

Un excès de dette publique handicape-t-il réellement la croissance ? *

Yeva S. Nersisyan**

L. Randall Wray

Université de Missouri-Kansas City

La *Revue de l'OFCE* est ouverte aux chercheurs et à tous les spécialistes en économie et en sociologie. La revue s'assure de la rigueur des propos qui sont tenus mais les jugements et opinions exprimés par les auteurs, y compris quant ils appartiennent à l'OFCE, n'engagent qu'eux-mêmes et non les institutions auxquels ils appartiennent.

* Cet article est une analyse critique de l'ouvrage « This Time is Different » de Reinhart et Rogoff.

** Les auteurs tiennent à remercier Maurice Samuels pour son aide financière qui a rendu possible l'aboutissement de ce projet de recherche.

Article traduit de l'anglais.

ysnz72@mail.umkc.edu

wrayr@umkc.edu

La pire des récessions depuis la Grande Dépression des années 1920 a entraîné un gonflement des déficits publics dans la plupart des pays du fait de la chute des recettes fiscales, du renflouement des institutions financières et de la mise en œuvre de politiques budgétaires contra-cycliques. À quelques rares exceptions près, la plupart des économistes pensent que la hausse des déficits est souhaitable à court terme mais ils se méfient de ses effets possibles à long terme. De nombreux arguments théoriques confortent la thèse selon laquelle un haut niveau du ratio de dette publique peut ralentir la croissance. D'autres arguments peuvent être avancés à propos des effets immédiats de la dette sur l'inflation et la solvabilité des États. La recherche conduite par Carmen Reinhart et Kenneth Rogoff est fréquemment citée à l'appui de la thèse d'un impact négatif de la dette publique sur la croissance et la stabilité financière. Nous examinons ici ce travail. Nous faisons la distinction entre les pays à monnaie souveraine dans lesquels le taux de change est flottant et la conversion de la monnaie nationale n'est pas garantie et les pays qui vivent dans des régimes monétaire et de change contraignant la convertibilité. Nous montrons à partir de cette analyse que les résultats de Reinhart et Rogoff qui ne font pas cette distinction, sont erronés, tout particulièrement dans le cas des États-Unis.

Mots-clés : Dette publique. Déficit public. Défaut de paiement de l'État. Reinhart et Rogoff. Croissance économique. Inflation. Système monétaire moderne.

« Je pense qu'il y a une part de vérité dans le point de vue selon lequel le budget doit être en permanence équilibré. Le discrédit de ce point de vue fait tomber un des remparts que toute société se doit d'élever contre la perte de contrôle de ses dépenses. Il faut de la discipline dans l'allocation des ressources pour éviter l'inefficacité et le chaos anarchique. Une des fonctions des anciennes religions était d'effrayer le peuple, en faisant parfois appel à des mythes, pour qu'il se comporte de la manière requise pour le maintien à long terme d'une vie civilisée.

Nous avons rejeté la croyance dans la nécessité d'équilibrer le budget si ce n'est chaque année, au moins à l'intérieur de courtes périodes de temps. Si le Premier ministre Gladstone ressuscitait, il pourrait s'exclamer « Oh ! Qu'avez-vous fait ! » et James Buchanan aborde la question de la même façon. Je dois dire que je reconnais un certain mérite à ce point de vue. »

(Paul Samuelson in Blaug, 1995)

L Il n'y a probablement pas de question plus brûlante que celle de l'impact des déficits et des dettes publics sur la croissance de long terme. La pire récession économique depuis la Grande Dépression des années trente a entraîné un fort gonflement des déficits budgétaires dans la plupart des pays, du fait de la forte chute des recettes fiscales, du renflouement des institutions financières et de l'utilisation de politiques budgétaires contra-cycliques pour lutter contre la récession. A part quelques notables exceptions, la plupart des économistes estiment que la hausse des déficits est souhaitable à court terme tout en craignant les effets à long terme. Le problème est supposé être d'autant plus important qu'il s'ajoute à un problème structurel de finances publiques dans la plupart des économies avancées découlant de la combinaison de programmes sociaux généreux et du vieillissement de la population, puisque une grande part des dépenses sociales sont dirigées vers les plus âgés. C'est pourquoi, même ceux qui avaient milité pour une stimulation budgétaire plus importante prêchent aujourd'hui pour un resserrement budgétaire une fois que la reprise est en cours. Nombreux sont ceux qui pensent que les engagements en matière sociale doivent être réduits pour permettre la mise en place de budgets « soutenables ».

Mais quelle relation y a-t-il entre la dette et la croissance à long terme ? Y-a-t-il une limite maximale à l'endettement public au-delà duquel l'État ferait faillite ? Il existe un certain nombre d'arguments théoriques qui conduisent à la conclusion qu'une hausse du ratio de dette publique pourrait conduire à une réduction de la croissance du fait d'un effet d'éviction des investissements productifs (ou du fait de l'équivalence ricardienne) et de la relative inefficacité de l'État dans l'utilisation des ressources. D'autres arguments peuvent être évoqués liés aux effets plus immédiats de l'augmentation de la dette. Ils reposent sur un calcul de soutenabilité budgétaire – à partir des relations entre taux de croissance et charge d'intérêt de la dette – qui pourrait conduire le gouvernement à se mettre en défaut de paiement ou à imposer une « taxe inflationniste » ruineuse qui conduirait à un ralentissement de la croissance. Cependant, aucun argument n'est vraiment convaincant car, comme d'habitude en économie, la théorie apporte rarement une réponse définitive (sauf quand elle jaillit de l'esprit d'économistes borgnes).

Carmen Reinhart et Kenneth Rogoff sont venus à la rescousse avec leur étude monumentale (complétée par un article plus récent) qui propose un ensemble d'analyses empiriques des relations entre dette, crises financières, inflation, krachs des marchés des changes et des actions, défauts de paiement des États et croissance économique à long terme (Reinhart et Rogoff, 2009a, 2009b). Ils ont construit une nouvelle base de données, couvrant huit siècles et soixante-six pays, bien qu'ils se concentrent sur les crises et les faillites intervenues depuis 1800. Ils identifient 250 défauts de paiements de la dette extérieure et 70 défauts de paiement de la dette publique interne. Ils concluent que les faillites en série sont la norme à travers l'histoire et tout autour du globe – avec pratiquement aucune « vierge de faillite » (2009a). Selon leur analyse des données, ces faillites causent des coûts très importants et conduisent à de nombreuses années de croissance lente.

