

LA DETTE PUBLIQUE EN FRANCE : la tendance des vingt dernières années est-elle soutenable ?

Depuis 1980, la dette publique française est passée d'un peu moins de 20 % du PIB à 63,7 %. Hormis durant la dernière phase de bonne conjoncture entre 1999 et 2001, cette progression a été continue. On peut se demander jusqu'à quel point cette évolution peut se poursuivre. En effet, les administrations publiques sont soumises à une contrainte budgétaire de long terme. S'il leur est possible de financer à court terme un écart entre dépenses et recettes par l'émission de dette, la dette présente doit pouvoir être remboursée par des surplus futurs. La politique budgétaire est dite soutenable si l'apparition de ces surplus ne nécessite aucun changement important de l'évolution des recettes ou des dépenses. Ce dossier montre que cette situation ne peut être considérée comme garantie en France.

Instrument du pilotage conjoncturel, la politique budgétaire ne peut cependant s'abstraire d'une perspective de long terme

Dans certains cas, une politique budgétaire expansionniste permet de soutenir une demande défaillante

On admet souvent que les déficits publics permettent de lisser les fluctuations cycliques de la demande et d'atténuer l'ampleur des cycles conjoncturels. En période de ralentissement, les recettes publiques se contractent spontanément (*voir le dossier Croissance et finances publiques*). Parallèlement, l'État peut décider d'augmenter les dépenses publiques pour soutenir l'activité. Une impulsion de dépense publique de 1 point de PIB conduit, toutes choses égales par ailleurs, à une augmentation plus que proportionnelle de l'activité : en France, le multiplicateur keynésien de court terme pour les dépenses publiques est couramment évalué à 1,2-1,4¹. Cette analyse keynésienne fournit la justification la plus commune des réductions d'impôts ou des relances de dépenses publiques (donc de déficits budgétaires) lorsque l'économie fait face à une récession temporaire.

1. Une hausse des dépenses publiques de 1 point de PIB conduit à court terme à une augmentation du PIB de l'ordre de 1,2 à 1,4 point (ordre de grandeur obtenu à l'aide du modèle macroéconométrique Mésange ou d'un modèle VAR).

En outre, accepter un déficit budgétaire peut constituer un moindre mal pour un pays qui se trouverait durablement confronté à une faible demande intérieure le rapprochant de la déflation. Le Japon de la fin des années 90 illustre cette situation.

Mais l'utilisation de la politique budgétaire pour contrer les fluctuations cycliques voire l'insuffisance chronique de la demande a des limites.

Ainsi, s'il est possible d'augmenter la dépense en période de récession, il s'avère en pratique très difficile de la réduire en période d'expansion, lorsque les caisses se remplissent spontanément. La dépense publique est donc trop rigide pour s'adapter en temps utile aux fluctuations de la demande.

De plus, la gestion efficace de la dépense publique pose problème. Il s'avère notamment très difficile d'orienter l'investissement public. Le retour sur investissement est souvent mal assuré voire non mesurable. Par ailleurs, sur le long terme comme sur le court terme, le développement de la dépense publique peut engendrer des rentes de situation qu'il est très difficile de réduire et qui sont des sources d'inefficacité.

Par ailleurs, si les ménages étaient parfaitement informés de l'état des finances publiques et s'ils n'étaient confrontés à aucune contrainte de liquidité (hypothèse dite ricardienne), ils réagiraient à l'augmentation du déficit public en accroissant leur épargne d'un montant équivalent aux impôts supplémentaires qu'ils s'attendent à payer dans le futur pour rembourser la dette publique. Dans ce cas, l'augmentation de déficit serait finalement sans effet sur la demande.

Enfin, et peut-être surtout, l'accumulation d'une dette publique excessive présente de sérieux inconvénients.

Les risques associés à une dette publique excessive

L'augmentation de la dette publique entraîne une augmentation de la charge de la dette, qui réduit les marges de manœuvre futures de la politique budgétaire et sa capacité à maintenir une influence contracyclique à court terme. Une dette excessive risque de conduire à une éviction de l'investissement privé, à une hausse des taux d'intérêt, à un surcroît d'inflation et, dans des cas extrêmes, à un défaut de paiement de l'État.

L'augmentation du déficit peut entraîner une éviction de l'investissement privé dans la mesure où les emprunteurs publics et privés sont en concurrence sur le marché des fonds prêtables. Ceci conduit à une hausse des taux d'intérêt : l'augmentation de l'offre de titres publics suscite une baisse des prix et oblige l'État à offrir une rémunération supérieure pour attirer de nouveaux prêteurs. Cette hausse des taux peut être aggravée si les emprunteurs viennent à douter de la capacité de l'État à payer ses échéances futures, ce qui conduit à une augmentation de la prime de risque.

Au cours des deux dernières décennies, la hausse de la dette publique en France ne s'est pas accompagnée d'une hausse des taux. Cette évolution peut s'expliquer par une plus grande crédibilité de la politique monétaire et la construction de la monnaie unique, qui ont conduit à une baisse générale des taux d'intérêt en Europe. Cependant, les comparaisons internationales mettent en évidence une relation croissante entre les taux d'intérêt et le niveau d'endettement, ce qui plaide plutôt en faveur de l'effet d'éviction.

Par ailleurs, la hausse de la dette publique peut conduire à une hausse de l'inflation qui, si elle est trop élevée, est coûteuse pour l'économie. En effet, l'État peut être tenté de monétiser son déficit, c'est-à-dire d'augmenter la masse monétaire pour financer l'émission.

sion de dette publique. Par ailleurs, la hausse des prix déprécie la valeur réelle de la dette, la dette étant généralement libellée en valeur nominale. En effet, les émissions indexées sur l'inflation sont assez récentes ; la France a procédé à la première émission d'obligations indexées sur l'inflation en septembre 1998. Cet effet inflationniste n'est pas théorique : historiquement et en particulier après les deux guerres mondiales, les épisodes d'accumulation excessive de dette ont été résolus par la monétisation.

Le risque inflationniste est certes réduit quand la banque centrale est indépendante ou si la politique monétaire est décidée au niveau d'une union monétaire et non de chaque État, comme c'est le cas actuellement au sein de la zone euro. Le risque inflationniste n'est cependant pas totalement exclu. En effet, chaque État peut être tenté d'adopter un comportement non coopératif : les dépenses publiques d'un pays peuvent lui procurer un bénéfice individuel direct via une croissance plus forte, en faisant supporter à l'ensemble de la zone monétaire le coût diffus d'une augmentation à terme de l'inflation. Par ailleurs, si un État laisse augmenter sa dette dans des proportions excessives, la banque centrale pourrait être tentée d'intervenir pour empêcher la banqueroute de cet État. Les critères du Pacte de stabilité et de croissance qui limitent le déficit à 3 % du PIB et la dette à 60 % du PIB visent précisément à prévenir de tels comportements et à encourager une gestion saine des finances publiques, en particulier en prévision des dépenses à venir liées au vieillissement de la population en Europe.

Encadré 1

Déficit et endettement des administrations publiques

Solde courant, investissement et déficit

Dans l'analyse du solde des administrations publiques, on se réfère fréquemment à la « règle d'or », qui veut que l'endettement ne serve à financer que les seuls investissements (voir Commission européenne, 2003). Mesuré à cette aune, qu'en est-il du déficit des administrations publiques françaises ?

Au cours des vingt-cinq dernières années, le solde courant brut des administrations publiques, qui correspond pour l'essentiel à l'épargne au sens de la comptabilité nationale¹, a toujours été positif, hormis entre 1993 et 1996 (voir graphique A) à la suite de la récession et de la dégradation du déficit public en 1992-1993. En moyenne, il s'établit à 1,3 % du PIB. Mais ce solde s'avère insuffisant à financer le simple maintien du capital fixe existant.

Chaque année en effet, une partie des investissements réalisés ne sert qu'à compenser l'usure du capital, la consommation de capital fixe. Durant les vingt-cinq dernières années, le solde courant net des administrations publiques, c'est-à-dire après déduction de la consommation de capital fixe, n'a ainsi été positif ou proche de l'équilibre

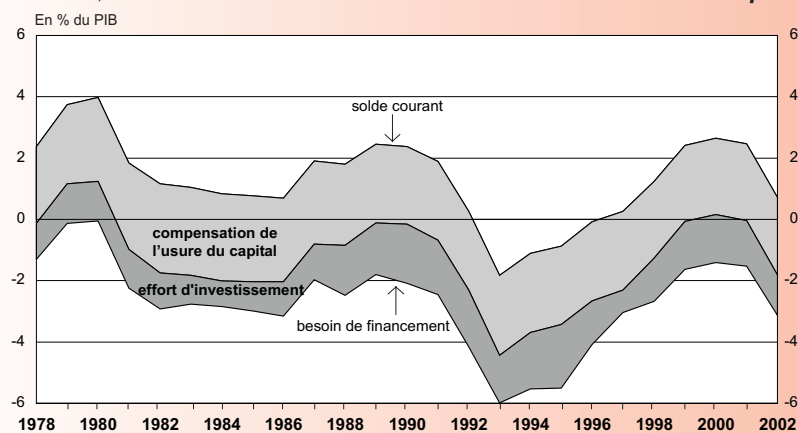
qu'au cours de la période 1978-1980 et des périodes de bonne conjoncture en 1989-1990 et 1999-2001. Il s'établit à - 1,3 % du PIB en moyenne sur la période.

