

FIPECO le 30.01.2019
Les commentaires d'actualité

La soutenabilité de la dette publique

François ECALLE

La Commission européenne vient de publier son [rapport annuel sur la soutenabilité](#) de l'endettement public dans les pays de l'Union européenne. Ce billet en tire les principales conclusions pour ce qui concerne la France. Une [fiche de l'encyclopédie de FIPECO](#) présente par ailleurs les différentes définitions de la soutenabilité des finances publiques et les principaux indicateurs utilisés pour la mesurer.

Un seul pays européen (Chypre) présente, selon la Commission, un risque de crise de ses finances publiques à court terme (un an). Au-delà d'un an, les risques de non soutenabilité des dettes publiques sont importants dans plusieurs pays.

A politique inchangée, c'est-à-dire en gelant le solde primaire structurel à son niveau de 2020, sauf pour ce qui concerne l'impact du vieillissement de la population sur les dépenses publiques, la dette de la France passerait de 97 % du PIB en 2020 à 100 % en 2029. Or la dette publique baisserait en moyenne dans la zone euro et l'Union européenne sur cette période et n'augmenterait que dans quatre autres pays. La France est également mal placée dans les scénarios alternatifs retenus par la Commission.

L'effort structurel requis pour ramener la dette publique à 60 % du PIB en 2033 en France (4,2 points de PIB) est supérieur à l'effort moyen requis dans la zone euro (2,1 points) et l'Union européenne (1,4 point). Cet écart tient à l'effort requis pour stabiliser la dette à son niveau actuel, la France étant l'un des rares pays où elle continue à augmenter, puis pour la ramener à 60 % du PIB, hors effet du vieillissement. En revanche, l'effort supplémentaire nécessaire pour compenser les dépenses dues au vieillissement est plus faible en France que dans la moyenne des autres pays.

A plus long terme, la soutenabilité des finances publiques présente en France un risque inférieur à la moyenne des pays de la zone euro et de l'Union européenne en raison d'un impact plus faible du vieillissement sur les dépenses publiques.

Au total, la France est classée par la Commission dans le groupe des 5 pays (avec l'Italie, l'Espagne, la Belgique et le Portugal) où la soutenabilité des finances publiques présente le plus de risques.

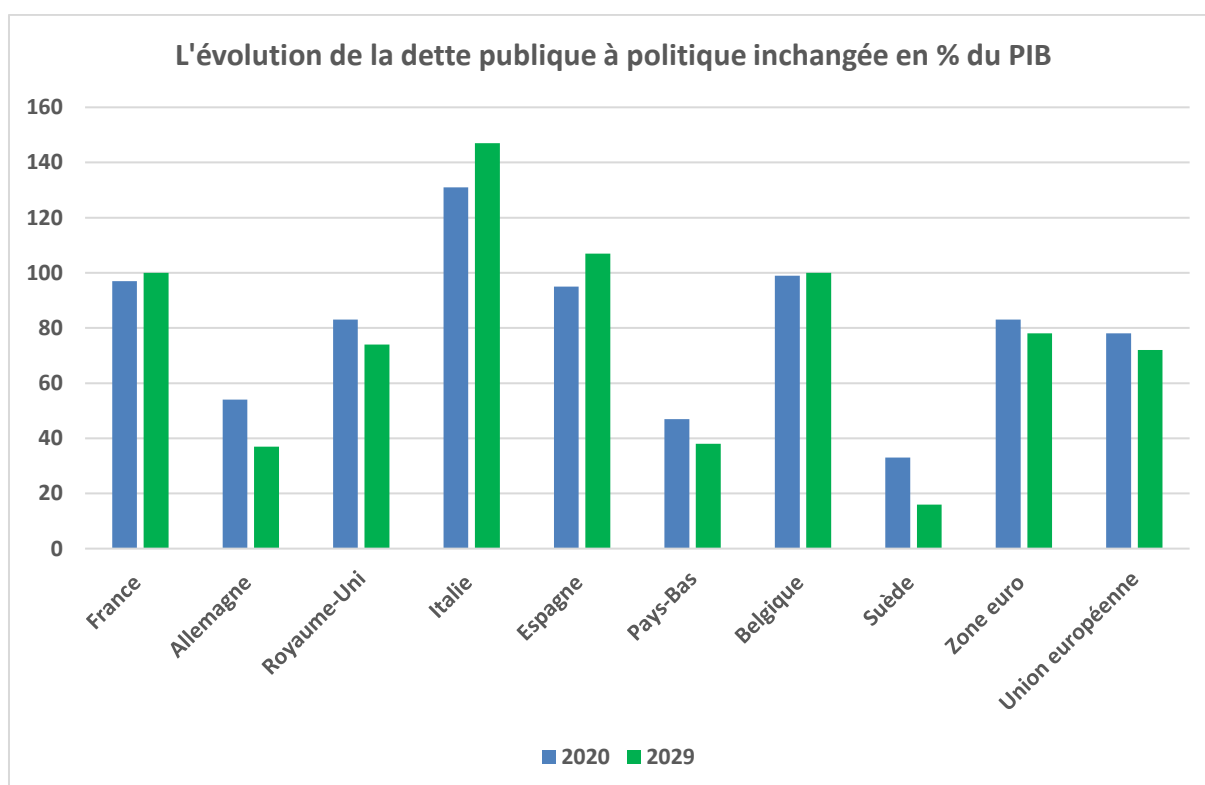
Cette appréciation de la soutenabilité appelle des compléments : si la Commission met en œuvre des analyses de sensibilité fondées sur de nombreux scénarios alternatifs, son scénario central est optimiste au regard des risques de dégradation de la conjoncture en 2019 ; les mesures décidées en décembre dernier par le Gouvernement ne sont pas prises en compte ; la mesure de la soutenabilité des finances publiques devrait intégrer des facteurs non retenus par la Commission, car difficiles à quantifier, tels que la crédibilité des politiques publiques ou la solidarité entre pays européens.

