

Working Paper de l'AFF Nr. 18

Endettement public excessif : mieux vaut prévenir que guérir

Pierre-Alain Bruchez, Barbara Schläffer



Schweizerische Eidgenossenschaft
Confédération suisse
Confederazione Svizzera
Confederaziun svizra

Département fédéral des finances DFF
Administration fédérale des finances AFF
Analyse et conseil économiques ACE

Les travaux du domaine « Analyse et conseil économiques » ne reflètent pas nécessairement les positions officielles de l'office, du département ou du Conseil fédéral. Les auteurs assument eux-mêmes la responsabilité des thèses défendues dans ces travaux ainsi que des erreurs éventuelles.

Impressum

Rédaction	Analyse et Conseil Economiques (ACE) Bundesgasse 3 CH-3003 Berne, Suisse
E-Mail	oekonomenteam@efv.admin.ch
Internet	www.efv.admin.ch http://www.efv.admin.ch/d/dokumentation/publikationen/ arbeiten_oekonomenteam.php
Layout	Webteam EFV, SPK
ISSN	1660-7937

Table des matières

Zusammenfassung	5
Résumé	9
1. Introduction	13
2. La dette publique en Suisse et dans le monde	14
2.1. Situation passée et actuelle	14
2.2. Situation future	17
3. Les conséquences de l'endettement	19
3.1. Dépenses publiques	19
3.2. Croissance	25
3.3. Redistribution : quel transfert de charges vers les générations futures ?	32
3.4. Balance courante	34
3.5. Risque de défaut	34
3.6. Autres	36
4. Les moyens pour réduire un endettement excessif	37
4.1. Programmes d'économies et augmentation des impôts	37
4.2. Croissance	38
4.3. Vente d'actifs	38
4.4. Achat de la dette publique par la banque centrale et inflation	39
4.5. Défaut, restructuration de la dette et prêts contraints	41
4.6. Aide externe	42
5. Comment gérer les biais institutionnels qui favorisent l'endettement ?	43
5.1. Les biais institutionnels	43
5.2. Les garde-fous en Suisse	43
6. Conclusion	46
Bibliographie	47
Documents de travail de l'AFF	52

Zusammenfassung

Im Zuge der jüngsten Krisen erweist sich die Konjunktur als volatil als noch vor kurzem angenommen. Das hat Auswirkungen auf die öffentlichen Finanzen. Es braucht deshalb einen gewissen finanzpolitischen Handlungsspielraum, um für Unvorhergesehenes gewappnet zu sein.

Die Staatsverschuldung hat Konsequenzen, auf die nachfolgend im Detail eingegangen wird:

- **Öffentliche Ausgaben**
Die wichtigste Auswirkung der Staatsverschuldung besteht wohl darin, den Staat zu höheren Ausgaben zu verleiten. Verschiedene Arten von Staatsversagen treiben den Staat zu übermässiger Verschuldung. Geld aufzunehmen ist zwar nützlich, um in Krisenzeiten die Konjunktur zu stabilisieren oder anzukurbeln, oder um öffentliche Investitionsspitzen zu finanzieren. In der Boomphase oder bei nur unterdurchschnittlichen öffentlichen Investitionen muss die Verschuldung aber auch wieder gesenkt werden.
- **Wachstum**
In akademischen Kreisen und in den internationalen Organisationen werden die Auswirkungen der Verschuldung auf das Wachstum intensiv diskutiert. Es handelt sich um ein komplexes Problem, bei dem es nicht genügt, eine simple Korrelation herzustellen. Es geht darum, die Richtung der Kausalität zu erkennen (beeinflusst die Verschuldung das Wachstum oder das Wachstum die Verschuldung?) und die weiteren Faktoren zu berücksichtigen, die das Wachstum beeinflussen. Obwohl es auch abweichende Meinungen gibt (insbesondere Alesina), scheint es doch so zu sein, dass ein Staat, der sich über ein Haushaltsdefizit verschuldet, das Wachstum kurzfristig günstig beeinflusst (umgekehrt wirkt sich eine Sparpolitik negativ aus). Übersteigt die Verschuldung allerdings ein gewisses Niveau, sind die Folgen wahrscheinlich negativ.
- **Generationenumverteilung**
Die Auswirkungen der Verschuldung auf die kommenden Generationen sind komplex. Sie lassen sich nicht bloss mit der Höhe der Verschuldung oder der Schuldzinsen messen. Zu berücksichtigen ist nämlich auch, dass die Staatsanleihen (sowie die entsprechenden Zinsen) Angehörigen

nachfolgender Generationen zugute kommen werden. Insofern das Land sich selber Geld ausleiht, wirkt sich dies auf die kommenden Generationen in erster Linie so aus, dass steuerbedingte Verzerrungen und die Anstrengungen zur Erreichung der Ziele der Generationenumverteilung auf sie überwältigt werden. Nimmt der Staat im Ausland Geld auf, wirkt sich die Verschuldung noch stärker auf die nachfolgenden Generationen aus, weil sie dem Ausland für diejenigen, die sich vor ihnen verschuldet haben, die Rechnung bezahlen müssen. Die Verschuldung ist aber nur einer von mehreren Aspekten der Generationenumverteilung. Zu berücksichtigen ist auch, dass eine geringere Generationenumverteilung aus der Verschuldung resultiert, wenn letztere dazu dient, bleibende Werte für die nachfolgenden Generationen zu schaffen oder zu erhalten – beispielsweise öffentliche Investitionen oder natürliche Ressourcen.

- Leistungsbilanz
Für die Schweiz sind die Auswirkungen der Verschuldung auf die Leistungsbilanz nicht einschneidend; in anderen Ländern kann das jedoch der Fall sein.
- Ausfallrisiko
Die aktuelle Krise zeigt, dass eine hohe Verschuldung sogar in einem entwickelten Land ein Ausfallrisiko erzeugen kann.
- Öffentliche Anleihen für die Finanzmärkte
Die öffentliche Verschuldung verschafft den Finanzmärkten sichere Wertpapiere, was jedoch keine hohe Verschuldung zu rechtfertigen vermag.

Eine übermässige Verschuldung kann auf verschiedene Arten abgebaut werden:

- Sparprogramme und Steuererhöhungen
- Wirtschaftswachstum
- Veräusserung von Aktiven
- Interventionen der Notenbank (Kauf von Staatsanleihen, Inflation)
- Ausfall oder mehr oder weniger «freiwillige» Umschuldung
- Hilfe von aussen

Einige dieser korrektiven Massnahmen, beispielsweise eine Intervention der Notenbank, kommen für die Schweiz nicht in Frage. Gewisse Heilmittel, auf die ein überschuldetes Land notgedrungen zurückgreifen muss, haben überdies in der Regel schädliche Nebenwirkungen.

Vorbeugen ist also grundsätzlich besser als heilen. Zum einen, um hohe Risikoprämien (oder sogar die Unmöglichkeit, Geld aufzunehmen) zu vermeiden und nicht politisch handlungsunfähig zu werden. Zum andern, um nicht den Nebenwirkungen einer notfallmässigen Sanierung ausgesetzt zu sein, wenn die Verschuldung überhand nimmt; eine solche Sanierung ist besonders schädlich, weil sie sehr rasch und im schlechtesten Moment, nämlich mitten in der Krise, erfolgt.

In der Schweiz spielen bestimmte institutionelle Mechanismen eine wichtige vorbeugende Rolle:

- Direkte Demokratie
- Föderalismus
- Budgetregeln

Absehbare Entwicklungen, die eine Bedrohung der öffentlichen Finanzen darstellen könnten (insbesondere die Überalterung der Bevölkerung), sind zu antizipieren und Grossrisiken (zum Beispiel der Konkurs einer «too big to fail»-Bank) zu reduzieren. Für die Bewältigung allfälliger Krisen muss stets ein gewisser finanzpolitischer Handlungsspielraum gewährleistet sein.

Résumé

Suite aux récentes crises, il s'avère que l'économie est plus volatile qu'on ne l'imaginait encore récemment. Et cela touche les finances publiques. Il est donc important de disposer d'une marge de manœuvre budgétaire pour pouvoir faire face à l'inconnu.

L'endettement public a des conséquences que nous discutons en détail :

- *Dépenses publiques*
L'impact le plus important est probablement d'inciter l'Etat à trop dépenser. Les diverses défaillances gouvernementales poussent en effet à s'endetter excessivement. L'endettement peut certes être utile pour stabiliser ou relancer l'économie en période de crise, ou pour financer des pointes d'investissements publics. Mais il faut alors aussi réduire l'endettement en période de boom ou lorsque les investissements publics sont inférieurs à la moyenne.
- *Croissance*
L'impact de l'endettement sur la croissance fait l'objet d'intenses débats au niveau académique et dans les organisations internationales. C'est une question difficile, car il ne suffit pas d'observer une corrélation. Il faut en effet discerner le sens de la causalité (dans quelle mesure s'agit-il d'un impact de l'endettement sur la croissance plutôt que de la croissance sur l'endettement?) et il faut tenir compte des autres facteurs qui ont une influence sur la croissance. Malgré des objections de certaines voix discordantes (en particulier celle d'Alesina), il semble que lorsqu'un Etat fait des déficits budgétaires, cela engendre à court terme un impact favorable sur la croissance (en sens inverse, une politique d'austérité a un impact négatif). L'impact du niveau de la dette est vraisemblablement négatif si la dette dépasse un certain seuil.
- *Redistribution intergénérationnelle*
L'impact sur les générations futures est complexe. Il ne se mesure pas simplement au montant de la dette où des intérêts à payer. Il faut en effet aussi tenir compte du fait que certains membres des générations futures recevront des obligations publiques (et recevront les intérêts correspondants). Dans la mesure où le pays se prête à lui-même, l'impact sur les générations futures consiste surtout en un report aux générations futures

des distorsions liées à l'impôt et de l'effort pour atteindre les objectifs de redistribution intragénérationnelle. Dans la mesure où le pays emprunte à l'étranger, l'impact sur les générations futures s'en trouve renforcé puisque ce seront elles qui devront payer à l'étranger la facture des générations qui s'endettent. La dette ne constitue qu'un élément de la redistribution intergénérationnelle. Il faut tenir compte du fait que la redistribution intergénérationnelle engendrée par la dette est réduite si cet endettement sert à construire ou préserver d'autres éléments qui seront légués aux générations futures, tels que des investissements publics ou des ressources naturelles.

- *Balance courante*
L'impact sur la balance courante n'est pas crucial pour la Suisse, mais peut l'être pour d'autres pays.
- *Risque de défaut*
Comme la crise actuelle le montre, une dette élevée peut engendrer un risque de défaut même dans un pays avancé.
- *Titres publics pour les marchés financiers*
L'endettement public fournit aux marchés financiers des titres sûrs, ce qui ne peut toutefois pas justifier un endettement élevé.

Il est possible de réduire une dette excessive par différents moyens :

- Programmes d'économies et augmentations d'impôts
- Croissance économique
- Ventes d'actifs
- Interventions de la banque centrale (achat de la dette publique, inflation)
- Défaut ou restructuration plus ou moins « volontaire » de la dette
- Aide externe

Certains de ces remèdes, tels que les interventions de la banque centrale, ne sont pas envisageables en Suisse. De plus, ces remèdes auxquels un pays surendetté est contraint de recourir ont généralement des effets secondaires néfastes.

Il vaut mieux prévenir que guérir. D'une part pour s'éviter des primes de risque élevées (voire l'impossibilité d'emprunter) et une éventuelle paralysie politique. D'autre part pour éviter les effets secondaires d'un assainissement qui s'impose tout-à-coup lorsque l'endettement est excessif, et qui est particulièrement néfaste puisqu'il est concentré dans le temps et est mis en œuvre au plus mauvais moment : pendant une crise.