L'effort d'investissement proprement dit (à savoir l'investissement net de la consommation de capital fixe) s'établit sur la période à 1,4 % du PIB. Toutefois, un tiers de cet investissement prend la forme d'aides aux autres acteurs économiques, y compris les transferts en capital, et ne conduit donc pas à un accroissement du patrimoine des administrations publiques.

Ceci entraîne :

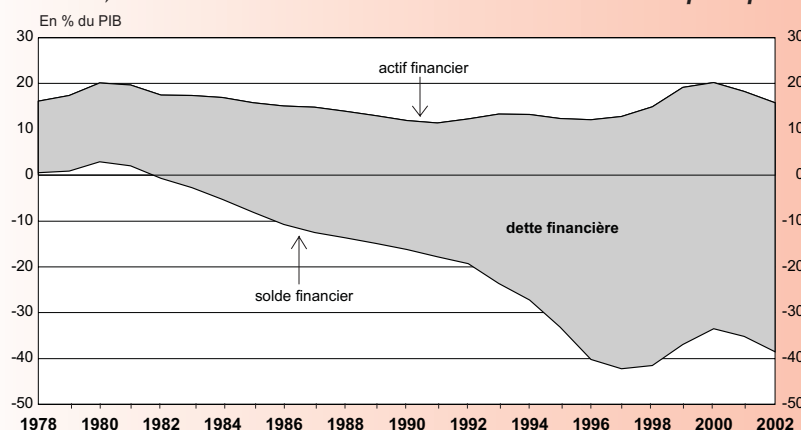
- une dégradation de la situation patrimoniale des administrations publiques, puisque l'endettement augmente plus vite que le patrimoine net ;
- une difficulté sans cesse accrue à soutenir l'effort d'investissement, y compris les aides aux autres acteurs économiques. En effet, les administrations ne s'endettent pas seulement pour accroître le capital public mais aussi pour le maintenir à niveau.

Graphique A
Solde courant, investissement et besoin de financement des administrations publiques



Source : Insee, comptes nationaux.

Graphique B
Actif financier, dette financière et solde financier des administrations publiques



Source : Insee, comptes nationaux.

Financement du déficit et endettement

Face à un besoin de financement récurrent, les administrations publiques ont dû recourir massivement à l'endettement. Leur solde financier (écart entre les actifs et les passifs), légèrement excédentaire au début des années quatre-vingt, n'a cessé de se dégrader depuis cette date, hormis entre 1998 et 2000. En 2002, ce solde approche 40 % du PIB (voir graphique B).

La dette financière nette des administrations est de 856 milliards d'euros en 2002, soit 55 % du

PIB. Elle n'en représentait que 16 % en 1978. Le solde de 2002 résulte d'un passif brut de 1 033 milliards duquel on déduit un actif de 177 milliards. Dans ce calcul, on s'est limité aux opérations financières pour lesquelles les administrations sont structurellement débitrices : titres hors actions, numéraires, dépôts et crédits.

Cette montée de l'endettement s'est accompagnée d'un profond mouvement de réallocation : les numéraires, dépôts et crédits, qui couvraient près des deux tiers des besoins à la

fin des années soixante-dix, n'en couvrent plus que 10 % en 2002 ; les titres, qui ne représentaient qu'un tiers de la dette financière en 1977, en représentent plus de 90 % au début des années 2000. Près des deux tiers de ces titres sont constitués d'obligations à long terme. Cette réallocation est à rapprocher :

- de l'ampleur des besoins : on est passé d'une dette de nature plutôt « frictionnelle » à une dette « structurelle » tandis que d'importantes ressources de trésorerie ont disparu (avances de la banque centrale à l'État, décalage d'un mois pour l'imputation de la TVA déductible, fonds des CCP, comptes des particuliers à la Comptabilité publique) ;
- de la préférence de plus en plus marquée pour des supports d'endettement facilement échangeables sur les marchés financiers, aussi bien en France qu'à l'étranger, et donc pour des titres obligataires ou monétaires ;
- de l'accroissement de la demande en titres d'État : les produits obligataires de long terme constituent un pilier traditionnel des provi-

sions techniques des compagnies d'assurance ; le besoin des banques en produits de base pour leurs SICAV s'y est ajouté ;

- de la recherche d'une bonne visibilité à court et moyen terme de la charge de la dette ; la prédominance des obligations à long terme à taux fixe dans la dette évite les à-coups violents d'une année à l'autre.

Ce bilan ne tient pas compte des engagements pris par les administrations pour le paiement des retraites futures. Pour la fonction publique d'État, la Direction générale de la comptabilité publique évalue ces engagements à 700 milliards en 2002².

Notes

1. Ce solde courant correspond plus précisément aux opérations suivantes de la comptabilité nationale : épargne (B8) + recettes d'impôts en capital (D91) + recettes nettes d'impôts et cotisations dus non recouvrables (D995).

2. Source : Compte général de l'administration des finances 2002, <http://www.minefi.gouv.fr>.

Dans le long terme, le respect de la contrainte de financement de l'État impose un ajustement des recettes et des dépenses publiques

La contrainte de financement et la dynamique des finances publiques

Pour comprendre la dynamique des finances publiques, il est nécessaire de considérer la contrainte de financement à laquelle le gouvernement fait face à chaque période. De manière comptable, le déficit budgétaire, qui correspond à l'écart entre l'ensemble des recettes et des dépenses, est égal à la variation de la dette ΔB_t (voir encadré 2, « Définitions et données utilisées »). Le déficit budgétaire est lui-même égal à la différence entre les recettes totales R_t et les dépenses totales (somme des dépenses primaires G_t et du service de la dette $\rho_t B_{t-1}$). On peut réécrire le déficit budgétaire comme la somme du déficit primaire et de la charge de la dette, d'où :

$$(1) \Delta B_t = (G_t + \rho_t B_{t-1}) - R_t = (G_t - R_t) + \rho_t B_{t-1}$$

Cette équation peut se lire de 3 façons :

- en valeur nominale : ρ_t représente le taux d'intérêt nominal,
- en valeur réelle : ρ_t représente le taux d'intérêt réel,
- en parts de PIB : ρ_t représente le taux d'intérêt nominal moins la croissance nominale du PIB².

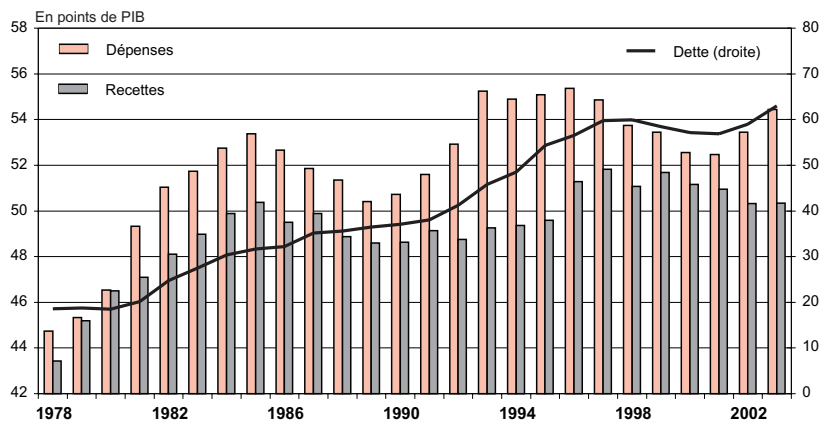
Par la suite, on raisonnera en part de PIB car cette approche paraît plus pertinente et plus lisible. L'équation (1) décrit alors l'évolution du **ratio d'endettement**, c'est-à-dire de la dette de l'État rapportée au PIB. En effet, il paraît naturel de rapporter la dette à la capacité contributive de la nation mesurée par le PIB ; à dette nominale constante, la croissance du PIB conduit à une diminution du ratio d'endettement, d'où l'écriture de ρ_t comme une différence entre le taux d'intérêt et le taux de croissance de l'économie³.