A) L'évolution de la dette publique à politique inchangée

La Commission européenne présente l'évolution de la dette publique à l'horizon de 2029 qui résulte de ses prévisions de l'automne 2018 pour les années 2018 à 2020 et d'un scénario « à politique inchangée » pour les années 2021 à 2029. En pratique, cette hypothèse de politique inchangée signifie que le solde structurel primaire ([solde structurel](#) hors charges d'intérêts) est gelé sur toute la période de projection au niveau atteint en 2020 (- 0,4 % du PIB pour la France), sauf pour ce qui concerne les effets du vieillissement sur les dépenses publiques. Ces effets sont pris en compte sur la base de projections nationales harmonisées et se traduisent généralement par une dégradation du solde primaire structurel.

Ces perspectives d'évolution des dettes publiques reposent en outre sur les hypothèses macroéconomiques suivantes : une fois [l'écart de production](#) revenu à zéro, la croissance du PIB est égale à sa croissance potentielle (1,2 % pour la France en moyenne sur 2018-2029) ; l'inflation converge vers 2 % et le taux d'intérêt réel à 10 ans vers 3 %.

Dans ce scénario central, la dette publique de la France passerait de 97 % du PIB en 2020 à 100 % en 2029, alors que celle de la zone euro passerait en moyenne de 83 % à 78 % du PIB et celle de l'Union européenne de 76 à 72 % du PIB. La dette publique n'augmenterait que dans quatre autres pays (Italie, Espagne, Roumanie et Estonie).



Source : Commission européenne ; FIPECO.

La Commission présente des projections alternatives dans lesquelles les hypothèses précédentes relatives au solde structurel primaire, à la croissance potentielle et aux taux d'intérêt sont remplacées par leur moyenne sur les années 2004-2018. S'agissant de la France, la dette en 2029 est comprise entre 97 et 108 % du PIB selon les scénarios. S'agissant des moyennes européennes, la dette en 2029 se situe dans une fourchette de [-2 ; + 5] points de PIB par rapport au niveau atteint dans le scénario central.

Si les pays membres respectaient les règles budgétaires européennes et, en particulier, ramenaient progressivement leurs comptes publics à l'équilibre structurel, leur dette publique serait plus faible en 2029 (79 % du PIB pour la France ; 63 % pour la zone euro et 59 % pour l'Union européenne).