Des mécanismes institutionnels jouent en Suisse un rôle majeur de prévention :

- Démocratie directe
- Fédéralisme
- Règles budgétaires

Il est important d'anticiper les évolutions prévisibles qui pourraient menacer les finances publiques (notamment le vieillissement démographique) et de réduire les risques catastrophiques (par exemple le risque de faillite d'une banque « too big to fail »). Il faut conserver une marge de manœuvre budgétaire pour pouvoir faire face à une éventuelle crise.

1 Introduction

A l'heure de la crise de la zone euro, l'importance de maîtriser la dette publique est particulièrement évidente. Parfois, la dette publique est la cause de la crise. Mais même quand tel n'est pas le cas, il est préférable d'aborder la crise avec des finances publiques saines afin de disposer de la marge de manœuvre budgétaire nécessaire pour y faire face. Plusieurs organisations internationales ont récemment publié des papiers sur la consolidation budgétaire. Ainsi, l'OCDE souligne l'importance de disposer d'une marge de sécurité pour faire face à de futurs chocs (OECD, 2012). Le FMI montre l'importance de disposer d'une marge de manœuvre budgétaire (IMF, 2012).

Nous défendons la thèse que, en matière de dérapage de la politique budgétaire, il vaut mieux prévenir

que guérir. L'effort nécessaire pour assurer des finances publiques saines est en effet à la fois plus supportable et politiquement plus réalisable s'il est réparti dans le temps. Il est préférable d'assainir les finances publiques en période de boom que de devoir le faire en période de crise sachant que l'austérité budgétaire tend à approfondir la crise. De plus, un Etat a tout intérêt à éviter de payer des primes de risque élevées (voire à ne plus pouvoir emprunter).

Après un bref rappel de la situation actuelle (§2), nous discutons les conséquences de l'endettement (§3) et les moyens de réduire une dette excessive (§4). Nous indiquons ensuite les instruments institutionnels qui contribuent à prévenir un endettement excessif en Suisse (§5), pour finalement conclure (§6).

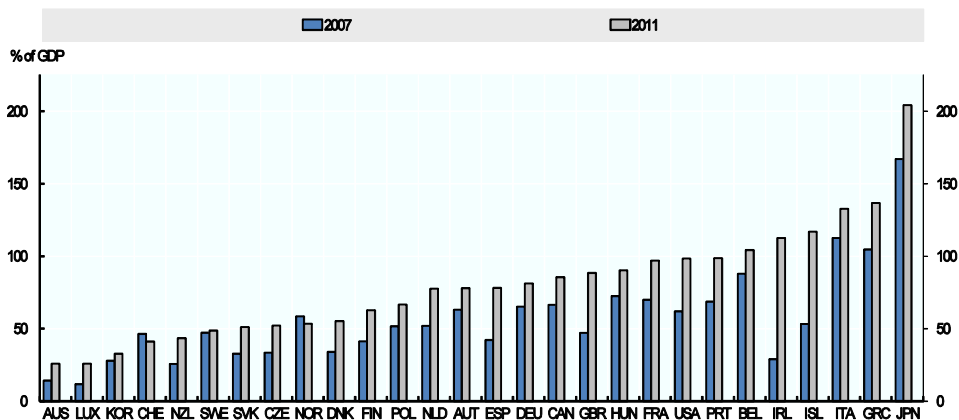
2 La dette publique en Suisse et dans le monde

2.1 Situation passée et actuelle

Le graphique suivant indique l'évolution du taux d'endettement

(en % du PIB) de 28 pays de l'OCDE entre 2007 et 2011 (il s'agit de la dette brute : les actifs ne sont pas soustraits à la dette).

Graphique 1 : Dette publique brute de 28 pays de l'OCDE en 2007 et en 2011 (% du PIB)



Source : OECD (2012)

Certains pays avaient déjà une dette publique élevée avant la crise. Ainsi, la Grèce vivait au-dessus de ses moyens. Dans ce pays, c'est la dette publique qui a causé la crise, qui a elle-même conduit à une augmentation de la dette pour finalement aboutir à une restructuration où les investisseurs privés ont renoncé à une part importante de leurs droits. En Irlande, par contre, le taux d'endettement était faible avant la crise, mais a explosé lorsque le pays est venu au secours des banques. En Espagne, le taux d'endettement était en 2007 plus faible qu'en Suisse. Il est maintenant plus élevé suite à la crise provoquée par l'éclatement de la bulle immobilière. La dette espagnole reste toutefois inférieure à celle de l'Allemagne.

Même les cas où la crise n'est pas causée par l'endettement public illustrent l'importance de maintenir des finances publiques saines de sorte à disposer d'une marge de manœuvre budgétaire suffisante pour faire face à la crise. Il faut en

effet pouvoir laisser fonctionner les stabilisateurs automatiques (diminution automatique des recettes suite à la crise, et augmentation automatique de certaines dépenses telles que celles pour l'assurance chômage),¹ et aussi pouvoir le cas échéant financer des mesures discrétionnaires visant par exemple à soutenir la demande en cas de crise grave ou à assurer la stabilité du marché financier. Une position budgétaire malsaine en début de crise peut non seulement interdire le recours aux mesures discrétionnaires, mais même entraver le fonctionnement des stabilisateurs automatiques.

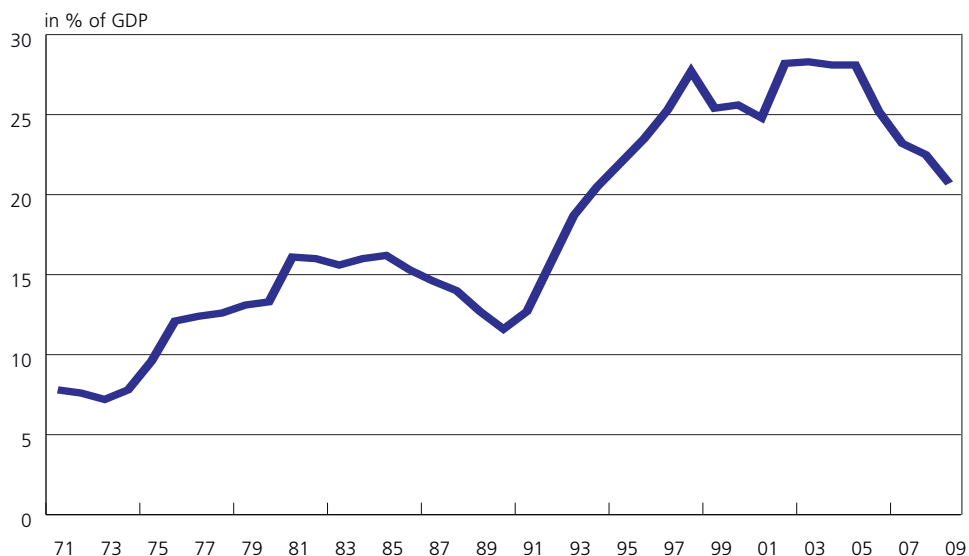
La crise que connaissent de nombreux pays avancés n'est pas seulement une source d'enseignements, mais constitue aussi une menace pour la Suisse. Il est vraisemblable que l'impact du franc fort n'a pas encore déployé tous ses effets, même si la Banque nationale suisse (BNS) parvient à faire respecter son cours plancher. De plus, la crise de la zone euro n'est pas encore

1 L'augmentation de la dette dans les pays avancés (G-20) est causée en premier lieu par la diminution automatique des recettes due à la récession (la diminution automatique des recettes serait, selon les estimations du FMI, à l'origine de presque la moitié de l'augmentation de la dette publique entre 2008–15). Voir Cottarelli Carlo (2011).

résolue. Elle peut encore s'aggraver, ce qui pénaliserait encore davantage nos exportations. Malgré les progrès sur la dette grecque, on ne peut toujours pas exclure que la zone euro connaisse une crise bancaire à portée systémique qui toucherait nos grandes banques. Selon l'OCDE (OECD, 2011) des banques de la zone euro ont une exposition importante aux dettes publiques et privées des pays membres vulnérables de la zone euro.

En Suisse, le niveau de la dette est modeste en comparaison internationale. L'endettement au niveau fédéral a toutefois considérablement augmenté dans les années 90 lorsque la Suisse a connu une crise immobilière et des années de stagnation économique. C'est suite à cette augmentation de la dette publique qu'a été introduite une règle budgétaire visant un équilibre à long terme entre les dépenses et les recettes au niveau fédéral : le mécanisme du frein à l'endettement (voir chapitre 5).

Graphique 2: Evolution de la dette publique suisse au niveau fédéral
(% du PIB)



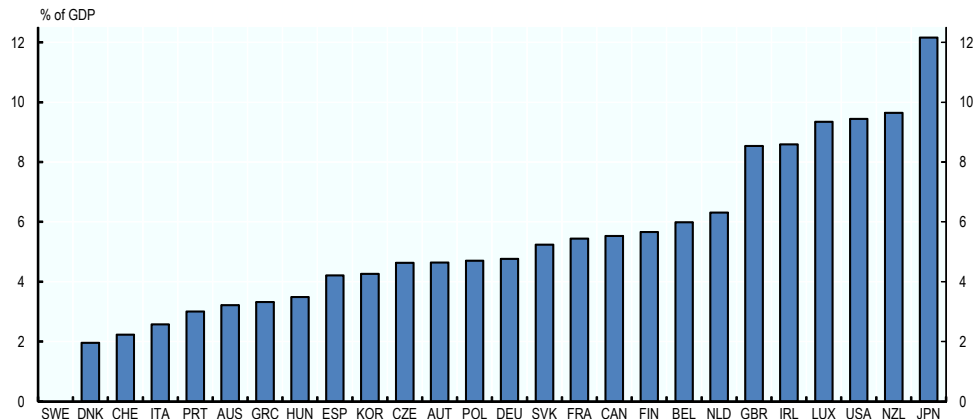
Source : Geier (2011)

2.2 Situation future

Indépendamment de la présente crise, le vieillissement démographique et l'augmentation des coûts de la santé exercent une forte pression sur les finances publiques. L'indicateur « lacune de financement » (en anglais: « fiscal gap ») mesure l'amélioration qu'il faut apporter immédiatement et de façon

permanente au solde budgétaire pour atteindre un objectif donné à un horizon donné. La lacune de financement tient compte de la dette actuelle, mais aussi des soldes budgétaires futurs jusqu'à l'horizon temporel considéré. Le graphique suivant indique pour différents pays la lacune de financement correspondant à l'objectif d'une dette brute égale à 50 % du PIB en 2050.

Graphique 3: Lacune de financement pour une dette égale à 50 % du PIB en 2050
(% du PIB)



Source : OECD (2012)

On remarque que la prise en compte des défis futurs peut modifier l'ampleur du problème de la dette publique. Ainsi, le Luxembourg a actuellement une dette (en % du PIB) beaucoup plus faible que l'Italie, mais devrait fournir un effort beaucoup plus grand pour atteindre l'objectif de 50 % en 2050. En Suisse (CHE sur le graphique), le défi est moins grand que dans d'autres pays, mais reste important.

