

LES DETTES PUBLIQUES FACE À LA CRISE PANDÉMIQUE

Michel Aglietta et Sabrina Khanniche

Univ. Paris Nanterre et Cepii

Pictet Asset Management

Soutenabilité des dettes publiques

- Un Etat souverain est postulé exister infiniment à l'échelle de temps des agents.
- La soutenabilité de la dette est définie par une condition de stationnarité à ∞
- Elle dépend du bilan du secteur public, e.g. de *sa valeur nette* >0 .

Postes	Actif	Passif
Actifs et passifs budgétaires	Valeur actuelle nette des futures recettes fiscales	Valeur actuelle nette des futures dépenses primaires
Actifs et passifs financiers	Participations dans des entreprises du secteur public Autres actifs financiers	Dette publique brute
Capital de la nation	Actifs immobiliers Biens communs dont la puissance publique est responsable	<i>Valeur nette du secteur public</i>
Richesse publique	Total	Total

- Condition de soutenabilité: $(\text{Solde primaire stabilisant}/\text{PIB}) = (r-g) (\text{dette publique}/\text{PIB})$. Ce qui est crucial est le taux d'actualisation $r-g$ qui peut être <0 et élargir beaucoup l'espace de soutenabilité si la dette est émise en monnaie nationale.

Etats-Unis

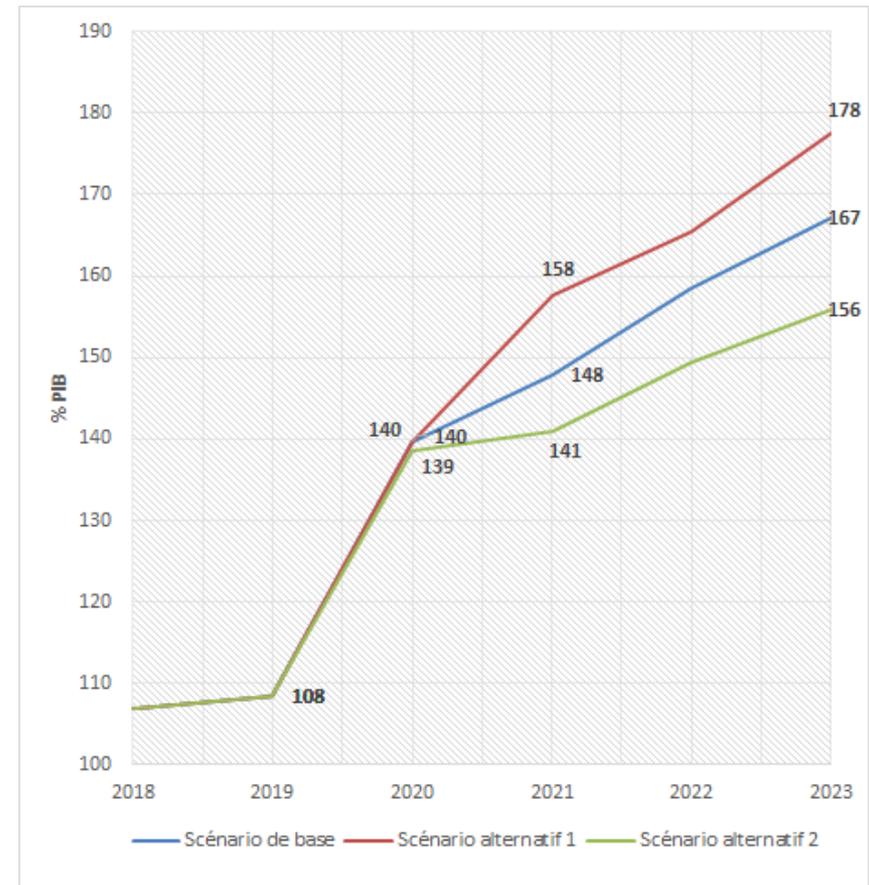
Evolution du ratio dette (%PIB)						
	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Scénario de base: pandémie maîtrisée en H2 2020						
Taux de croissance nominal	5.4	4.1	-7.5	6.0	3.3	3.8
Deficit budgétaire (% PIB)	-6.7	-7.0	-22.6	-16.0	-15.4	-14.4
Balance fiscale primaire (% PIB)	-4.1	-4.4	-19.5	-12.6	-11.7	-10.4
Dette publique (% PIB)	107	108	140	148	159	167
Scénario alternatif 1: 2nd attaque du virus en 2021						
Taux de croissance nominal	5.4	4.1	-7.5	1.1	3.5	3.3
Balance fiscale (% PIB)	-6.7	-7.0	-22.6	-19.5	-18.1	-17.4
Balance fiscale primaire (% PIB)	-4.1	-4.4	-19.5	-15.9	-14.2	-13.2
Dette publique (% PIB)	107	108	140	158	166	178
Scénario alternatif 2: reprise plus prononcée de l'activité en H2 2020						
Taux de croissance nominal	5.4	4.1	-7.0	9.0	3.3	3.8
Balance fiscale (% PIB)	-6.7	-7.0	-22.1	-13.7	-13.0	-12.0
Balance fiscale primaire (% PIB)	-4.1	-4.4	-19.1	-10.4	-9.5	-8.3
Dette publique (% PIB)	107	108	139	141	149	156

