

Politique budgétaire et dette publique

1. La politique budgétaire

1.1 La nécessité d'une politique budgétaire contracyclique

Lorsque la demande globale est trop faible, l'économie risque de connaître une récession et de s'éloigner du plein emploi. Dans ce cas, le gouvernement doit adopter un plan de relance pour stimuler la demande globale. La dette publique aura tendance à augmenter, mais le gouvernement pourra se désendetter lorsque l'économie aura renoué avec une forte croissance. Il apparaît justifié que le gouvernement adopte un plan d'austérité lorsque l'économie est revenue au plein emploi, d'une part, pour se désendetter et, d'autre part, pour éviter qu'un excès de demande globale ne mette l'économie en surchauffe et ne génère des tensions inflationnistes. Le désendettement de l'Etat lors des expansions lui permettra également de reconstituer sa marge de manœuvre afin de laisser ses déficits se creuser et ainsi stimuler l'activité en cas de nouvelle récession. Autrement dit, le gouvernement doit adopter une politique budgétaire contracyclique, c'est-à-dire expansionniste lors des récessions et restrictives lors des booms de l'activité.

Une politique budgétaire procyclique va en effet amplifier les fluctuations de l'activité. Par exemple, si l'Etat adopte une relance budgétaire en pleine expansion, lorsque l'économie avoisine le plein emploi, la dette publique augmentera et les tensions inflationnistes s'aggraveront, sans pour autant que l'activité économique ne s'en trouve vraiment stimulée. Inversement, si l'Etat adopte un plan d'austérité en pleine récession, lorsque l'économie souffre d'une insuffisance de la demande globale, il risque d'aggraver celle-ci, sans pour autant améliorer les finances publiques : les recettes fiscales s'écroulent lorsque l'activité se contracte. La politique procyclique n'entraîne pas seulement une plus forte volatilité de la production ; elle réduit la production à long terme [Aghion *et alii*, 2007].

L'usage contracyclique de la politique budgétaire apparaît d'autant plus nécessaire que celle-ci n'est pas totalement substituable avec la politique monétaire pour amortir les fluctuations conjoncturelles. Avant la crise financière mondiale, beaucoup considéraient que la politique monétaire était plus efficace pour stabiliser l'activité que la politique budgétaire. Il y a pourtant plusieurs situations où la seconde apparaît plus efficace que la première. Par exemple, la banque centrale perd de sa marge de manœuvre lorsque ses taux directeurs sont contraints par leur borne inférieure, comme ce fut le cas dans le sillage de la crise financière mondiale : la relance budgétaire doit être utilisée pour stimuler l'activité lorsque l'économie est piégée dans une trappe à liquidité [Eggertsson et Woodford, 2004]. Ensuite, selon le modèle Mundell-Fleming, la politique monétaire n'est pas efficace pour stabiliser l'activité économique dans un contexte de régime de change fixe et de libre circulation des capitaux : c'est à la politique budgétaire que revient le rôle de stabilisation conjoncturelle. C'est d'une certaine façon le cas au sein d'une zone monétaire comme la zone euro : la politique monétaire ne peut stabiliser que les chocs symétriques, c'est-à-dire ceux touchant l'ensemble des pays-membres, mais non les chocs asymétriques, ne touchant que quelques pays-membres. Par contre, la politique monétaire est susceptible d'agir plus rapidement sur l'activité économique

que les mesures discrétionnaires de politique budgétaire, mais moins rapidement que les stabilisateurs automatiques.

Enfin, il est justifié que l'Etat s'endette plutôt qu'il augmente ses impôts pour financer les plans de relance qu'il adopte lors des récessions, dans la mesure où, en émettant des titres, il accroît ainsi la quantité d'actifs sûrs en circulation. En effet, lors d'une récession, la propension à épargner des agents privés augmente, alors même que l'offre d'actifs sûrs décline, si bien qu'il risque d'y avoir une pénurie d'actifs sûrs. Par conséquent, la hausse de la dette publique contribue non seulement à soutenir la demande globale en finançant une relance ; elle offre aussi les actifs sûrs que désire le secteur privé pour placer son épargne.

Par le passé, les pays développés avaient tendance à adopter une politique budgétaire contracyclique, ou tout du moins acyclique, et les pays en développement une politique budgétaire procyclique, ce qui tendait à exacerber les fluctuations de leur activité. Depuis le milieu des années deux mille, les pays en développement ont su adopter une politique budgétaire davantage contracyclique, notamment grâce à l'amélioration de leurs institutions [Frankel *et alii*, 2013]. De leur côté, les pays développés ont pu adopter par moments une politique budgétaire procyclique. Ce fut en particulier le cas dans le sillage de la crise financière mondiale : la généralisation de l'austérité dans les pays développés en 2010, alors même que les économies restaient éloignées du plein emploi, a fortement freiné la reprise et notamment fait basculer la zone euro dans une seconde récession l'année suivante.

1.2 Les stabilisateurs automatiques

La politique budgétaire doit être contracyclique. Or, rien ne certifie que les gouvernements adoptent effectivement une politique budgétaire contracyclique. Ils risquent même d'adopter une politique budgétaire procyclique. En l'occurrence, lorsque l'économie se retrouve en récession, les recettes publiques tendent à décliner, donc la dette publique à augmenter, si bien que le gouvernement risque d'abandonner l'objectif de stabilisation de l'activité pour privilégier celui de la stabilisation de ses finances. Or, s'il adopte un plan d'austérité en pleine récession, il aggravera celle-ci, en réduisant une demande déjà insuffisante.

En fait, un gouvernement n'a pas nécessairement à prendre des mesures discrétionnaires pour que son Budget stabilise l'activité : il existe des « stabilisateurs automatiques » liés à la fiscalité et aux mécanismes de redistribution. Lorsque l'économie se retrouve en récession, c'est-à-dire lorsque les agents tendent à gagner moins de revenus et à moins dépenser, ils versent moins de prélèvements obligatoires : les ménages payent moins de TVA et moins d'impôts sur le revenu, les entreprises versent moins d'impôts sur leurs bénéfices, *etc.* Par contre, comme le chômage et la pauvreté augmentent, l'Etat verse davantage de prestations sociales. Autrement dit, lors d'une récession, les finances publiques tendent à se dégrader, mais le revenu disponible tend mécaniquement à augmenter, ce qui stimule la consommation et réduit finalement la gravité de la récession.

Lors de l'expansion, les stabilisateurs automatiques jouent en sens inverse : les recettes fiscales tendent mécaniquement à augmenter et les dépenses publiques à diminuer, ce qui permet de réduire le risque de surchauffe, tout en améliorant les comptes publics. Autrement dit, ces dispositifs sont en partie auto-correcteurs.

Ainsi, une économie pourra d'autant mieux absorber les chocs que les stabilisateurs automatiques sont importants : ils agissent immédiatement, alors que les

gouvernements peuvent tarder à se décider de prendre des mesures discrétionnaires, à les faire promulguer, puis ensuite à les mettre en œuvre. Plus les stabilisateurs automatiques sont importants, moins il est nécessaire pour les gouvernements d'adopter des mesures discrétionnaires pour stabiliser l'activité. Par exemple, cela réduit la nécessité pour un gouvernement d'adopter un plan d'austérité lors d'une expansion ; en accroissant mécaniquement les recettes fiscales, cette dernière tend à améliorer les finances publiques.

Dans la plupart des pays, les stabilisateurs automatiques jouent un plus grand rôle que la politique budgétaire discrétionnaire dans la stabilisation de l'activité [Fatas et Mihov, 2012]. Pour autant, ils n'ont pas le même poids d'un pays à l'autre : ils sont d'autant plus puissants que la taille de l'Etat (mesurée par le poids des dépenses publiques dans le PIB) est importante. Ainsi, parmi les pays de l'OCDE, les stabilisateurs automatiques sont relativement faibles dans les pays anglo-saxons, ce qui incite ces derniers à davantage recourir aux mesures discrétionnaires pour stabiliser l'activité. L'importance des stabilisateurs automatiques diffère également d'un pays à l'autre au sein de la zone euro [Mohl *et alii*, 2019].