L'AFF a publié récemment deux études visant à prendre en compte le long terme dans le plan financier de la Confédération helvétique. Selon notre rapport sur les perspectives à long terme des finances publiques en Suisse (Geier et Zahno, 2012), il faudrait améliorer le solde budgétaire de toutes les collectivités publiques confondues de 1.8 % du PIB (par des économies ou des recettes supplémentaires) pour qu'en

2060 le taux d'endettement soit le même qu'en 2009 (sur la base du PIB actuel, cela représente environ 10 mrd CHF). Nous avons aussi étudié plus en détail l'impact de l'évolution des coûts de la santé (Colombier, 2012). Les dépenses de santé représentent une proportion croissante du PIB. Dans le scénario de base, elles passent de 11.3 % du PIB en 2009 à 15.8 % en 2060. Cette hausse est imputable pour moitié environ à l'évolution démographique, et pour l'autre moitié à d'autres facteurs tels qu'une augmentation de la demande de services de santé. En raison du poids des dépenses consenties pour les soins de longue durée, la démographie revêt une importance encore plus grande pour les dépenses de santé prises en charge par les collectivités publiques. C'est surtout les cantons qui sont touchés par la hausse de ces dépenses.

3 Les conséquences de l'endettement

On parle actuellement beaucoup des conséquences néfastes de la dette. Mais il faut aussi tenir compte des avantages dont l'Etat bénéficie au moment où il s'endette. Ce chapitre est structuré par domaines d'impact : sur les dépenses publiques, la croissance, la redistribution intergénérationnelle, la balance courante, le risque de défaut, l'inflation et d'autres domaines annexes.

3.1 Dépenses publiques

La possibilité de s'endetter peut inciter au gaspillage, mais peut aussi être utile pour combattre une crise économique et pour financer les pointes d'investissements.

La possibilité de s'endetter incite au gaspillage

S'il peut emprunter, un Etat peut être tenté de vivre au-dessus de ses moyens. Différents facteurs poussent en effet à l'endettement. Puisque sa durée de vie n'est pas à priori limitée, un Etat peut en principe reporter toujours à plus tard le remboursement de sa dette. De plus, le budget de l'Etat n'est pas défini directement par les citoyens, mais par des représentants : les élus. Cette représentation peut engendrer différents biais qui favorisent l'endettement.

Par exemple, l'horizon temporel des élus peut être limité par la durée de leur mandat. Au chapitre 5, nous discuterons plus en détail ces problèmes institutionnels, ainsi que de possibles remèdes.

L'endettement dans le cadre de la politique conjoncturelle

La politique budgétaire peut contribuer à relancer la demande durant une crise (nous évoquerons ce point dans la section consacrée à l'impact de la dette sur la croissance économique).

L'endettement pour les pointes d'investissements

Si la possibilité de s'endetter risque d'inciter au gaspillage, elle peut aussi permettre des dépenses utiles, tels que des investissements publics. Le poids de son financement reposera certes partiellement sur les générations futures, mais cela reste équitable si celles-ci profitent aussi de cet investissement. Cet argument n'est toutefois valable qu'en cas de pointe d'investissements : si l'effort d'investissements est constant, alors les générations futures peuvent aussi bien payer les investissements passés dont ils bénéficient en finançant des investissements pour les générations qui les suivront.

Pour éviter ces pointes d'investissement, il convient de les répartir autant que possible dans le temps. Si cela n'est pas opportun, il faut tenter d'étaler dans le temps leur financement, non seulement en s'endettant, mais aussi en les anticipant pour les préfinancer en alimentant un fonds (par exemple le fonds d'infrastructure ferroviaire).² Idéalement, on pourrait souhaiter que les investissements publics qui serviront aussi aux générations futures soient traités différemment de consommations qui ne bénéficient qu'aux générations actuelles. Il est toutefois difficile d'évaluer l'utilité d'une dépense publique pour les générations futures. Certes les dépenses d'infrastructures sont clairement des investissements. Mais l'on peut attribuer un caractère d'investissement à beaucoup de dépenses si l'on considère des effets indirects. Le frein à l'endettement ne fait généralement pas d'exceptions pour les investissements par crainte que le flou dans la définition d'un

investissement ouvre la porte à tous les dérapages, et parce que les investissements ne constituent qu'une part relativement faible du budget de la Confédération constitué surtout par des transferts.

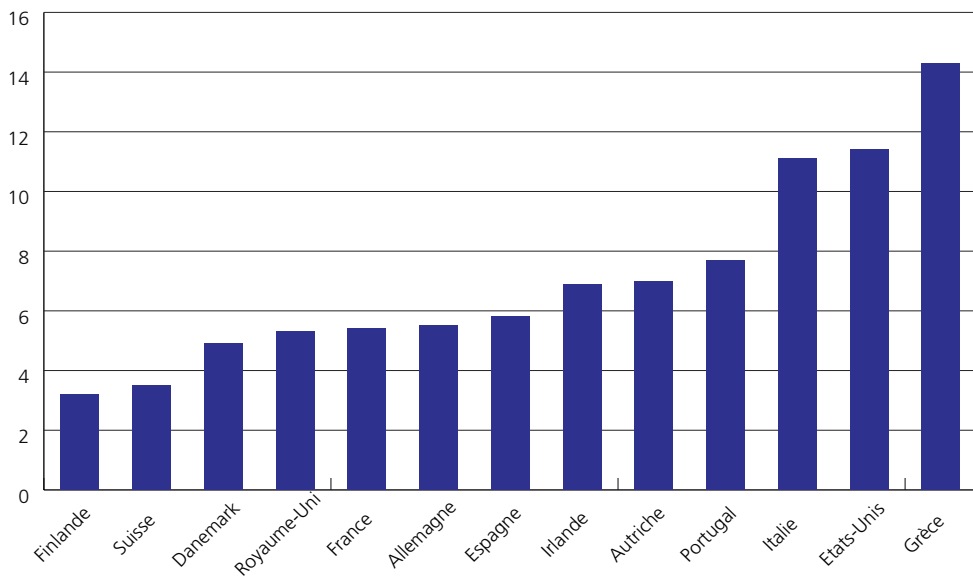
L'éviction de dépenses publiques

Les intérêts à payer sur la dette existante réduisent la somme disponible pour les autres dépenses. Sauf bien sûr si les recettes fiscales croissent parce que l'on a augmenté les taux d'imposition en conséquence (mais cela a alors un impact sur la croissance économique comme nous le verrons ci-dessous) ou parce que la base fiscale a augmenté (suite à la croissance de l'économie).

Le graphique ci-dessous montre que la part des revenus de l'Etat consacrée à payer les intérêts peut varier considérablement d'un pays à l'autre. Elle est de moins de 4 % en Suisse, de plus de 11 % aux Etats-Unis, et de plus de 14 % en Grèce.

2 Si nécessaire, ces fonds peuvent s'endetter auprès de la Trésorerie de la Confédération (non soumis au frein à l'endettement) et rembourser grâce à des recettes dédiées. La création d'un fonds et la désignation de recettes dédiées nécessitent toutefois une loi et sont donc soumises au référendum facultatif.

Graphique 4: Intérêts passifs en 2010 de divers pays avancés
(% du revenu)



Source : Banque mondiale (2012)

Equivalence ricardienne

Considérons les dépenses publiques comme données. Si certaines hypothèses sont satisfaites, alors il revient au même de les financer par l'impôt ou par l'emprunt. C'est la thèse de l'équivalence ricardienne (équivalence entre l'impôt et l'endettement), du nom de David Ricardo qui a pour la première fois évoqué cette possibilité tout en la rejetant parce qu'il ne la trouvait pas réaliste. Cette idée a été redécouverte et approfondie par Robert Barro.³

A priori, cette thèse semble farfelue. On objectera en effet qu'en finançant les dépenses par l'emprunt plutôt que par l'impôt, les générations actuelles en font peser le poids sur les générations futures. On objectera aussi que l'emprunt public conduit à une augmentation du taux d'intérêt qui pénalise les investissements privés. Il faut toutefois tenir compte du fait que l'épargne privée peut être affectée par l'endettement public. Ainsi, l'endettement public peut engendrer une augmentation de l'épargne privée (par rapport au scénario où la même dépense serait financée immédiatement par l'impôt) si les contribuables anticipent que

l'endettement public ne fait que déplacer leur impôt dans le temps et épargnent immédiatement de quoi payer ces futurs impôts. Dans ce cas, financer des dépenses publiques par l'emprunt plutôt que l'impôt engendre une augmentation de l'épargne privée qui compense entièrement l'augmentation de la dette publique. L'emprunt public n'a alors pas d'impact sur les investissements privés via le taux d'intérêt, car ce taux n'est pas influencé par le mode de financement de l'Etat. Les générations futures ne sont pas touchées non plus par l'endettement public : elles doivent certes assumer une dette publique plus lourde, mais héritent d'une épargne privée plus élevée.

La thèse de l'équivalence ricardienne est très contestée, car elle repose sur des hypothèses peu réalistes, telles que l'anticipation des futurs impôts, la prise en compte complète de l'impact sur les générations futures et l'absence d'obstacle à l'emprunt. Selon Elmendorf et Mankiw (1998), les études empiriques plaident contre les hypothèses requises par le théorème de l'équivalence ricardienne. Ils notent qu'il est par contre beaucoup plus difficile de confirmer ou d'infirmer les conséquences de

3 Son papier original date de 1974. Consulter Barro (1996) pour une évocation un peu plus récente de ses réflexions.

l'équivalence ricardienne (sur la consommation, le taux d'intérêt, le taux de change et la balance courante). Une difficulté est que ces conséquences dépendent d'anticipations qui sont difficilement observables. Ils concluent que « the empirical literature examining the effects of fiscal policy on consumption, interest rates and international variables fails to offer clear evidence either for or against the Ricardian hypothesis. If the evidence is so weak, why then do most economists feel confident in rejecting Ricardian equivalence as a description of the world? The answer, we believe, is that most economists are incredulous about the assumptions that are needed to support the Ricardian view of government debt ». Seater (1993) est par contre favorable à l'équivalence ricardienne: « When attention is restricted to the more methodologically sound studies, it is difficult to find statistically significant effects of debt, suggesting that

Ricardian equivalence holds approximately ».⁴

Même si l'équivalence ricardienne ne constitue pas une description correcte de la réalité (même en première approximation), cette approche peut être utile. Comme le disent Elmendorf et Mankiw (1998), « even if Ricardian equivalence does not describe the world, it can be viewed as one natural starting point in the theoretical analysis of government debt [...] trying to explain why Ricardian equivalence is not true can yield a deeper understanding about the effects of government debt on the economy ».⁵

Si la thèse de l'équivalence ricardienne était correcte, cela impliquerait qu'une baisse des impôts ne relancerait pas une économie en récession puisque toute la réduction d'impôt serait épargnée. Par contre, cela ne dit rien sur l'impact conjoncturel d'une augmentation des

4 Pour des papiers plus récents, consulter Ricciuti (2003), Briotti (2005) et Aisen et Hauner (2008).

5 Barro (1996) dit : « In this respect, the role of the Ricardian equivalence theorem in public finance is analogous to that of the Modigliani-Miller (1958) theorem in corporate finance. In each case, the assumptions of the theorems are frequently thought to be unrealistic, but the recognition of the constraints of the theorem force analyses into internally consistent, productive modes ». Voir aussi DeLong (2012).

dépenses, puisque la réflexion de l'équivalence ricardienne est menée pour un niveau donné des dépenses. Selon l'équivalence ricardienne, peu importe comment les dépenses publiques sont financées, mais l'impact des dépenses publiques n'est pas remis en question. On peut toutefois se demander si une logique similaire à celle de l'équivalence ricardienne pourrait s'appliquer aux dépenses pour affirmer que, si certaines conditions sont réalisées, l'augmentation des dépenses publiques financée par l'emprunt sera entièrement compensée par une augmentation de l'épargne privée, laissant la demande globale inchangée. Imaginons par exemple que l'Etat augmente de façon permanente le niveau de ses dépenses, les contribuables pourraient en conclure que l'Etat devra tôt ou tard les taxer pour

financer ces nouvelles dépenses, et qu'ils seront donc plus pauvres à l'avenir. Ils peuvent alors être conduit à lisser leur consommation privée en réduisant immédiatement leur consommation (et donc en augmentant leur épargne) du même montant que l'augmentation des dépenses publiques.⁶ Pour une augmentation transitoire des dépenses publiques, Krugman (2011c) fait remarquer que, même si l'on acceptait les hypothèses de l'équivalence ricardienne, les contribuables n'auraient pas de raisons de compenser immédiatement la totalité de l'augmentation des dépenses publiques. Dans l'immédiat, l'augmentation transitoire des dépenses publiques ne serait donc que très partiellement compensée par une réduction des dépenses privées.