Un ratio d'endettement croissant depuis vingt-cinq ans

Cette écriture de la contrainte de budget de l'État permet de relire l'histoire du ratio d'endettement en France au cours des deux dernières décennies. Trois variables expliquent principalement l'évolution de la dette.

Le solde primaire ($G_t - R_t$) contribue directement aux évolutions du ratio d'endettement. Ainsi, les soldes primaires positifs dégagés entre 1986 et 1991 ont favorisé le ralentissement de la croissance de la dette. De manière plus flagrante, la réduction continue du déficit entre 1996 et 2000 et en particulier le solde primaire important dégagé entre 1999 et 2001, explique la stabilisation du ratio d'endettement à un niveau légèrement inférieur à

Graphique 1
Finances publiques

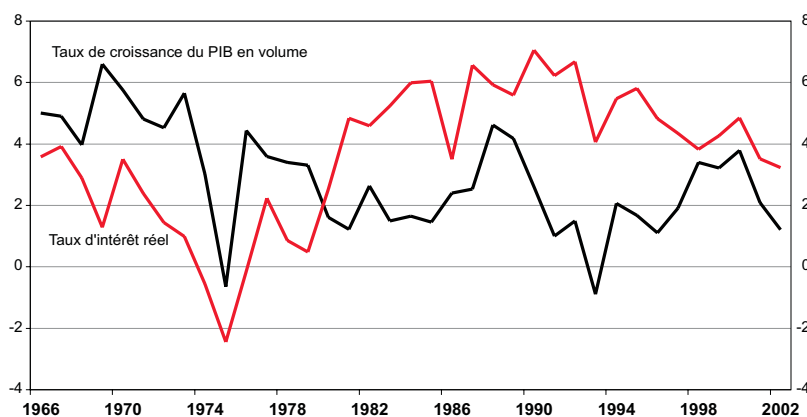


Source : Insee, comptes nationaux.

2. Si les équations comptables présentées en valeur nominale, en valeur réelle ou en parts de PIB sont équivalentes, les propriétés statistiques des séries considérées et les résultats des tests de stationnarité présentés plus bas n'ont pas de raison de l'être.

3. En réécrivant l'équation précédente en part de PIB (avec Y_t le niveau du PIB et y_t son taux de croissance nominal), on a : $\Delta \frac{B_t}{Y_t} = \frac{G_t}{Y_t} - \frac{R_t}{Y_t} + \left(\frac{i_t - y_t}{1 + y_t} \right) \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} \approx \frac{G_t}{Y_t} - \frac{R_t}{Y_t} + (i_t - y_t) \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}}$. On note : $\rho_t = i_t - y_t$.

Graphique 2
Contexte macroéconomique



Source : Insee, comptes nationaux.

60 %. *A contrario*, la dégradation de la situation budgétaire des années 1981-1982 puis en 1992-1993 a largement contribué à l'accroissement de l'endettement sur l'ensemble de la période. Il est important de noter que ces évolutions sont sensibles à la conjoncture en raison du rôle des stabilisateurs automatiques. Ainsi, la situation dégradée des finances publiques du milieu des années quatre-vingt-dix et l'embellie consécutive sont très largement déterminées par le contexte conjoncturel.

Par ailleurs, les variations du taux d'intérêt long affectent la dynamique de la dette. Ainsi, à partir de 1981 et jusqu'au milieu des années quatre-vingt-dix, même s'il y a eu une baisse des taux d'intérêt nominaux, l'écart entre le taux d'intérêt et le taux de croissance de l'économie a été très élevé, en regard de son évolution historique depuis les années soixante, ce qui a nettement contribué à l'accélération de la dette exprimée en part de PIB.

Enfin, en dehors de tout effort budgétaire, les périodes de forte croissance ont tendance à réduire le ratio d'endettement en augmentant son dénominateur. Cet effet joue dans le même sens que l'effet conjoncturel sur les déficits.

On peut ainsi distinguer cinq phases distinctes dans l'évolution de la dette publique depuis le début des années quatre-vingt.

- De 1981 à 1986, la dette des administrations publiques progresse de 2,3 points de PIB par an en moyenne (voir graphique 1). Le gouvernement met en œuvre un programme de réformes qui se traduit par une forte croissance des dépenses publiques : retraite à soixante ans, nationalisations...
- De 1987 à 1991, la progression de l'endettement public ralentit. Aidés par une période de forte croissance, les gouvernements successifs parviennent à dégager des surplus primaires. Les dépenses publiques diminuent en part de PIB.
- Après 1991, dans un contexte de ralentissement de la croissance puis de récession, le ratio d'endettement s'accroît à nouveau à un rythme particulièrement élevé (5,3 points de PIB par an). La réaction contra-cyclique du gouvernement fait progresser

fortement les dépenses publiques, ainsi que les déficits des administrations de sécurité sociale. Le déficit budgétaire atteint 6 points de PIB en 1993.

- À partir de 1996, le solde primaire s'améliore. Ainsi, depuis 1997, le ratio d'endettement s'est stabilisé juste en dessous de 60 points de PIB. Pour répondre aux critères définis par le traité de Maastricht afin de participer à l'union monétaire dès 1999, le gouvernement français a engagé, à partir de 1995, un programme de réduction des déficits publics, dit « programme de convergence ». L'accélération de la croissance et la baisse des taux d'intérêt réels ont aussi contribué à l'allègement de la charge de la dette.
- Depuis 2002, la dette publique est repartie à la hausse. Dans un contexte de ralentissement marqué de la croissance, le solde budgétaire s'est en effet fortement dégradé. Ainsi, le ratio de dette publique s'est accru de 1,8 point de PIB en 2002 et de 4,4 points de PIB en 2003.

Cette augmentation quasi continue du ratio d'endettement accroît le risque de voir apparaître une dynamique auto entretenue de la dette (effet « boule de neige ») et pose la question de la soutenabilité des finances publiques : le résultat de 25 ans de politique budgétaire a-t-il conduit à une dynamique d'endettement excessif qui nécessite des ajustements fiscaux ou bien le comportement de long terme des dépenses et des recettes permet-il d'éviter des changements importants dans la pratique de la politique budgétaire ?

Encadré 2

Définitions et données utilisées

Dette des administrations publiques au sens de Maastricht : Il s'agit de la *dette brute* : on ne déduit pas les avoirs des APU, en particulier les liquidités du Trésor sous forme de dépôts à la Banque de France, les participations de l'État dans les entreprises et les placements en valeurs mobilières. Comme ces actifs peuvent être vendus pour rembourser la dette, une mesure nette aurait peut-être été plus juste, mais la valorisation des actifs reste problématique, notamment pour les entreprises publiques non cotées et les bâtiments publics (par exemple les monuments historiques du domaine public). Les actifs financiers et non financiers des APU ont connu une légère baisse depuis vingt ans passant de 115 % du PIB en 1980 à 95 % du PIB en 2002. Par ailleurs, la dette des administrations ne comprend pas les engagements au titre des retraites.

La dette au sens de Maastricht est inférieure à la dette au sens de la comptabilité nationale d'environ 15 points de PIB. En effet, elle en diffère à trois niveaux :

- *Elle est consolidée* : on déduit les dettes des administrations auprès d'autres administrations, notamment les dépôts des collectivités locales au Trésor Public et les valeurs du Trésor détenues par des administrations.
- *Elle s'exprime en valeur nominale* : on prend la valeur faciale des titres et non la valeur de marché. Cette convention se justifie dans la mesure où il s'agit de se rapprocher de la valeur de remboursement de la dette. Elle simplifie en outre le passage entre stock et flux, car elle n'oblige pas à réévaluer la dette d'une année à l'autre (variation du prix des actifs mobiliers).
- *Elle est calculée en excluant certaines formes d'endettement comme les « décalages comptables » et les « crédits commerciaux »* : tous les pays ne sont en effet pas en mesure de fournir des informations fiables sur ces opérations.

Tableau
Dettes au sens de Maastricht au sens de la comptabilité nationale

	En % du PIB					
	1980	1985	1990	1995	2000	2002
Dettes au sens de la comptabilité nationale = passif financier	34,5	44,5	46,9	73,9	73,4	76,1
(1) Passage à la dette consolidée				- 6,2	- 4,7	- 4,7
(2) Passage à la valeur nominale				- 2,4	- 3,0	- 3,7
(3) Exclusion des autres comptes				- 9,6	- 8,4	- 8,5
(4) Ajustement statistique				- 1,1	- 0,1	- 0,2
Dettes au sens de Maastricht	20,7	30,6	35,1	54,6	57,2	59,0

Déficit public (déficit budgétaire) : Le déficit public est la capacité de financement des administrations publiques ou solde du compte non financier.