1.3 Les limites des relances budgétaires

L'effet multiplicateur n'est pas illimité en raison de l'épargne : lorsqu'il perçoit un supplément de revenu, un ménage en dépense certes une partie, mais il épargne aussi le reste. Or, lors d'une récession, le secteur privé présente une forte propension à épargner. Les ménages risquent d'épargner tout supplément de revenu disponible. Par conséquent, l'investissement public pourrait se révéler plus efficace qu'une hausse des revenus de transfert ou une baisse des impôts dans la mesure où il stimule directement la demande globale.

Les plans de relance sont moins efficaces en économie ouverte en raison de la **contrainte extérieure**. En effet, lorsque leur revenu disponible augmente, les résidents tendent à acheter davantage de biens et services, mais notamment davantage de produits étrangers. Par conséquent, une partie de la relance budgétaire bénéficie aux producteurs étrangers via la hausse des importations. A l'extrême, la relance budgétaire peut entraîner une hausse du déficit public et du déficit extérieur, sans pour autant accroître les débouchés des entreprises domestiques et faire refluer le chômage. La contrainte extérieure génère des comportements de passagers clandestins parmi les Etats : certains gouvernements peuvent être tentés de ne pas adopter de plan de relance dans l'espoir que leurs principaux partenaires commerciaux en adoptent un. Pourtant, il est dans l'intérêt des pays d'adopter simultanément des plans de relance lorsqu'ils échangent beaucoup entre eux. C'est en particulier le cas de la zone euro, qui constitue une économie relativement fermée : les pays de la zone euro commerçant essentiellement entre eux, les effets des plans de relance adoptés par les Etats-membres tendent à se renforcer mutuellement en augmentant les exportations de chaque pays-membre. Réciproquement, si les Etats-membres resserrent simultanément leur politique budgétaire, les effets des plans d'austérité se renforceront mutuellement en dégradant les exportations de chaque pays-membre.

Selon l'**équivalence ricardienne**, un plan de relance ne serait pas plus efficace lorsqu'il est financé par endettement plutôt que par l'impôt. En effet, si l'Etat s'endette pour financer un plan de relance, les agents privés peuvent anticiper que l'Etat accroîtra à l'avenir les impôts pour rembourser le surcroît de dette publique, si

bien qu'ils peuvent réagir en épargnant davantage pour faire face à ces impôts futurs. Cette réaction réduit la capacité du plan de relance à stimuler la demande globale.

L'adoption d'un plan de relance financé par endettement peut entraîner un **effet d'éviction**. En effet, pour s'endetter, l'Etat émet des titres, or ces derniers sont perçus comme moins risqués que ceux émis par les entreprises privées, en particulier lors des récessions, dans la mesure où l'Etat est réputé ne pas faire faillite. Par conséquent, les épargnants risquent de se détourner des titres privés pour acquérir les titres publics. En outre, si l'offre de fonds est rigide, la hausse de la demande de fonds risque d'entraîner une hausse des taux d'intérêt. Dans les deux cas, les entreprises risquent d'avoir plus de difficultés à financer leurs projets d'investissement, ce qui réduira l'investissement et donc la capacité du plan de relance à stimuler la demande globale. Pour autant, l'effet d'éviction risque d'être faible lors d'une récession, lorsque la demande globale est insuffisante : non seulement l'excès d'épargne absorbe facilement toute nouvelle émission de titres, mais en outre la faiblesse des débouchés n'incite pas les entreprises à investir.

1.4. La taille du multiplicateur budgétaire

Le multiplicateur budgétaire mesure la sensibilité de l'activité économique à la politique budgétaire, c'est-à-dire aux variations des dépenses publiques et des prélèvements obligatoires. Sa taille est cruciale, dans la mesure où elle conditionne l'efficacité d'un plan de relance visant à stimuler l'activité et la nocivité d'un plan d'austérité.

D'après la littérature théorique et empirique, la taille du multiplicateur budgétaire dépend étroitement de la position de l'économie dans le cycle d'affaires : il tend à être supérieur à l'unité lors des récessions, mais nul lors des expansions [Auerbach et Gorodnichenko, 2013 ; Riera-Crichton *et alii*, 2015 ; Jordà et Taylor, 2016]. Autrement dit, un supplément des dépenses publiques équivalent à un euro se traduit par une hausse du PIB supérieure à un euro lorsque l'économie est en récession, mais n'affecte pas le PIB lorsque l'économie est en pleine expansion.

En effet, lors d'une récession, de nombreux agents risquent de se retrouver contraints en termes de liquidité : la consommation dépendra alors davantage du revenu courant que du revenu futur et l'investissement davantage du profit courant que du profit futur, si bien que la demande globale est alors susceptible d'être particulièrement sensible à la politique budgétaire [Blanchard et Leigh, 2013]. Par contre, lorsque l'économie est en pleine expansion, c'est-à-dire lorsque la production est proche de son potentiel et l'économie proche du plein emploi, les entreprises peuvent difficilement accroître leur production à court terme, si bien que toute stimulation de la demande risque de se traduire avant tout par une accélération de l'inflation.

Par conséquent, un plan de relance stimule davantage l'activité lors d'une récession que lors d'une expansion ; un plan d'austérité nuira davantage à l'activité lors d'une récession que lors d'une expansion. Cela offre un nouvel argument en faveur d'une politique budgétaire contracyclique : un gouvernement stimulera fortement l'activité lors des récessions en adoptant un plan de relance et il pourra facilement consolider ses finances publiques lors des expansions, dans la mesure où l'austérité budgétaire affectera alors peu l'activité.

La taille du multiplicateur budgétaire serait particulièrement élevée quant les taux d'intérêt nominaux par la borne inférieure. En effet, en temps normal, la banque centrale risque de réagir à une relance budgétaire en resserrant sa politique monétaire, dans la mesure où celle-ci alimente l'inflation, ce qui réduit l'efficacité de la relance budgétaire [Belinga et Lonkeng Ngouana, 2015]. Mais dans le cas précis où la faiblesse de l'activité et de l'inflation justifierait que la banque centrale fixe ses taux en négatif, la politique monétaire se retrouve insuffisamment accommodante pour ramener l'inflation à sa cible et l'économie au plein emploi. Par conséquent, la banque centrale ne relève pas ses taux si le gouvernement adopte une relance budgétaire. D'après les modélisations nouvelles keynésiennes de Christiano *et alii* (2011), Gaulti Eggertsson (2001) et Michael Woodford (2011) estiment que le multiplicateur budgétaire est alors bien supérieur à l'unité, ce que confirment empiriquement Wataru Miyamoto *et alii* (2018) en se penchant sur le cas du Japon et Mathias Klein et Roland Winkler (2019) à partir d'un échantillon de plusieurs pays.

La littérature empirique a identifié d'autres caractéristiques susceptibles de fortement influencer la taille du multiplicateur budgétaire. En étudiant un échantillon de pays développés, Giancarlo Corsetti *et alii* (2012) constatent que ce dernier est particulièrement élevé lors des crises financières. De leur côté, en étudiant les données relatives à une vingtaine de pays développés et à une vingtaine de pays en développement, Ethan Ilzetzki *et alii* (2013) constatent que le multiplicateur budgétaire est plus élevé dans les pays développés que dans les pays en développement et d'autant plus faible dans un pays que celui-ci est ouvert, du fait de la contrainte extérieure. Ils rejoignent Corsetti et ses coauteurs en notant également que le multiplicateur est plus élevé dans un régime de change fixe que dans un régime de change flexible. Par contre, les deux études ne s'accordent pas sur l'influence de l'endettement public : Ilzetzki et ses coauteurs estiment que le multiplicateur budgétaire tend à diminuer avec le niveau de la dette public, ce qui suggère que les effets de la relance budgétaire peuvent être contrecarrés par des comportements « ricardiens » et un effet d'éviction lorsque la dette publique est élevée ; Corsetti et ses coauteurs ne jugent pas que le niveau d'endettement public influence significativement la taille du multiplicateur.

1.5. L'austérité budgétaire

Lorsque leur ratio d'endettement augmente rapidement ou atteint un niveau jugé excessivement élevé, les gouvernements sont tentés d'adopter des plans d'austérité pour réduire ce ratio, c'est-à-dire délibérément accroître leurs impôts et/ou réduire leurs dépenses. Ils peuvent être contraints de le faire s'ils perdent l'accès aux marchés financiers. Mais de telles mesures ne sont pas sans affecter l'activité, surtout lorsque l'économie est éloignée du plein emploi, puisque le multiplicateur budgétaire risque alors d'être particulièrement élevé.

Augmenter les impôts ou réduire les dépenses publiques ?

La question est de savoir si l'efficacité de la consolidation budgétaire à réduire l'endettement public et sa nocivité en termes d'activité économique dépendent de sa composition. En utilisant les données relatives à 16 pays de l'OCDE pour la période allant de 1981 à 2014, Alberto Alesina *et alii* (2018) ont étudié les répercussions des plans de consolidation budgétaire selon leur composition et le calendrier de leur mise en œuvre. Leur analyse suggère que les consolidations

budgétaires s'avèrent moins coûteuses pour l'activité lorsqu'elles reposent sur des baisses permanentes des dépenses publiques plutôt que sur des hausses permanentes des impôts.

L'austérité peut-elle être expansionniste ?

Plusieurs économistes, notamment Alberto Alesina, ont suggéré que l'adoption de l'austérité budgétaire était susceptible de stimuler l'activité, du moins dans certaines conditions. En l'occurrence, en réduisant l'ampleur de l'ajustement budgétaire à l'avenir, l'adoption d'un plan d'austérité peut amener les ménages et les entreprises à anticiper une moindre charge fiscale à l'avenir, donc les amener à anticiper des revenus et profits futurs plus importants, ce qui stimule la consommation et l'investissement dans la période courante. Le gain d'activité généré par le surcroît de confiance vis-à-vis de l'avenir pourrait alors plus que compenser les coûts directs de l'austérité, si bien que celle-ci se révèle en définitive « expansionniste ». De tels comportements « anti-keynésiens » seraient tout particulièrement susceptibles d'apparaître lorsque la dette publique est élevée [Sutherland, 1997].

En observant l'expérience du Danemark et de l'Irlande, Francesco Giavazzi et Marco Pagano (1990) notent que les consolidations budgétaires adoptées par ces pays au cours des années 1980 se sont accompagnées d'une expansion de la consommation privée. Mais c'est surtout l'étude empirique réalisée par Alberto Alesina et Silvia Ardagna (2010) à partir d'un large échantillon de pays de l'OCDE qui a accrédité l'hypothèse d'une austérité expansionniste en identifiant plusieurs épisodes au cours desquels les baisses délibérées de dépenses publiques visant à assainir les finances publiques ont été associées à une expansion de l'activité économique.

L'hypothèse de l'austérité expansionniste a toutefois été remise en cause par plusieurs études empiriques. En observant les effets des consolidations budgétaires qui ont été menées dans les pays de l'OCDE en vue d'assainir les finances publiques, Jaime Guajardo *et alii* (2014) concluent plutôt qu'elles dépriment la demande privée domestique et le PIB. En étudiant quatre épisodes historiques au cours desquels l'adoption de l'austérité budgétaire a été suivie par une expansion de l'activité, notamment les épisodes évoqués par Giavazzi et Pagano, Roberto Perotti (2013) émet des doutes quant aux vertus de l'austérité, du moins en ce qui concerne le court terme. Ces études de cas concernent en l'occurrence le Danemark, l'Irlande, la Finlande et la Suède ; les deux premiers avaient alors un régime de change fixe, tandis que les deux derniers laissaient alors flotter leur monnaie. Parmi les quatre cas observés, ce n'est que dans celui du Danemark que l'expansion de l'activité a été tirée par la demande domestique ; et au bout de quelques années l'économie danoise bascula dans la récession. Dans les trois autres cas, Perotti constate que l'expansion de l'activité s'explique par l'essor des exportations, due, dans le cas de l'Irlande, à l'appréciation de la livre sterling et, dans le cas de la Finlande et de la Suède, à une forte dépréciation de la monnaie nationale.

Une austérité contreproductive ?

Non seulement les consolidations budgétaires tendent à nuire à l'activité économique, mais elles pourraient se révéler en conséquence contreproductives : si elles réduisent plus vite le PIB qu'elles ne réduisent la dette publique, elles entraînent mécaniquement une hausse, et non une baisse, du ratio dette publique sur PIB. Ce serait probablement le cas selon Brad DeLong et Larry Summers (2012)

en présence d'effets d'hystérèse, dans la mesure où ces derniers rendent permanents une partie des dommages sur l'activité économique.

En étudiant les effets des plans d'austérité adoptés par les pays développés dans le sillage de la Grande Récession, Christopher House *et alii* (2019) constatent que ceux-ci sont statistiquement associés avec un moindre PIB réel, une moindre inflation et de plus fortes exportations nettes. Dans les pays développés, les plans d'austérité ont expliqué les trois quarts des variations du PIB observées sur la période allant de 2010 à 2014. Selon les estimations de House *et alii*, le multiplicateur budgétaire s'élevait sur cette période à environ 2. Autrement dit, toute baisse d'un euro des dépenses publiques s'est traduite par une baisse de deux euros du PIB. Selon leur analyse contrefactuelle, les pertes de production auraient été bien moindres en l'absence d'austérité budgétaire. Cette dernière s'est révélée tellement récessive que les ratios dette publique sur PIB de plusieurs pays européens ont augmenté en conséquence des baisses du PIB et conséquemment des recettes fiscales.

L'austérité budgétaire n'exerce pas des effets pervers sur le seul court terme. Antonio Fatás et Larry Summers (2016) ont, d'une part, empiriquement confirmé la présence de puissants effets d'hystérèse associés à la politique budgétaire : l'austérité budgétaire tend à dégrader l'activité économique à long terme. D'autre part, ils ont confirmé que les tentatives visant à réduire la dette publique via les consolidations budgétaires ont par conséquent de fortes chances d'entraîner une hausse du ratio dette publique sur PIB.

Du fait des dommages qu'elle occasionne sur le potentiel productif, l'austérité est susceptible d'interagir avec les révisions des estimations de la production potentielle et d'entraîner en conséquence un véritable cercle vicieux. C'est ce que suggère notamment le cas des pays européens entre 2008 et 2014. En effet, comme le note Antonio Fatás (2018), un choc comme celui de la crise financière mondiale de 2008 conduit à une forte révision à la baisse de la production potentielle, donc à une forte révision à la hausse des efforts de consolidation budgétaire à opérer pour assainir les finances publiques, ce qui amène les gouvernements à adopter d'amples mesures budgétaires. Or, ces dernières détériorent la production potentielle, ce qui amène les autorités budgétaires à davantage réviser à la baisse leurs estimations de production potentielle, à davantage réviser à la hausse l'ampleur des efforts budgétaires à réaliser et en conséquence à adopter de nouvelles mesures d'austérité. Cette mécanique est particulièrement vicieuse, dans la mesure où elle a pu dégrader, et non pas améliorer, la soutenabilité de la dette publique de plusieurs pays européens.

