale des obligations s'en trouve accrue et l'effet de richesse dispose donc d'une assiette plus large. »<sup>9</sup>. Selon Blinder et Solow, l'intervalle de valeurs de ces paramètres où la stabilité est assurée semble correspondre aux caractéristiques de l'économie américaine. La stabilité paraît l'hypothèse la plus plausible, avec dans son sillage l'efficacité de la politique budgétaire sous financement par l'emprunt.

Dans un article publié en 1976, **Buiter et Tobin** remarquent avec regret que le modèle de Blinder et Solow, comme la plupart des modèles qui étudient la dette non monétaire, considèrent celle-ci comme un substitut proche du capital privé plutôt que comme un substitut de la monnaie. Si l'emprunt non monétaire était un substitut de la monnaie, l'émission d'obligations d'Etat n'augmenterait pas la demande de monnaie, mais la diminuerait. Sur le graphique 7.8-A, le passage de  $LM_0$  à  $LM_2$  correspondrait à un glissement de la courbe vers la droite et non vers la gauche. Le déplacement de la courbe LM conforterait celui de la courbe IS vers un revenu plus élevé et un taux d'intérêt plus bas.

### **BARRO ET L'EQUIVALENCE RICARDIENNE**

La réplique à Blinder and Solow vint dans un article publié par **Barro** en 1974 : « Are Government Bonds Net Wealth ? ». L'argument consiste à contester que les obligations d'Etat puissent générer un effet de richesse ; la cause en est que les épargnants décomptent les taxes futures de leur patrimoine, même si ce sont leurs héritiers qui en seront redevables. Déjà rencontrée chez Ricardo (cf. supra), cette idée fut exprimée maintes fois, y compris par des économistes keynésiens. Barro cite cette phrase de Tobin (1952) : « How is it possible that society merely by the device of incurring a debt to itself can deceive itself into believing that it is wealthier ? Do not the additional taxes which are necessary to carry the interest charges reduce the value of other components of private wealth ? »<sup>10</sup>. Barro n'est donc pas l'initiateur de cette théorie mais il est le premier à avoir construit un modèle dont elle est la conclusion, ce qui contribua largement à sa réputation. Voyons plus en détail ce modèle, qui appartient à la famille des *modèles à générations imbriquées*.

La bienveillance entre les générations joue un rôle fondamental dans le modèle de Barro. L'héritage est instillé dans l'imbrication entre les générations ; à chaque période, la vieille génération bénéficie d'un supplément de ressources venant de la génération disparue et prend à cœur d'épargner pour léguer un héritage à la génération qui sera âgée la période suivante.

---

<sup>8</sup> Blinder & Solow [37] p. 327

<sup>9</sup> Blinder & Solow [37] p. 334

<sup>10</sup> Barro [25] p. 1096.

**Les modèles à générations imbriquées**

C'est Samuelson qui construit le premier modèle à générations imbriquées dans son article « An Exact Consumption-Loan Model of Interest with or without the Contrivance of Money » (1958). Le principe est le suivant : l'échelle du temps est découpée en périodes. A chaque période vivent deux générations : les actifs (jeunes et moyens) et les retraités (vieux). Les actifs produisent, consomment ; ils épargnent une part de leur revenu en vue de leur retraite. Les retraités ne produisent pas mais consomment. A chaque période, une génération disparaît et une autre apparaît. Les jeunes de la période 1 sont les vieux de la période 2 et ainsi de suite. Ce genre de modèle permet d'étudier l'équilibre dans la durée : « But I do suggest for economist's further research the difficult analysis of capital models which grapple with the fact that each and every today is followed by a tomorrow »<sup>11</sup>.

Le taux d'intérêt est en quelque sorte le prix de l'échange entre les acteurs de périodes différentes. Vers quel équilibre tend-il, compte tenu notamment du taux de croissance de la population ? C'est à cette question que tente de répondre Samuelson, qui constate que l'existence de la monnaie est nécessaire pour que l'économie puisse tendre effectivement vers son taux d'intérêt optimum.

L'économie est stationnaire : ses paramètres contextuels se répètent de période en période. Les hypothèses simplificatrices qui entourent l'émission de la dette publique sont peu réalistes. En période 1, des obligations dont le terme est d'une seule période, sont émises pour un montant  $B$ . Le modèle choisit d'ignorer les dépenses publiques ; l'impôt finance un transfert à la génération 1 (les vieux de la période 1). Un intérêt ( $r.B$ ) est payé durant cette même période 1, financé par une taxe particulière frappant les jeunes. A la période 2, l'emprunt est remboursé aux détenteurs d'obligations ; ce remboursement est financé, non par un nouvel emprunt, mais par une taxe particulière frappant les mêmes contribuables entretemps devenus vieux<sup>12</sup>.