Charge de la dette : Le service de la dette comporte le service de la dette négociable (90 % de la dette), le service de la dette non négociable et les charges résultant de la gestion de la dette. Cette charge de la dette nous permet ensuite de calculer un taux d'intérêt apparent, ratio du service de la dette et de l'encours de dette : en 2002, ce taux apparent est de 5,6 %, à comparer au taux à 10 ans de 5,3 %.

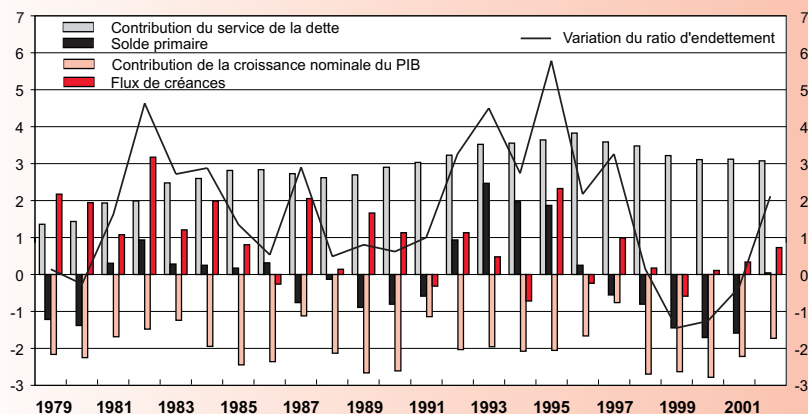
Flux de créances (ajustement) : Les données de la comptabilité nationale laissent apparaître une différence entre la variation du stock de la dette

(issue du compte financier des APU) et le déficit budgétaire (issu du compte non financier des APU) qui conceptuellement devraient être égaux. Cette différence s'explique par :

- des ajustements et autres changements de volume comme les nationalisations de 1982, la suppression du décalage d'un mois pour les remboursements de la TVA en 1995 ;
- des acquisitions d'actifs financiers, à l'exclusion des créances sur une autre administration publique par les administrations publiques.

Le graphique ci-dessous représente la variation du ratio d'endettement ainsi que les éléments qui y contribuent en prenant en compte les ajustements du compte financier, notamment le « flux de créances ».

Graphique
Variation du ratio d'endettement



Qu'est-ce qu'une politique budgétaire soutenable ?

On dit qu'une politique budgétaire est soutenable si elle ne conduit pas à une accumulation « excessive » de dette publique, c'est-à-dire à un niveau de dette qui, sans changement majeur, ne pourrait pas être couvert à l'avenir par des surplus budgétaires. Le financement de cette dette exclut ainsi le recours à un « jeu à la Ponzi⁴ » dans lequel l'État émettrait indéfiniment de nouveaux emprunts pour payer les intérêts et le principal arrivant à échéance. Enfin, la politique budgétaire mise en œuvre doit pouvoir être poursuivie sans ajustement fiscal significativement plus important que ceux constatés par le passé.

La soutenabilité caractérise donc une politique budgétaire particulière du gouvernement, ainsi que ses répercussions futures. Par extension, on peut parler de soutenabilité des finances publiques s'agissant de l'analyse des politiques budgétaires menées sur une période assez longue. Dans ce cas, il s'agit de caractériser le résultat observé des politiques mises en œuvre au cours de cette période. Par la suite, on parlera indifféremment de soutenabilité de la politique budgétaire ou de soutenabilité de la dette.

Il est important de distinguer cette notion de soutenabilité de celles de liquidité et de solvabilité. La liquidité est une notion de court terme. Un problème de liquidité survient si les actifs immédiatement disponibles ne sont pas suffisants pour assurer aujourd'hui la charge de la dette et le remboursement du principal qui arrive à l'échéance. L'analyse de la liquidité est surtout pertinente pour les pays émergents, dans le cadre de leur accès au marché du crédit global.

La solvabilité caractérise la situation financière d'un État qui est capable de faire face à ses engagements, c'est-à-dire dont la contrainte budgétaire intertemporelle est respectée, y compris en recourant à des ajustements budgétaires lorsque cela s'avère nécessaire⁵. Le constat de la non-solvabilité d'un État s'accompagne d'une crise des finances publiques qui se résout par un défaut (répudiation de la dette) ou un épisode d'hyperinflation⁶. Les pays développés sont généralement considérés comme solvables.

La soutenabilité correspond à la situation d'un État dont la solvabilité est assurée sans qu'il ait particulièrement besoin d'ajuster sa politique budgétaire dans l'avenir. Ainsi, la solvabilité caractérise l'état du « bilan de santé financière » d'un État alors que la soutenabilité s'intéresse plutôt à la cohérence de sa pratique actuelle en matière de politique budgétaire. Une politique peut ainsi ne pas être soutenable sans pour autant que l'État cesse d'être solvable dans la mesure où, au besoin, il peut choisir de modifier sa politique budgétaire, aujourd'hui ou à l'avenir, pour pouvoir honorer sa dette. Pour un État, le constat d'une absence de soutenabilité des finances publiques n'est pas synonyme d'impasse budgétaire mais traduit la nécessité, pour respecter la contrainte de budget intertemporelle, d'un ajustement fiscal conséquent.

4. Le jeu de Ponzi tient son nom de Charles Ponzi qui monta une escroquerie de grande envergure à Boston au début du siècle dernier. Il proposait des investissements pour lesquels il promettait un rendement de 40 % en à peine 90 jours. Cette affaire reposait sur un système de vente pyramidale : les investissements des nouveaux entrants servaient à payer les premiers investisseurs.

5. Voir Roubini (2002) pour une présentation théorique et Buiter (2004) pour une discussion complète des problèmes de solvabilité et soutenabilité des finances publiques, en particulier pour les pays en développement.

6. Le recours à l'inflation constitue une forme de défaut implicite puisqu'elle diminue la valeur de la créance.

Soutenabilité : de l'intuition au test économétrique

L'intuition de la soutenabilité est relativement claire, mais sa définition économique est plus complexe. Le passage de la contrainte de financement à laquelle l'État fait face à chaque période à sa contrainte de budget intertemporelle permet de préciser le concept. En anticipant le respect de la contrainte de financement à chaque date dans le futur, on peut écrire la contrainte de budget intertemporelle que doivent respecter les finances publiques (*voir encadré 3*).

Si, à politique budgétaire inchangée, la dette actuelle peut être couverte par la somme actualisée des surplus primaires futurs, la politique budgétaire mise en œuvre est soutenable. Cette condition se résume à une condition dite « de transversalité », correspondant à la nullité de la valeur actualisée de la dette à l'infini. Dans ce calcul le coefficient d'actualisation est égal à l'écart entre le taux d'intérêt et le taux de croissance de l'économie, et cet écart est supposé stable.

En première approximation, il est naturel de considérer qu'une politique budgétaire est soutenable lorsque le ratio d'endettement est stable en moyenne. Une telle condition garantirait bien la vérification de la condition de transversalité. Mais le niveau auquel on entend stabiliser le taux d'endettement n'est pas indifférent : plus il est élevé, plus sa stabilisation exigera que le solde primaire augmente vite et fort face à une hausse du taux d'intérêt ou à une baisse du taux de croissance. La maîtrise du taux d'endettement face aux aléas de l'écart entre le taux d'intérêt et le taux de croissance suppose donc de choisir un plafond pas trop élevé. C'est ce type de condition qu'impose le pacte de stabilité et de croissance qui encadre la pratique des politiques budgétaires en Europe, et en particulier le seuil de 3 points de PIB pour les déficits et le plafond de 60 points de PIB pour la dette. Ces contraintes sont cohérentes avec une croissance potentielle de 3 % et une inflation de 2 %. Sous ces conditions, la règle des 3 % garantit la stabilité du ratio de dette publique en part de PIB⁷.

Toutefois, le plafond de 60 points de PIB n'est pas nécessairement le niveau d'endettement au-delà duquel on devrait parler d'« accumulation excessive » de dette. Le pacte constitue donc, de ce point de vue, un cadre restrictif au regard de ce que permet le simple respect de la soutenabilité. De manière plus générale, se fixer un objectif de stabilité du ratio dette/PIB n'est qu'une condition suffisante et mais non nécessaire de soutenabilité.

On peut donc chercher à tester si la politique budgétaire française des vingt dernières années n'a pas été « soutenable » en des sens moins restrictifs de ce terme. La littérature récente propose des tests de ce type. Elle envisage deux concepts, qu'elle qualifie respectivement de soutenabilité « forte » et « faible » (*voir tableau 1 et encadré 3*). Ils correspondent à différents cas de figure concernant la relation entre dépenses et recettes et la dynamique du déficit.

L'une comme l'autre de ces deux notions de soutenabilité nécessitent que recettes et dépenses soient « cointégrées », c'est-à-dire telles qu'il existe une combinaison linéaire de

7. À partir de l'équation d'accumulation de la dette en part de PIB, on a : $\Delta \frac{B_t}{Y_t} = \frac{G_t - R_t - i_t B_{t-1}}{Y_t} - \frac{y_t}{1 + y_t} \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}}$.

On en déduit : $\Delta \frac{B_t}{Y_t} = 0 \Rightarrow \frac{G_t - R_t - i_t B_{t-1}}{Y_t} \approx y_t \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}}$ soit $3\% \approx 5\% \times 60\%$ avec le taux d'intérêt et la croissance mesurés en valeurs nominales.

ces deux variables qui soit stationnaire (stable en moyenne). Le cas de la soutenabilité forte correspond au cas particulier où le coefficient β de cointégration entre ces deux variables (régression des recettes sur les dépenses) est unitaire. Dans ce cas, la différence entre recettes et dépenses est stationnaire, c'est-à-dire fluctue autour d'un niveau moyen constant. Le ratio dette/PIB suit alors une marche aléatoire (éventuellement autour d'une tendance linéaire). Même si, dans ce dernier cas, le ratio dette/PIB peut atteindre des niveaux arbitrairement élevés, on montre que la condition de transversalité reste respectée. En effet, le coefficient d'actualisation de cette condition de transversalité l'emporte sur cette tendance linéaire du déficit.

Le cas de soutenabilité « faible » correspond au cas où la relation de cointégration a un coefficient de cointégration β positif mais inférieur à un. Ceci correspond au cas où une évolution donnée des dépenses s'accompagne d'une évolution de même signe des recettes, mais de moindre amplitude. Dans ce cas, la série des déficits n'est plus nécessairement stationnaire, le ratio dette/PIB peut évoluer de façon plus dynamique qu'avec la soutenabilité forte, mais continue néanmoins de rester compatible avec la condition de transversalité.

Tableau 1
Type de soutenabilité, selon les propriétés de la relation entre dépenses et recettes

Relation entre dépenses et recettes	Conséquence sur les évolutions		Type de soutenabilité obtenue
	du ratio déficit/PIB	du ratio dette/PIB	
Cointégrées, avec $\beta = 1$ les recettes et les dépenses s'ajustent complètement	Ratio stationnaire (stable en moyenne)	Marche aléatoire (éventuellement autour d'une tendance linéaire)	Soutenabilité forte
Cointégrées, avec $0 < \beta < 1$ les recettes et les dépenses s'ajustent partiellement	Ratio non nécessairement stationnaire	Combinaison de deux tendances stochastiques (et éventuellement d'une tendance linéaire)	Soutenabilité faible
Non cointégrés et taux de croissance de la dette supérieure à l'écart entre le taux d'intérêt et le taux de croissance			Dettes non soutenables

Ces notions restent des notions théoriques qui soulèvent beaucoup de questions. Par exemple, dans le cas de la soutenabilité forte, maintenir un déficit stationnaire avec une dette constamment croissante suppose de dégager des excédents primaires eux aussi en croissance continue, pour compenser la croissance de la charge de la dette, ce qui semble peu réaliste. Ces notions de soutenabilité supposent aussi la stabilité de l'écart entre le taux d'intérêt et le taux de croissance. Une hypothèse implicite est donc que le ratio dette/PIB peut croître indéfiniment sans avoir d'incidence sur ce paramètre. Or il s'agit d'une hypothèse peu crédible. Ces notions de soutenabilité sont donc à utiliser avec beaucoup de prudence. En pratique, les trajectoires auxquelles elles correspondent doivent rester au mieux transitoires. Il n'en est que plus instructif de constater qu'elles ne sont que faiblement validées dans le cas français.

Encadré 3

Soutenabilité de la dette : quelques critères proposés par la littérature récente

On raisonne en part de PIB et on suppose que l'écart ρ_t entre le taux d'intérêt et le taux de croissance est une constante positive (la démonstration reste valide s'il est stationnaire autour d'une constante positive). La contrainte budgétaire intertemporelle de l'État s'écrit :

$$(2) B_t = \sum_{s=0}^{\infty} \frac{R_{t+s} - G_{t+s}}{(1+\rho)^{t+s}} + \lim_{s \rightarrow +\infty} \frac{B_{t+s+1}}{(1+\rho)^{t+s}}$$

En toute rigueur, une politique budgétaire peut être dite soutenable si et seulement si, à politique budgétaire inchangée, la dette actuelle peut être couverte par la somme actualisée des surplus primaires futurs. Cette condition se résume à la condition de transversalité, correspondant à la nullité de la valeur actualisée de la dette à l'infini :

$$(3) \lim_{s \rightarrow +\infty} \frac{B_{t+s+1}}{(1+\rho)^{t+s}} = 0$$

Cette propriété sera évidemment vérifiée dans le cas d'un ratio dette/PIB stationnaire. Mais la stabilité de ce ratio n'est pas nécessaire. La littérature récente est amenée à proposer des tests fondés sur des critères moins exigeants, développés par Hakkio et Rush (1991) et Quintos (1995) sur la base de la génération antérieure de tests développés par Hamilton et Flavin (1986), Wilcox (1989) ou Trehan et Walsh (1991). Ils s'appuient sur un examen de la relation de long terme entre les dépenses et les recettes publiques. Il s'agit plus précisément d'étudier s'il existe ou non une combinaison de ces deux variables qui soit stationnaire, c'est-à-dire stable en moyenne. Une telle relation de long terme est appelée relation de cointégration.

En reprenant la contrainte budgétaire de l'État, la variation de la dette s'écrit en part de PIB comme la différence entre les dépenses totales en part de PIB et les recettes totales de l'État. Soit GG_t , la somme des dépenses budgétaires et de la charge de la dette : $GG_t = G_t + \rho_t B_{t-1}$. Le type de relation de long terme auquel on s'intéresse s'écrit :

$$R_t = \alpha + \beta GG_t + \varepsilon_t$$

où ε_t est un terme aléatoire de moyenne nulle qui ne présente pas de persistance.

On est amené à distinguer trois cas de figure :

- Si cette relation de long terme existe avec $\beta = 1$, alors le déficit public $\Delta B_t = GG_t - R_t$

est égal à $-\alpha - \varepsilon_t$. Il est donc stationnaire et le ratio dette/PIB croît en moyenne de manière linéaire tandis que, dans la condition (3) de transversalité, le terme d'actualisation croît de manière exponentielle. À long terme, la dette actualisée tend donc vers zéro et la condition de transversalité est vérifiée. On voit que ce test est équivalent à un test qui porterait directement sur le déficit, qui doit être stationnaire : cette condition est compatible avec un déficit budgétaire constant¹ (cas où $\alpha < 0$), à condition que l'accroissement de la charge de la dette soit compensé par des excédents primaires équivalents. Ce scénario correspond à une hypothèse plus faible que l'hypothèse de stationnarité du ratio dette/PIB (qui supposerait $\alpha = 0$). Quintos le qualifie néanmoins de « **soutenabilité forte** ». En effet, cette condition demeure une condition suffisante mais non nécessaire à la vérification de la condition de transversalité.

- S'il existe une relation de long terme avec $\beta \in]0,1[$, alors les dépenses publiques croissent plus vite que les recettes. Dans ce cas, on a $\Delta B_t = (1 - \beta) GG_t - \alpha - \varepsilon_t$. La variation de la dette en part de PIB suit un processus d'évolution de même nature que les dépenses publiques totales GG_t . Le terme d'actualisation continue néanmoins de l'emporter sur la croissance de la dette et la condition (3) de transversalité reste vérifiée. Quintos propose d'appeler cette situation « **soutenabilité faible** ».
- Enfin, s'il n'y a pas de relation de long terme ou si $\beta \leq 0$, on ne peut pas conclure en ce qui concerne la soutenabilité faible. Cependant, dans le cas où la dette croîtrait plus vite que ρ_t , écart entre le taux d'intérêt et le taux de croissance, la condition (3) de transversalité ne serait pas vérifiée et la dette ne serait pas soutenable.

Note

1. Par contre un déficit primaire constant conduit à une dette explosive qui croît à la même vitesse que le terme d'actualisation. À long terme, la valeur actualisée de la dette est strictement positive et la condition de transversalité n'est pas vérifiée.

La dette publique française est au mieux faiblement soutenable

La persistance des déficits conduit à rejeter l'hypothèse de soutenabilité forte

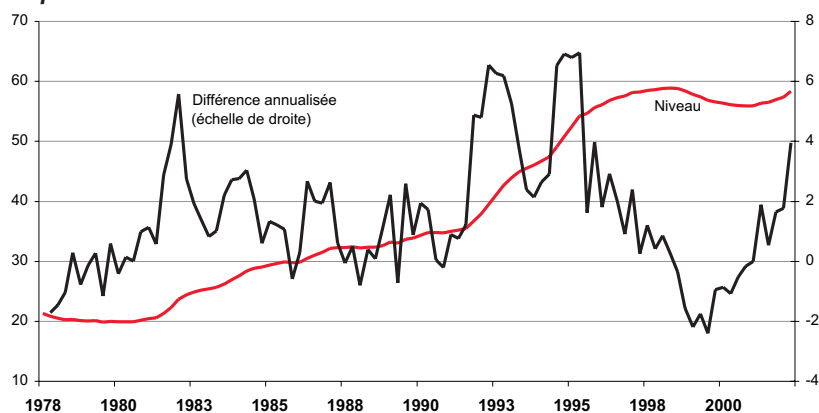
On peut d'abord évaluer la soutenabilité « forte » des finances publiques en testant si le déficit est stable en moyenne (on dit alors qu'il est *stationnaire*). Les tests conduisent à conclure que la série de déficit n'est pas stable en moyenne, et que seules les variations de ce déficit le sont. Lorsque le déficit augmente, cette augmentation persistera et n'aura pas tendance à être corrigée ultérieurement, ce qui pourra conduire à une augmentation trop rapide de la dette. Ce résultat conduit donc à rejeter l'hypothèse de soutenabilité de la dette au sens fort (*voir encadré 4, § 1*).

De la même manière, on peut analyser la soutenabilité de la dette à partir de la variation de dette. S'ils sont conceptuellement équivalents, ces tests portent en pratique sur des séries qui ne sont pas strictement comparables car le terme de flux de créances vient en moyenne augmenter la dette brute sans pour autant affecter le déficit public. Les conclusions sont alors moins robustes ; on ne caractérise plus la politique budgétaire *stricto sensu*, mais plus généralement, l'évolution de la dette publique en tenant compte des évolutions purement financières. Dans ce cas, alors que les tests conduisent à conclure sans ambiguïté que la dette, exprimée en part de PIB, n'est pas stationnaire, ils ne permettent pas de se prononcer sur la stationnarité de sa variation et donc sur la soutenabilité de la dette au sens fort.

Ces résultats sont globalement peu favorables à l'hypothèse de soutenabilité forte : alors que le rôle des flux de créances peut influencer l'évolution de la dette, la cause première de la non-soutenabilité est plutôt la non-stationnarité du déficit.

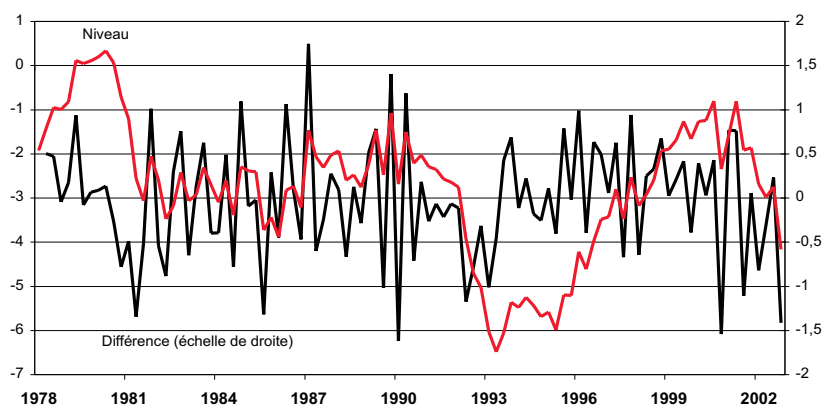
On peut aussi tester la soutenabilité de façon plus fine en estimant la relation de long terme qui lie les recettes et les dépenses (*voir encadré 4, § 2*). En effet, si la dette est soutenable au sens fort et seulement dans ce cas, le déficit public est stable en moyenne. Un supplément de dépenses conduit alors à terme à un supplément de recette équivalent (et

Graphique 3
Dette en parts de PIB



Source : Insee, comptes nationaux.

Graphique 4
Déficit public en parts de PIB



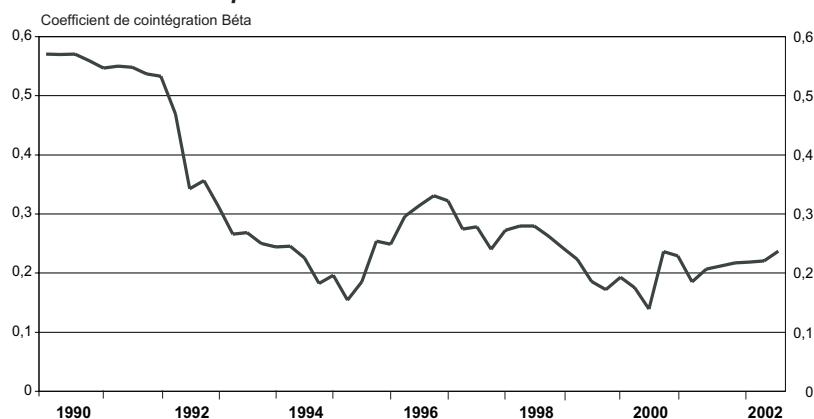
Source : Insee, comptes nationaux.

réciroquement). S'il existe une relation stable entre les recettes et les dépenses dans laquelle les recettes ne couvrent qu'une partie des dépenses, et seulement dans ce cas, la soutenabilité est faible. Dans les autres cas, aucune condition de stabilité n'est assurée.

La France a au mieux connu un régime de soutenabilité faible. En effet, 1 point de PIB de dépense publique totale supplémentaire ne s'accompagne à terme que de 0,24 point de PIB de recette supplémentaire. La réponse des recettes aux dépenses supplémentaires s'avère particulièrement faible au regard des résultats obtenus pour les États-Unis où cette réponse est comprise entre 0,6 et 0,8 (Quintos (1995), Crowder (1997)). De Castro, González-Paramo et Hernández De Cos (2001) trouvent également une réponse des recettes aux dépenses de 0,7 pour l'Espagne. Il faut cependant insister sur la sensibilité du résultat à la période d'estimation (1950-1992 pour Quintos, 1964-1998 pour De Castro et alii). Pour certains pays européens, tels l'Allemagne, les estimations obtenues ne font pas l'objet d'un consensus net et le diagnostic varie selon la méthode utilisée et la période d'estimation retenue. En France, les déficits se sont particulièrement accentués depuis vingt ans. Alors qu'il était courant de dégager périodiquement des surplus auparavant, aucun budget n'a été à l'équilibre depuis 1980. On peut donc penser que la relation de long terme entre dépenses et recettes s'est tendanciellement dégradée et que la France avait connu une politique budgétaire plus soutenable par le passé.

Cette sensibilité à la période d'estimation s'observe également au sein de la période 1978-2003, au cours de laquelle la politique budgétaire de l'État a connu des changements significatifs, en particulier de nature fiscale (création de la CSG, modification des barèmes d'imposition sur le revenu, etc). Ainsi, en estimant de manière récursive la relation de long terme entre dépenses et recettes à partir de 1990 sur des périodes de plus en plus longues, on observe une baisse de la réponse des recettes aux dépenses à partir de 1992 et une ré-augmentation -transitoire- à partir de 1995 (voir graphique 5). De fait, on observe un écart croissant entre dépenses et recettes à partir de 1991. À partir de 1996, l'amélioration de la conjoncture s'ajoute aux efforts consentis pour augmenter les recettes, ce qui a -temporairement- contribué au redressement de la situation des finances publiques.

Graphique 5 Réponse des recettes aux dépenses



Lecture : Le coefficient β mesure la réaction de long terme des recettes de l'État à l'évolution de ses dépenses (voir équation de l'encadré 3). Le fait que le coefficient soit inférieur à 1 conduit à rejeter l'hypothèse de soutenabilité forte. Ce coefficient se serait fortement dégradé au cours de la première moitié des années 1990.

Encadré 4 Les résultats des tests

Tests portant sur le déficit et sur la dette

Une première série de tests vise à apprécier les propriétés de long terme du déficit et de la dette. Si la variation de la dette est stationnaire (ou stable en moyenne), la soutenabilité est assurée au sens fort. Si le déficit (ou la variation de la dette) est stationnaire, la soutenabilité forte peut encore être assurée, un écart sur le déficit ayant tendance à se résorber par la suite.

Si le déficit n'est pas stationnaire, mais que sa variation est stationnaire, tout écart sur le déficit (- 1 % par exemple) aura tendance à persister sans être corrigé ultérieurement et la dette risque d'augmenter trop rapidement. Dans ce cas, la soutenabilité au sens fort sera rejetée.

Lorsque la variation du déficit est stationnaire, on dit que le déficit est intégré d'ordre 1. La variation seconde de la dette étant stationnaire, on dit qu'elle est intégrée d'ordre 2. On remarquera que lorsqu'une série est stationnaire (stable en moyenne), sa variation est aussi stationnaire.

Finalement, cette première série de tests vise donc à apprécier l'ordre d'intégration des séries de déficit et de dette. On dispose pour cela de 3

tests statistiques. Les tests ADF et SP permettent de tester la non-stationnarité d'une série (voir note de lecture du tableau). Leur rejet est une présomption forte que la série est stationnaire, mais leur acceptation ne permet pas de conclure. Le test KPSS permet au contraire de tester la stationnarité d'une série. Son rejet est une présomption forte que la série est non stationnaire mais son acceptation ne permet pas de conclure.

Lorsque l'on examine la série de déficit public, le rejet du test KPSS est une présomption forte que le niveau du déficit en part de PIB n'est pas stationnaire (voir tableau). Lorsque l'on examine la variation du déficit public, le rejet des tests ADF et SP est une présomption forte que la variation du déficit (croissance ou décroissance) est stationnaire. Sur cette base, le déficit public est intégré d'ordre 1. Le déficit public n'est donc pas soutenable au sens fort car la dette qu'il engendre ne l'est pas.

De la même manière, on peut analyser la soutenabilité de la dette en étudiant directement la dette et ses variations, ce qui est en pratique différent car la dette intègre des flux de créances non comptés dans le déficit. Le rejet du test KPSS

permet de conclure que la variation de la dette n'est pas stationnaire. Aucun test ne permet de conclure sur la stationnarité de la variation de la dette. Le rejet des tests ADF et SP permet de conclure que la différence seconde est stationnaire. Finalement, la série de dette est intégrée d'ordre 1 ou 2, ce qui ne permet pas de conclure sur la soutenabilité de la dette au sens fort.

Tests de cointégration entre les recettes et les dépenses

Les tests qui précèdent ont un pouvoir de discrimination assez faible. C'est pourquoi, selon la démarche présentée dans l'encadré 3, on examine la même question en analysant la relation de cointégration entre les recettes de l'État et ses dépenses globales au sein d'un modèle VAR bi-varié estimé par maximum de vraisemblance (méthode de Johansen, 1991). Sur la base des tests usuels, on spécifie un VAR à trois retards avec une constante dans les variables en diffé-

rence qui reflète l'augmentation tendancielle des recettes et des dépenses depuis vingt ans.

Selon ce type d'approche, il y a soutenabilité forte si les deux variables sont cointégrées avec un coefficient unitaire. Si elles sont cointégrées mais avec un coefficient β compris entre zéro et un, cela signifie que les hausses de dépenses ne sont que partiellement couvertes par les hausses de recettes, et on est en situation de soutenabilité faible.

L'analyse confirme les résultats des tests précédents : l'estimation conduit à $\beta = 0,24$ et l'hypothèse de soutenabilité forte ($\beta = 1$) est toujours rejetée.

Sur la période considérée, la France a au mieux connu un régime de soutenabilité faible : 1 point de PIB de dépense publique totale supplémentaire ne s'est accompagné en moyenne que de 0,24 point de PIB de recette supplémentaire.

Tableau
Test de stationnarité de la dette et du déficit

Variable analysée	Test	Hypothèse testée	Résultat du test de stationnarité ou de non-stationnarité (Statistique de test)			Ordre d'intégration
			Variable en niveau	Variable en différence première	Variable en différence seconde	
Déficit/PIB	ADF	Non-stationnarité	? (- 2,21)	Stationnaire (- 3,60**)		1
	SP	Non-stationnarité	? (- 19,21)	Stationnaire (- 105,95**)		
	KPSS	Stationnarité	Non stationnaire (0,48*)	? (0,06)		
Dette/PIB	ADF	Non-stationnarité	? (- 0,62)	? (- 1,19)	Stationnaire (- 4,61**)	1 ou 2
	SP	Non-stationnarité	? (- 3,06)	? (- 14,06)	Stationnaire (- 104,88**)	
	KPSS	Stationnarité	Non stationnaire (1,69**)	? (0,18)	? (0,06)	

Note : Les statistiques de test figurent entre parenthèses sous chaque résultat. * (resp. **) indique un rejet de l'hypothèse nulle au seuil de 5 % (resp. 1 %). La nature de l'hypothèse nulle dépend du test choisi. Les tests de Dickey Fuller (ADF) et de Schmidt Phillips (SP) testent l'hypothèse selon laquelle une variable n'est pas stationnaire. Leur rejet est une présomption forte (très forte) que la variable est stationnaire. Le test de Kwiatkowski, Phillips, Schmidt et Shin (KPSS) teste l'hypothèse selon laquelle la variable est stationnaire. Son rejet est une présomption forte (très forte) que la variable n'est pas stationnaire.

Exemple de lecture : Le test ADF ne permet pas de rejeter l'hypothèse de non-stationnarité du ratio dette/PIB en niveau et en variation (statistiques respectivement égales à - 0,62 et - 1,19). Il rejette l'hypothèse de non-stationnarité en différence seconde (statistique égale à - 4,61, significative au seuil de 1 %). On en conclut que la série d'ordre 2 au plus. De même, le rejet du test KPSS sur le ratio Dette/PIB en niveau amène à conclure que ce ratio est intégré d'ordre au moins 1.

Les facteurs déterminant la dynamique de la dette publique

S'ils nous permettent de conclure à la non-soutenabilité forte de la politique budgétaire et fiscale conduite en France depuis vingt-cinq ans, les tests de la contrainte de budget intertemporelle ne permettent ni de comprendre les raisons de cet écart à un chemin soutenable ni de préciser ce diagnostic ou d'évaluer la portée et le succès des efforts consentis pour tenter d'ajuster les finances publiques, notamment au cours des années qui ont précédé l'accession définitive à l'UEM.

Quelques éléments de réponse à cette question peuvent être obtenus à partir de l'estimation d'un modèle VAR retraçant l'évolution des composantes de la dépense publique. Le modèle prend en compte cinq variables, toutes définies en part de PIB : la contribution directe du taux de croissance à l'évolution du ratio d'endettement (*cf. note 3, p. 64*), les dépenses primaires, les recettes, le service de la dette et le terme de flux de créances. La dette est reconstruite par agrégation des termes qui contribuent à son évolution. L'étude prend en compte la dynamique des variables et l'existence éventuelle de relations de long terme entre ces variables, et permet donc d'identifier les tendances stochastiques à l'œuvre dans la dynamique de la dette.

Pour identifier les chocs, on hiérarchise les réponses aux différents chocs de l'économie dans l'ordre de présentation des variables ci-dessus. Ainsi, une baisse de croissance non anticipée se propage à l'ensemble des variables considérées. Par effet « stabilisateurs automatiques » elle entraîne une baisse des recettes. Étant donné la situation conjoncturelle, l'État décide d'engager de nouvelles dépenses de manière contracyclique. Les moyens de financement sont décidés consécutivement à l'engagement de ces nouvelles dépenses (*voir graphiques 6 à 9*).

Cette analyse permet d'expliquer la croissance de la dette en France depuis vingt-cinq ans par une succession de chocs ayant trois origines :

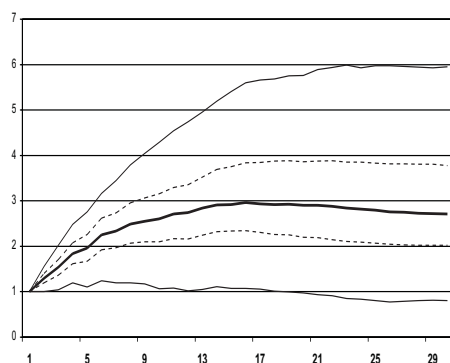
- Les chocs de dépenses ne sont pas totalement couverts par une hausse des recettes. Un choc de 1 point de PIB des dépenses primaires est en général suivi d'une augmentation des dépenses de 3 points de PIB à horizon de cinq ans, par exemple en raison d'une montée en charge progressive des dispositifs mis en place. Face à cela, la réponse des recettes n'est pas significative les trois premières années et ne donne lieu à terme qu'à une augmentation de moitié des recettes (1,5 point de PIB). La charge de la dette augmente donc. L'effet total sur la dette est de l'ordre de 12 points de PIB. À l'inverse, les chocs de recettes ne conduisent pas à une augmentation des dépenses et seraient plutôt affectés à la réduction de la dette. Mais ils restent ponctuels et leur apport est donc limité.
- Les chocs sur la charge de la dette (ou de manière analogue le taux d'intérêt) ont tendance à persister, de sorte que cette autre tendance vient aussi se cumuler dans la dette. Un choc de 1 point de taux d'intérêt accroît la dette de 7 points de PIB au bout de cinq ans. Or, si les taux d'intérêt nominaux ont baissé depuis 20 ans, l'économie a connu au début des années quatre-vingt un choc positif important sur les taux d'intérêt réels. Cet effet est cependant moins important que la dérive des dépenses.
- Enfin, le niveau de la dette est affecté par des opérations sur le compte financier de l'État qui ont plutôt eu tendance à la faire augmenter. Une augmentation de 1 point de

PIB des flux de créances s'estompe progressivement mais a un effet persistant sur le ratio d'endettement (de l'ordre de 10 points de PIB au bout de cinq ans).

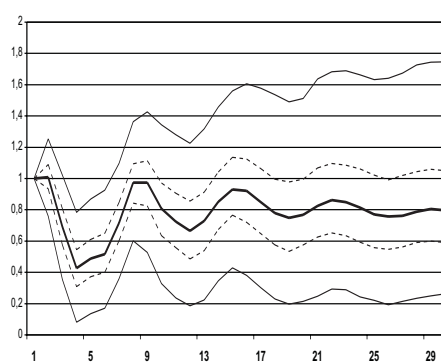
Notons que les réponses obtenues à l'aide du modèle VAR reflètent uniquement les corrélations passées entre les variables sur les vingt-cinq dernières années et ne prennent pas en compte d'éventuels changements de comportement des administrations publiques survenus sur la période la plus récente ou les modifications à venir du contexte macroéconomique.

Impact d'un choc d'un écart-type d'une variable sur elle-même dans le modèle VAR

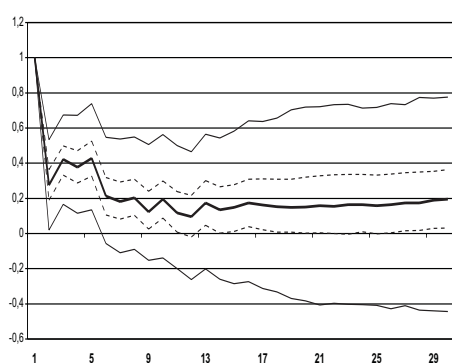
Graphique 6
Choc des dépenses primaires



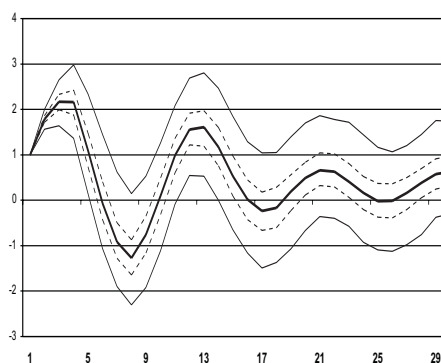
Graphique 7
Choc de taux d'intérêt



Graphique 8
Choc de recettes



Graphique 9
Choc de flux de créances



Lecture : les chocs sont écrits de manière récursive. Les variables sont en points de PIB sauf le taux d'intérêt qui est en pourcentage. Le trait plein gras représente l'impact médian et les traits fins continus et pointillés les intervalles de confiance à 5 % et 50 % respectivement. Un choc de 1 point de PIB des dépenses primaires donne lieu au bout de 16 trimestres à une augmentation des dépenses primaires de 3 points de PIB.

Encadré 5 Dette et patrimoine des administrations publiques

Fin 2002, les administrations publiques détenaient 921 milliards d'euros d'actifs non financiers, dont 621 milliards d'euros (soit les deux tiers) de bâtiments non résidentiels et d'ouvrages de génie civil et 200 milliards d'euros (soit un cinquième) de terrains. Cette structure a peu varié au cours des vingt-cinq dernières années. Depuis 1977, la valeur du patrimoine non financier a été multipliée par 4,2. Mais le seul impact des réévaluations de patrimoine aurait entraîné une multiplication par 3,5 en valeur. Le volume du patrimoine a donc augmenté d'environ 20 % (soit + 0,7 % en moyenne par an). Malgré cette progression, la part des administrations dans le patrimoine non financier national a décliné (13 % en 2002, contre 15 % en 1977).

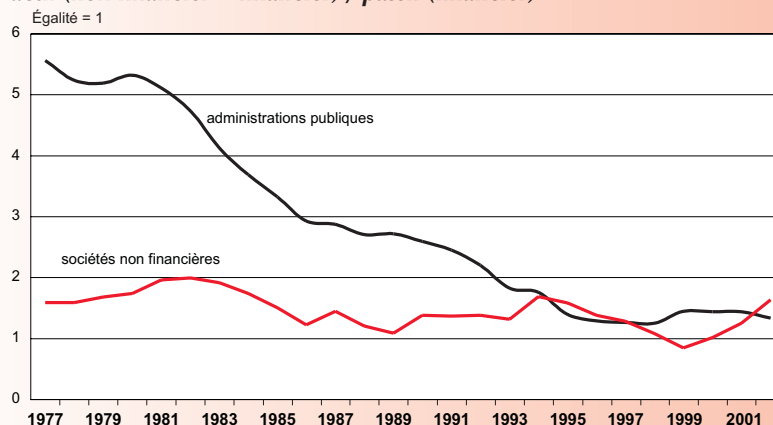
Les administrations détiennent par ailleurs un patrimoine financier important : 224 milliards d'euros en 2002, dont 156 milliards d'euros d'actions et participations, 27 milliards d'euros de titres d'OPCVM et 41 milliards d'euros d'autres actifs. On retient ici les soldes nets des opérations pour lesquelles les administrations sont

structurellement créditrices : actions et participations, titres d'OPCVM et poste « autres » du tableau des opérations financières¹. Rapporté au PIB, le patrimoine financier des administrations a fluctué au cours de la période. De 20 % au début des années quatre-vingt, on est passé progressivement à 11 % au début des années quatre-vingt-dix. Après une période de stabilisation, un rebond assez marqué s'est produit à la toute fin des années quatre-vingt-dix, suivi d'un tassement sensible au début des années 2000.

L'évolution du ratio actif (non financier + financier) / passif (financier)² fait apparaître une très nette dégradation des finances publiques (voir également Cœuré, 2001). Au début des années quatre-vingt, l'actif représentait plus de cinq fois le passif ; 25 ans après, le ratio est à peine de 1,5 (voir graphique).

Cette dégradation illustre d'abord la difficulté sans cesse accrue à assurer les dépenses courantes tout en compensant l'usure du capital existant et en maintenant l'effort d'investissement.

Graphique Ratio actif (non financier + financier) / passif (financier)



Source : Insee, comptes nationaux.

Notes

1. Le poste « autres » du tableau des opérations financières (F7) regroupe les crédits commerciaux et avances ainsi que les décalages comptables.
2. Pour la mesure de l'actif et du passif financier, on a retenu la même logique que celle utilisée dans l'analyse de l'endettement et du patrimoine financier :
 - actif = solde des opérations pour lesquelles les administrations sont structurellement créditrices (actions et participations, titres d'OPCVM, « autres »)
 - passif = solde des opérations pour lesquelles les administrations sont structurellement débitrices (titres autres qu'actions, numéraires, dépôts et crédits).

Conclusion : avant même l'apparition de nouvelles dépenses liées au vieillissement un ajustement pourrait s'avérer nécessaire.

De cet examen, on conclut que la progression des dépenses et des recettes des administrations françaises a été au mieux faiblement soutenable au cours des vingt-cinq dernières années. Au début des années quatre-vingt, le taux d'intérêt réel a dépassé le taux de croissance, ce qui n'avait jamais été le cas depuis trente ans. Or les chocs de cette nature sont persistants. Face à cette situation qui a dégradé le PIB, les augmentations de dépenses (en part de PIB) ont elles aussi eu un caractère persistant. Or les chocs de dépenses ne sont que partiellement couverts par des ressources supplémentaires dans le long terme. Enfin, on a observé une certaine persistance des flux de créances qui aggravent la dette à déficit donné.

Ce régime de soutenabilité faible signifie que, si la dynamique des dépenses et des recettes observée dans le passé se maintient, on ne peut pas écarter le risque de devoir tôt ou tard procéder à un ajustement important. La croissance de la dette peut dégrader l'environnement macroéconomique en provoquant la hausse des taux d'intérêt et la baisse de l'investissement ou, au contraire, en stimulant une épargne de précaution. