

14) La soutenabilité des finances publiques

La soutenabilité est la capacité d'honorer ses engagements. Selon une définition conforme à celle retenue par le Fonds monétaire international, la situation des finances publiques peut être considérée comme soutenable lorsque l'État a la capacité d'honorer ses obligations présentes et futures en menant des politiques économiquement faisables et politiquement réalistes. Cette définition générale conduit à deux approches différentes de la soutenabilité des finances publiques. L'une est budgétaire et l'autre est macroéconomique. Cette dernière doit être revue à l'occasion de la crise de 2020.

A) La soutenabilité au sens budgétaire

Selon le [décret du 7 novembre 2012](#) sur la gestion budgétaire et comptable publique, il est procédé, pour chaque « *programme* » au sens budgétaire, à « une programmation ayant pour objet de mettre en adéquation l'activité prévisionnelle des services avec les crédits et les emplois notifiés et attendus... La programmation et son exécution doivent être soutenables au regard de l'autorisation budgétaire annuelle et des prescriptions des lois de programmation des finances publiques en permettant ainsi d'honorer les engagements souscrits ou prévus et de maîtriser leurs conséquences budgétaires en cours d'année et les années ultérieures ».

La programmation des dépenses d'un programme budgétaire est ainsi « *soutenable* » si les crédits attribués et prévus suffisent pour payer les dépenses déjà engagées et, plus généralement, les dépenses « *obligatoires ou inéluctables* ».

La vérification de cette soutenabilité des programmes est une des principales missions des « [contrôleurs budgétaires](#) et comptables ministériels » (CBCM). Le décret du 7 novembre 2012 précise que leur contrôle « porte sur l'exécution des lois de finances et a pour objet d'apprécier le caractère soutenable de la programmation... et de la gestion en cours, au regard des autorisations budgétaires... Il concourt, à ce titre, à l'identification et à la prévention des risques encourus... ».

Cette soutenabilité doit s'apprécier sur un horizon pluriannuel, ce qui en constitue une caractéristique essentielle. Cet horizon est souvent relativement court puisqu'il faut pouvoir connaître, au moins approximativement, les crédits qui seront disponibles : en pratique, c'est l'horizon du « *budget triennal* » de l'État dans la loi de programmation des finances publiques. Il peut aussi y avoir une appréciation de la soutenabilité à plus long terme. Par exemple le ministre du budget rend son avis sur les « *partenariats publics privés* » (PPP) au regard de la soutenabilité du projet, qui s'apprécie en particulier par la part du loyer qui sera versé à compter de la livraison du bien dans les crédits du programme qui le finance. Un PPP peut être soutenable ou non à un horizon de 5 ou 10 ans.

Cette notion de soutenabilité budgétaire peut être étendue des programmes à l'ensemble du budget de l'Etat : c'est alors la capacité de celui-ci à payer les dépenses obligatoires et inéluctables avec les crédits inscrits dans la loi de programmation.

Cette acception de la soutenabilité fait l'impasse sur les ressources des administrations publiques. Si la norme de croissance des crédits budgétaires est très élevée, bien plus élevée que la progression des recettes, il peut n'y avoir aucun problème de soutenabilité, en ce sens, alors même que le déficit et la dette explosent¹.

B) La soutenabilité au sens macroéconomique

1) L'approche traditionnelle par le « tax gap »

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 économique 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.

Les projections n'ayant en pratique de sens que sur une période finie, la définition de la soutenabilité doit être adaptée pour être opérationnelle. Les finances publiques sont alors 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.

Pour stabiliser la dette publique en pourcentage du PIB, il faut que le solde primaire (hors intérêt), en points de PIB, soit supérieur à un « *solde primaire stabilisant* ». Celui-ci est égal au produit de la dette (en points de PIB) par l'écart entre le « *taux d'intérêt apparent* » de la dette (le rapport de la charge d'intérêt au stock de dette à la fin de l'année précédente) et le taux de croissance en valeur du PIB (démonstration dans la [fiche sur le solde stabilisant](#)).