6 La situation devient plus complexe si les contribuables modifient leur revenu (par exemple en modifiant leur nombre d'heures de travail).

3.2 Croissance

Dans ce chapitre, nous examinons les différents canaux par lesquels l'endettement peut avoir un impact sur la croissance, en particulier : une hausse des taux d'intérêt (effet d'éviction des investissements privés), les distorsions causées par les impôts levés pour payer les intérêts, les investissements publics, la relance de l'économie par l'augmentation de la demande et des effets allant en sens contraire (via par exemple la confiance des investisseurs). L'impact de l'endettement sur la croissance fait l'objet d'intenses débats au niveau académique et dans les organisations internationales. C'est une question empirique difficile, car il ne suffit pas d'observer une corrélation. Il faut en effet discerner le sens de la causalité (dans quelle mesure s'agit-il d'un impact de l'endettement sur la croissance plutôt que de la croissance sur l'endettement?) et il faut tenir compte des autres facteurs qui ont une influence sur la croissance.

Le taux d'intérêt (effet d'éviction des investissements privés)

L'endettement public peut entrer en concurrence avec l'endettement privé en faisant monter les taux d'intérêt (effet d'éviction :

« crowding-out »), ce qui pénalise les investissements privés et donc la croissance. Cet effet est réduit dans la mesure où des investisseurs étrangers sont prêts à financer cet endettement public, mais cela impliquera de payer des intérêts à l'étranger, ce qui peut être problématique pour un pays qui (contrairement à la Suisse) a de la difficulté à dégager une balance courante positive. Cet effet est également réduit en période de récession lorsque l'incertitude sur l'avenir décourage de toute façon les investissements privés et que les taux d'intérêt (hors prime de risque) sont bas.

Si la thèse de l'équivalence ricardienne (voir page encadré en page 22) était correcte, cela impliquerait que le taux d'intérêt resterait inchangé suite à une baisse d'impôts compensée par une augmentation de l'emprunt (à dépenses publiques données) puisque l'accroissement de l'endettement public serait compensé par une augmentation de l'épargne privée. Mais une modification transitoire des dépenses publiques financées par l'emprunt pourrait avoir un impact sur le taux d'intérêt. La dette pourrait aussi avoir un impact par d'autres canaux, tels que l'incitation au gaspillage mentionnée ci-dessus.

Le taux d'imposition

La charge d'intérêt croît avec la dette (toutes choses restant égales par ailleurs). Les impôts nécessaires pour payer ces intérêts ont en principe un impact négatif sur la croissance (dont l'ampleur dépend du type d'impôt), puisque les impôts découragent généralement le travail et les investissements.

Si les dépenses (hors paiement des intérêts) sont indépendantes du mode de financement, alors l'endettement déplace simplement dans le temps les impôts nécessaires pour payer ces dépenses. Si la dépense avait été financée par des impôts prélevés immédiatement, cela aurait aussi causé un impact négatif sur la croissance. L'argument que les impôts nécessaires pour payer les intérêts nuisent à la croissance doit donc être relativisé en tenant compte du fait que ces dépenses auraient de toute façon dû être financées par

l'impôt à un moment ou un autre, ce qui aurait aussi nuit à la croissance. On considère généralement que l'impact de l'impôt sur la croissance est non-linéaire : l'impact négatif sur la croissance croît plus que proportionnellement avec le taux d'imposition. C'est pourquoi il est préférable d'éviter des pointes d'imposition. En permettant d'étaler l'imposition dans le temps (« tax smoothing »), l'endettement réduit alors l'impact global sur la croissance d'une pointe de dépenses (par exemple pour une pointe d'investissement pour des infrastructures).

On pourrait imaginer que l'Etat s'endette aussi pour payer les intérêts. Dans ce cas, l'endettement ne déplace pas les impôts pour payer les dépenses en question, mais les évite complètement puisque même les intérêts ne sont pas financés par l'impôt. Une telle stratégie n'est généralement pas durable : la dette explose et finalement les investisseurs refusent de prêter.⁷

7 Cette stratégie peut fonctionner tant que le taux d'intérêt est inférieur au taux de croissance de l'économie. Ceci suppose toutefois que le taux d'endettement reste bas (sinon la prime de risque, et donc le taux d'intérêt, augmente) et que le taux de croissance de l'économie reste élevé. Dès que le taux d'intérêt est supérieur au taux de croissance de l'économie, cette stratégie ne fonctionne plus. Lorsque cette stratégie fonctionne, l'endettement n'a pas d'impact sur la croissance via le taux d'imposition, mais peut en avoir via d'autres canaux (effet d'éviction des investissements privés).

Les investissements publics

L'endettement a un impact favorable sur la croissance s'il sert à financer des investissements publics qui contribuent à la croissance, tels que des investissements dans les infrastructures, la formation et la recherche. Cette croissance accrue facilite le service de la dette. À l'inverse, une politique d'austérité peut avoir un impact durablement négatif sur la croissance si les coupes budgétaires se font pour des dépenses qui contribuent à la croissance.

La relance keynésienne de l'économie

En période de crise, lorsque certains facteurs de production ne sont pas utilisés à cause d'une baisse conjoncturelle de la demande globale, une politique budgétaire expansive peut en principe réduire le gaspillage de ces ressources inutilisées, et relancer l'économie. C'est l'approche keynésienne de relance de la demande par la politique budgétaire. Le diable se cache toutefois dans les détails. Les débats pour modifier la politique budgétaire prennent du temps. Il est donc difficile de mettre en œuvre des mesures discrétionnaires en temps utile. C'est pourquoi on préfère généralement se con-

tenter de laisser fonctionner les stabilisateurs automatiques : l'évolution automatique des recettes et de certaines dépenses (notamment les prestations aux chômeurs) contribuent immédiatement à stabiliser l'économie. Les mesures discrétionnaires de politique budgétaire doivent être réservées aux crises exceptionnellement graves (se pose alors la question du montant et de la structure de ces mesures). Dans ce cas, l'ampleur de la crise accélère le processus politique et la durée de la crise peut être suffisante pour que les mesures décidées soient mises en œuvre à temps. Le problème des délais joue aussi un rôle moins important si la crise est prévisible suffisamment longtemps en avance. Qu'il s'agisse de stabilisateurs automatiques ou de mesures discrétionnaires, leur impact est d'autant plus faible que l'économie est ouverte. Ainsi, en stimulant les importations, une politique budgétaire expansive perd une partie de son impact sur l'économie nationale. Si la crise est internationale, et que tous les pays mènent une politique expansive, la perte par les importations peut éventuellement être compensée par des exportations profitant de la politique expansive menée à l'étranger. De toute façon, l'utilisation de la dette pour stabiliser l'économie doit fonctionner dans les

deux sens : il faut réduire l'endettement en période de haute conjoncture (comme le prévoit par exemple le frein à l'endettement). C'est là un second avantage des stabilisateurs automatiques : ils fonctionnent aussi automatiquement en période de haute conjoncture (avec un impact favorable sur la dette), alors qu'il est politiquement difficile de prendre en périodes de haute conjoncture les mesures discrétionnaires restrictives qui compenseraient l'impact sur l'endettement des mesures discrétionnaires expansives prises durant les récessions.

Effets non keynésiens

Il peut exister des canaux par lesquels l'endettement a un impact sur la croissance qui est contraire aux effets keynésiens. C'est les effets non-keynésiens. On en distingue principalement deux catégories (voir ECB, 2005) :

- *La confiance*
Lorsqu'un pays est très endetté, les investisseurs peuvent craindre des turbulences, par exemple une hausse des impôts, de l'inflation ou du risque de défaut souverain. Ceci peut avoir un impact négatif sur les investissements et donc sur la croissance. Une politique

d'austérité peut rétablir la confiance. Par ailleurs, la confiance que l'Etat saura gérer son budget peut inciter les ménages à consommer davantage plutôt qu'à augmenter leur épargne de précaution. L'ampleur de ces effets dépend de la situation du pays. Dans la situation actuelle, nombreux sont ceux qui pensent que ces effets ne sont pas déterminants. Ainsi, lorsque Standard & Poor's ont réduit la note de la France (de AAA à AA+) en janvier 2012, ils ont déclaré : « we believe that a reform process based on a pillar of fiscal austerity alone risks becoming self-defeating, as domestic demand falls in line with consumers' rising concerns about job security and disposable incomes, eroding national tax revenues. » (Standards and Poor's, 2012).

- *Les salaires*
Une politique d'austérité fondée sur la réduction des salaires des fonctionnaires exerce une pression à la baisse sur les salaires dans l'économie, ce qui augmente les profits et stimule les investissements.

Que disent les travaux empiriques concernant l'impact d'une variation du niveau de la dette ?

Pour évaluer l'impact à court terme sur la croissance d'une politique d'austérité en période de crise, il faut tenir compte de l'impact via les effets keynésiens (l'austérité est néfaste) et non-keynésiens (une austérité par réduction des dépenses favorise la croissance déjà à court terme). La question est alors de savoir quel canal domine. Il existe deux camps.⁸

Les conclusions du premier camp, dont le membre le plus connu est probablement Alesina, sont généralement comprises ainsi : les ajustements budgétaires tendent à augmenter la croissance déjà à court terme quand ils sont réalisés par une réduction des dépenses (plutôt qu'une augmentation des impôts). En fait, les auteurs tendent à formuler leurs conclusions de façon plus prudente (en tous cas récemment), par exemple : « In fact, we uncover several episodes in which spending cuts adopted to reduce deficits have been associated with economic expansions rather than recessions » (Alesina et Ardagna, 2010).

Le deuxième camp peut reconnaître une stimulation de la croissance à long terme, mais estime que l'impact à court terme est négatif. Ainsi, le FMI (IMF, 2010) conteste la méthodologie utilisée par Alesina et ses co-auteurs, et aboutit à des conclusions contraires : « fiscal consolidation typically reduces output and raises unemployment in the short term. At the same time, interest rate cuts, a fall in the value of the currency, and a rise in net exports usually soften the contractionary impact ». Le FMI trouve qu'un assainissement budgétaire équivalent à 1 % du PIB induit une réduction du PIB de 0.62 % au bout de deux ans. Perotti (2011) étudie quatre épisodes où l'austérité s'est accompagnée d'une expansion de l'économie, et souligne le rôle que jouent une baisse du taux d'intérêt et une dépréciation de la monnaie. Il conclut que même si une politique d'austérité peut parfois coïncider avec une expansion économique, cela ne sera vraisemblablement pas le cas actuellement pour des pays de la zone euro qui ne peuvent pas déprécier leur monnaie (de plus, si l'austérité est mise en œuvre simultanément dans plusieurs pays, cela limite aussi la

8 Un débat se déroule sur le site internet [Vox](#) du Centre for Economic Policy Research.

possibilité d'une croissance tirée par les exportations), et alors que les taux d'intérêt (hors risques) sont déjà bas. Ceci va dans le sens de ce que disait Krugman (2010): « there have been historical cases of spending cuts and tax increases followed by economic growth. But as far as I can tell, every one of those examples proves, on closer examination, to be a case in which the negative effects of austerity were offset by other factors, factors not likely to be relevant today ».