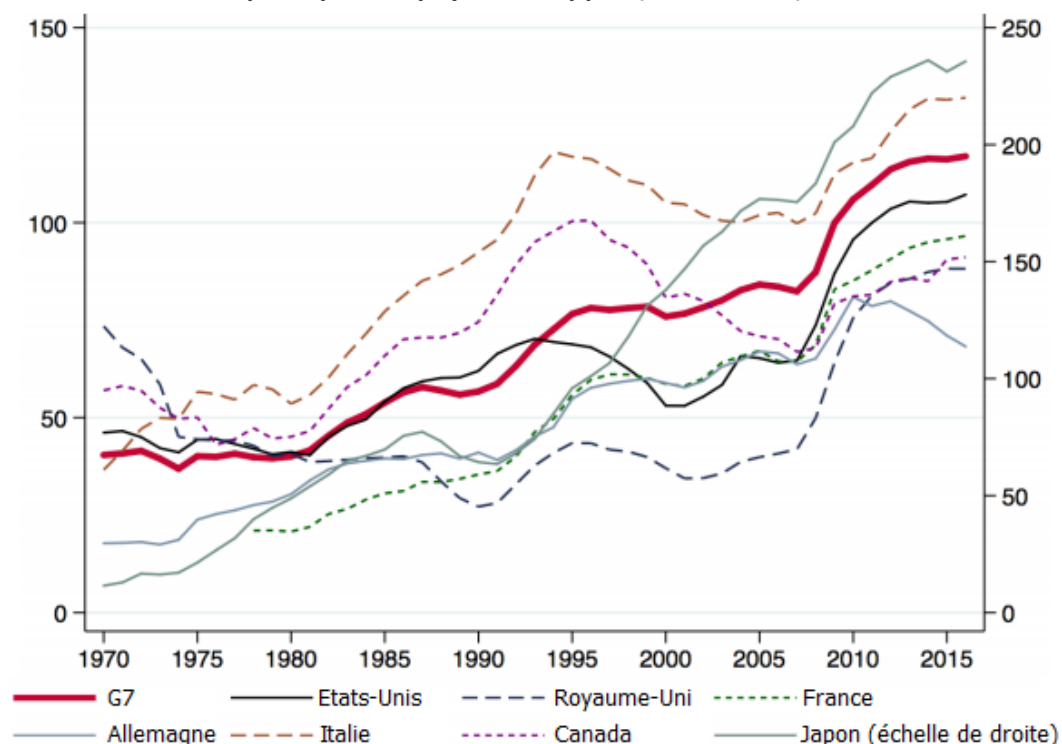
Du fait des dommages économiques qu'elle provoque, l'austérité budgétaire est susceptible d'avoir de profondes répercussions politiques. Par exemple, les mesures de consolidation budgétaire adoptées par la chancellerie allemande au début des années 1930 ont pu contribuer à la progression du parti nazi au fil des élections en aggravant les effets de la Grande Dépression et en creusant les inégalités : les localités allemandes qui ont connu les plus fortes baisses des dépenses publiques et les plus fortes hausses des impôts entre 1930 et 1933 ont enregistré les fortes parts de suffrage en faveur du parti nazi au cours de la période [Galofré-Vilà *et alii*, 2020].

2. La dette publique

Il y a un peu plus d'une décennie, la dette publique des pays développés connaissait une forte hausse : la crise financière mondiale de 2008 a entraîné une forte

contraction de l'activité, donc une chute des recettes fiscale et, plus largement, la mise en action des stabilisateurs automatiques ; les gouvernements ont adopté des plans de relance pour mettre un terme à la récession ; ils sont également intervenus pour renflouer le secteur financier [Yared, 2019]. Mais, avant même que la crise financière éclate, le niveau de la dette publique dans les pays développés était déjà relativement élevé. En conséquence, leur ratio dette publique sur PIB moyen est passé d'environ 60 % en 2007 à plus de 90 % en 2016 (cf. graphique). L'épidémie de Covid-19, en provoquant l'une des plus fortes contractions de l'activité économique que les pays développés aient connues depuis le dix-neuvième-siècle, a conduit à une nouvelle envolée des dettes publiques en 2020.

GRAPHIQUE Dette publique des pays développés (en % du PIB)



source : Fatás et alii (2019)

Le déficit public peut clairement être utilisé comme un instrument de politique économique, mais un niveau élevé de dette publique n'est pas sans susciter des craintes : il est susceptible de directement peser sur l'activité économique, de priver à l'avenir les gouvernements de la politique budgétaire en vue de contrer de nouvelles récessions ou bien encore remettre en cause la soutenabilité de cette dette et pousser les Etats en défaut de paiement. Nous passerons en revue ces différents risques.

2.1. Pourquoi les Etats empruntent-ils ?

Il est possible de distinguer entre des bons et de mauvais motifs [Fatás et alii, 2019].

Les bonnes raisons

Il n'est en effet pas toujours optimal pour un gouvernement d'équilibrer son budget. Le déficit budgétaire lui permet de déconnecter ses dépenses de ses recettes pendant une certaine période afin de procéder à un « lissage des impôts » (*tax-smoothing*) : durant les périodes de dépenses publiques exceptionnellement

élevées, le gouvernement creuse son déficit pour financer ces dépenses avec les impôts futurs. Ces dépenses exceptionnelles peuvent aussi bien résulter de chocs (conflits, désastres naturels, crises, *etc.*) qu'être le choix du gouvernement s'il juge qu'elles se traduiront par des gains pour l'ensemble de la collectivité.

En l'occurrence, l'activité est influencée par la politique budgétaire, si bien que cette dernière peut être utilisée comme outil de stabilisation de l'activité. Lorsque la demande globale est insuffisante, l'économie est susceptible de connaître une récession et du chômage ; et si une telle situation se prolonge, le potentiel de croissance de l'économie à long terme peut s'en trouver dégradé via les « effets d'hystérèse ». Il est alors justifié que l'Etat creuse son déficit pour adopter un plan de relance, à condition qu'il profite des expansions pour se désendetter. Si la politique budgétaire est effectivement contracyclique, le ratio d'endettement public devrait être relativement stable à long terme : à court terme, il augmente lors des récessions, mais diminue lors des expansions.

Il est particulièrement justifié de financer des dépenses publiques par voie de dette lorsqu'il s'agit d'investissement public, par exemple avec la construction d'infrastructures : à la différence de la consommation publique, celui-ci ne stimule pas seulement directement l'activité à court terme ; il favorise la croissance à long terme en renforçant le potentiel de l'économie [Abiad *et alii*, 2014]. Il y a d'autres cas où le gouvernement acquiert des actifs et émet de la dette pour financer ses achats. Par exemple, il peut renflouer les banques lors des crises financières, ne serait-ce que pour réduire l'impact de ces dernières sur l'activité économique et notamment minimiser les dommages de long terme qu'elles sont susceptibles de provoquer. Lors des crises bancaires systémiques qui ont éclaté entre 1970 et 2011, le renflouement du secteur bancaire a représenté un coût médian de 7 % du PIB [FMI, 2015]. Il y a un dernier argument où le déficit apparaît justifié, sans que le gouvernement n'acquière d'actif, en l'occurrence le soutien aux réformes structurelles. Dans la mesure où les réformes structurelles sont censées stimuler la croissance à long terme, mais nuisent à court terme à l'activité, leur adoption doit s'accompagner d'une relance budgétaire : cette dernière atténuera les effets négatifs des réformes à court terme, tandis que les gains en termes de croissance à long terme engendrés par les réformes faciliteront en retour le désendettement public [Banerji *et alii*, 2017].

Il faut aussi prendre en compte le fait qu'en s'endettant l'Etat émet un actif sûr. D'une part, l'émission de titres publics a historiquement joué un rôle important dans la constitution des marchés financiers. D'autre part, le rôle d'actif sûr joué par la dette publique offre une nouvelle justification au creusement du déficit public lors des récessions. En effet, lors de tels épisodes, la propension à épargner augmente, tandis que l'offre d'actifs sûrs décline. En conséquence, la hausse de la dette publique contribue non seulement à soutenir la demande globale en finançant une relance ; elle offre aussi les actifs sûrs que désire le secteur privé pour placer son épargne.

Enfin, l'émission de dette publique est justifiée si l'économie est dynamiquement inefficente et si le secteur privé ne peut fournir de façon optimale des véhicules pour transférer de la richesse d'une génération à l'autre : la dette publique offre un tel véhicule [Diamond, 1965]. Le fait que le taux de croissance du PIB tende à être supérieur au taux d'intérêt suggère que l'économie est dynamiquement inefficente et contribue à la soutenabilité de la dette publique [Blanchard, 2019].

Ces bonnes raisons n'expliquent toutefois qu'une partie des hausses de la dette publique, notamment suite aux grands conflits et aux crises financières. Il n'y a toutefois qu'une faible corrélation entre l'investissement public et l'emprunt public [Fatás *et alii*, 2019]. Les gouvernements se comportent souvent différemment qu'ils ne l'auraient fait s'ils étaient s'endettaient pour de bonnes raisons. Ce fut notamment le cas au début des années 2000, lorsque la dette publique augmentait rapidement dans plusieurs pays développés, alors que l'économie mondiale était en pleine expansion et que la perspective du vieillissement démographique aurait dû se traduire par un surcroît d'épargne publique. Les gouvernements ont donc été motivés par des raisons autres que celles de la seule rationalité économique.

Les mauvaises raisons

La littérature a mis en avant quatre grandes explications pour éclairer pourquoi un gouvernement peut s'endetter davantage que ce qui est socialement optimal [Fatás *et alii*, 2019]. La première est liée aux cycles politiques : les politiciens sont susceptibles de réduire les impôts et d'accroître les dépenses publiques pour augmenter leurs chances d'être réélus, sans que la situation économique ne plaide forcément pour un tel assouplissement budgétaire. Cela pourrait notamment contribuer à expliquer pourquoi la politique budgétaire ne parvient pas à être contracyclique : les gouvernements sont peut-être plus enclins à faire de la relance lors des récessions que de l'austérité lors des expansions.

Les transferts intergénérationnels constituent une deuxième source potentielle de surendettement public : les individus peuvent chercher à utiliser la dette publique pour redistribuer des ressources des générations futures aux générations présentes. Matthew Jackson et Leeat Yariv (2015) ont montré que si la population se répartit en deux groupes et si l'un des groupes (en l'occurrence, les plus âgés) s'inquiète moins de l'avenir que l'autre groupe (en l'occurrence, les plus jeunes), un gouvernement qui agrégerait les préférences des deux groupes présenterait un biais en faveur du présent. Cette théorie est cohérente avec le fait qu'il y ait une corrélation entre le taux de croissance de la dette publique et le vieillissement de sa population [Yared, 2019].

La manipulation stratégique constitue une troisième source potentielle de surendettement public : le gouvernement en place peut chercher à utiliser stratégiquement la dette publique pour influencer et contraindre l'action des gouvernements futurs [Alesina et Tabellini, 1990]. Par exemple, il apparaît que ce sont souvent les partis de centre-gauche qui génèrent les excédents primaires les plus amples et les plus durables [Eichengreen et Panizza, 2016]. Les partis de droite pourraient délibérément accroître la dette publique lorsqu'ils sont au pouvoir pour contenir les marges de manœuvre des partis de gauche lorsque ceux-ci reviendront au pouvoir [Persson et Svensson, 1989].

Les problèmes de « réservoir commun » (*common pool*) constituent une quatrième source de surendettement public : en raison de la présence d'externalités, le bénéfice privé d'un accroissement des dépenses publiques diffère du coût marginal social de cet accroissement. Lorsqu'une politique publique bénéficie à un certain groupe et qu'elle est financée par un impôt payé par l'ensemble de la population, ce groupe est incité à faire pression en faveur de cette politique. La rotation des partis au pouvoir amplifie ce problème, dans la mesure où ils n'ont pas les mêmes préférences en matière de biens publics : lorsqu'il accède au pouvoir, un parti est incité à dépenser un maximum dans son bien favori, surtout s'il n'est pas sûr d'être

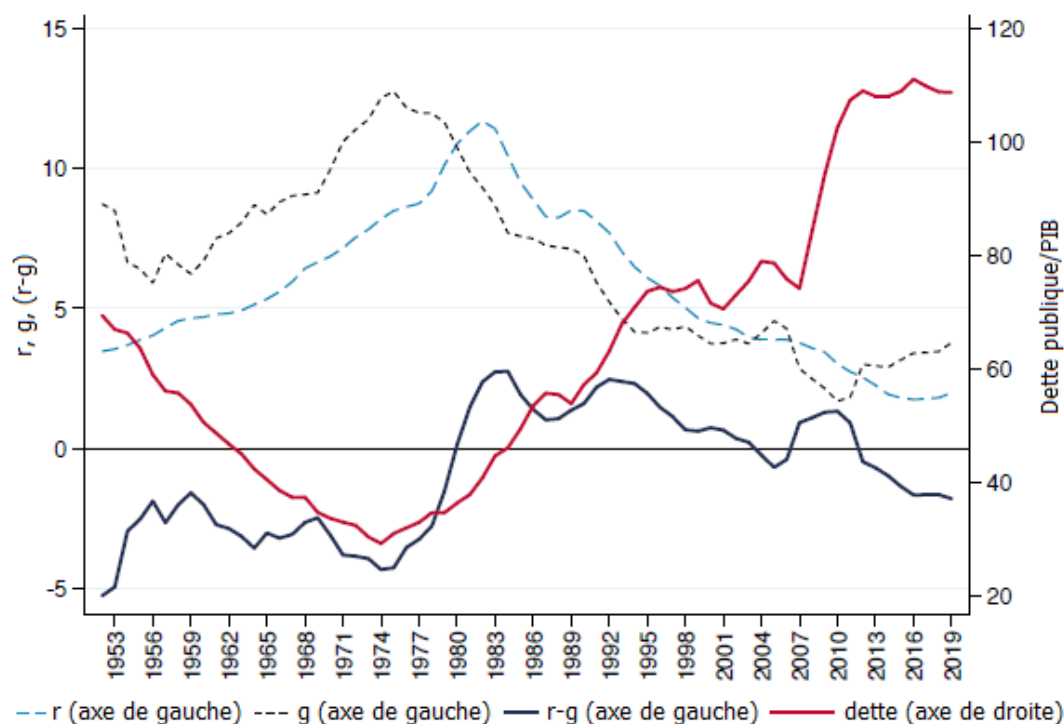
maintenu au pouvoir [Aguar et Amador, 2011]. Effectivement, les déficits budgétaires semblent plus amples dans les pays présentant de forts clivages politiques et où les partis sont très fractionnés [Woo, 2003].

2.2. La soutenabilité de la dette publique

La littérature considère que la soutenabilité de la dette publique dépend étroitement de l'écart entre le taux d'intérêt (r) que le gouvernement verse à ses emprunteurs et le taux de croissance nominal (g) de l'économie. Si le différentiel est négatif, c'est-à-dire si le taux d'intérêt est supérieur au taux de croissance, la dette publique risque de connaître une trajectoire explosive, en raison d'un effet boule de neige. L'Etat doit alors générer un excédent primaire pour stabiliser, voire réduire, son ratio d'endettement. Par contre, si le différentiel est positif, c'est-à-dire si le taux de croissance est supérieur au coût de l'emprunt public, alors le gouvernement peut se contenter de reconduire sa dette, voire même se permettre un léger déficit primaire, et pourtant voir son ratio dette publique sur PIB décliner sans avoir eu à augmenter ses impôts.