À partir de leur analyse historique ils concluent qu'on peut fixer avec une certaine précision une limite prudente du ratio dette publique/PIB : jusqu'au seuil de 90 %, la relation entre dette publique et croissance économique est faible, mais au-delà de cette limite la croissance est affaiblie : la croissance médiane de long terme est plus basse de 1 point et la baisse de la croissance moyenne est encore plus forte. Ce résultat vaut tant pour les pays avancés que pour les économies émergentes. Toutefois, pour les pays émergents – qui empruntent typiquement plus à l'étranger – le seuil de dette publique détenue par l'extérieur est plus faible, avec une chute de deux points de la croissance quand le ratio dette publique détenue par l'extérieur/PIB dépasse 60 %. La croissance devient négative quand le ratio excède 90 % (2009b). À l'évidence, si ce résultat est robuste, ses implications pour les pays en développement, tout particulièrement, sont importantes.

En outre, Reinhart et Rogoff (2009b) ne trouvent pas de relation entre un haut niveau de ratio de dette publique et l'inflation parmi les pays avancés (sauf dans le cas des États-Unis), mais les pays émergents souffrent d'une hausse de la médiane de l'inflation de 6 % par an à 16,5 % par an quand ils passent d'un faible ratio de dette à un ratio élevé. Pire, ils constatent que les pays sortent très difficilement de la zone des hauts ratios de dette. En fait, les pays très fortement endettés organisent leur faillite par une combinaison de forte inflation et de répudiation directe de la dette (2009b). De plus le chemin de la reprise après une faillite est très déplaisant, avec des années de PIB déprimé, un haut niveau de chômage et un accès restreint aux marchés des capitaux.

Depuis la Seconde Guerre mondiale, les pays avancés semblent mieux armés contre les faillites en série, mais pas nécessairement contre les crises financières : en fait, un indicateur composite des crises montre que leur fréquence a augmenté au cours des années récentes – la crise actuelle en étant l'exemple le plus flagrant (Reinhart et Rogoff, 2009a). Les pays les plus performants peuvent profiter d'un cycle vertueux car l'absence de faillite augmente la confiance des marchés et améliore la notation de leur dette, réduisant le taux d'intérêt et la charge de la dette. Quand un pays perd la confiance de ses prêteurs, « l'intolérance vis-à-vis de la dette » peut créer rapidement un cercle vicieux de hausse du taux d'intérêt et du

ratio de dette, qui conduit à une restriction de l'accès aux marchés du capital et à l'apparition du spectre de la faillite.

Les auteurs insistent sur le fait que le déficit budgétaire, et donc l'augmentation de la dette, sont, au moins partiellement, endogènes. Non seulement parce que le taux d'intérêt dépend du sentiment des prêteurs – faisant de la charge de la dette une variable endogène – mais aussi parce que les crises ont une incidence forte sur les équilibres budgétaires. Alors que bien souvent les récessions entraînent des coûts de renflouement importants et la mise en place de stimuli budgétaires, Reinhart et Rogoff montrent que les pertes de recettes fiscales et la hausse des intérêts dues à l'augmentation des primes de risque et à la dégradation de la notation par les agences ont un impact plus important. Les recettes fiscales s'écroulent pendant que l'économie ralentit. Les crises peuvent avoir un impact à long terme sur le PIB et le revenu national et donc sur les recettes fiscales. Ils trouvent qu'en moyenne, la dette publique augmente de 86 % au cours des trois ans qui suivent le déclenchement de la crise – ce qui est imputable essentiellement aux pertes de recettes beaucoup plus qu'aux *stimuli* volontaires et aux dépenses de renflouement (p. 142). La crise en cours ne fait pas exception et la dette publique augmente plus ou moins de manière conforme à leurs résultats.

Devons-nous être effrayés ? La crise actuelle n'est pas banale : c'est la pire depuis la Grande Dépression des années trente. Sur la base des travaux de Reinhart et Rogoff, même si la reprise a commencé, nous devons faire face à de nombreuses années de performances économiques médiocres qui vont alimenter des montagnes de dettes publiques supplémentaires. Plusieurs pays approchent ou même excèdent le ratio de 90 %, et de nombreux autres vont les rejoindre. Et comme la crise est globale, les effets devraient être pires que jamais tant il est difficile de voir d'où pourra venir le moteur de la croissance.

1. Doutes

Reinhart et Rogoff (2009a) présentent leur méthode comme « résolument empirique » comparée aux approches traditionnelles plus « narratives » de l'analyse des crises. Autrement dit, plutôt que de s'intéresser aux détails de chaque crise particulière pour gagner en compréhension des causes et des conséquences dans le but de dégager des conclusions générales, leur méthode consiste à agréger les données et les ratios pour tous les pays selon un long balayage historique de manière à obtenir des données présentées sous forme de « simples tableaux et graphiques » pour « ouvrir de nouveaux horizons à l'analyse politique et à la recherche ». Vraisemblablement, ils ont aussi pour objectif d'éclairer la crise actuelle, puisqu'ils consacrent un chapitre entier à la crise des *subprime* et qu'ils discutent de ses causes et de ses conséquences dans l'ensemble du livre. En outre, leur travail est largement utilisé par ceux qui cherchent à appliquer les conclusions à la situation actuelle. Pour ces raisons, les implications de leur étude pour notre compréhension de la crise actuelle sont dignes d'être notées.

Ils présentent le livre de Kindelberger, *Manias, Panics and Crashes*, comme l'exemple d'une approche narrative qui s'oppose à leur analyse empirique. C'est peut-être la raison pour laquelle ils ne font pas mention du livre de Galbraith, *The Great Crashes*, ou d'aucun des travaux de Hyman Minsky. De notre point de vue, la narration détaillée par Galbraith de la Grande Dépression constitue une contribution remarquablement utile et une analyse hautement « empirique » ; la relecture du livre donne l'impression que la crise actuelle a un goût de *déjà vu* et de recommencement. En outre de nombreux analystes utilisent le travail de Minsky pour essayer de comprendre la crise, car on peut soutenir que Minsky « l'avait vu venir » un demi siècle avant (Wray, 2009). Reinhart et Rogoff (2009a) répètent comme une incantation que chaque période de boom suscite la croyance selon laquelle « cette époque est différente », ce qui signifie que l'expansion va se prolonger pour toujours, ce que le krach viendra contredire. C'est exactement l'argument de Galbraith à propos du krach de 1929 et Minsky a argumenté avec force que la tranquillité relative des 20 premières années de l'après-guerre conduirait inéluctablement à des prises de risque de plus en plus élevées au fur et à mesure que la mémoire de la Grande Dépression s'effacerait. Au stade ultime cela conduira à la stupéfiante et décalée « Grande modération » proclamée par Bernanke, la version moderne de la proclamation d'Irving Fisher du « haut plateau permanent ». Involontairement, Bernanke a donné sa bénédiction aux constructions financières les plus dangereuses sur la base de l'argument selon lequel le monde était désormais moins risqué car il avait confiance dans la compétence des banquiers centraux pour éviter les risques de récession. Les marchés ont réagi d'une manière prévisible : la cupidité a vaincu la peur, comme cela se doit quand les pertes sont socialisées.