Une hausse (ou une baisse) de 100 points de base de tous les taux d'intérêt, dès 2020, par rapport au scénario central entraînerait une hausse (une baisse) d'environ 6 points de PIB de la dette de la France en 2029 et de 4 à 5 points de PIB de la dette moyenne de la zone euro ou de l'Union européenne.

Un taux de croissance en valeur du PIB supérieur (inférieur) de 0,5 point en moyenne sur 2019-2029 entraînerait une baisse (une hausse) de 5 points de la dette en 2029 par rapport au scénario central en France et de 4 à 5 points dans la zone euro ou l'Union européenne.

B) La soutenabilité à court terme

La Commission examine les risques de survenance d'une « crise des finances publiques » à moins d'un an. Une « crise » est caractérisée par un défaut de paiement, une restructuration des dettes ou l'apparition d'une prime de risque¹ supérieure à sa moyenne historique majorée de deux fois son écart-type.

Le risque de crise est apprécié sur la base d'une série de 25 variables à la fois budgétaires (solde structurel...) et macroéconomiques (solde des transactions courantes...) et de seuils spécifiques à chacune de ces variables dont le franchissement a été un signal précurseur d'une crise dans le passé. La position du pays par rapport à chacun de ces seuils, en-deçà ou au-delà, est synthétisée dans un indicateur global, dit S0, pour lequel il est également possible de définir un seuil au-delà duquel une crise est probable.

Alors que 16 pays de l'Union européenne avaient franchi ce seuil global en 2009 (la France ne faisait pas partie de ce groupe), laissant présager une crise, seul Chypre le dépassait en 2018. La soutenabilité des finances publiques à court terme est donc assurée, si on fait confiance à cet indicateur, en France comme dans presque tous les pays européens. Toutefois une analyse plus fine des composantes montre que si le seuil global n'est franchi que pour Chypre, des fragilités sont apparentes dans plusieurs pays, y compris sur les dimensions budgétaires pour la France et l'Italie notamment.

C) La soutenabilité à moyen terme

1) Les indicateurs de soutenabilité à moyen et long terme

Selon l'approche la plus ancienne et la plus fréquemment retenue², la situation des finances publiques est soutenable si la dette publique est stable en pourcentage du PIB à un horizon infini, à politique inchangée, quel que soit le niveau auquel elle est stabilisée. Sous des hypothèses relativement peu contraignantes, les recettes futures permettent en effet alors de couvrir la dette actuelle et les dépenses futures.

¹ Ecart entre le taux d'intérêt des emprunts de l'Etat considéré et celui d'un emprunt sans risque (en général une obligation fédérale allemande).

² Développée notamment dans « The sustainability of fiscal policy : new answers to an old question » ; Olivier Blanchard et alii ; OECD economic studies, 1990.

Cette définition théorique de la soutenabilité doit être adaptée pour être opérationnelle. En effet, d'une part, la dette peut n'être stabilisée qu'à un niveau très élevé et, d'autre part, les projections n'ont en pratique de sens que sur une période finie. Les finances publiques sont alors dites soutenables si la dette est stabilisée en pourcentage du PIB, ou ramenée à un certain pourcentage du PIB, à un horizon fini, et non infini. Le niveau auquel elle est stabilisée ou ramenée et l'horizon retenu sont conventionnels.

L'écart entre le déficit constaté et celui qui permettrait, en étant maintenu constant, d'atteindre cet objectif d'endettement mesure la distance par rapport à une situation soutenable. Pour apprécier la soutenabilité à moyen ou long terme des finances publiques, il est préférable de considérer non pas le déficit effectif mais le déficit structurel primaire (hors charges d'intérêt).

L'écart entre le déficit structurel primaire à politique inchangée et celui qui permet de ramener la dette au niveau fixé et à l'horizon convenu est donc une mesure de la soutenabilité des finances publiques. Elle correspond au supplément d'impôts qu'il faudrait prélever chaque année dès maintenant pour atteindre cet objectif (on l'appelle aussi « *tax gap* »), ou aux économies qu'il faudrait réaliser.

2) Les dernières estimations de la soutenabilité à moyen terme de la Commission

La Commission européenne retient un indicateur, dit S1, qui mesure l'écart entre le déficit primaire structurel prévu pour 2020 et celui qui permettrait de ramener la dette à 60 % du PIB à l'horizon de 2033 s'il était constaté chaque année à partir de 2025 après une baisse de 2020 à 2025. Cet indicateur est établi sur la base des projections à l'horizon de 2029 qui ont été décrites ci-dessus, prolongées jusqu'à 2033 avec les mêmes hypothèses.

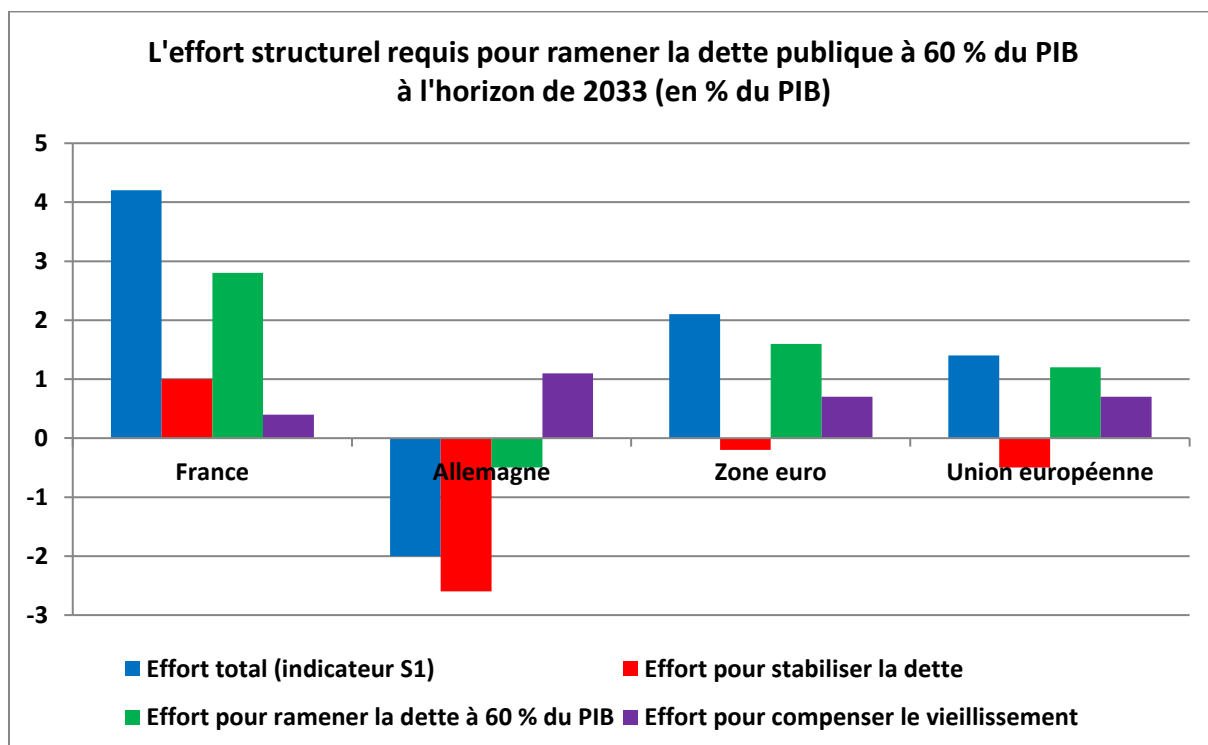
Cet indicateur S1 a trois composantes : la première correspond à la réduction du déficit primaire structurel nécessaire pour stabiliser la dette à son niveau de 2020, à structure par âge de la population inchangée ; la deuxième à l'effort supplémentaire nécessaire pour la ramener de son niveau de 2020 à 60 % du PIB en 2033, à démographie inchangée ; la troisième à l'effort supplémentaire requis pour compenser la hausse des dépenses publiques induite par le vieillissement de la population.

Pour la France, l'effort structurel requis pour ramener la dette publique à 60 % du PIB représente 4,2 points de PIB, soit 1,0 point pour stabiliser la dette, puis 2,8 points pour la ramener à 60 % du PIB et 0,4 point pour compenser l'effet du vieillissement sur les dépenses publiques.