*L'équation dynamique de la dette publique repose sur les hypothèses suivantes:

- . Les revenus fiscaux sont une fonction du PIB en t et t-1.
- . Les dépenses publiques sont réduites de 50% en 2021 et gelées dès 2022.
- . Le coût moyen de la dette est inchangé au niveau de 2019.

. Dans les scénarii de base et alternatif 2, l'économie croît au taux de croissance potentielle en 2022 et 2023.

. Dans le scénario alternatif 1, le niveau de croissance nominal de 2019 est retrouvé en 2023.



Le soutien aux entreprises est intermédié par les banques qui ne sont pas intéressées à l'allouer aux PME et TPE.

L'aide distribuée par le CARES Act est inefficace par absence d'un système de protection sociale.

La soutenabilité de la dette publique dépend cruciallement de la fourniture illimitée de liquidité par la Fed, car la pandémie a dégradé des dettes privées élevées avec crainte de fermeture massive d'entreprises.

Japon

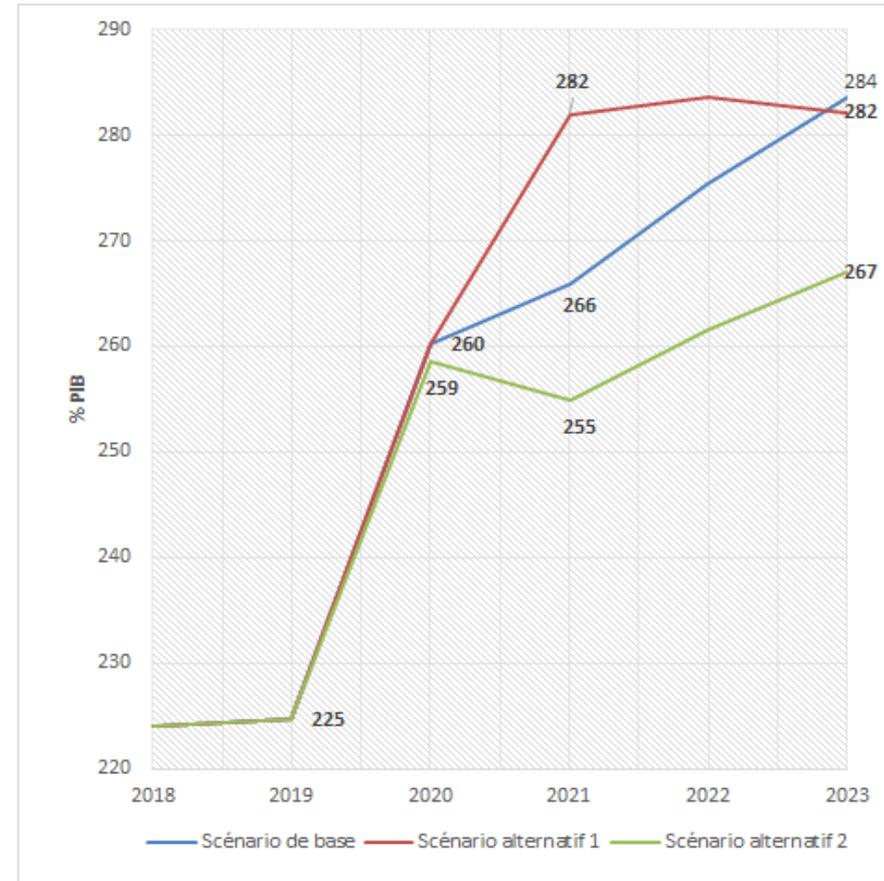
Evolution du ratio dette (%PIB)						
	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Scénario de base :						
pandémie maîtrisée en H2 2020						
Taux de croissance nominal	0.2	1.3	-5.9	2.7	0.8	0.9
Balance fiscale (% PIB)	-2.4	-2.6	-21.4	-12.6	-11.5	-10.6
Balance fiscale primaire (% PIB)	-0.9	-1.2	-19.9	-11.0	-9.8	-8.9
Dette publique (% PIB)	224	225	260	266	275	284
Scénario alternatif 1:						
2nd attaque du virus en 2021						
Taux de croissance nominal	0.2	1.3	-5.9	-2.2	4.3	4.2
Balance fiscale (% PIB)	-2.4	-2.6	-21.4	-16.0	-13.3	-9.9
Balance fiscale primaire (% PIB)	-0.9	-1.2	-19.9	-14.3	-11.6	-8.1
Dette publique (% PIB)	224	225	260	282	284	282
Scénario alternatif 2:						
reprise plus prononcée de l'activité en H2 2020						
Taux de croissance nominal	0.2	1.3	-5.4	5.7	0.8	0.9
Balance fiscale (% PIB)	-2.4	-2.6	-21.0	-10.3	-8.7	-7.8
Balance fiscale primaire (% PIB)	-0.9	-1.2	-19.5	-8.7	-7.1	-6.1
Dette publique (% PIB)	224	225	259	255	262	267