Les économistes supposent souvent que l'écart entre le taux d'intérêt et le taux de croissance est positif. Or, dans le sillage de la crise financière mondiale de 2008, l'écart $r - g$ est devenu négatif et les taux d'intérêt ont atteint des niveaux extrêmement faibles (cf. graphique). Ces deux tendances plaident en faveur de l'adoption de plans de relance financés par endettement, notamment pour stimuler l'activité économique dans le cas d'une récession comme celle provoquée par la pandémie de Covid-19 [Barrett, 2018 ; Blanchard, 2019]. D'une part, un différentiel intérêt-croissance négatif contribue à maintenir la dette publique sur une trajectoire soutenable. D'autre part, le multiplicateur budgétaire est plus élevé lorsque les taux d'intérêt sont faibles, si bien que l'activité économique réagit fortement à une relance budgétaire.

GRAPHIQUE Taux d'intérêt, taux de croissance et dette publique des pays développés (en %)



Blanchard notait que l'écart entre le taux d'intérêt et le taux de croissance avait souvent été négatif par le passé dans le cas des Etats-Unis. En étudiant les données relatives à 55 pays développés et émergents sur deux siècles, Paolo Mauro et Jing Zhou (2020) confirment que le différentiel a souvent été négatif pendant de longues périodes au cours de l'histoire dans les autres pays développés et parmi les pays émergents. Mais ils notent aussi que le différentiel s'avère inutile pour prédire les défauts souverains : il n'est pas plus élevé à la veille de tels événements qu'en temps normal. En outre, les taux d'intérêt marginaux, sur les nouveaux emprunts publics ou sur le marché secondaire, s'accroissent souvent fortement et brutalement, à peine quelques mois avant le défaut. Les constats auxquels aboutissent Mauron et Zhou ne parviennent donc à rassurer : beaucoup de crises souveraines sont survenues après plusieurs années de faibles écarts. Indépendamment du différentiel entre taux d'intérêt et taux de croissance, les Etats peuvent facilement et rapidement perdre la confiance des marchés financiers, donc l'accès à ces derniers.

Ces résultats amènent à ne pas négliger la possibilité d'équilibres multiples : même en l'absence de chocs, l'économie peut brutalement passer d'un bon équilibre (où la dette publique est perçue comme soutenable et où les créanciers de l'Etat réclament un faible taux d'intérêt) à un mauvais équilibre (où la dette publique est perçue comme insoutenable, ce qui amène les marchés à exiger un plus haut taux d'intérêt et conduit effectivement la dette sur une trajectoire insoutenable). Dans une telle situation, même un Etat présentant de saines finances est susceptible de perdre la confiance des marchés.

De leur côté, en observant un échantillon de 56 pays développés et émergents, Weicheng Lian, Andrea Presbitero et Ursula Wiriadinata (2020) estiment que l'actuel épisode de $r - g$ négatif pourrait ne pas durer longtemps. En effet, depuis le milieu du vingtième siècle, la durée des épisodes de différentiel intérêt-croissance négatif a été d'autant plus brève que le niveau initial de dette publique était élevé. Relativement aux pays faiblement endettés, les pays fortement endettés ont eu significativement plus de chances de connaître une inversion du signe du différentiel, en l'occurrence de voir celui-ci passer de négatif à positif.

Ensuite, Lian et ses coauteurs constatent qu'un niveau de dette publique plus élevé (et croissant) est en moyenne associé à un $r - g$ plus élevé : selon eux, il est probable que les dettes publiques élevées soient associées à des coûts d'emprunt élevés, ce qui déprime la croissance, d'une part, en raison du surcroît de soldes primaires que doit générer le gouvernement pour stabiliser sa dette et, d'autre part, en raison de l'effet d'éviction provoqué par la hausse des coûts de financement. Le lien observé est d'autant plus fort qu'une part importante de la dette publique est libellée en devise étrangère. L'expérience de nombreux pays émergents par le passé l'illustre parfaitement : beaucoup ont pu avoir une dette publique en grande partie libellée en dollar, or leur monnaie tend à se déprécier suite à un choc négatif, ce qui accroît mécaniquement le montant de leur dette et de leurs coûts d'emprunt.

Enfin, lorsqu'ils observent le lien entre le niveau de la dette publique et la transmission des chocs négatifs aux taux d'intérêt de long terme, Lian et ses coauteurs notent que les pays très endettés connaissent une forte hausse des taux d'intérêt lorsque la croissance domestique est plus faible qu'anticipé et ce, à nouveau, d'autant plus qu'une part importante de la dette publique est libellée en

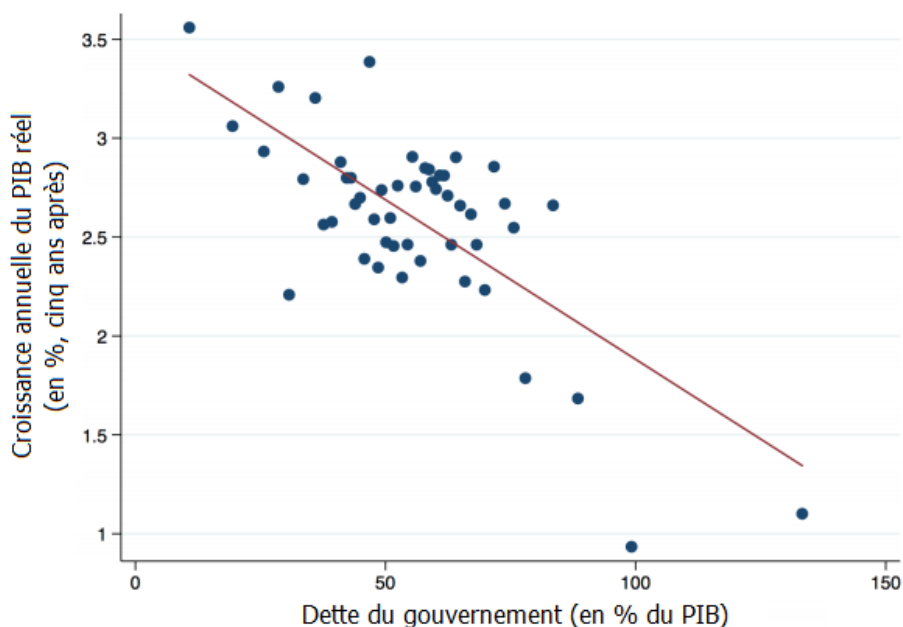
devises étrangères. Selon Lian et ses coauteurs, les chocs négatifs entraînent une hausse des primes de risque, ce qui accroît les coûts d'emprunt, donc entraîne des problèmes d'insolvabilité et de crises autoréalisatrices, en faisant soudainement passer l'économie d'un bon équilibre à un mauvais [Lorenzoni et Werning, 2019].

2.3. La dette publique nuit-elle à la croissance économique ?

Une dette publique élevée risque de suivre une trajectoire insoutenable, ou du moins d'être perçue comme insoutenable par les marchés financiers, si bien qu'elle risque d'entraîner un défaut de paiement de l'Etat, donc un ajustement douloureux des dépenses publiques. Mais même en l'absence de crises, l'endettement public est susceptible d'être coûteux pour l'activité économique, s'il réduit la marge de manœuvre de la politique budgétaire lors des récessions, si les relances budgétaires financées par endettement génèrent des effets d'éviction sur l'investissement privé, si les entreprises et ménages réduisent leurs dépenses dans l'anticipation d'un surcroît d'impôts dans le futur, si les inquiétudes relatives à la soutenabilité de la dette publique s'avivent et se traduisent par une hausse des coûts de financement pour l'ensemble des résidents, etc.