Cet effort de 4,2 points requis pour ramener la dette publique à 60 % du PIB est supérieur à l'effort moyen requis dans la zone euro (2,1 points) et l'Union européenne (1,4 point). Cet écart entre la France et les moyennes européennes tient aux efforts requis pour stabiliser la dette à son niveau actuel (la France étant l'un des rares pays dont la dette continue à augmenter) et pour la ramener à 60 % du PIB, hors effet du vieillissement. En revanche, l'effort supplémentaire nécessaire pour compenser les dépenses dues au vieillissement est un peu plus faible en France que dans la moyenne des autres pays (0,7 point).

Seules l'Italie, l'Espagne, le Portugal et la Belgique devraient faire un effort plus important (9,4 points pour l'Italie) pour ramener leur dette à 60 % du PIB. Dans le cas de l'Allemagne,

l'effort requis est négatif (- 2,0 points), malgré un fort effet du vieillissement (+ 1,1 point), ce qui veut dire qu'elle devrait réduire son excédent primaire structurel de 2020.



Comme pour l'évolution de la dette à l'horizon de 2029, la Commission présente des analyses de sensibilité, par exemple avec un impact plus fort du vieillissement sur les dépenses publiques. Les observations qui peuvent en être tirées ne sont pas qualitativement différentes.

D) La soutenabilité à long terme

La soutenabilité des finances publiques à long terme est analysée par la Commission en retenant sa définition théorique : à partir d'un certain moment, la dette doit être indéfiniment stable en pourcentage du PIB, quel que soit ce pourcentage. L'indicateur dit S2 mesure l'écart entre le solde primaire structurel de 2020 et celui qui permettrait cette stabilisation s'il était constaté chaque année à partir de 2021 sur une durée infinie.

Pour la France, il est quasiment nul (- 0,1 % du PIB), alors qu'il est nettement positif pour la zone euro (+ 1,8 % du PIB) et l'Union européenne (+ 2,0 %). En effet, si la stabilisation de la dette requiert un effort plus important en France (+ 1,4 % du PIB contre + 0,4 et + 0,3 %), l'impact du vieillissement est bien plus favorable (- 1,5 % du PIB contre + 1,4 % et + 1,7 %).

La Commission note cependant elle-même que ces résultats sont à prendre avec beaucoup de précautions car : des projections sur une durée infinie sont intrinsèquement fragiles ; le niveau auquel la dette publique est stabilisée est pour certains pays très élevé (plus de 150 % du PIB pour la France).

E) L'évaluation globale

L'évaluation globale du risque présenté par chaque pays au regard de la soutenabilité de ses finances publiques repose sur une combinaison des indicateurs S0, S1 et S2 ainsi que des

prévisions d'évolution de la dette publique dans le scénario central et les scénarios alternatifs. Elle tient également compte de la structure de la dette, de certains engagements hors bilan et des actifs des administrations publiques.

Comme indiqué plus haut, un seul pays présente un risque à court terme.

Sept pays, dont la France, présentent un risque élevé de non soutenabilité de leurs finances publiques à moyen terme. Pour cinq d'entre eux, dont la France, ce risque résulte à la fois du niveau élevé de l'indicateur S1 et de l'évolution de la dette dans les différents scénarios, qui la conduit à rester au-delà de 90 % du PIB en 2029.

Six pays présentent un risque élevé à long terme. La France n'en fait pas partie.

Au final, la Commission classe la France avec quatre autres pays (Italie, Espagne, Belgique et Portugal) dans la catégorie qui présente le risque le plus élevé de non soutenabilité des finances publiques.

Cette appréciation de la soutenabilité des dettes publiques appelle des compléments : si la Commission met en œuvre des analyses de sensibilité fondées sur de nombreux scénarios alternatifs, son scénario central est optimiste au regard des risques de dégradation de la conjoncture en 2019 ; les mesures décidées en décembre dernier par le Gouvernement ne sont pas prises en compte mais elles pourraient se traduire par une nette dégradation du solde structurel par rapport au niveau prévu par la Commission en 2020 (d'au moins 0,5 point de PIB) ; la mesure de la soutenabilité des finances publiques devrait intégrer des facteurs non retenus par la Commission, car difficiles à quantifier, tels que la crédibilité des politiques publiques ou la solidarité entre pays européens.