Que disent les travaux empiriques concernant l'impact du niveau de la dette ?

Concernant l'impact du niveau de la dette sur la croissance, il existe depuis longtemps une littérature pour les pays émergents. Le papier le plus connu qui traite aussi des pays développés est probablement celui de Reinhart et Rogoff (2010a). Ils trouvent que le lien entre dette publique et croissance est particulièrement fort lorsque la dette dépasse 90 % du PIB, alors qu'il est absent à des taux d'endettement plus bas. Ce papier, dont les auteurs

sont réputés, a toutefois été critiqué, notamment par le prix Nobel d'économie Paul Krugman,⁹ et en particulier par Bivens et Irons (2010). Reinhart et Rogoff (2010b) ont tenté de répondre aux objections.

Les principales objections sont les suivantes :

- *Corrélation plutôt que causalité*
La principale objection est que Reinhart et Rogoff (2010a) trouvent une corrélation entre taux d'endettement élevé et faible croissance, mais ne montrent pas que c'est le taux d'endettement élevé qui cause la faible croissance. On pourrait imaginer qu'une faible croissance cause une augmentation de la dette. Tel est par exemple vraisemblablement le cas pour le Japon, et dans une certaine mesure, pour la Suisse pendant les années 90. Reinhart et Rogoff (2010a) ne donnent aucune preuve de causalité. Ils mentionnent seulement qu'un haut niveau d'endettement public peut engendrer une crise de la dette (l'augmentation des primes de

9 Sur son blog, voir notamment: « [Notes on Rogoff \(wonkish\)](#) » (21.7.2010), « [High-debt history](#) » (23.7.2010), « [Japanese Debt And Growth](#) » (28.7.2010), « [Reinhart and Rogoff are confusing me](#) » (11.8.2010), « [Debt and Growth in the G7](#) » (26.12.2011).

risque contraint à réduire la dette) qui se répercute sur la croissance (comme en Grèce). Ce canal n'est pas directement un impact de la dette sur la croissance, mais plutôt du désendettement qui peut s'avérer nécessaire lorsque la dette est trop élevée (cela relève plutôt de notre chapitre 5 qui traite les conséquences d'une réduction d'une dette excessive). Surtout, cette remarque ne change pas le fait que les études empiriques effectuées dans Reinhart et Rogoff (2010a) ne disent rien sur la causalité. Par ailleurs, Reinhart et Rogoff (2010b) argumentent que la causalité va dans les deux sens. Ils basent leur affirmation sur d'autres papiers. Là encore, c'est un argument en faveur de leur thèse, mais cela ne change pas le fait que les études empiriques effectuées dans Reinhart et Rogoff (2010a) ne disent rien sur la causalité.

- *Le seuil de 90 % du PIB est relativement arbitraire*
Reinhart et Rogoff (2010a) divisent arbitrairement les pays en quatre catégories, ceux qui ont une dette inférieure à 30 % du PIB, entre 30 et 60 %, entre 60 et 90 %, et plus de 90 % du PIB. Ils trouvent que la croissance est plus

faible dans la dernière catégorie. Mais ce seuil de 90 % résulte de leur classification qui elle-même est arbitraire. On peut imaginer que s'ils avaient considéré les classes de 70 à 100 % du PIB, puis plus de 100 %, ils auraient trouvé que le seuil est à 100 %. Reinhart et Rogoff (2010b) répondent que la dette est rarement supérieure à 90 % du PIB. Cela ne se produit que dans 8 % de leurs observations. S'ils n'avaient considéré que des taux d'endettement nettement supérieurs à 90 %, ils auraient eu trop peu d'observations (seuls 2 % des observations présentent une dette supérieure à 120 % du PIB). Ils argumentent que si des taux d'endettement aussi élevés étaient inoffensifs, il y en aurait davantage dans leurs observations, puisque les politiciens auraient profité de la possibilité de s'endetter à ce niveau.

- *Effet particulier après la seconde guerre mondiale*
La baisse de croissance du PIB dans les pays anglo-saxons juste après la 2^{ème} guerre mondiale peut aussi s'expliquer par le retour au foyer de femmes qui avaient travaillé et ainsi contribué au PIB durant la guerre.

Il existe d'autres travaux sur l'impact de la dette publique sur la croissance. Ainsi, Kumar et Woo (2010) trouvent que la dette a un impact sur la croissance ultérieure même en tenant compte d'autres facteurs qui influencent aussi la croissance. Mehmet et al. (2010) estiment le seuil par des méthodes économétriques. Ils trouvent que lorsque la dette dépasse durablement 77 % du PIB, l'impact sur la croissance de long terme est négatif (cet impact est positif si la dette est inférieure à 77 % du PIB). Cecchetti et al. (2011) trouvent un seuil à 85 % du PIB. Checherita et Rother (2010) trouvent un seuil à environ 90–100 % du PIB. Ainsi, différents auteurs concluent à un impact négatif de la dette sur la croissance à partir d'un seuil situé entre 70 % et 100 % du PIB.

3.3 Redistribution : quel transfert de charges vers les générations futures ?

L'endettement implique un transfert de charges vers les générations futures. Du point de vue du budget de l'Etat, le poids de la dette se manifeste par les intérêts passifs qui doivent être payés aux détenteurs d'obligations publiques. Du point de vue macroéconomique, l'évaluation du poids de la dette est plus complexe. En effet, dans la mesure

où la dette est détenue par des résidents, c'est une dette que le pays se doit à lui-même : à première vue, cela ne modifie pas la richesse globale du pays. C'est pourquoi l'on entend parfois dire qu'on ne lègue pas la charge de la dette à nos enfants, mais la promesse que certains de nos enfants paieront des intérêts à d'autres de nos enfants (en dédommagement de la renonciation à la consommation qu'implique la détention de titres). Le poids de la dette transférée aux générations futures n'est alors pas égal au montant de la dette, ni aux intérêts passifs qui devront être payés, mais plutôt à des coûts indirects. Ces coûts comportent plusieurs composantes. Premièrement, le service de la dette peut s'opposer aux objectifs redistributifs intragénérationnels du gouvernement puisque les contribuables paieront des intérêts aux détenteurs d'obligations publiques qui seront vraisemblablement plus riches que le contribuable moyen. Deuxièmement, le service de la dette présente des inconvénients dont nous avons déjà parlé. Il peut conduire à réduire certaines autres dépenses publiques, et donc à pénaliser les objectifs que ces dépenses visaient. Il peut contraindre à augmenter les impôts pour assurer le service de la dette, ce qui implique un transfert

intergénérationnel des distorsions associées.

Dans la mesure où la dette publique est détenue par des non-résidents, le paiement des intérêts constitue un transfert du pays vers l'étranger. Cet effet peut être compensé par des flux inverses d'intérêts payés par des Etats étrangers à des résidents détenant des obligations de ces pays. C'est donc l'effet net qu'il faut considérer. Dans la mesure où la dette publique est détenue par des non-résidents, elle cause directement une redistribution intergénérationnelle : les générations futures paient à l'étranger une partie de la facture des générations qui s'endettent.

La redistribution intergénérationnelle peut être justifiée si l'endettement sert à financer des investissements qui seront aussi utiles aux générations futures. Mais, comme nous l'avons déjà dit ci-dessus, cet argument n'est valable qu'en cas de pointe d'investissements : si l'effort d'investissements est constant, alors les générations futures peuvent aussi bien payer les investissements passés dont ils bénéficient en finançant des investissements pour les générations qui les suivront.

Si le progrès technologique rendra les générations futures plus riches que les générations actuelles, cela peut constituer un argument en faveur d'une redistribution intergénérationnelle en faveur des générations actuelles. Il faut toutefois tenir compte de plusieurs éléments. Premièrement, il est vraisemblable que les parents souhaitent que leurs enfants bénéficient d'une meilleure qualité de vie qu'eux-mêmes. Deuxièmement, les générations futures ne sont pas en mesure de s'exprimer dans le débat actuel pour donner leur accord à une telle redistribution. Troisièmement, il est à craindre que les générations futures devront faire face à des défis en matière de pollution et de pénurie des ressources : la technologie progressera certes, mais les services que l'on tirait gratuitement de la nature risquent de diminuer. Finalement, il faut tenir compte de l'incertitude qui pèse sur l'avenir, et se mettre en situation d'y faire face.

La dette ne constitue qu'un élément de la redistribution intergénérationnelle. Il faut aussi tenir compte des titres publics (obligations) légués aux générations futures, ainsi que des investissements publics, et aussi d'autres éléments concernant par exemple les ressources naturelles. La redistribution intergénérationnelle de

la dette est réduite si cet endettement sert à construire ou préserver d'autres éléments qui seront légués aux générations futures.

3.4 Balance courante

Si le pays s'endette envers l'étranger, alors le service de la dette implique un transfert de ressources vers l'étranger. Comme indiqué ci-dessus, cela a un impact sur la redistribution intergénérationnelle. Si le pays doit un jour rembourser sa dette, cela implique aussi de dégager une balance courante positive. Le pays peut être dans l'incapacité de le faire. Les investisseurs peuvent l'anticiper et demander une prime de risque élevée alourdissant ainsi le déséquilibre et le poids de la dette. Ce problème ne se pose pas pour la Suisse qui dispose d'une balance courante largement excédentaire (14.2 % du PIB en 2010). La devise dans laquelle la dette est libellée joue également un rôle important : le poids de la dette peut augmenter considérablement si celle-ci est libellée en monnaie étrangère et que la monnaie nationale se déprécie.

3.5 Risque de défaut

L'endettement public a des conséquences particulièrement catastrophiques s'il n'est plus possible

d'assurer le service de la dette. Un défaut peut engendrer une crise financière, en particulier s'il pousse à la faillite des créanciers d'importance systémique (notamment de grandes banques détenant beaucoup d'obligations de l'Etat en défaut). Le défaut d'un Etat peut avoir des répercussions sur d'autres Etats parce qu'il engendre des faillites de banques systémiques à l'étranger que ces Etats doivent sauver, parce que les investisseurs hésitent à prêter à des Etats qu'ils jugent (à tort ou à raison) trop similaires à l'Etat qui a fait défaut, ou parce que les investisseurs deviennent davantage averses au risque.

Un Etat dont l'endettement paraissait jusque là soutenable peut tout à coup se trouver en difficulté suite à un choc, tel que la faillite d'une grande banque. Une baisse de la notation d'un Etat peut conduire les investisseurs à massivement vendre (voire à être juridiquement contraints de vendre) les obligations de l'Etat touché.

En théorie, un Etat peut aussi être victime d'une prophétie auto-réalisatrice suite à une modification des anticipations des investisseurs même si celle-ci n'est pas justifiée par les fondamentaux : les investisseurs ayant perdu confiance refusent de lui

prêter, ou ne le font qu'au prix d'une prime de risque élevée que le pays ne peut pas payer, alors que l'Etat pourrait parfaitement assurer le service de sa dette si les investisseurs avaient suffisamment confiance en sa solvabilité pour ne pas exiger une prime de risque élevée. On voit toutefois mal que les investisseurs se coordonnent pour attaquer un pays aux finances saines. Certes, on peut imaginer que les investisseurs voyant un événement négatif dans un pays, se retirent de pays voisins sans prendre le temps d'examiner si ces derniers sont fondamentalement risqués. Dans les faits, il apparaît toutefois souvent que ces pays souffraient de problèmes qui avaient échappés à l'attention des investisseurs. Il paraît peu vraisemblable qu'en Suisse l'Etat subisse une telle prophétie auto-réalisatrice.

La probabilité et les conséquences d'un défaut d'un Etat dépendent de son taux d'endettement, de la structure de son endettement, ainsi

que de sa crédibilité provenant de son comportement passé (voir Ostry et al., 2010). La dette qui inquiète le plus les marchés n'est pas nécessairement celle des pays les plus endettés. Il faut en effet aussi tenir compte de facteurs tels que le déficit (cette dette a-t-elle tendance à augmenter?), la croissance économique (qui réduit le taux d'endettement en augmentant le PIB), les actifs que l'Etat détient (qui réduisent la dette nette), la maturité de la dette (le risque étant plus élevé lorsque l'Etat s'endette à court terme et doit souvent se refinancer), la monnaie dans laquelle cette dette est libellée (si la dette est libellée en monnaie nationale et si la banque centrale n'est pas indépendante, alors l'Etat peut lui ordonner de monétiser la dette, ce qui évite un défaut explicite)¹⁰ et le lieu de résidence des détenteurs de la dette (il est plus facile pour un pays de gérer une dette qu'il doit à ses propres ressortissants, et l'incitation à faire défaut est plus faible).

10 Si la dette est libellée en monnaie nationale, alors le risque de défaut explicite est plus faible, puisque le pays peut assurer le service de sa dette en créant de la monnaie (ce qui risque toutefois de créer de l'inflation). Dans ce cas, la monnaie tend à se déprécier, ce qui est négatif pour les détenteurs d'obligations vivant à l'étranger, mais l'Etat ne fait pas défaut. Ceci est toutefois exclu en Suisse, voir ci-dessous.

3.6 Autres

L'endettement de l'Etat présente aussi des avantages annexes, tels que la mise en circulation de titres (en principe) sûrs, ce qui est utile aux investisseurs privés, notamment aux caisses de pension. Par ailleurs, les investisseurs demandent des intérêts moins élevés s'ils peuvent facilement les revendre. Cela suppose que le

marché soit suffisamment liquide et profond, ce qui n'est pas possible si le montant de la dette est trop faible. Par ailleurs, dans la mesure où elles sont « hors risque », les obligations de l'Etat servent de référence pour la formation des prix des crédits et des produits dérivés du secteur privé. Ceci ne peut toutefois pas justifier un endettement élevé.

4 Les moyens pour réduire un endettement excessif

Réduire une dette excessive présente l'avantage de diminuer les conséquences généralement négatives de la dette que nous avons décrites ci-dessus. Les diverses façons de réduire une dette excessive¹¹ présentent toutefois généralement des effets secondaires néfastes que nous décrivons ici. C'est pourquoi nous concluons au chapitre suivant qu'il vaut mieux prévenir que guérir.

4.1 Programmes d'économies et augmentation des impôts

Nous avons déjà discuté les effets néfastes des politiques d'austérité à court terme sur la croissance. Une politique d'austérité engendre typiquement des conflits. Des divergences peuvent survenir pour en déterminer le rythme et la répartition des sacrifices. Un pays surendetté au point d'avoir perdu la confiance des investisseurs n'a pas d'autre choix que de mettre en œuvre immédiatement des politiques d'austérité, même si la crise justifierait une politique plutôt expansive. Si le problème est moins grave, et si la

crédibilité de l'Etat est suffisante, il peut être envisageable d'annoncer une politique d'austérité pour l'avenir quand la crise se sera estompée. Cette annonce peut avoir immédiatement un impact positif sur les anticipations. Il est aussi possible d'adopter immédiatement des réformes qui n'auront un impact important qu'à long terme, telles qu'une réforme de l'assurance vieillesse ou une augmentation de la TVA qui entrera en vigueur dans quelques années (ce qui permettra d'accroître les recettes de l'Etat tout en incitant à consommer maintenant plutôt que plus tard pour éviter cette augmentation d'impôt, ce qui renforce la demande et stimule une économie en crise).¹² Des divergences peuvent aussi survenir pour déterminer l'ampleur et la composition de cette austérité. Il s'agit de combiner les mesures sur les dépenses et les recettes pour dégager des surplus budgétaires ou réduire les déficits en pénalisant le moins possible la croissance et en restant socialement supportable. On considère généralement qu'un

11 Rappelons qu'il n'est pas facile de dire à quel niveau un endettement cesse d'être soutenable. D'autant plus que cela ne dépend pas que du niveau d'endettement. Il n'est pas non plus clair quel est le niveau optimal d'endettement.

12 Romer (2012) indique des exemples de pays qui dans le passé ont adopté des réformes à réaliser plus tard et les ont effectivement réalisées le moment venu.

assainissement par réduction des dépenses a un impact sur la croissance à long terme plus favorable qu'une augmentation des impôts, mais il n'est pas indifférent de savoir quelles dépenses sont éliminées et quelles taxes sont augmentées. Une réduction des investissements publics pénalise en principe davantage la croissance qu'une réduction des dépenses courantes. D'autre part, certains impôts sont plus distorsifs que d'autres. Selon Johansson et al. (2008), les impôts indirects (comme la TVA) ou les impôts sur l'immobilier sont moins distorsifs que les impôts progressifs sur le revenu des personnes physiques ou les impôts sur les sociétés. Une taxe sur l'énergie qui internalise des externalités peut même réduire les distorsions plutôt que les augmenter.

4.2 Croissance

La croissance tend à réduire le taux d'endettement. Des réformes structurelles peuvent stimuler l'économie, par exemple en éliminant des barrières à la concurrence ou en libéralisant le marché du travail. Le taux de croissance dépend toutefois de nombreux facteurs qui ne relèvent pas de l'Etat. Notons qu'une période de crise peut rendre possibles des réformes structurelles qui n'étaient pas envisageables

auparavant. Mais la faiblesse de la demande n'incite pas à s'engager dans de nouveaux secteurs. De plus, les réformes structurelles peuvent à court terme augmenter le chômage en accroissant la productivité alors que la demande est limitée. Une croissance mal orientée peut aussi présenter des conséquences néfastes au niveau environnemental ou d'utilisation des ressources.

4.3 Vente d'actifs

L'Etat peut vendre des actifs pour rembourser une partie de sa dette. Cette opération réduira toutefois à l'avenir les recettes (si ces actifs apportaient un revenu à l'Etat) ou générera des dépenses (si l'Etat devra payer pour les prestations que fournissaient ces actifs). Ainsi, vendre les bâtiments où travaille son administration permettrait à l'Etat de réduire sa dette (brute), mais impliquerait des loyers à payer à l'avenir. Ceci peut éventuellement être opportun en cas de crise de liquidité, mais ne l'est généralement pas en cas de crise de solvabilité (sauf si ces actifs seront plus productifs lorsqu'ils seront privatisés). Cette opération ne réduit pas la dette nette (dette brute moins les actifs), voire l'augmente si les actifs sont vendus au rabais dans l'urgence.

4.4 Achat de la dette publique par la banque centrale et inflation

Durant la crise actuelle, dans plusieurs pays avancés la banque centrale a contribué directement ou indirectement au financement de la dette publique. Il n'y a par contre guère de propositions d'augmenter l'inflation explicitement dans l'unique but de réduire la dette publique réelle. Mais il existe des propositions pour d'augmenter l'inflation dans d'autres buts, et cela aurait aussi un impact sur la dette publique. On peut vouloir augmenter la cible d'inflation pour éviter que certaines parties d'une zone monétaire (par exemple la Grèce) doivent réduire leurs prix et salaires nominaux afin de rester compétitives par rapport à d'autres parties de la zone monétaire (Krugman, 2011a), pour que la politique monétaire dispose de davantage de marge de manœuvre avant d'atteindre la limite de taux d'intérêt nul (Blanchard et al., 2010), pour atteindre un taux d'intérêt réel négatif même si le taux d'intérêt nominal ne peut pas être négatif (Krugman, 2000), pour réduire le poids des dettes tant privées que publiques (Krugman, 2011b), et pour faciliter une baisse de la valeur réelle de l'immobilier sur un marché surévalué (Rogoff, 2008).

La banque centrale peut intervenir de deux façons :

- *Achat de la dette publique*
La banque centrale peut acheter une partie de la dette publique (au-delà de ce que justifie sa politique monétaire) dans le but de contribuer au financement de l'Etat. Si elle n'a pas le droit d'acheter elle-même la dette publique sur le marché primaire, elle peut inciter les investisseurs à acheter la dette publique sur le marché primaire en la rachetant sur le marché secondaire ou en les approvisionnant en liquidités à des conditions favorables.
- *Inflation*
La banque centrale peut engendrer de l'inflation dans le but de réduire la valeur réelle de la dette publique (en assumant toutefois les conséquences néfastes d'une instabilité des prix). Il n'est cependant pas évident que l'Etat bénéficie immédiatement de cette inflation. Une étude que nous avons effectuée en 2005 montrait qu'un choc inflationniste pouvait effectivement engendrer un gain pour la Confédération à terme, mais pendant longtemps rendrait plus difficile de satisfaire les exigences du frein à l'endettement (Bruchez et al., 2005).

Ceci provenait du fait que certaines recettes importantes ne sont pas indexées sur l'inflation (par exemple les impôts sur les huiles minérales), alors que les dépenses tendent davantage à être indexées sur l'inflation (ainsi, les intérêts passifs augmentent typiquement plus que proportionnellement). Les recettes croissent alors moins que les dépenses, et le frein à l'endettement exige un assainissement. La situation suisse peut paraître très spécifique compte tenu du frein à l'endettement. Mais un pays qui ne peut plus emprunter se trouve dans une situation similaire puisqu'il ne peut pas non plus faire de déficits.¹³ Si le pays peut emprunter, alors l'impact transitoire négatif que peut avoir un choc inflationniste sur les finances publiques n'a guère

d'importance, puisque l'Etat peut emprunter pour les financer, et que l'impact à long terme du choc inflationniste est favorable pour les comptes publics.

Ces deux approches peuvent naturellement être combinées : en achetant de la dette avec de la monnaie fraîchement émise, la banque centrale peut aussi engendrer une inflation qui réduira la valeur réelle de la dette publique.

Une pression de l'Etat sur la banque centrale est hors de question dans un pays comme la Suisse où la banque centrale est indépendante. Jordan (2011) souligne toutefois l'importance de conserver des finances publiques saines, car l'indépendance formelle de la banque centrale est une condition nécessaire mais pas suffisante pour un succès durable de

13 Considérons, pour simplifier, un pays dont les comptes sont initialement équilibrés. Soudain survient un choc inflationniste non anticipé et permanent. Supposons dans un premier temps que les recettes et les dépenses soient parfaitement indexées sur l'inflation, sauf en ce qui concerne les intérêts passifs. Les comptes deviendront alors déficitaires, parce que les intérêts passifs augmentent plus que proportionnellement, alors que toutes les recettes et autres dépenses augmentent proportionnellement. Il est facile de voir sur un exemple numérique que les intérêts passifs augmentent plus que proportionnellement : si le taux d'intérêt était de 2 % avant le choc et passe à 3 % après un choc inflationniste de 1 point de pourcentage, les intérêts passifs augmentent de 50 %, soit beaucoup plus que l'inflation. En réalité, le taux d'intérêt n'augmentera de 1 point de pourcentage que sur les nouveaux emprunts. Mais à moins que le besoin de refinancement soit très faible, l'augmentation des intérêts passifs restera plus que proportionnelle. Pour compléter l'analyse de l'impact de l'inflation sur les finances publiques d'un Etat, il faut encore examiner comment les recettes et les autres dépenses publiques dépendent de l'inflation (il n'y a pas nécessairement indexation parfaite).

la politique monétaire:
 « Verschiedentlich mussten Zentralbanken in der Vergangenheit und in der gegenwärtigen Finanzkrise – trotz ihrer rechtlichen Unabhängigkeit – entweder auf politischen Druck oder aufgrund einer Güterabwägung zur Erleichterung der Staatsfinanzierung beitragen oder quasi-fiskalpolitische Massnahmen ergreifen ». Le terme « quasi-fiskalpolitisch » se réfère à des mesures prises par la banque centrale qui revêtent un caractère de transfert (non compensé par d'autres transferts) et relèvent donc plutôt de la politique budgétaire que de la politique monétaire. Mackenzie et Stella (1996) définissent ainsi les activités quasi-fiscales : « an operation or measure carried out by a central bank or other PFI [public financial institution] with an effect that can, in principle, be duplicated by budgetary measures in the form of an explicit tax, subsidy, or direct expenditure and that has or may have an impact on the financial operations of the central bank or

other PFIs ». Par exemple, lorsqu'une banque centrale fournit des liquidités à une banque qui n'est pas seulement illiquide, mais insolvable, cela constitue une intervention quasi-fiscale.¹⁴

4.5 Défaut, restructuration de la dette et prêts contraints

Une inflation non anticipée n'est pas la seule façon de faire porter le poids d'une partie de la dette sur les créanciers. L'Etat peut par exemple faire défaut. Un défaut désordonné conduit typiquement à de graves conséquences économiques. C'est pourquoi un Etat peut tenter d'obtenir des investisseurs une restructuration (réduction) volontaire de sa dette. Comme le montre le cas de la Grèce, la question de savoir si une telle restructuration est réellement volontaire peut être sujet à débats. Il y a différents degrés entre le volontariat véritable et la contrainte explicite. Du côté contrainte, on peut imaginer des formes extrêmes de répression financière

14 Il peut toutefois être difficile de savoir si une banque est insolvable ou seulement illiquide. Ceci illustre la difficulté de tracer les limites du quasi-fiscal.

visant à forcer des investisseurs à prêter à l'Etat à bas taux d'intérêt.¹⁵ Que ce soit volontaire ou contraint, faire porter le poids de la dette sur des créanciers peut avoir des répercussions néfastes sur la crédibilité de l'Etat, et peut, par effet de contagion, mettre en doute auprès des investisseurs la solvabilité d'autres Etats perçus à tort ou à raison comme étant similaires.

4.6 Aide externe

La crise actuelle dans la zone euro montre que l'aide d'autres pays (ou d'organisations internationales) peut constituer une option. Une telle aide est généralement assortie de conditions rigoureuses, parfois fortement contestées au niveau politique dans le pays bénéficiaire. Il faut distinguer l'aide à la liquidité et l'aide face au défaut. Une prise en charge transitoire d'une partie de la dette au taux de marché ne réduit finalement

pas la dette. En offrant des taux d'intérêt bas par rapport au marché, les pays de la zone euro ont aidé des pays périphériques comme la Grèce. C'est une façon relativement discrète de prendre en charge la dette d'un pays (le transfert explicite de la dette constitue le cas extrême où le taux d'intérêt est nul pour une durée illimitée). Au cas où la Grèce ne rembourserait pas la dette qu'elle doit aux pays de la zone euro, son poids serait transféré plus explicitement. Lorsque le FMI intervient pour aider un pays, son prêt est quasiment toujours remboursé (il bénéficie de la séniorité). Il s'agit donc d'une aide à la liquidité, pas à la solvabilité. L'aide externe a certes pour conséquence d'aider le pays, mais elle place aussi les détenteurs privés d'obligations publiques dans une position junior si elle bénéficie de la séniorité, ce qui n'est pas de nature à les encourager à prêter à l'Etat.

15 L'Etat peut par exemple forcer certains investisseurs (tels que des fonds de pension ou des banques) à détenir des obligations de l'Etat. Cela peut être légitime pour des raisons prudentielles. Mais cela peut aussi aller au-delà de ce qui est légitime et viser uniquement le financement de l'Etat. C'est un exemple de « répression financier ». Ceci permet de limiter l'emprunt à l'étranger (dont nous avons évoqué le danger ci-dessus), mais présente des inconvénients, tels que fragiliser le système financier national en cas de défaut. Selon Reinhart et Sbrancia (2011): « Financial repression includes directed lending to government by captive domestic audiences (such as pension funds), explicit or implicit caps on interest rates, regulation of cross-border capital movements, and (generally) a tighter connection between government and banks. In the heavily regulated financial markets of the Bretton Woods system, several restrictions facilitated a sharp and rapid reduction in public debt/GDP ratios from the late 1940s to the 1970s ».

5 Comment gérer les biais institutionnels qui favorisent l'endettement ?

5.1 Les biais institutionnels

Il existe différents biais qui favorisent les déficits.¹⁶ Pour différentes raisons (telles que le maintien au pouvoir, la formation d'alliances ou le prestige), les politiciens et l'administration publique peuvent avoir intérêt à dépenser davantage que ne le voudrait le peuple. S'ils n'obtiennent pas des ressources fiscales correspondantes, cela engendre des déficits. Il peut y avoir un problème de coordination conduisant à une course pour profiter de l'endettement, alors que chaque décideur accepterait de se restreindre si les autres se restreignaient aussi. Les politiciens peuvent avoir un horizon temporel limité à l'échéance de leur mandat, ce qui réduit leur prise en compte des effets néfastes à long terme de la dette. Ils peuvent avoir une volonté stratégique d'endettement pour augmenter leurs chances de réélection (si l'endettement est peu visible) ou pour limiter la marge de manœuvre du prochain gouvernement (s'ils ne sont pas réélus). Les uns peuvent vouloir augmenter l'endettement public pour augmenter les dépenses (en espérant que les recettes seront à termes aussi

augmentées). D'autres peuvent vouloir augmenter l'endettement public pour réduire les impôts (en espérant que les dépenses seront à terme aussi réduites). La difficulté de se répartir les sacrifices peut ralentir les processus d'assainissement budgétaire.

5.2 Les garde-fous en Suisse

Des mécanismes institutionnels peuvent jouer un rôle crucial pour combattre les biais politiques qui poussent à un endettement excessif et éviter de se trouver en situation de devoir précipitamment réduire la dette. La crise dans la zone euro, et dans une moindre mesure les turbulences politiques récentes au sujet de la dette élevée aux Etats-Unis, illustrent les difficultés budgétaires auxquelles peuvent conduire des institutions défailtantes. Nous présentons ici les garde-fous existant en Suisse.

La **démocratie semi-directe** permet au peuple de décider directement sur certaines questions, notamment de politique budgétaire. Ceci limite la possibilité des élus de s'écarter de la volonté populaire. A tous les niveaux

16 Pour en savoir davantage, consulter Alesina et Perotti (1995).

de l'Etat, le peuple décide du montant des impôts. Au niveau cantonal et communal, le peuple peut aussi décider sur les dépenses les plus importantes (référendum financier). L'interaction entre la démocratie directe et le **fédéralisme** permet un contrôle de proximité des citoyens sur les finances des collectivités locales. La démocratie directe incite aussi à intégrer toutes les forces politiques les plus importantes dans le gouvernement (à cause de leur capacité de contrer le gouvernement en recourant au peuple). Ceci engendre une relative **stabilité des forces au pouvoir** par comparaison aux régimes majoritaires où la majorité peut exclure l'opposition du pouvoir jusqu'au prochain renversement de majorité. Cette relative stabilité incite les partis à mieux prendre en compte l'impact à long terme de la dette.

Après l'explosion de la dette fédérale durant la période de stagnation des années 90, le mécanisme du frein à l'endettement a été introduit au niveau fédéral (de nombreux cantons disposent aussi d'une règle budgétaire).¹⁷ Cette règle budgétaire

visait un équilibre à moyen terme entre les dépenses et les recettes de la Confédération. Elle autorise des déficits en basse conjoncture et exige des surplus en période de haute conjoncture. Concrètement, cette règle exige que les dépenses ne soient pas supérieures aux recettes que la Confédération aurait obtenues si la conjoncture était neutre. Ce mécanisme a remédié à deux asymétries. Premièrement, il était plus facile d'augmenter les dépenses que d'augmenter les impôts (puisque une augmentation d'impôt est typiquement soumise au référendum, mais pas une augmentation des dépenses au niveau fédéral). Deuxièmement, il était plus facile de s'endetter en période de basse conjoncture que de réaliser des excédents en période de haute conjoncture. Là encore la démocratie directe joue un rôle crucial : le frein à l'endettement a été adopté en votation populaire par 85 % des voix. Comme les élus ne sont pas autorisés à abroger une règle adoptée par le peuple, cette règle s'impose à eux (contrairement à une règle qu'ils auraient adoptés eux-mêmes et pourraient donc

17 L'AFF a publié plusieurs papiers sur le frein à l'endettement. Consulter par exemple Geier (2011) pour une discussion récente et Colombier (2004) pour une discussion datant de l'introduction de ce mécanisme.

abroger quand ils le veulent). Bien sûr, le frein à l'endettement prévoit des clauses d'exception dont les élus pourraient être tentés d'abuser. Mais comme cette règle est soutenue par une très large majorité des citoyens, ils prendraient là un grand risque politique. Par ailleurs, notons que la politique budgétaire n'est pas le seul instrument de stabilisation économique, puisque la Suisse dispose d'une politique monétaire indépendante (contrairement à un pays membre d'une union monétaire).

Un frein à l'endettement ne suffit toutefois pas. Il faut se préoccuper de ce qui pourrait nuire à son application. Ainsi, il faut réduire les risques (tels que ceux d'une crise

financière ou d'un accident nucléaire). L'expérience de plusieurs pays a en effet montré comment la dette privée peut se transformer en dette publique. Il faut anticiper des tendances, telles que le vieillissement démographique et l'augmentation des coûts de la santé. Les assurances sociales ne sont pas soumises au frein à l'endettement (seule la contribution de la Confédération y est soumise). Des réflexions sont en cours visant à concevoir pour elles des règles spécifiques.¹⁸ La nécessité de conserver des finances publiques saines est particulièrement évidente à la lumière de la crise de l'endettement dans la zone euro et alors que se rapprochent les défis notamment démographiques qui nous attendent.

18 Il existe déjà une règle pour l'assurance chômage. Pour une discussion des règles budgétaires pour les assurances sociales, consulter Bruchez et Matter (2011).

6 Conclusion

Cette note a rappelé quelles peuvent être les conséquences de l'endettement public. Des mesures peuvent certes être prises pour corriger une dette excessive, mais elles ont généralement des effets secondaires néfastes à court terme. Il vaut mieux prévenir que guérir. D'une part pour s'éviter des primes de risque élevées (voire l'impossibilité d'emprunter) et une éventuelle paralysie politique. D'autre part pour éviter les effets secondaires d'un assainissement qui s'impose tout-à-coup lorsque l'endettement est excessif, et qui est particulièrement néfaste puisqu'il est concentré dans le temps et est mis en œuvre au plus mauvais moment : pendant une crise.

Des mécanismes institutionnels jouent en Suisse un rôle majeur pour éviter un endettement excessif : la démocratie semi-directe, le fédéralisme, la stabilité politique (découlant de la démocratie semi-directe), et les règles budgétaires. Il faut toutefois veiller à anticiper les évolutions prévisibles qui pourraient menacer les finances publiques (notamment le vieillissement démographique) et à réduire les risques catastrophiques (par exemple le risque de faillite d'une banque « too big to fail »). Le monde s'avère plus volatile qu'on l'imaginait il y a quelques années. Ceci constitue un argument supplémentaire pour maîtriser la dette, de sorte à disposer d'une marge de manœuvre budgétaire suffisante en cas de crise.¹⁹

19 Cecchetti et al. (2011) affirment que « to build the fiscal buffer required to address extraordinary events, government should keep debt well below the estimated thresholds ».

Bibliographie

Aisen Ari et David Hauner (2008), « [Budget deficits and interest rates: a fresh perspective](#) », IMF Working Paper 08/42.

Alesina Alberto et Roberto Perotti (1995), « [The political economy of Budget deficits](#) », IMF Staff Papers No. 42.

Alesina Alberto (2010a), « [My answer to the Economist](#) », site de l'université d'Harvard.

Alesina Alberto (2010b), « [Fiscal adjustments and the recession](#) », Vox, 12 novembre 2010.

Alesina Alberto et Silvia Ardagna (2010), « [Large Changes in Fiscal Policy: Taxes versus Spending](#) », NBER Chapters, in: Tax Policy and the Economy, Volume 24, pages 35–68.

Banque mondiale (2012), « [World development indicators](#) ».

Barro Robert (1996), « [Reflections on Ricardian equivalence](#) », NBER, Working Paper 5502.

Bivens Josh et John Irons (2010), « [Government Debt and Economic Growth](#) », Economic Policy Institute, 26 juillet 2010.

Blanchard Olivier, Dell'Araccia Giovanni et Paolo Mauro, « [Rethinking macro policy](#) », Vox, 16 février 2010.

Briotti Maria Gabriella (2005), « [Economic reactions to public finance consolidation: a survey of the literature](#) », Occasional Paper Series No. 38, ECB, octobre 2005.

Bruchez Pierre-Alain, Colombier Carsten et Werner Weber (2005), « [Bundeshaushalt und Inflation](#) », Working paper No 9 de l'AFF. Ainsi que son [annexe](#).

Bruchez Pierre-Alain et Eva Matter Schaffner (2011), « [Des règles budgétaires pour les assurances sociales](#) », La Vie Economique, janvier–février 2011.

Cecchetti Stephen, Mohanty M S et Fabrizio Zampolli (2011), « [The real effects of debt](#) », BIS Working Papers no 352.

Checherita Cristina et Philipp Rother (2010), « [The Impact of High and Growing Government Debt on Economic Growth](#) », Working Papers No 1237, ECB.

Colombier Carsten (2004), « [Eine Neubewertung der Schuldenbremse](#) », Working Paper de l’AFF No. 2, janvier 2004.

Colombier Carsten (2012), « [L’évolution démographique: un défi majeur pour la politique de la santé, en particulier dans le domaine des soins](#) », La Vie Economique, mars 2012.

Cottarelli Carlo (2011) « [Challenges of Budgetary and Financial Crisis in Europe](#) », présentation du directeur du Fiscal Affairs Department, 18 novembre 2011, FMI.

DeLong Brad (2012), « [A note on determinants of aggregate demand](#) », son blog, 9 janvier 2012.

Département fédéral des finances (2012), « [Perspectives à long terme des finances publiques en Suisse, 2012](#) », Département fédéral des finances.

Elmendorf Douglas et Gregory Mankiw (1998), « [Government debt](#) », NBER, Working Paper 6470.

Geier Alain (2011), « [The debt brake – the Swiss fiscal rule at the federal level](#) », Working Paper de l’AFF No. 15, février 2011.

Guajardo Jaime, Leigh Daniel et Andrea Pescatori (2011), « [Expansionary Austerity: New International Evidence](#) », IMF Working Paper 11/158.

IMF (2010), « [Will It Hurt? Macroeconomic Effects of Fiscal Consolidation](#) », chapitre 3 du World Economic Outlook, octobre 2010.

IMF (2012), « [Fiscal Monitor – Balancing Fiscal policy risks](#) », avril 2012.

Johansson Asa, Heady Christopher, Arnold Jens, Brys Bert et Laura Vartia (2008): « [Tax and Economic Growth](#) », OECD Economics Department Working Paper 620, Paris.

Jordan Thomas (2011), « [Auswirkungen der Staatsverschuldung auf die Unabhängigkeit der Geldpolitik](#) », 21. Internationales Europa Forum Luzern, 08.11.2011.

Krugman Paul (2000), « [Thinking about the liquidity trap](#) », Journal of the Japanese and International Economies 14, 221–237. (Il existe aussi une version [MIT](#)).

Krugman Paul (2010), « [Myths of austerity](#) », New York Times, 1 juillet 2010.

Krugman Paul (2011a), « [European inflation targets](#) », son blog sur le New York Times, 18 janvier 2011.

Krugman Paul (2011b), « [Inflation and debt \(wonkish\)](#) », son blog sur le New York Times, 28 mai 2011.

Krugman Paul (2011c), « [A note on the Ricardian equivalence argument against stimulus](#) », son blog sur le New York Times, 26 décembre 2011.

Kumar Mohan et Jaejoon Woo (2010), « [Public Debt and Growth](#) », IMF Working Paper WP/10/174, July.

Mackenzie George A. et Peter Stella (1996), « [Quasi-fiscal operations of public financial institutions](#) », Occasional Paper 142, IMF.

Mehmet Caner, Grennes Thomas et Fritz Koehler-Geib (2010), « [Finding the Tipping Point – When Sovereign Debt Turns Bad](#) », Policy Research Working Paper 5391, World Bank.

OECD (2011), « [OECD Economic Outlook](#) », Volume 2011/2, novembre 2011.

OECD (2012), « [Fiscal Consolidation : How much, how fast and by what means? An Economic Outlook Report](#) », OECD Economics Policy Report No. 1, 12 avril 2012.

Ostry Jonathan, Ghosh Atish, Kim Jun et Quereshi Mahvash (2010), « [Fiscal Space](#) », IMF Staff Position Note.

Perotti Roberto (2011), « [The “Austerity Myth”: Gain Without Pain?](#) », Working Paper 17571, NBER.

Reinhart Carmen et Kenneth Rogoff (2010a), « [Growth in a time of debt](#) », American Economic Review: Papers & Proceedings 100 (May 2010): 573–578.

Reinhart Carmen et Kenneth Rogoff (2010b), « [Debt and growth revisited](#) », VOX, 11.8.2010.

Reinhart Carmen et Belen Sbrancia (2011), « [The Liquidation of Government Debt](#) », BIS, Working paper No 363.

Ricciuti Roberto (2003), « [Assessing Ricardian equivalence](#) », Journal of Economic Surveys, Volume 17, Issue 1, pages 55–78, février 2003,

Rogoff Kenneth (2008), « [Embracing inflation](#) », The Guardian, 2 décembre 2008.

Romer Christina (2012), « [Hey, not so fast on European austerity](#) », The New York Times, 28 avril 2012.

Seater John (1993), « [Ricardian equivalence](#) », Journal of Economic Literature, Vol. XXXI (March 1993), page 142–190.

Standards and Poor's (2012), « [France's Unsolicited Long-Term Ratings Lowered To 'AA+; Outlook Negative](#) », 13 janvier 2012.

The Economist (2010), « [Cutting edge – Does fiscal austerity boost short-term growth? A new IMF paper thinks not](#) », 30.9.2010.

Documents de travail de l’AFF

Nouvelle série

(ISSN 1660-8240 bzw. -7937 (Internet))

Nr. 18: Bruchez, P-A. ,Schlaffer, B. (2012) Endettement public excessif: mieux vaut prévenir que guérir

Nr. 17: Geier, A. (2011) Konjunktur und Wachstum – Teil 2: Eine empirische Untersuchung für die Schweiz.

Nr. 16: Colombier, C. (2011) Konjunktur und Wachstum – Teil 1: Eine Betrachtung aus theoretischer Sicht.

Nr. 15: Geier, A. (2011) The debt brake – the Swiss fiscal rule at the federal level.

Nr. 14: Geier, A. (2010), Ökonomische Blasen: thematische Übersicht und gegenwärtige Lage in der Schweiz.

Nr. 13: Zeller, R., Geier, A. (2010), Auswirkung eines inflationsbedingten Zinsanstiegs auf die Altersvorsorge – Überlegungen im Zusammenhang mit der aktuellen Finanzkrise.

Nr. 12: Bruchez, P.A (2010), Quatre questions concernant la conception des subventions – Privé versus public, libre choix, politique de l’arrosoir, subventionner les bénéficiaires ou les institutions?

Nr. 11: Bruchez, P.A., Colombier, C., Geier, A., Schlaffer, B. et A. Rey (2009), Politique conjoncturelle de la Confédération.

Nr. 10: Colombier, C. und W. Weber (2008), Ausgabenprojektionen für das Gesundheitswesen bis 2050.

Nr. 9: Bruchez, P.A., Colombier, C. und W. Weber (2005), Bundeshaushalt und Inflation.

Nr. 8: Bruchez, P.A. et Ch. Schaltegger (2005), International Tax Competition and Trends in Tax Policy: Some Implications for Switzerland.

Nr. 7: Bruchez, P.A. et D.S Gerber (2004), Sensibilité du 2^{ème} pilier aux chocs inflationnistes – Une discussion qualitative.

Nr. 6: Fischer, R. (2004), Die Unterschiede in der Steuerbelastung der Kantone – Eine Analyse auf der Basis eines mikroökonomischen Haushaltsmodells.

Nr. 5: Geier, A. (2004), Application of the Swiss Fiscal Rule to Artificial Data.

Nr. 4: Colombier, C. (2004), Government and Growth.

Nr. 3: Bruchez, P.A., Gisiger, M. und W. Weber (2004), Die Schweizer Finanzmarktinfrastruktur und die Rolle des Staates.

Nr. 2: Colombier, C. (2004), Eine Neubewertung der Schuldenbremse; unter Mitarbeit von: F. Bodmer, P. A. Bruchez, A. Geier, T. Haniotis, M. Himmel, U. Plavec, überarbeitete Version. (ursprüngliche Version: Nr. 1/2003)

Nr. 1: Weber, W. (2004), Der «Index of Deflation Vulnerability» des IWF – Eine Analyse für die Schweiz.

Vieille série

Nr. 7/2003: Bodmer, F., Eine Analyse der Einnahmenschwankungen.

Nr. 6/2003: Bodmer, F. and A. Geier, Estimates for the Structural Deficit in Switzerland 2002 to 2007.

Nr. 5/2003: Colombier, C., Der Zusammenhang zwischen dem Bruttoinlandsprodukt und den Schweizer Bundeseinnahmen.

Nr. 4/2003: Bruchez, P. A., Will the Swiss fiscal rule lead to stabilisation of the public debt?

Nr. 3/2003: Bruchez, P. A., A modification of the HP Filter aiming at reducing the end point bias.

Nr. 2/2003: Bruchez, P. A., Réexamen du calcul du coefficient k.

Nr. 1/2003: Colombier, C., Eine Neubewertung der Schuldenbremse; unter Mitarbeit von: F. Bodmer, P. A. Bruchez, A. Geier, T. Haniotis, M. Himmel, U. Plavec. (überarbeitete Version: Nr. 2, neue Reihe)

Nr. 3/2002: Colombier, C., Der «Elchtest» für den Sondersatz der Mehrwertsteuer in der Hotellerie.

Note

Nr. 4: Colombier, C. (2005), Die Staatsquote – ein schwierig zu interpretierender Indikator.

Nr. 3: Weber, W. (2004), Abschaffung der 5-Rappen-Stücke: Mögliche Auswirkungen auf die Teuerung.

Nr. 2: Bodmer, F. (2003), Das Ausgleichskonto der Schuldenbremse.

Nr. 1: Colombier, C. (2003), Notiz zur Schätzung des strukturellen Defizits mit Hilfe der langfristigen Aufkommenselastizität.