Le livre de Reinhart et Rogoff (2009a) présente donc une originalité inutile, mais probablement non intentionnelle. Si Reinhart et Rogoff avaient lu Minsky, ils auraient été confrontés à son argument selon lequel une économie capitaliste développée comportant un système financier complexe, génère des crises financières de manière endogène. Le concept de Reinhart et Rogoff d' « évolution graduelle » vers un système immunisé contre les crises financières est inapplicable dans une telle économie. Minsky estimait que l'intervention publique peut être organisée de manière à rendre l'économie plus stable, mais que cette stabilité est elle-même déstabilisante. Reinhart et Rogoff semblent bien comprendre que les spéculations euphoriques conduisent au krach, même quand elles sont vendues à l'aide d'une histoire du genre « cette époque est différente ». En d'autres termes leur méthode empirique leur permet de rejeter la thèse que « cette époque est différente », mais leur compréhension du processus qui conduit un système financier au précipice est bien pâle comparée aux analyses de Galbraith et Minsky. Plus important, comme on le verra ci-dessous, il nous semble qu'ils ne saisissent pas complètement les mécanismes monétaires fondamentaux et les conditions qui rendent les États souverains « garantis contre la faillite », même quand les secteurs privés sont encore exposés aux crises.

En tout cas, il nous est difficile de considérer que leur étude est plus utile à la compréhension de la crise actuelle que les narrations détaillées, pour la simple raison qu'ils sont contraints de laisser de côté les détails pour favoriser une description à gros traits. Par exemple, on souhaiterait disposer d'informations sur les crises grecques antérieures pour disposer d'éléments permettant de comprendre la crise en cours. Dans leurs annexes « détaillées », où Reinhart et Rogoff examinent les crises particulières, deux entrées sont consacrées à la Grèce. Il y a eu une crise en 1931 et on peut lire : « Le pays fit défaut sur sa dette externe et laissa en place l'étalon-or » ; la deuxième crise eu lieu en 1991-1995 et on peut lire : « Des problèmes localisés imposèrent une injection significative de fonds publics ». C'est tout. Certes, il ne serait pas très juste de reprocher aux auteurs de ne pas fournir beaucoup de détails pour chacune des centaines de crises qu'ils ont prises en compte. Pourtant les auteurs mettent à disposition une entrée pour chaque crise et il est problématique que le seul savoir qu'on en retire ne dépasse pas quelque chose comme « Oui, il y a eu des tas de crises » si bien qu'un lecteur, fut-il attentionné, n'a pas une meilleure compréhension des crises après avoir lu l'intégralité des annexes.

Pourtant ce n'est pas le problème principal de leur approche. Au cours des 800 ans passés (et même au cours des 200 dernières années sur lesquelles se concentre l'ouvrage), les institutions, l'organisation des politiques monétaires et budgétaires, et les régimes de change ont fondamentalement changé. La dernière fois que le gouvernement américain fit défaut fut en 1933. À cette époque, le gouvernement des États-Unis était « petit », il était contraint par le système de l'étalon-or, la promesse de convertir les obligations publiques en or à un taux fixe. Les dépenses du gouvernement fédéral ne représentaient en 1933 que 6 % du PIB, ce qui était plus élevé que les 2,5 % de 1929, non pas du fait d'une hausse des dépenses, mais parce que le PIB avait été divisé par deux entre 1929 et 1933. Aujourd'hui les dépenses du gouvernement des États-Unis atteignent en moyenne un cinquième à un quart du PIB, et en intégrant les transferts, dix points de plus. Cette évolution est générale parmi les pays avancés ; dans la plupart d'entre eux, les administrations publiques représentent près de 50 % du PIB. Ceci a-t-il de l'importance ? Si c'est le cas, comme nous le pensons, placer sur le même plan des pays ayant de petits gouvernements en régime d'étalon-or et des pays avec un grand gouvernement, une monnaie non convertible et des changes extérieurs flottants n'apporte pas d'information utile.

Reinhart et Rogoff (2009a, 2009b) affirment que les ratios d'endettement public ont de l'importance, ce qui est indirectement lié à la taille du secteur public (un secteur public de seulement 3 % de l'économie n'aura probablement pas une dette élevée, en pourcentage du PIB). Ils semblent aussi admettre que la devise dans laquelle la dette est libellée importe ; encore une fois, cela plaide contre une simple agrégation des pays au cours du temps. Ils relient la constatation que des nations « émergentes » sont contraintes par des ratios d'endettement de 60 % plutôt que de 90 % à la propension des nations émergentes à libeller leurs émissions de dette en devises étrangères, et à la détention de cette dette par des

étrangers (les détenteurs domestiques faisant face à un plus grand risque de défaut). Ils constatent également que quand les gouvernements optent pour des régimes de change flottant et se limitent à des émissions de dette en devise domestique, les contraintes sont beaucoup plus lâches. Cela semble être une grande partie du processus par lequel les pays « évoluent progressivement » d'une situation de défauts récurrents à une absence de défaut. Nous sommes du même avis ; nous aurions simplement souhaité que les auteurs utilisent beaucoup plus cette distinction.

Le problème est que les ratios fournis par Reinhart et Rogoff ne font pas généralement de telles distinctions ; même avec une lecture soignée de leur livre il est impossible de déterminer si les défauts de dette publique se sont produits en régime de change fixe (qu'il s'agisse d'un régime d'étalon-or ou d'un ancrage à une devise étrangère) ou en régime de change flottant (aucun engagement de conversion à un taux fixe). En effet, leur constatation que les « nations avancées » semblent « progresser » n'est rien d'autre que la transition vers des devises souveraines, qu'ont accomplie la plupart des nations développées avec l'abandon de Bretton Woods.

Selon nous, il n'y a aucun cas de défaut sur la dette publique (domestique ou étrangère) dans leur ensemble de données dans le cas d'une devise flottante. Nous n'en sommes pas certains parce que cela n'est pas explicité dans leur analyse. Ils distinguent « la dette domestique » (vraisemblablement libellée dans la devise domestique) et « la dette extérieure » (dans le cas des pays émergents, il est dit qu'elle est « souvent » émise en devises étrangères, mais aucune donnée n'est fournie pour faire cette distinction) (p. 10, 13). Dans une des annexes du livre, ils énumèrent des sources de données pour la dette publique domestique et sous le commentaire ils précisent « dollars » pour quelques pays. Cela signifie-t-il que les pays énumérés ont adopté le dollar américain pour émettre leur devise « domestique » ? Nous n'en sommes pas sûrs, mais si c'est le cas, pourquoi cette dette serait-elle considérée comme domestique ?