Le solde primaire peut être supérieur au solde primaire stabilisant parce que l'économie est conjoncturellement dans une phase de forte croissance. Une telle situation n'est pas durable : la croissance risque de ralentir, ce qui entraîne à la fois une diminution du solde primaire effectif et une augmentation du solde primaire stabilisant. Pour apprécier correctement la situation des finances publiques et déterminer si la dette est soutenable, il est préférable de considérer le « *solde primaire structurel* », qui est indépendant de la conjoncture, et la « *croissance potentielle* » du PIB, c'est-à-dire la croissance moyenne sur la durée d'un cycle économique. Le solde primaire structurel stabilisant est le produit de la dette publique, rapportée au PIB, par l'écart entre le taux d'intérêt apparent de la dette et le taux de la croissance potentielle en valeur³.

Lorsque le taux d'intérêt apparent de la dette est égal au taux de croissance potentiel du PIB, ce qui est le cas dans certains modèles théoriques de croissance à long terme, le solde primaire

¹ Selon cette définition de la soutenabilité qui est celle retenue pour l'Etat. La soutenabilité des établissements publics s'apprécie en tenant compte des prévisions de recettes.

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

³ La croissance potentielle est généralement exprimée en volume. Pour la convertir en valeur, il faut retenir une hypothèse de taux d'évolution à moyen terme du prix du PIB.

structurel stabilisant est nul. Il faut donc que le solde structurel primaire soit nul pour stabiliser la dette.

L'écart entre le déficit structurel primaire à politique inchangée et celui qui permet de ramener la dette au niveau fixé à l'horizon convenu correspond au supplément d'impôts qu'il faudrait prélever pour atteindre cet objectif (ou aux économies qu'il faudrait réaliser), d'où l'appellation de « tax gap ».

2) Les limites de cette approche par le « tax gap »

Dans l'approche traditionnelle de la soutenabilité par le « tax gap », la dette publique doit être stabilisée à un niveau et un horizon qui sont très conventionnels. Or le risque de crise des finances publiques est probablement d'autant plus fort que la dette est élevée en pourcentage du PIB. La stabilisation de la dette en pourcentage du PIB est une condition nécessaire mais pas suffisante de sa stabilité. Il est donc plus prudent de la stabiliser à un faible niveau.

Cette corrélation entre le niveau de la dette et les risques de crise n'est toutefois pas évidente. Le seuil d'endettement au-delà duquel se déclenche une crise des finances publiques est en pratique très difficile à déterminer parce qu'il dépend de nombreux paramètres parfois difficilement quantifiables et souvent spécifiques à chaque pays et à chaque période.

Le Japon, par exemple, n'éprouve pas de difficultés particulières pour financer son déficit et rembourser une dette publique de plus de 200 % du PIB, alors que l'Espagne a connu une grave crise de ses finances publiques avec un endettement public de 67 % du PIB à la fin de 2010. Une différence essentielle entre ces deux pays est que l'Espagne était fortement endettée vis-à-vis du reste du monde en 2010 alors que le Japon détient des actifs nets considérables sur les autres pays.

Parmi les autres paramètres à prendre en compte, on peut notamment citer : la pertinence et la crédibilité de la politique économique suivie ; la capacité à augmenter les impôts ou à réduire les dépenses publiques ; le degré de solidarité des pays voisins, notamment au sein d'une zone monétaire ; la situation relative de l'endettement public par rapport à celle des pays comparables ; la solidité des institutions.

Une autre limite importante est apparue ces dernières années et tient à la persistance d'un écart négatif entre le taux d'intérêt apparent de la dette et le taux de croissance nominal du PIB. Dans ces conditions, le solde primaire structurel stabilisant est un déficit et celui-ci est d'autant plus important que la dette publique est élevée. Autrement dit, quel que soit le niveau de la dette, il existe un déficit structurel primaire qui permet de la stabiliser et qui est très facile à atteindre puisque plus la dette est élevée plus ce déficit est important et moins il y a donc d'efforts à faire. Symétriquement, quel que soit le déficit primaire, il permet de stabiliser la dette à un certain niveau. La condition nécessaire pour que la dette soit soutenable paraît donc respectée, mais encore faut-il que la dette ne soit pas stabilisée à un niveau trop élevé pour que cette condition soit suffisante.