Une corrélation négative apparaît dans les données empiriques. En étudiant les données relatives à 20 pays développés sur la période allant de 1946 à 2009, Carmen Reinhart et Kenneth Rogoff (2010) avaient affirmé que la croissance moyenne et la croissance médiane des pays développés étaient significativement plus faibles lorsque le niveau de dette publique était supérieur à 90 % du PIB. Plusieurs études ont ensuite confirmé cette corrélation négative entre croissance et dette publique [Kumar et Woo, 2015 ; Checherita-Westphal et Rother, 2012]. Par exemple, le ratio dette publique sur PIB apparaît négativement corrélé avec la croissance au cours des cinq années suivantes (cf. graphique).

GRAPHIQUE Dette publique et croissance subséquente du PIB dans les pays développés entre 1960 et 2016



source : Fatás *et alii* (2019)

Au-delà de la corrélation moyenne entre dette et croissance, les analyses empiriques ont cherché à identifier de possibles non-linéarités ou effets de seuil. Par exemple, la

trajectoire de la dette publique pourrait être plus importante pour la croissance économique que le niveau même du ratio dette publique sur PIB [Pescatori *et alii*, 2014 ; Chudik *et alii*, 2017]. En outre, la littérature ne parvient à dégager un seuil unique pour l'ensemble des pays [Panizza et Presbitero, 2013]. Même s'il y a un seuil à partir duquel l'endettement public s'accompagne d'un ralentissement de la croissance, il est probable que ce seuil ne soit pas le même d'un pays à l'autre [Eberhardt et Presbitero, 2015]. En effet, les pays n'ont pas les mêmes caractéristiques et n'accumulent de la dette publique ni pour les mêmes motifs, ni de la même façon.

Une corrélation négative n'implique toutefois pas qu'un niveau de dette élevé déprime la croissance économique. Elle peut en effet tenir à l'existence d'une troisième variable (qui tend à la fois à accroître la dette publique et à déprimer la croissance) ou à une causalité inverse : une faiblesse de la croissance économique tend à accroître l'endettement public, ne serait-ce que parce qu'elle déprime les recettes fiscales. Il est même possible que la croissance tende à être plus faible pour des niveaux élevés de dette publique, précisément parce que ces derniers incitent les gouvernements à adopter l'austérité budgétaire pour se désendetter.

En étudiant les bilans des entreprises dans 69 pays, Yi Huang *et alii* (2018) constatent toutefois que la dette publique semble entraîner un effet d'éviction en pénalisant l'investissement des entreprises les plus contraintes en termes de crédit, mais leurs résultats n'impliquent pas que la dette publique nuise forcément à la croissance économique : il se pourrait d'ailleurs que l'endettement public permette d'accroître l'investissement de l'ensemble des entreprises, mais dans une moindre mesure pour les firmes les plus contraintes en termes de crédit.

Enfin, même si la dette publique se révélait effectivement nocive à la croissance, cela n'implique pas nécessairement que les gouvernements doivent chercher à réduire la dette existante : il peut leur être plus coûteux de chercher à la réduire que de vivre avec [Ostry *et alii*, 2015].

2.4. Une dette publique élevée empêche-t-elle un gouvernement d'adopter un plan de relance ?

L'endettement public s'est fortement accru dans le sillage de la crise financière mondiale, puis de l'épidémie de coronavirus, amenant beaucoup à douter que les gouvernements aient une marge de manœuvre budgétaire pour contrer de nouvelles récessions. La corrélation négative entre dette publique et croissance économique suggère que l'impact bénéfique des plans de relance sur l'activité économique pourrait être d'autant plus contrecarré par les effets pervers de l'endettement public que ce dernier est élevé. D'ailleurs, Ethan Ilzetzki *et alii* (2013) estimaient que le multiplicateur budgétaire est d'autant plus faible que la dette publique est importante.

En utilisant un échantillon de pays développés, Alan Auerbach et Yuriy Gorodnichenko (2017) constatent que les chocs de dépenses publiques n'entraînent pas de hausses persistantes des ratios dette publique sur PIB ou des coûts d'emprunt, en particulier durant les périodes de faiblesse économique. En effet, la relance budgétaire dans une économie déprimée se traduit par l'amélioration de plusieurs indicateurs de soutenabilité de la dette publique, notamment le ratio dette publique sur PIB et les taux d'intérêts sur les titres publics. En l'occurrence, elle est susceptible de réduire le ratio dette publique sur PIB en accroissant

davantage le dénominateur que le numérateur, comme le suggéraient théoriquement Brad DeLong et Larry Summers (2012) du fait de la présence d'effet hystérèse. En outre, Auerbach et Gorodnichenko constatent que, même dans les pays avec une dette publique élevée, en l'occurrence supérieure à 100 % du PIB, la pénalité en termes de taux d'intérêt pour l'adoption d'une relance budgétaire semble faible.

Références bibliographiques

- ABIAD, Abdul, Aseel ALMANSOUR, Davide FURCERI, Carlos MULAS GRANADOS & Petia TOPALOVA (2014), « Is it time for an infrastructure push? The macroeconomic effects of public investment », in FMI, *World Economic Outlook*.
- AGHION, Philippe, Ioana MARINESCU, Ricardo J. CABALLERO & Anil K. KASHYAP (2007), « Cyclical budgetary policy and economic growth: What do we learn from OECD panel data? », in *NBER Macroeconomics annual*, vol. 22.
- AGUIAR, Mark, & Manuel AMADOR (2011), « Growth in the shadow of expropriation », in *Quarterly Journal of Economics*, vol. 126.
- ALDAMA, Pierre & Jérôme CREEL (2019), « Fiscal policy in the US: Sustainable after all? », in *Economic Modelling*, vol. 81, n° C.
- ALESINA, Alberto, Gualtiero AZZALINI, Carlo FAVERO, Francesco GIAVAZZI & Armando MIANO (2018), « Is it the “how” or the “when” that matters in fiscal adjustments? », in *IMF Economic Review*, vol. 66.
- ALESINA, Alberto, & Guido TABELLINI (1990), « A positive theory of fiscal deficits and government debt », in *Review of Economic Studies*, vol. 57, n° 3.
- AUERBACH, Alan J., & Yuriy GORODNICHENKO (2013), « Fiscal multipliers in recession and expansion », in Alberto Alesina & Francesco Giavazzi (dir.), *Fiscal Policy and the Financial Crisis*, University of Chicago Press.
- AUERBACH, Alan J., & Yuriy GORODNICHENKO (2017), « Fiscal stimulus and fiscal sustainability », NBER, *working paper*, n° 23789.
- ALESINA, Alberto, & Silvia ARDAGNA (2010), « Large changes in fiscal policy: Taxes versus spending », in *Tax Policy and the Economy*, vol. 24, n° 1.
- BARRETT, Philip (2018), « Interest-growth differentials and debt limits in advanced economies », FMI, *working paper*, n° 18/82.
- BELINGA, Vincent, & Constant LONKENG NGOUANA (2015), « (Not) dancing together: Monetary policy stance and the government spending multiplier », FMI, *working paper*, n° 15/114.
- BLANCHARD, Olivier (1985), « Debt, deficits, and finite horizons », in *Journal of Political Economy*, vol. 93.
- BLANCHARD, Olivier (2019), « Public debt and low interest rates », in *American Economic Review*, vol. 109, n° 4.
- BLANCHARD, Olivier, & Daniel LEIGH (2013), « Growth forecast errors and fiscal multipliers », FMI, *working paper*, n° 13/1.
- CHECHERITA, Cristina, & Philipp ROTHER (2012), « The impact of high and growing government debt on economic growth », in *European Economic Review*, vol. 56, n° 7.
- CHRISTIANO, Lawrence, Martin EICHENBAUM & Sergio REBELO (2011), « When is the government spending multiplier large? », in *Journal of Political Economy*, vol. 119, n° 1.
- CHUDIK, Alexander, Kamiar MOHADDES, M. Hashem PESARAN & Mehdi Raissi (2017), « Is there a debt-threshold effect on output growth? », in *The Review of Economics and Statistics*, vol. 99, n° 1.

- CORSETTI, Giancarlo, André MEIER, Gernot J. MÜLLER & Michael B. DEVEREUX (2012), « What determines government spending multipliers? », in *Economic Policy*, vol. 27, n° 72.
- DELONG, J. Bradford, & Lawrence H. SUMMERS (2012), « Fiscal policy in a depressed economy », in *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 44.
- DESCAMPS, Christian (2005), *L'Analyse économique en questions*, Vuibert.
- EBERHARDT, Markus, & Andrea F. PRESBITERO (2015), « Public debt and growth: Heterogeneity and non-linearity », in *Journal of International Economics*, vol. 97, n° 1.
- EGGERTSSON, Gauti B. (2011), « What fiscal policy is effective at zero interest rates? », in Daron Acemoglu & Michael Woodford (dir.), *NBER Macroeconomics Annual 2010*.
- EGGERTSSON, Gauti B., & Michael WOODFORD (2004), « Optimal monetary and fiscal policy in a liquidity trap », in Richard H. Clarida, Jeffrey Frankel, Francesco Giavazzi et Kenneth D. West (dir.), *NBER International Seminar on Macroeconomics 2004*, The MIT Press.
- EICHENGREEN, Barry, & Ugo PANIZZA (2016), « A surplus of ambition: can Europe rely on large primary surpluses to solve its debt problem? », in *Economic Policy*, vol. 31, n° 85.
- FATÁS, Antonio (2018), « Fiscal policy, potential output and the shifting goalposts », CEPR, *discussion paper*, n° 13149.
- FATÁS, Antonio, Atish R. GHOSH, Ugo PANIZZA & Andrea F. PRESBITERO (2019), « The motives to borrow », FMI, *working paper*, n° 19/101.
- FATÁS, Antonio, & Ilian MIHOV (2012), « Fiscal policy as a stabilization tool », in *The B.E. Journal of Macroeconomics*, vol. 12, n° 3.
- FATAS, Antonio, & Lawrence H. SUMMERS (2018), « The permanent effects of fiscal consolidations », in *Journal of International Economics*, vol. 112.
- FMI (2015), « From banking to sovereign stress: Implications for public debt », *policy paper*.
- FRANKEL, Jeffrey A., Carlos A. VEGH & Guillermo VULETINY (2013), « On graduation from fiscal procyclicality », in *Journal of Development Economics*, vol. 100, n° 1.
- GALOFRÉ-VILÀ, Gregori, Christopher MEISSNER, Martin MCKEE & David STUCKLER (2020), « Austerity and the rise of the Nazi party », in *Journal of Economic History*.
- GIAVAZZI, Francesco, & Marco PAGANO (1990), « Can severe fiscal consolidations be expansionary? Tales of two small European countries », in *NBER Macroeconomics Annual*, vol. 5.
- GUAJARDO, Jaime, Daniel LEIGH & Andrea PESCATORI (2014), « Expansionary austerity? International evidence », in *Journal of the European Economic Association*, vol. 12, n° 4.
- HOUSE, Christopher L., Christian PROEBSTING & Linda L. TESAR (2019), « Austerity in the aftermath of the Great Recession », in *Journal of Monetary Economics*.
- HUANG, Yi, Ugo PANIZZA & Richard VARGHESE (2018), « Does public debt crowd out corporate investment? International evidence », CEPR, *discussion paper*, n° 12931.
- ILZETZKI, Ethan, Enrique G. MENDOZA & Carlos A. VEGH (2013), « How big (small?) are fiscal multipliers? », in *Journal of Monetary Economics*, vol. 60, n° 2.
- JACKSON, Matthew, & Leeat YARIV (2015), « Collective dynamic choice: The necessity of time inconsistency », in *American Economic Journal: Microeconomics*, vol. 7.
- JORDÀ, Òscar, & Alan M. TAYLOR (2016), « The time for austerity: Estimating the average treatment effect of fiscal policy », in *The Economic Journal*, vol. 126.
- KLEIN, Mathias, & Roland WINKLER (2019), « The government spending multiplier at the zero lower bound: International evidence from historical data », document de travail.
- KUMAR, Manmohan S., & Jaejoon WOO (2015), « Public debt and growth », in *Economica*, vol. 82.
- LIAN, Weicheng, Andrea F. PRESBITERO & Ursula WIRIADINATA (2020), « Public debt and r - g at risk », FMI, *working paper*, n° 20/137.

- LORENZONI, Guido, & Ivan WERNING (2019), « Slow moving debt crises », in *American Economic Review*, vol. 109, n° 9.
- MAURO, Paolo, Rafael ROMEU, Ariel BINDER & Asad ZAMAN (2015), « A modern history of fiscal prudence and profligacy », in *Journal of Monetary Economics*, vol. 76.
- MAURO, Paolo, & Jing ZHOU (2020), « $r-g < 0$: Can we sleep more soundly? », FMI, *working paper*, n° 20/52.
- MIYAMOTO, Wataru, Thuy Lan NGUYEN & Dmitriy SERGEYEV (2018), « Government spending multipliers under the zero lower bound: Evidence from Japan », in *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 10, n° 3.
- MOHL, Philipp, Gilles MOURRE & Klara STOVICEK (2019), « Automatic fiscal stabilizers in the EU: Size & effectiveness », Commission européenne, *Economic Brief*.
- OSTRY, Jonathan D., Atish R. GHOSH & Raphael ESPINOZA (2015), « When should public debt be reduced? », FMI, *staff discussion note*, n° 15/10.
- PANIZZA, Ugo, & Andrea F. PRESBITERO (2013), « Public debt and economic growth in advanced economies: A survey », in *Swiss Journal of Economics and Statistics*, vol. 149, n° 2.
- PEROTTI, Roberto (2013), « The "austerity myth": Gain without pain? », in Alberto Alesina & Francesco Giavazzi, *Fiscal Policy after the Financial Crisis*, NBER.
- PERSSON, Torsten, & Lars SVENSSON (1989), « Why a stubborn conservative would run a deficit: Policy with time-inconsistent preferences », in *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 104.
- PESCATORI, Andrea, Damiano SANDRI & John SIMON (2014), « Debt and growth: Is there a magic threshold? », FMI, *working paper*, n° 14/34.
- REINHART, Carmen M., & Kenneth S. ROGOFF (2010), « Growth in a time of debt », in *American Economic Review: Papers & Proceedings*, vol. 100, n° 2.
- RIERA-CRICHTON, Daniel, Carlos A. VEGH & Guillermo VULETIN (2015), « Procyclical and countercyclical fiscal multipliers: Evidence from OECD countries », in *Journal of International Money and Finance*, vol. 52, n° C.
- SUTHERLAND, Alan (1997), « Fiscal crises and aggregate demand: Can high public debt reverse the effects of fiscal policy? », in *Journal of Public Economics*, vol. 65.
- WOO, Jaejoon (2003), « Economic, political, and institutional determinants of public deficits », in *Journal of Public Economics*, vol. 87, n° 3-4.
- WOODFORD, Michael (2011), « Simple analytics of the government expenditure multiplier », in *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 3, n° 1.
- YARED, Pierre (2019), « Rising government debt: Causes and solutions for a decade-old trend », in *Journal of Economic Perspective*, vol. 33, n° 2.