De notre point de vue, la distinction la plus importante que l'on peut faire entre ce que nous appelons dette souveraine (émise par un gouvernement qui ne s'engage pas à accepter toute demande de conversion en métal précieux ou en devise étrangère à un taux de change fixe) et la dette non souveraine (qui peut inclure la dette publique émise avec un engagement de conversion à un taux de change fixe), est la devise dans laquelle la dette est libellée. De manière intéressante, Reinhart et Rogoff montrent avec pertinence qu'un taux de change fixe ou « fortement géré » tend à mettre en marche les mécanismes qui conduisent à la crise et au défaut de paiement. Par exemple, quand le gouvernement met en œuvre un ancrage de manière explicite ou implicite, les résidents domestiques aussi bien que le gouvernement lui-même sont fortement tentés d'émettre la dette en devise étrangère lorsque le taux d'intérêt domestique est plus élevé que les taux étrangers. Ceci mène à une accumulation de dettes en devises étrangères, qui consiste au fond à échanger des taux d'intérêt inférieurs contre un risque de change. Cependant,

pour le gouvernement, cet arbitrage revient à abaisser la charge de la dette au prix d'un risque d'insolvabilité (Reinhart et Rogoff, 2009a).

Pour une nation souveraine en régime de change flottant non convertible (sans engagement à convertir la dette à un taux de change fixe) la question de l'impératif des finances publiques se pose de manière très différente. Reinhart et Rogoff semblent avoir perçu cette différence : « Si le taux de change est fortement géré (il n'a pas besoin d'être explicitement fixe), une incohérence d'objectifs surgit entre le soutien du taux de change et le rôle de prêteur en dernier ressort aux établissements en difficulté. » (p. 271) Et ils poursuivent : dans le cas de la dette libellée en devise étrangère, « la dépréciation ou la dévaluation de la devise... augmente la probabilité de défaut externe et domestique si le gouvernement a émis de la dette en devise étrangère » (p. 272). Et en conclusion, ils notent : « Une garantie, même implicite de stabilité du taux de change peut encourager des banques, les entreprises, et les citoyens à s'endetter massivement en devise étrangère, jugeant faible le risque de dévaluation soudaine de la monnaie qui augmenterait brusquement le poids de ce type de dette. Dans une certaine mesure, l'effondrement d'une devise est un effondrement d'une garantie du gouvernement sur laquelle le secteur privé s'était fondé... » (p. 272-273).

Pourtant s'ils avaient entièrement reconnu l'importance de la différence entre une devise souveraine (comme définie ci-dessus) et une devise non souveraine, ils auraient pu utiliser cette distinction dans leurs données. Un gouvernement qui fonctionne avec une devise non souveraine, émettant des dettes soit en devise étrangère soit en devise domestique ancrée sur une devise étrangère (ou un métal précieux) est confronté à des risques opérationnels réels et présente un risque de solvabilité. Cependant, l'émetteur d'une devise souveraine – un gouvernement qui utilise sa propre devise flottante et non convertible – n'est pas contraint dans son fonctionnement et ne peut pas être forcé au défaut. Ce fait est reconnu, au moins partiellement, par les marchés et même par les agences de notation. Par exemple, le Japon a pu augmenter sa dette publique à des pourcentages de PIB plus de deux fois plus élevés que les seuils de Reinhart et de Rogoff avec des taux d'intérêt extrêmement bas sur sa dette souveraine libellée en yens. En revanche, les 50 États des États-Unis, les nations en *currency board* comme l'Argentine (vers la fin des années 1990), ou même les pays de la zone euro (dont la structure institutionnelle les fait fonctionner de manière similaire aux États des États-Unis) sont exposés à des dégradations de leur dette par les agences de notation ou des hausses de taux d'intérêt pour des déficits souvent bien moindres que celui du Japon ou même du gouvernement américain. C'est parce qu'une nation qui opère avec sa propre devise peut toujours continuer à dépenser en créditant simplement les comptes bancaires, y compris pour le paiement des intérêts. Ainsi il n'y a aucun risque de défaut au regard de la capacité de payer. Au contraire, une nation qui ancre sa devise ou choisit un *currency board* peut se retrouver en défaut de paiement en raison de la limitation de sa capacité à payer qu'elle s'est imposée à elle-même ; c'est pour cette raison que le gouvernement des États-Unis a abrogé l'ancrage à l'or en 1933.

Dans la section suivante, nous examinons le cas des États-Unis, qui fonctionnent avec une devise souveraine. Nous y affirmons que les résultats de Reinhart et de Rogoff n'y sont pas appropriés. Malheureusement, les pays de la zone euro ont abandonné leurs devises souveraines quand elles ont adopté l'euro ; c'est ce qui a permis que des pays comme la Grèce se retrouvent à nouveau confrontés à la possibilité d'un défaut souverain, ce qui les a renvoyé au rang des pays à l'école élémentaire (Kelton et Wray, 2009).

2. Ratios de dette élevés : corrélation ou causalité ?

Dans un entretien récent au *Wall Street Journal*, Carmen Reinhart a affirmé que les États-Unis ne traitaient pas leur problème d'explosion de leur dette et qu'un abaissement de la note de celle-ci pourrait être nécessaire pour obliger les politiciens à comprendre le problème (Hilsenrath, 2010). Le *Wall Street Journal* considère l'ouvrage de Reinhart et de Rogoff (2009a) comme « le livre de sciences économiques le plus important de 2009 » (Hilsenrath, 2010). Le livre et son article d'accompagnement (2009b) ont suscité une large attention des médias et ont été utilisés à la fois par les faucons et les colombes des déficits pour affirmer que la hausse de la dette publique des États-Unis n'était pas soutenable. La conclusion principale de l'article est que quand la dette publique franchit le seuil de 90 % du PIB, la croissance ralentit de manière significative – la médiane des taux de croissance médians chute de 1 % et la moyenne tombe encore davantage. Cette limite est la même pour les pays développés et ceux en voie de développement, cependant, en ce qui concerne la dette externe (qui est définie dans leur livre comme les dettes publique et privées émises dans une juridiction étrangère, et habituellement mais pas toujours, libellées en devise étrangère), le seuil est très inférieur, à peine 60 % du PIB. Dès qu'un pays franchit ce seuil de dette extérieure, la croissance annuelle diminue d'environ 2 % et lorsqu'elle atteint des niveaux élevés, le taux de croissance est réduit de presque la moitié. Beaucoup citent ces chiffres en référence à la situation des États-Unis, puisqu'environ la moitié de la dette fédérale est détenue par l'extérieur ; bien que la dette publique japonaise soit beaucoup plus élevée, la quasi-totalité est interne et beaucoup de commentateurs pensent que c'est une distinction importante.