Les épargnants répartissent leur patrimoine entre le capital privé  $K$  et la dette publique  $B$  qu'ils considèrent comme de parfaits substituts ; tous deux rapportent le taux d'intérêt  $r$ , constant d'une période à l'autre et parfaitement anticipé. Le patrimoine de la génération  $i$  est noté  $A_i^y$  quand cette génération est jeune et  $A_i^o$  quand elle est âgée.

Barro adopte le point de vue traditionnel de l'optimisation. L'individu représentatif de la génération  $i$  tente de maximiser son utilité intertemporelle, dont on peut écrire l'équation :

$$U_i = U_i(c_i^y, c_i^o, U_{i+1}^*) \quad (7.33)$$

L'utilité est fonction de sa consommation pendant sa jeunesse ( $c_i^y$ ), de sa consommation pendant sa vieillesse ( $c_i^o$ ) et de l'utilité optimale de la génération future ( $U_{i+1}^*$ ), qui traduit sa générosité envers un membre de cette génération. En réalité, l'utilité de la génération qui hérite dépend non de l'héritage brut, mais de ce que Barro appelle l'*héritage net*, les taxes futures étant considérées comme un héritage négatif à déduire. La formule de l'héritage net laissé par la génération 1 à la génération 2 est :

<sup>11</sup> Exact consumption-loan 482.

<sup>12</sup> Comme le constate Choi : "There is a more serious mistake committed by Barro. His government gives generation 1 a transfer payment, but he offers no explanation as to where his government gets the money from" ([48] p. 6).

$$(1-r).A_1^o - B \quad (7.34)$$

A partir de l'équation (7.33) et des contraintes budgétaires (non exposées ici), Barro démontre que le problème d'optimisation de la génération 1, ses ressources étant déterminées, peut être ramené à la sélection optimale de l'héritage net, avec la contrainte que l'héritage brut ( $A_1^o$ ) est non négatif. Cette sélection étant faite, supposons une variation marginale de la dette publique  $B$ . Elle suscitera la variation de l'épargne  $A_1^o$  juste nécessaire pour maintenir constante l'expression (7.34). Cette correction s'obtient sans variation de la consommation  $c_1^o$  puisque la dette, par hypothèse, finance des transferts à la génération 1. Barro montre que la consommation des générations suivantes reste également inchangée. La consommation n'est donc pas stimulée ; il n'y a pas d'*effet de richesse*.

Analysons maintenant l'équilibre du marché des fonds prêtables à la période 1. Considérons la situation avant l'émission des fonds d'Etat : la demande de capital  $K$  égale sa productivité marginale avec l'intérêt  $r$  et celui-ci équilibre la demande de capital  $K$  avec l'offre qui correspond aux actifs détenus. Intégrons maintenant l'émission d'obligations  $B$ . On obtient l'équation (7.35), dont le membre de gauche donne la demande de fonds prêtables et le membre de droite en donne l'offre.

$$K(r) + B = A_1^o + A_2^y \quad (7.35)$$

Le membre de gauche augmente de  $B$  précisément ; Barro montre que c'est également le cas du membre de droite :  $A_1^o$  augmente de  $B/(1-r)$  pour maintenir l'héritage net et  $A_2^y$  diminue de  $B.r/(1-r)$  à cause de la taxe finançant l'intérêt. L'équilibre entre l'offre et la demande de fonds prêtables est maintenu, sans que le taux d'intérêt doive s'ajuster. La neutralité de la dette exclut donc l'effet d'éviction.

Les mêmes conclusions valent si le modèle s'attache non plus à la dette publique mais à un système de retraites publiques par répartition (financé par l'impôt).

La démonstration s'appuie à la fois sur la volonté et la capacité des membres d'une génération d'éviter à ses héritiers le coût fiscal du remboursement de la dette publique. Il faut donc que les conditions socio-économiques le permettent. Barro examine notamment l'effet de l'impôt sur les successions, l'effet du risque qui pourrait être lié à ce placement.

Au départ, l'effet de richesse était une arme anti-keynésienne. Les keynésiens tentaient d'en limiter la portée. Blinder et Solow l'ont récupéré pour la diriger contre les classiques. C'est maintenant au tour de ceux-ci de la contrer.

Le lecteur ne s'étonnera pas que Buchanan fut l'un des premiers critiques du modèle de Barro. Son article « Barro on the Ricardian Equivalence Theorem » (1976) est à l'origine de l'appellation *équivalence ricardienne* ; c'est sous cette étiquette que le modèle de Barro est devenu l'une des théories les plus célèbres de la macroéconomie moderne. Buchanan reproche à Barro :

- la manière artificielle dont les finances publiques sont introduites dans le modèle
- d'avoir regardé la dette publique par le petit bout de la lorgnette, se focalisant sur cette question d'héritage, somme toute secondaire par rapport à la baisse de la consommation ou de l'investissement privés nécessaires selon lui pour réunir les fonds prêtés à l'Etat. Buchanan croit fermement en l'effet d'éviction.