3) L'espace budgétaire disponible

Des études empiriques publiées ces dernières années ont mis en évidence les liens statistiques entre dette publique et croissance ou entre l'écart entre taux d'intérêt et taux de croissance, d'une part, et les risques de crise des finances publiques, d'autre part. Il apparaît que la dette

publique accroît le risque de crise, indépendamment de l'écart entre son taux apparent et le taux de croissance du PIB, mais aussi que l'impact de la dette présente des discontinuités.

Ces études permettent ainsi de mesurer « *l'espace budgétaire disponible* », c'est-à-dire la distance entre le niveau actuel de la dette publique et, avec une certaine probabilité, celui qui déclenche une crise (ou d'un « stress ») définie comme celui à partir duquel les créanciers de l'Etat refusent de lui accorder de nouveaux financements ou seulement à des taux prohibitifs.

Certaines de ces études reposent sur des indicateurs qui peuvent être considérés comme ayant été des signaux précurseurs d'une crise dans le passé. Des chercheurs de la [Banque Mondiale](#) ont ainsi recensé 28 indicateurs de ce type, regroupés en quatre catégories : des indicateurs de soutenabilité au sens traditionnel, de la structure des dettes publiques (part libellée en devises...), de la confiance des marchés (primes de risque...) et des indicateurs relatifs aux dettes privées et à la dette globale de l'économie vis-à-vis de l'extérieur.

Ces indicateurs peuvent toutefois envoyer des signaux divergents, ce qui conduit à rechercher une mesure plus synthétique de l'espace budgétaire disponible. L'OCDE a [présenté ses travaux](#) sur la mesure de cet espace budgétaire disponible à l'occasion de la publication de ses perspectives économiques de l'automne 2016.

La première approche de l'OCDE repose sur une analyse des facteurs qui peuvent expliquer la prime de risque associée au taux d'intérêt des emprunts publics⁴. Elle tient compte des réactions des gouvernements face à une augmentation de la dette publique (hausse des impôts, baisse des dépenses), sur la base notamment de leur comportement passé. Elle intègre l'hypothèse d'une « *fatigue budgétaire* », c'est-à-dire d'un relâchement des efforts de maîtrise des finances publiques si l'excédent primaire requis est trop élevé sur une trop longue période. Cette fatigue budgétaire, ou seulement son anticipation par les marchés, provoque la crise.

La deuxième approche consiste à utiliser des modèles de l'économie, dits en « *équilibre général dynamique stochastique* », ayant pour propriété d'incorporer une « *courbe de Laffer* », c'est-à-dire de prévoir une baisse des recettes fiscales lorsque le taux d'imposition dépasse un certain niveau. Si les dépenses publiques ne peuvent pas être réduites au-dessous d'un plancher, il existe alors un excédent primaire maximal. En simulant l'impact de chocs exogènes affectant la croissance (baisse de la productivité...) avec ce modèle, il est possible de déterminer la probabilité de devoir dégager un excédent primaire supérieur à ce maximum, ce qui est impossible et entraîne donc une explosion de la dette puis un défaut de paiement.

Le FMI a publié en février 2021 une révision de ses [méthodes d'analyse](#) de la soutenabilité de la dette publique dans les pays ayant accès aux marchés financiers. Elles reposent sur un examen de la soutenabilité à court terme, à partir d'indicateurs précurseurs de stress ou de crise, et de la capacité à stabiliser la dette à moyen terme, y compris dans des stress-tests. Ce cadre d'analyse est très riche mais aussi fort complexe, ce qui reflète la multiplicité des facteurs qui déterminent la soutenabilité de la dette ou le basculement dans une situation de crise.

⁴ En pratique, l'écart, (le « spread ») entre ce taux et celui d'emprunts considérés comme non risqués.

C) La soutenabilité et la crise de 2020

La crise de 2020 conduit à revoir les approches précédentes de la soutenabilité pour tenir compte de la persistance d'un écart négatif entre le taux d'intérêt apparent de la dette et le taux de croissance du PIB, d'une part, et les achats massifs de titres publics par les banques centrales, d'autre part.

1) L'écart entre taux d'intérêt et taux de croissance

Les perspectives d'évolution des taux d'intérêt et de la croissance ont toujours été incertaines et la crise renforce ces incertitudes. Il reste qu'on ne peut pas exclure le retour à une situation où le taux apparent de la dette publique est supérieur au taux de croissance du PIB, même si c'est peu probable dans les prochaines années.

La crise de 2020 montre notamment que la croissance du PIB peut être beaucoup plus faible que le taux d'intérêt de la dette non parce que la croissance potentielle et ses déterminants habituels (progrès technique...) sont affaiblis mais parce que les gouvernements interdisent aux entreprises de produire pour des raisons sanitaires. De nouveaux chocs de ce type ne peuvent pas être exclus.

Si le taux d'intérêt de la dette redevient supérieur au taux de croissance du PIB, en permanence ou en moyenne sur plusieurs années compte-tenu de nouveaux chocs, il faudra dégager un excédent primaire beaucoup plus important qu'avant la crise actuelle pour stabiliser la dette, ce qui pourrait être très difficile.

En outre, la dette n'est pas soutenable si elle est stabilisée à un niveau trop élevé. Si le déficit primaire est maintenu à 5 % du PIB et si l'écart entre le taux de croissance du PIB et le taux d'intérêt apparent de la dette reste égal à 0,02, la dette sera stabilisée à 250 % du PIB. Il est probable que les créanciers de l'Etat s'inquiètent à partir d'un niveau d'endettement bien plus faible. Le cas échéant, le taux d'intérêt apparent de la dette augmentera. Si $(g - i)$ est, par exemple, ramené à 0,01 la dette ne pourra être stabilisée qu'à 500 % du PIB. Si les créanciers de l'Etat s'inquiètent de cette perspective, le taux d'intérêt de la dette risque de monter encore plus. Si l'écart entre i et g devient alors nul, il faut que le solde primaire soit lui-même nul pour stabiliser la dette.

Avec des anticipations auto réalisatrices de ce type, un pays peut passer très vite d'une situation où un déficit primaire de 5 % du PIB ne pose pas de problème, parce qu'il permet de stabiliser la dette, à une situation où il faut un excédent primaire pour la stabiliser. Si cet effort est impossible, la dette devient insoutenable, ce qui est arrivé à des pays comme la Grèce.

Il ne suffit donc pas de pouvoir stabiliser la dette ; encore faut-il qu'elle puisse être stabilisée à un niveau qui permette de garder la confiance des créanciers de l'Etat.

En outre, pour stabiliser la dette en pourcentage du PIB, encore faut-il que le déficit primaire n'augmente pas lui-même indéfiniment. Or il augmente indéfiniment si la croissance des dépenses primaires reste elle-même toujours supérieure à celle du PIB et si le gouvernement n'augmente pas les prélèvements obligatoires. En effet, à législation fiscale inchangée, les recettes publiques augmentent à peu près comme le PIB en valeur en moyenne sur plusieurs années. Si le déficit primaire augmente indéfiniment en pourcentage du PIB, la dette explose quel que soit le niveau du taux d'intérêt.

La condition de stabilisation de la dette peut d'ailleurs être formulée sans faire apparaître son taux d'intérêt ni le solde primaire : le déficit doit être égal au produit de la dette par le taux de croissance du PIB. Symétriquement, le maintien du déficit à un certain niveau permet de stabiliser la dette à un niveau égal au rapport entre ce déficit et le taux de croissance du PIB.

Si le taux de croissance nominal du PIB est de 3 %, un déficit de 3 % du PIB permet de stabiliser la dette à 100 % du PIB et un déficit de 6 % la stabilise à 200 % du PIB.

Or le ratio déficit / PIB est la différence entre les ratios dépenses / PIB et recettes / PIB. Le ratio recettes / PIB est constant à législation fiscale inchangée et, si les dépenses publiques croissent toujours plus vite que le PIB, le ratio dépenses / PIB augmente indéfiniment.

Une mesure nouvelle de hausse des impôts n'empêcherait pas la dette d'exploser. Le ratio recettes / PIB passerait à un niveau supérieur et le ratio déficit / PIB baisserait d'un cran, mais il retrouverait ensuite la même tendance haussière. Pour éviter une explosion de la dette, il faudrait prendre chaque année des mesures nouvelles de hausse des impôts de sorte que la croissance des recettes soit égale à celle des dépenses.

S'agissant de la France, on peut craindre que la crise affaiblisse la croissance potentielle. Si elle est ramenée à 1,0 % par an, il faudra que la croissance des dépenses publiques en volume⁵ soit durablement égale ou inférieure à 1,0 % par an pour que le déficit public n'augmente pas en pourcentage du PIB, à législation fiscale inchangée⁶.

Une baisse de la croissance potentielle peut certes conduire les gouvernements à freiner les dépenses pour limiter le déficit sans relever les impôts. La progression des dépenses publiques a d'ailleurs ralenti en France au cours des 10 dernières années. Elle était de 2,5 % par an dans les années 1990, de 2,2 % dans les années 2000 et de 1,1 % par an de 2011 à 2019.

Cependant une grande partie de la population, des relais d'opinion et des hommes et femmes politiques considèrent que la dernière décennie a été marquée par une austérité dramatique. En outre, les mesures prises pour faire face à la crise peuvent donner l'impression qu'il n'y a aucune limite à la dépense publique. Dans ces conditions sociales et politiques, il est malheureusement probable que la croissance des dépenses publiques sera plus forte que celle du PIB et que le déficit et la dette augmenteront encore beaucoup.

2) L'intervention des banques centrales

Depuis quelques années, les banques centrales détiennent beaucoup de titres émis par les Etats, ce qui était très rare avant la crise de 2009. La Banque de France détenait ainsi environ 18 % de la dette publique française à la fin de 2019 dans le cadre des instructions de la BCE.

Les banques centrales pourraient prêter beaucoup plus aux Etats et leur reprêter ensuite systématiquement les montants nécessaires au remboursement de leurs prêts initiaux. Elles pourraient même leur acheter des obligations perpétuelles, dont le capital n'est jamais remboursé, ou tout au moins des obligations à très long terme. Elles pourraient ainsi leur assurer un financement perpétuel et illimité excluant tout risque de défaut de paiement.

⁵ En déflatant leur croissance en valeur par l'indice du prix du PIB.

⁶ A partir de 2023 car la période 2020-2022 sera marquée par la montée puis la décrue des mesures d'urgence.

Les banques centrales ont toutefois pour mandat d'assurer la stabilité des prix. En pratique, il s'agit de maintenir l'inflation à proximité d'un objectif qui est aujourd'hui souvent de 2 %. Or, si les économistes sont partagés sur les perspectives d'inflation, on ne peut pas exclure qu'elle reparte et qu'elle dépasse l'objectif des banques centrales, même si celui-ci est relevé. Le risque de reprise de l'inflation sera d'autant plus important que le déficit et la dette publics seront sur une trajectoire de hausse non maîtrisée. A plus ou moins long terme, les facteurs de production seront en effet pleinement utilisés ce qui poussera les prix et salaires à la hausse.

Si l'inflation repart, les banques centrales devront utiliser les instruments dont elles disposent pour la maîtriser : augmenter les taux d'intérêt et réduire leurs actifs, y compris leurs créances sur les Etats. Ceux-ci risquent alors de se retrouver dans la situation décrite dans le cadre des analyses « traditionnelles » de l'endettement public présentées ci-dessus, à savoir un taux d'intérêt supérieur au taux de croissance du PIB exigeant un excédent primaire d'autant plus important que la dette est élevée pour la stabiliser. Si la dette est alors beaucoup plus importante qu'aujourd'hui, l'effort nécessaire risque d'être impossible. Dans ces conditions, la banque centrale ne pouvant plus prêter à l'Etat si elle reste indépendante et respecte son mandat, les créanciers de l'Etat risquent de prendre peur et de provoquer une crise en exigeant des taux d'intérêt encore plus forts.

Au total, le financement de l'Etat par la banque centrale repousse dans le temps le risque de crise des finances publiques, tant que l'inflation ne repart pas, mais sans l'éliminer. En réduisant le risque de crise à court terme et en incitant à augmenter la dette, le financement par la banque centrale peut même augmenter le risque de crise à plus long terme

La crise de 2020 a conduit certains économistes à recommander l'annulation des dettes des Etats vis-à-vis de leur banque centrale. Cette question est traitée dans une [note sur ce site](#) qui rappelle également les particularités de la zone euro au regard du financement des Etats par la banque centrale.