Un fait qui n'est pas expliqué dans l'article est que les taux de croissance moyens sont plus élevés (à la fois dans les pays développés et émergents) pour des ratios de dette intermédiaires (60-90 % du PIB) que pour des ratios faibles (30-60 % du PIB). Si la dette obère la croissance, la croissance moyenne devrait décliner continûment avec la hausse du ratio de dette, ce qui est contredit par leurs données. Ensuite, le fait que la croissance ne ralentit pas dans un certain nombre de pays de leur échantillon avec des niveaux de dette supérieurs à 90 %, la croissance étant même plus forte dans certains cas de dette très élevée, aurait mérité quelques explications. Pour être honnête, il faut dire que les auteurs mentionnent qu'une analyse spécifique serait nécessaire, mais ils n'en donnent aucune permettant

d'expliquer ces écarts. Pourquoi certains pays croissent-ils plus vite avec des ratios de dette élevés et d'autres moins vite ? Cette remarque met en évidence le principal inconvénient de leur méthode fondée sur l'utilisation de médianes et de moyennes calculées sur un échantillon de pays et de périodes pour tirer des conclusions générales sur la dette et la croissance. Il apparaît que dans certains cas, un pays très important ou un point aberrant (comme les États-Unis ou l'Argentine) pèsent très lourdement sur le résultat de l'ensemble du groupe, ce qui invalide l'application de ce résultat aux autres pays¹. Des questions spécifiques à certains pays méritent d'être posées, mais il n'est pas certain que les auteurs disposent de suffisamment d'observations. Par exemple, dans le cas des États-Unis, sur 216 observations du ratio dette/PIB, seuls 5 (2,3 % de l'échantillon) concernent des niveaux de dette supérieurs à 90 %. Les cinq observations correspondent à la période juste après la Seconde Guerre mondiale quand la croissance avait ralenti significativement alors que l'État réduisait ses dépenses. Ceci est insuffisant pour conclure que les hauts niveaux de dette sont corrélés à une croissance lente.

Ce qui est plus important encore, c'est que corrélation ne veut pas nécessairement dire causalité. Les auteurs utilisent la théorie de l'équivalence ricardienne reformulée par Barro pour expliquer pourquoi des niveaux élevés de dette sont corrélés avec de faibles taux de croissance. Comme les individus supposent que les « impôts augmenteront en fin de compte », ils dépensent moins aujourd'hui, ce qui réduit le taux de croissance. Des dettes élevées sont également reliées à une inflation élevée parce que les gouvernements sont alors tentés de provoquer de l'inflation pour réduire le poids de leurs dettes (Reinhart et Rogoff, 2009b). D'une manière ou d'une autre, ceci est censé se traduire par un ralentissement de la croissance.

Mais il y a une explication plus convaincante de la corrélation entre des ratios d'endettement élevés et une faible croissance. Pendant une récession, le solde public devient automatiquement déficitaire et le ratio d'endettement augmente, un point qu'ils reconnaissent. Par conséquent, si l'on prend simplement les taux de croissance moyens pour différents niveaux de dette, il y a évidemment une corrélation négative. Mais la causalité ne va pas de la dette vers le ralentissement de la croissance, mais en sens inverse. La récession actuelle est un très bon exemple de ce lien. Il n'est pas crédible d'expliquer la récente récession aux États-Unis par l'augmentation de la dette publique. Mais la dette publique détenue par le secteur privé est passée de 36 % du PIB en 2006 à environ 52 % du PIB en 2009 en même temps que le budget fédéral devenait automatiquement plus déficitaire. Comme l'explique Koo (2010), comprendre la cause et les effets à contre-courant mène précisément à une mauvaise réponse de politique économique, dans ce qu'il appelle « une récession de bilan ». Comme au Japon en 1990, la réponse de politique adaptée pour les États-Unis aujourd'hui repose sur davantage de *stimulus* budgétaire (réductions d'impôts,

1. On peut espérer que la base de données qu'ils ont constituée apporte plus de détails. Nous avons tenté de contacter les deux auteurs pour accéder à leur données, mais jusqu'à présent sans succès.

augmentation des dépenses, ou, mieux, une combinaison des deux) pour mener l'économie vers la reprise. Une fois en cours, la reprise permettra simultanément de retrouver la croissance et de réduire le déficit budgétaire.

3. Devise souveraine : quelle importance a-t-elle ?

Quelle est donc la façon correcte d'analyser les finances publiques ? Les études de Reinhart et Rogoff (2009a, 2009b) séparent les économies développées des économies émergentes. Dans leurs analyses, il n'est pas toujours clair de savoir quel type de régime de taux de change est en vigueur, et si les dettes publiques sont libellées en devises étrangères ou domestique. En effet, ils classent la dette comme domestique ou étrangère (p. 10, 13) selon la « juridiction » plutôt que selon la devise dans laquelle elle est libellée. Pour eux, Ce qui compte, c'est qui détient la dette du gouvernement, créanciers domestiques ou étrangers, puisque leur puissance relative est censée être un facteur important dans la décision du gouvernement de faire défaut (2009a). Elle serait aussi corrélée au fait que la nation est un importateur ou un exportateur net. Nous pensons qu'il est plus utile de classer la dette publique selon la devise dans laquelle elle est libellée et selon le régime de taux de change en vigueur. Dans cette section nous expliquerons pourquoi nous estimons que « la dette souveraine » émise par un pays qui dispose d'une monnaie non convertible (sans aucune promesse de conversion en or ou en devise étrangère à un taux fixe), dont le taux de change est flottant, ne fait pas courir le risque de défaut. À nouveau, nous appelons ceci une devise souveraine, émise par un gouvernement souverain.

Un gouvernement souverain dépense en émettant sa propre devise et, étant l'unique émetteur de cette devise, il n'a aucune contrainte quant à sa capacité à dépenser. Il n'a pas besoin d'impôts ou d'émissions d'obligations ; il peut dépenser en créditant les comptes des banques ; c'est un simple jeu d'écritures. En revanche, les pays qui abandonnent leur souveraineté monétaire, soit en ancrant leur monnaie à l'or ou à une autre devise, soit en adoptant complètement une devise étrangère (par exemple *via* la dollarisation) sont contraints dans leur capacité à financer leurs dépenses en émettant de la monnaie. Un pays non souverain qui ancre sa monnaie à une autre devise peut seulement émettre de la monnaie jusqu'au niveau où ses réserves de devises étrangères lui permettent de maintenir l'ancrage. S'il émet trop de monnaie domestique, une attaque spéculative peut obliger le pays à quitter l'ancrage, ce qui correspond à un défaut. L'adoption d'un ancrage contraint un gouvernement à abandonner au moins une partie de l'autonomie de sa politique monétaire et budgétaire ; les contraintes sont bien sûr moins restrictives si le pays est en excédent courant et accumule des réserves de devises étrangères (ou d'or).

Dans le cas le plus extrême, comme celui dans lequel les pays de la zone euro se trouvent depuis leur entrée dans l'union monétaire, les pays abandonnent leur monopole d'émission de monnaie à une institution étrangère ou supranationale, telle que la BCE, et doivent par conséquent financer leurs dépenses par des impôts et

des émissions d'obligations. En fait, les membres de la zone euro sont des utilisateurs, et non des émetteurs, de la monnaie. De ce point de vue, n'importe quel pays de la zone euro, y compris l'Allemagne, est très proche d'un État des États-Unis. Par conséquent un pays émergent qui conserve la souveraineté de sa monnaie a plus de liberté en matière de politique économique que la Grèce ou même l'Allemagne. Nous savons certes que même les gouvernements souverains ont des contraintes ; leur capacité d'acheter à l'étranger dépend du pouvoir d'achat de leur propre monnaie ; trop de dépenses peuvent se traduire par de l'inflation. Mais ils ne font pas face à des contraintes de solvabilité dans leur propre monnaie.

Pourquoi est-ce que le Japon ne paie pas des taux d'intérêt élevés ou ne fait pas face à des crises de dette malgré son ratio élevé de dette rapportée au PIB, un ratio beaucoup plus élevé que celui de la Grèce ? C'est précisément parce que la dette japonaise est libellée dans sa propre monnaie, l'émetteur unique étant le gouvernement japonais. L'exception japonaise en comparaison avec la Grèce n'est pas que sa dette soit détenue par les citoyens japonais comme le soutiennent Reinhart et Rogoff (2009b). Un gouvernement souverain rembourse sa dette – que les possesseurs soient nationaux ou étrangers – d'une façon simple : en créditant les comptes des banques. Il n'y a pas plus de risque de défaut involontaire sur la dette souveraine japonaise détenue à l'étranger que sur la dette souveraine japonaise détenue domestiquement : dans aucun des deux cas le gouvernement japonais ne peut être contraint de faire défaut.

La classification de Rogoff-Reinhart montre leur compréhension incomplète de ce qu'est la dette publique. Un pays avec une monnaie souveraine n'a pas besoin d'émettre des titres pour « financer » ses dépenses. L'émission de titres est une opération volontaire qui donne au secteur privé l'occasion de substituer des éléments du passif du gouvernement non rémunérés (monnaie et réserves auprès de la banque centrale) en éléments du passif du gouvernement rémunérés (obligations et bons du trésor), qui sont des soldes créditeurs dans les comptes-titres de la même banque centrale. Mais si l'on croit que le gouvernement doit emprunter pour dépenser, la question de savoir qui possède ces obligations ou qui est disposé à acheter ces obligations devient importante. De ce point de vue, un pays peut être exclu des marchés de capitaux internationaux ou même des marchés de capitaux domestiques s'il échoue à honorer ses dettes. Si l'on comprend que les émissions obligataires sont une opération volontaire par un gouvernement souverain, et que les titres ne sont rien d'autre que des comptes différents auprès de la même banque centrale utilisés par le même gouvernement, il devient non pertinent pour des questions de solvabilité et de taux d'intérêt de savoir s'il y a des acheteurs pour les obligations d'État et si les obligations sont détenues par des entités nationales ou étrangères.

Certains pourraient objecter que le défaut est toujours à un certain degré un événement volontaire – un point souligné par Reinhart et Rogoff dans leur livre (ch. 4). Même les gouvernements non souverains (comme nous les définissons) choisissent d'une certaine façon quand ils font défaut. Par exemple, le gouvernement des États-Unis a choisi le jour de 1933 où il ferait défaut sur son

engagement à livrer de l'or – il aurait pu faire défaut plus tôt ou un peu plus tard. En fin de compte, il aurait pu être contraint de faire défaut – quand il a finalement échangé sa dernière once d'or pour des dollars – mais il a en réalité fait défaut bien avant ce moment. C'est une situation courante : le pays perd des devises étrangères (ou de l'or) rapidement et fait face à une montée en flèche des taux d'intérêt, il abandonne alors la convertibilité, suspend les paiements ou impose une décote et souvent re-libelle sa dette en monnaie nationale. Dans la plupart des cas, le gouvernement pourrait avoir retardé le défaut et même l'avoir écarté en imposant une austérité draconienne générant un surplus de la balance commerciale suffisamment élevé. Ainsi, acceptons-nous l'argument de Reinhart et Rogoff selon lequel les gouvernements choisissent d'une certaine manière le défaut comme le moindre de deux maux. Cependant, dans le cas d'une dette d'un gouvernement souverain, le gouvernement a toujours les moyens d'effectuer tous les paiements venant à échéance, sans augmenter les impôts des résidents et sans générer un surplus de la balance commerciale. Il est néanmoins possible qu'un gouvernement souverain puisse simplement choisir de faire défaut sur sa dette, peut-être pour des raisons politiques, mais ceci ne semble pas être un phénomène empiriquement important. Dans le livre de Reinhart et Rogoff (110), qui prétend avoir traité 70 cas de défaut domestique, nous ne trouvons pas un seul cas d'un pays émettant sa propre monnaie, sans ancrage à une autre monnaie ou à l'or, qui ait fait défaut sur sa dette.

Un autre problème du livre de Rogoff et Reinhart (2009a) et leur article (2009b) est qu'ils mettent dans le même sac des dettes externes publiques et privées suivant la logique que « la dette est la dette ». Ceci démontre une fois de plus une compréhension incomplète de la différence entre une entité du secteur privé et le gouvernement. Quand une entité privée s'endette, son passif est l'actif d'une autre entité. Il n'y a aucune création nette d'actif financier. Quand un gouvernement souverain émet de la dette, il crée un actif pour le secteur privé sans compensation par un passif du secteur privé. Par conséquent l'émission de dette publique se traduit par la création nette d'actif financier pour le secteur privé. La dette privée est de la *dette* mais la dette publique constitue une richesse financière pour le secteur privé. Une hausse de la dette privée devrait soulever des inquiétudes parce que le secteur privé ne peut pas accumuler des déficits persistants. Mais le gouvernement, en tant qu'émetteur unique de sa propre monnaie, peut toujours rembourser sa dette en créditant les comptes des banques et ces paiements d'intérêt sont un revenu pour le secteur privé, tandis que la dette est un actif pour le secteur privé. Exprimé d'une autre manière, on se trouve en position de Ponzi quand on doit emprunter pour de futurs remboursements. Pour un gouvernement avec une devise souveraine, il n'y a aucun impératif à emprunter, par conséquent il n'est jamais dans une position de Ponzi.

Selon Reinhart et Rogoff (2009b), la croissance diminue de façon importante lorsque la dette extérieure est supérieure à 60 % du PIB et la plupart des pays émergents qui ont fait défaut sur leur dette extérieure depuis les années 1970 avaient

un ratio de dette rapportée au PIB de 60 % ou moins (soit le plafond du critère de Maastricht). Bien que ceci puisse être un résultat surprenant pour les auteurs, il devrait être clair que les pays hésitent à recourir à l'endettement extérieur, puisque celui-ci est souvent libellé en devise étrangère. À nouveau, comme les auteurs considèrent le total des dettes publiques et privées, il est difficile de connaître la part de chacune de ces dettes, la part de la dette publique souveraine (en monnaie nationale non convertible) et de celle qui ne l'est pas (en devise étrangère convertible).

Pour un pays ayant une monnaie souveraine, la nécessité d'équilibrer le solde public sur une certaine période déterminée par les mouvements des astres, ou au cours d'un cycle économique, est un mythe, une religion démodée. Lorsqu'un pays dispose d'un régime monétaire fiduciaire, il fixe ses propres limites à ses dettes et déficits, ainsi qu'aux émissions obligataires, ce qui signifie qu'il n'existe pas de contraintes financières inhérentes dans un tel régime, contrairement à un régime d'étalon-or ou de change fixe. Mais cette superstition est considérée comme nécessaire parce que si tout le monde se rend compte que l'État n'est pas réellement contraint d'équilibrer le solde public, alors il peut dépenser « sans contrôle », accaparant une trop grande part des ressources de la nation. Paul Samuelson a accordé de l'importance à ce point de vue (voir la citation en exergue).

Les États souverains n'ont pas de contraintes financières et ne peuvent être à court de leur propre monnaie puisqu'ils en sont les seuls émetteurs, ce que Reinhart et Rogoff semblent comprendre (p. 119, 180). Ces États règlent tous les paiements venant à échéance, y compris les charges d'intérêt sur leur dette et le paiement du principal en créditant les comptes des banques, ce qui signifie qu'en pratique leurs dépenses ne sont pas contraintes. Comme les émissions d'obligations sont un choix délibéré, un État souverain n'a pas non plus à laisser les marchés déterminer les taux d'intérêt qu'il paie sur ses obligations. Des pays qui, comme la Grèce, renoncent à leur souveraineté monétaire, se retrouvent face à des contraintes financières et sont obligés d'emprunter sur les marchés financiers au taux du marché pour financer leurs déficits. Comme le montre l'expérience grecque, ce système monétaire permet aux marchés et aux agences de notation (ou à d'autres pays dans le cas de la Grèce) de dicter sa politique à un pays politiquement souverain.

Les travaux de Reinhart et Rogoff (2009a, 2009b) ne font que de brèves allusions à la devise dans laquelle la dette est libellée, donnant l'impression au lecteur que ce n'est pas un facteur important pour la soutenabilité de la dette, alors que c'est en fait le facteur le plus important. Les États ne peuvent pas être contraints de faire défaut sur la dette souveraine. Reinhart et Rogoff expliquent dans leur ouvrage que les États qui font défaut sont enclins à convertir l'endettement en devises étrangères en monnaie nationale. Cela s'est produit en Argentine et au Mexique. Mais alors, si la monnaie dans laquelle la dette est libellée n'a pas d'importance, pourquoi les pays feraient-ils cela ? Oui, les pays font défaut sur leur dette, mais ils convertissent leur dette dans une monnaie que le pays peut créer « en appuyant sur un bouton », en créditant des comptes bancaires. Les auteurs

mentionnent également que les « seuils de dette extérieure sont plus élevés pour les économies avancées qui peuvent émettre l'essentiel de leur dette extérieure dans leur propre monnaie » (2009b). Ils ne fournissent aucune explication, mais il devrait maintenant être clair que les nations souveraines qui émettent leur propre monnaie non convertible flottante ne peuvent être contraintes de faire défaut sur leur dette émise dans leur propre monnaie.

Pour conclure cette discussion, soulignons que la dette publique libellée en devises étrangères peut poser de sérieux problèmes à l'État. Lorsqu'un État s'endette en devises étrangères, de faibles niveaux d'endettement peuvent être insoutenables puisque que l'État ne peut pas émettre dans cette devise étrangère pour remplir ses engagements en termes de dette. Comme les pays ne peuvent accumuler des devises que par les exportations, un retournement soudain de la situation en termes d'exportations peut conduire à ce que le pays soit incapable de respecter ses engagements sur la dette extérieure. Ceci vaut aussi pour le secteur privé. Lorsque les ménages ou les entreprises s'endettent en devises étrangères, cela fragilise leur situation et un tarissement des devises étrangères entraînera des faillites à grande échelle susceptibles de conduire à une crise financière. C'est pour cette raison que les États ne devraient jamais émettre des titres de dettes libellés en devise étrangère ; les acteurs prudents du secteur privé ne devraient probablement pas le faire non plus, mais s'ils le font, l'État devrait refuser de prendre en charge la dette en devise étrangère. Si un État s'endette dans sa propre monnaie, peu importe qui détient cette dette, que ce soient les citoyens du pays ou le reste du monde. L'État pourra toujours rembourser sa dette, tout comme il le fait pour tous les autres paiements, en créditant les comptes des banques, techniquement par création monétaire. Mais si le gouvernement prend en charge la dette privée en devise étrangère, il se place immédiatement en situation de ne plus être solvable.

Que dire sur l'inflation ? Reinhart et Rogoff (comme la plupart des économistes) craignent que si l'État, qui a le monopole de la création monétaire, finance ses dépenses simplement par création monétaire, cela conduise à une accélération de l'inflation (p. 80). Certes, des dépenses publiques excessives peuvent être inflationnistes. C'est incontestable. C'est le point soulevé par Samuelson dans la citation faite plus haut. Une fois que l'économie est au plein emploi, toute dépense supplémentaire (de l'État, des ménages, des entreprises ou du reste du monde) va générer de l'inflation (à moins que les dépenses privées soient réduites). Des goulots d'étranglement peuvent produire de l'inflation avant même que l'économie soit au plein emploi. Mais lorsque l'économie est nettement en sous-emploi, une baisse des impôts ou une hausse des dépenses publiques (avec des contrôles appropriés sur les prix payés par l'État) ne seront pas inflationnistes. Nous traitons ici de questions de solvabilité, de faillite, de soutenabilité. Notre point est simple : un État souverain ne peut être contraint de faire défaut sur sa dette libellée en monnaie nationale. Oui, les dépenses excessives sont inflationnistes, mais diminuer les impôts ou effectuer des dépenses publiques en créditant les comptes des banques lorsque l'économie a des capacités de production

non utilisées ne créera pas d'inflation par la demande et ne conduira pas l'État à faire défaut sur sa dette.