*L'équation dynamique de la dette publique repose sur les hypothèses suivantes:

- . Les revenus fiscaux sont une fonction du PIB en t et t-1.
- . Les dépenses publiques sont réduites de 50% en 2021 et gelées dès 2022.
- . Le coût moyen de la dette est inchangé au niveau de 2019.

. Dans les scénarii de base et alternatif 2, l'économie croît au taux de croissance potentielle en 2022 et 2023.

. Dans le scénario alternatif 1, le niveau de croissance nominal de 2019 est retrouvé en 2023.



La BOJ a une stratégie monétaire de maintenir plate la courbe des taux sur les titres publics. Elle achète aussi quantité de papiers commercial et d'obligations d'entreprises.

Il y a donc une coopération étroite Etat/ BOJ/ Investisseurs financiers.

La dette publique la plus élevée du monde (%PIB) est aussi la plus soutenable puisque le taux payé sur la dette est ≈ 0 depuis 20 ans, car la dette est à 80% détenue par des institutions résidentes très liées au gouvernement.

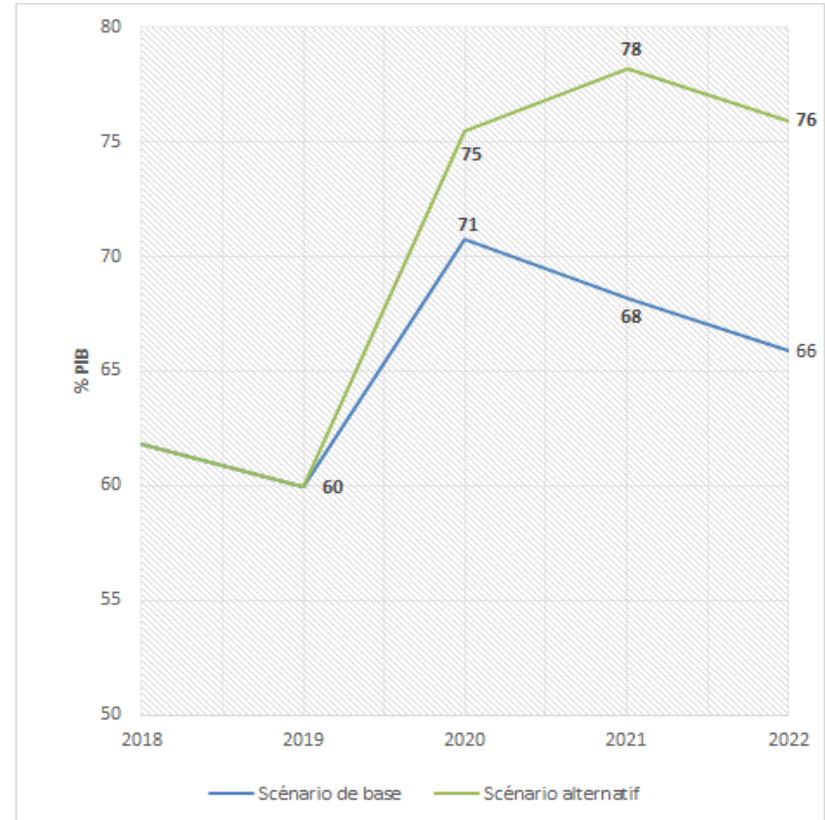
Allemagne

Evolution du ratio dette (%PIB)					
	2018	2019	2020	2021	2022
Scénario de base :					
pandémie maîtrisée en H2 2020					
Taux de croissance nominal	3.6	2.6	-6.2	7.3	3.3
Deficit budgétaire (% PIB)	1.9	1.0	-6.8	-2.3	0.1
Balance fiscale primaire (% PIB)	2.8	1.9	-5.8	-1.3	1.1
Dette publique (% PIB)	62	60	71	68	66
Scénario alternatif:					
2nd attaque du virus en H2 2020					
Taux de croissance nominal	3.6	2.6	-10.2	4.4	6.7
Balance fiscale (% PIB)	1.9	1.0	-8.7	-5.9	-2.6
Balance fiscale primaire (% PIB)	2.8	1.9	-7.7	-4.8	-1.6
Dette publique (% PIB)	62	60	75	78	76

*L'équation dynamique de la dette publique repose sur les hypothèses suivantes:

- . Les revenus fiscaux sont une fonction du PIB en t et t-1.
- . Les dépenses publiques sont réduites de 50% en 2021 et gelées dès 2022.
- . Le coût moyen de la dette est inchangé au niveau de 2019.

. Dans le scénario de base, l'économie croît au taux de croissance potentielle en 2022 .
 . Dans le scénario alternatif, le niveau de croissance nominal de 2019 est retrouvé en 2022.

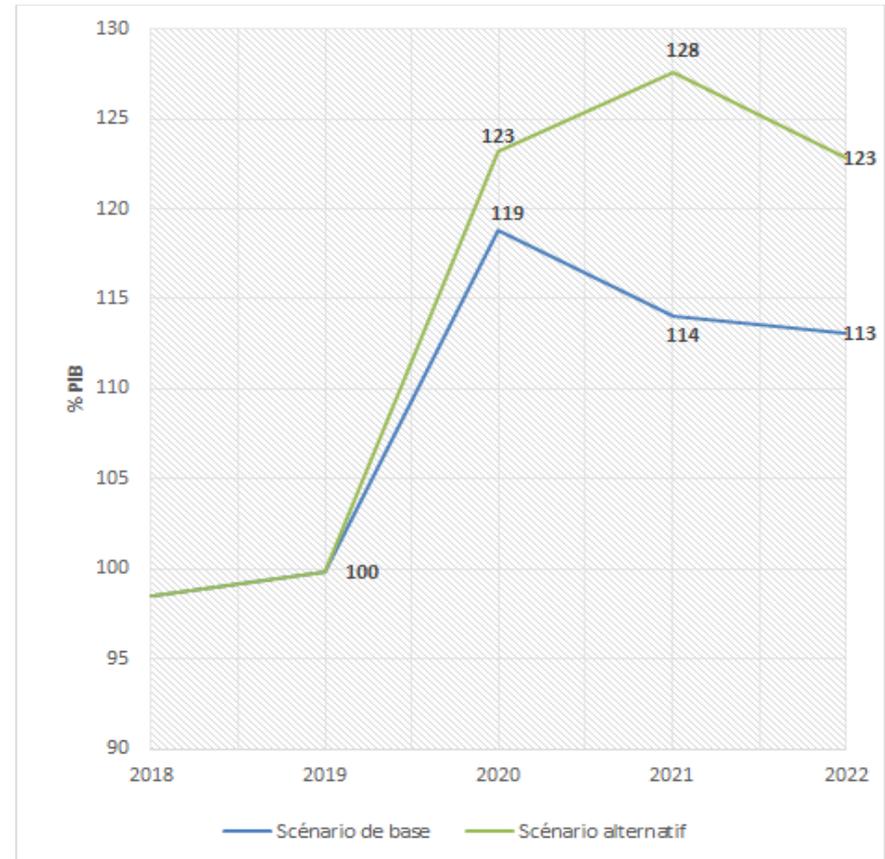


Principe de précaution dans l'équipement sanitaire. Rôle prépondérant des länder dans la fourniture de l'aide aux entreprises et de la protection des revenus des salariés avec coordination financière de la KfW.

Une hausse de la dette publique qui reste contenue, tout en acceptant la levée temporaire (jusqu'à fin 2021) de la règle d'équilibre budgétaire. La modulation est faite par les länder en fonction des contraintes locales

France

Evolution du ratio dette (%PIB)					
	2018	2019	2020	2021	2022
Scénario de base :					
pandémie maitrisée en H2 2020					
Taux de croissance nominal	2.8	2.7	-7.8	8.3	3.2
Deficit budgétaire (% PIB)	-2.5	-3.1	-10.5	-4.4	-2.5
Balance fiscale primaire (% PIB)	-0.8	-1.6	-8.8	-2.6	-0.7
Dette publique (% PIB)	98	100	119	114	113
Scénario alternatif:					
2nd attaque du virus en H2 2020					
Taux de croissance nominal	2.8	2.7	-10.1	3.4	7.6
Balance fiscale (% PIB)	-2.5	-3.1	-12.1	-8.5	-4.2
Balance fiscale primaire (% PIB)	-0.8	-1.6	-10.3	-6.6	-2.3
Dette publique (% PIB)	98	100	123	128	123
*L'équation dynamique de la dette publique repose sur les hypothèses suivantes:					
. Les revenus fiscaux sont une fonction du PIB en t et t-1.					
. Les dépenses publiques sont réduites de 50% en 2021 et gelées dès 2022.					
. Le coût moyen de la dette est inchangé au niveau de 2019.					
. Dans le scénario de base, l'économie croît au taux de croissance potentielle en 2022.					
. Dans le scénario alternatif, le niveau de croissance nominal de 2019 est retrouvé en 2022.					



Structures sanitaires inadaptées et retard de réaction publique (plan d'urgence le 9 avril).. Nécessité d'une aide forte aux entreprises (report de charges fiscales et garanties sur les crédits) en plus du chômage partiel et du fonds de solidarité aux indépendants.

Comme les US, la France a une dette d'entreprise très élevée. Menace de faillites et besoin de restructuration de dettes. Acceptation d'un haut niveau de la dette publique. Le danger est la forte proportion de dette publique détenue par les non résidents (54%).

Italie

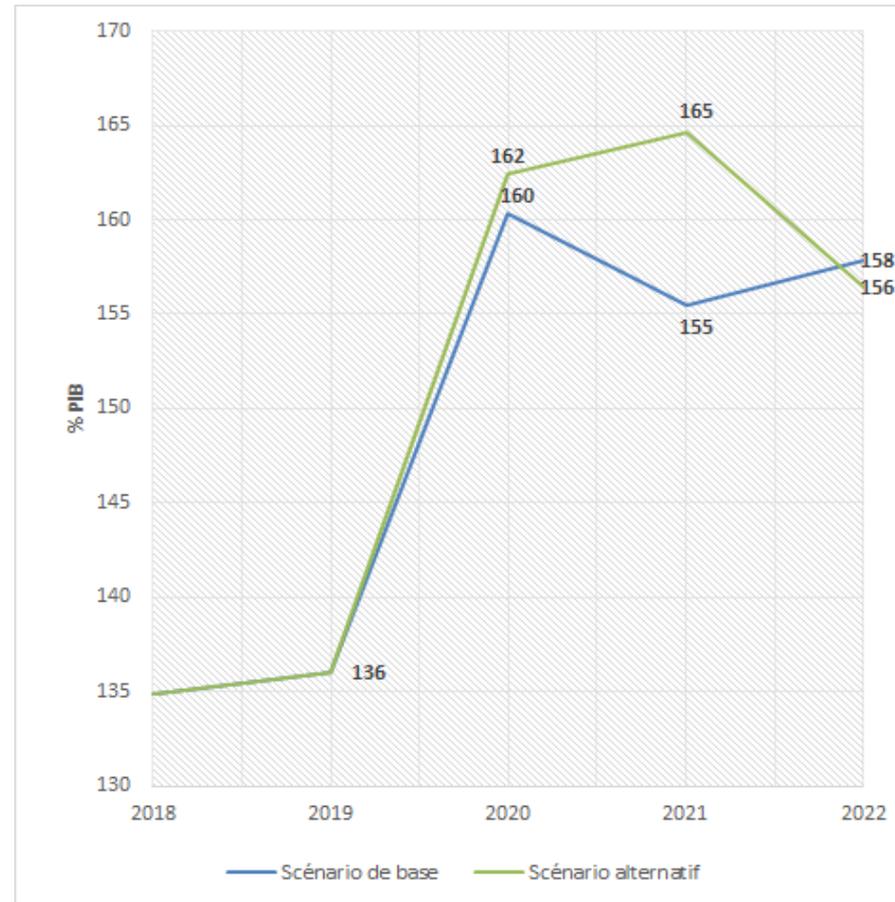
Evolution du ratio dette (% PIB)					
	2018	2019	2020	2021	2022
Scénario de base :					
pandémie maîtrisée en H2 2020					
Taux de croissance nominal	1.6	1.2	-9.8	7.2	1.4
Deficit budgétaire (% PIB)	-2.2	-2.2	-9.6	-5.9	-4.5
Balance fiscale primaire (% PIB)	1.5	1.3	-5.7	-2.0	-0.6
Dette publique (% PIB)	135	136	160	155	158
Scénario alternatif:					
2nd attaque du virus en H2 2020					
Taux de croissance nominal	1.6	1.2	-10.8	3.5	8.3
Balance fiscale (% PIB)	-2.2	-2.2	-10.0	-7.6	-4.5
Balance fiscale primaire (% PIB)	1.5	1.3	-6.1	-3.6	-0.5
Dette publique (% PIB)	135	136	162	165	156

*L'équation dynamique de la dette publique repose sur les hypothèses suivantes:

- . Les revenus fiscaux sont une fonction du PIB en t et t-1.
- . Les dépenses publiques sont réduites de 50% en 2021 et gelées dès 2022.
- . Le coût moyen de la dette est inchangé au niveau de 2019.

. Dans le scénario de base, l'économie croît au taux de croissance potentielle en 2022 .

. Dans le scénario alternatif, le niveau de croissance nominal de 2019 est retrouvé en 2022.



Pandémie très active dans le Nord et longue à maîtriser. Le handicap majeur de l'Italie est sa faible croissance et son manque d'investissement productif depuis 20 ans, entraînant une stagnation des revenus.

Dette publique italienne héritée très élevée, mais dettes des entreprises faibles. L'essentiel en Italie est la coopération de la BCE pour éviter la hausse des spreads sur les Bunds par achats massifs de titres italiens.

Espagne

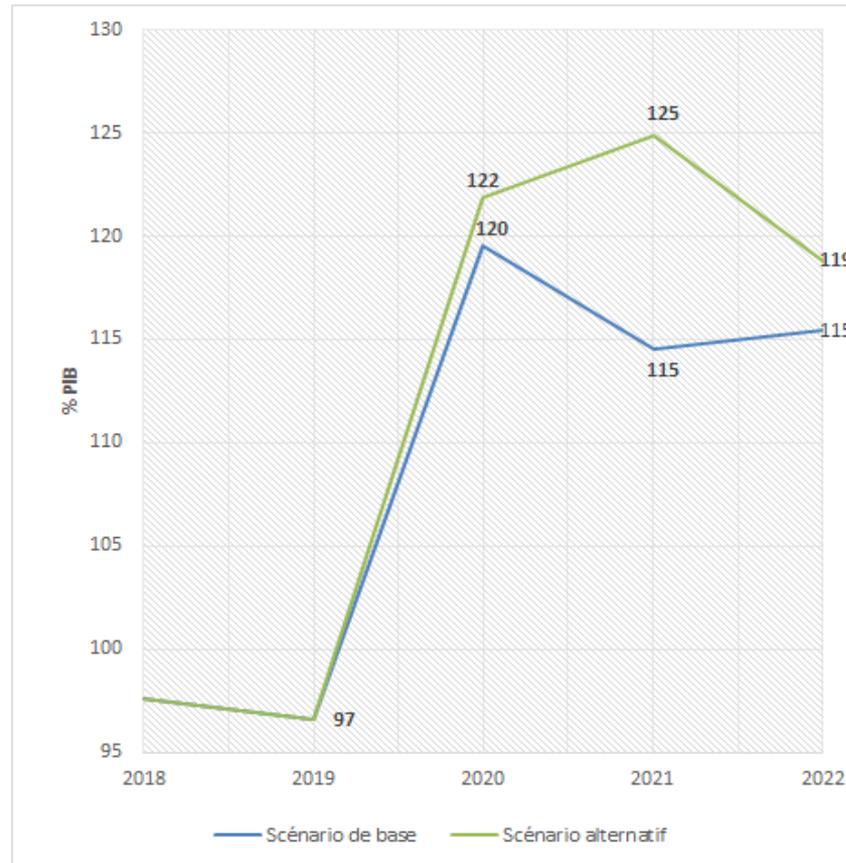
Evolution du ratio dette (%PIB)					
	2018	2019	2020	2021	2022
Scénario de base :					
pandémie maîtrisée en H2 2020					
Taux de croissance nominal	3.5	3.6	-9.4	8.0	3.0
Deficit budgétaire (% PIB)	-2.5	-2.2	-12.9	-3.8	-4.2
Balance fiscale primaire (% PIB)	-0.1	0.0	-10.4	-1.2	-1.6
Dette publique (% PIB)	98	97	120	115	115
Scénario alternatif:					
2nd attaque du virus en H2 2020					
Taux de croissance nominal	3.5	3.6	-10.5	3.7	7.7
Balance fiscale (% PIB)	-2.5	-2.2	-14.0	-7.4	-2.9
Balance fiscale primaire (% PIB)	-0.1	0.0	-11.4	-4.6	-0.1
Dette publique (% PIB)	98	97	122	125	119

*L'équation dynamique de la dette publique repose sur les hypothèses suivantes:

- . Les revenus fiscaux sont une fonction du PIB en t et t-1.
- . Les dépenses publiques sont réduites de 50% en 2021 et gelées dès 2022.
- . Le coût moyen de la dette est inchangé au niveau de 2019.

. Dans le scénario de base, l'économie croît au taux de croissance potentielle en 2022 .

. Dans le scénario alternatif, le niveau de croissance nominal de 2019 est retrouvé en 2022.



L'Espagne a été fortement handicapée par les séquelles de la crise de la zone euro car la crise immobilière de 2008 y avait été violente. La stagnation subséquente a limité les capacités budgétaires dans la crise pandémique.

Le profil d'évolution de la dette publique espagnole dans la crise pandémique et sa récupération est analogue à celui de l'Italie en plus atténué. L'Espagne comme l'Italie ont besoin d'un plan d'aide européen.

Le projet de la CE pour transformer l'Europe

- *Plan d'urgence pour réduire les disparités dans la ZE et engager la récupération:*
 - Programme SURE (€540mds) pour amortir les conséquences du sous-emploi
 - Fonds de récupération *Next Generation EU* (€750mds) financé par emprunt de la CE sur le marché obligataire (AAA). → benchmark des taux pour emprunteurs privés et liquidité renforçant l'euro comme devise globale.
 - Avec des maturités jusqu'à 30 ans + capacité d'emprunt de l'EIB et de l'ESM, c'est €1,4 trn d'actifs européens AAA qui élargissent l'espace d'action de la BCE.
- *Plan de croissance à LT dans le cadre budgétaire européen 2021-2027:*
 - Transition écologique pour la prochaine génération par Loi Climat + intentions ↑ des gouvernements à la COP26 pour mobiliser l'investissement privé guidé par la taxonomie européenne de la finance soutenable.
 - Privilégier les territoires pour promouvoir les activités intensives en main d'œuvre (rénovation des bâtiments, économie circulaire). Rattraper le retard en économie digitale pour application dans l'énergie (*smart grids*) et dans les transports (véhicules électriques, transports publics urbains (TGV transeuropéens)).
 - Créer une VA européenne financée par ressources propres dans le budget européen (taxe digitale, taxe carbone). *Digital Service Act* pour plateformes Internet publiques.