Alors que pour certains l'inflation est une forme de faillite (c'est le cas pour Reinhart et Rogoff), nous croyons que ce point de vue est totalement injustifié dans le cas d'une monnaie souveraine. L'État ne promet pas de convertir sa monnaie dans un panier de produits, de sorte qu'une hausse du prix de ce panier ne peut pas être considéré juridiquement comme une faillite. Dans le cas d'un régime d'étalon-or (que nous définissons comme une monnaie non souveraine), une dévaluation de la monnaie est techniquement une faillite : le détenteur de la monnaie de l'État ne peut pas l'échanger contre la quantité d'or préalablement convenue. Mais le gouvernement américain ne fait plus de telles promesses, et ne promet pas non plus de convertir sa monnaie dans un panier fixe de biens. Évidemment, si l'inflation était une faillite, alors tous les États seraient virtuellement en permanence en faillite puisqu'il y a eu de l'inflation dans pratiquement tous les pays et pratiquement toutes les années depuis la Seconde Guerre mondiale. Nous ne trouvons pas qu'une telle définition soit utile.

■ Conclusion

Aujourd'hui, aux États-Unis, le taux de chômage est proche de 10 % et le taux de sous-utilisation de la main-d'œuvre d'environ 17 % selon la mesure la plus large. Pourtant, le débat public se focalise sur la réduction des déficits publics plutôt que sur les politiques de réduction du chômage. Les économistes de la pensée dominante, souvent ceux-là mêmes qui ont contribué à créer cette crise, sont toujours présents pour donner des conseils sur la réduction des « énormes » déficits et dettes. La majorité des économistes qui parlent de déficits et de dette ont une compréhension très limitée du régime monétaire moderne dans lequel les États-Unis ont vécu durant les quatre dernières décennies. Il suffit de lire la lettre adressée à un élève de sixième par le directeur du CBO pour constater que même l'organisme indépendant le plus respecté en matière de déficit et de dette ne comprend pas les causes et les conséquences des déficits publics souverains. La plupart des « experts » confondent la solvabilité avec un certain degré de « soutenabilité » reposant sur des critères plutôt arbitraires de ratios de déficit et de dette rapportés au PIB. Ces ratios pourraient avoir une signification dans les régimes de taux de change fixe ou d'étalon-or, mais ils ne sont pas pertinents pour un pays ayant sa propre monnaie non convertible.

En matière de déficit et de dettes publics de gouvernements souverains, il n'existe pas de ratio magique pertinent pour tous les pays et toutes les périodes. Il n'existe pas de seuils qui, une fois franchis, seront insoutenables ou réduiront la croissance du pays. L'équilibre budgétaire est dans la plupart des pays avancés hautement endogène et n'est que le reflet de l'équilibre des comptes du secteur privé. Le déficit public résulte de la volonté du secteur privé d'épargner plus qu'il n'investit et d'importer davantage qu'il n'exporte.

On interprète souvent la théorie monétaire moderne (Wray, 1998), comme une théorie selon laquelle l'État peut dépenser sans limite réelle et devrait maintenir des déficits publics. Bien sûr, il y a une limite aux dépenses publiques, et bien sûr, l'État ne devrait pas dépenser sans limite. Cependant, un État souverain n'est pas contraint financièrement ce qui signifie qu'il ne sera jamais face à un problème de solvabilité. Néanmoins, il est contraint en termes réels, ce qui signifie qu'il se trouve en face d'autres problèmes de soutenabilité : quelle fraction des ressources de la nation devrait être utilisée par l'État ? Compte tenu du niveau de ressources dont le secteur privé a besoin, quelle peut être l'ampleur du déficit public ?

Il y a plus de cinquante ans, Abba Lerner a répondu à cette question. S'il y a du chômage involontaire (nous y ajouterions du sous-emploi), cela signifie que le déficit public est trop faible. L'État doit soit diminuer les impôts, soit augmenter les dépenses. On peut bien sûr débattre sur la meilleure politique à mener, mais c'est au-delà de l'objectif de cet article. Quand peut-on dire que le déficit est excessif ? Quand il dépasse 3 %, 7 %, 10 % ? Encore une fois, il n'y a pas de nombre magique et quiconque propose un nombre unique méconnaît tout simplement le régime monétaire et la macroéconomie modernes. En opposition à la magie, Lerner a proposé la « finance fonctionnelle », selon laquelle le niveau de solde public n'a par lui-même aucune conséquence, mais ce qui est important c'est l'impact économique des dépenses publiques et de la fiscalité. Lorsque le total des dépenses de l'économie, y compris les dépenses publiques, dépasse ce que l'économie est capable de produire au plein emploi, l'État doit soit réduire ses dépenses soit augmenter les impôts. À défaut de le faire, cela conduira à de l'inflation. Ainsi, c'est l'inflation qui est la véritable limite aux dépenses publiques et non un manque de financement. Ceci s'applique aussi à la dette publique qui n'est que la résultante du déficit public.

Références bibliographiques

- Blaug M., 1990, *John Maynard Keynes: Life/Ideas/Legacy*, Palgrave MacMillan.
- Galbraith J. K., 1954, *The Great Crash 1929*, Boston, Houghton Mifflin, Boston (1989, 5^{ème} édition). En français, *1929 et le krach de 1987*, Petite Bibliothèque Payot.
- Hilsenrath J. 2010, « Carmen Reinhart on Greece, U.S. Debt and Others *Scary Scenarios* », *The Wall Street Journal*, février.
- Kelton S. et R. Wray, 2009, « Can Euroland Survive? », *Public Policy Brief No. 106*, Levy Economics Institute, novembre.
- Kindleberger C., 1978, *Manias, Panics and Crashes*, Wiley, (2005, 5^e édition). En français, *Histoire de la spéculation financière*, Éditions Valor.
- Koo R., 2010, « Why inflation might not be around the corner for US and Europe », *Nomura Securities Co Ltd, Tokyo, Economic Research—Flash Report*, avril. www.nomura.com/research

- Minsky H. P., 1986, *Stabilizing an Unstable Economy*, Yale University Press.
- Reinhart C. et K. Rogoff, 2009(a), *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press. En français : *Cette fois, c'est différent : huit siècles de folies financières*, Pearson.
- Reinhart C. et K. Rogoff, 2009(b), « Growth in a Time of Debt », *American Economic Review Papers and Proceedings*, décembre.
- Wray R. L., 2009, « The rise and fall of money manager capitalism: a Minskian approach », *Cambridge Journal of Economics*, 33, pp. 807-828.
- Wray L. R. 1998, *Understanding Modern Money: The Key to Full Employment and Price Stability*, Edward Elgar.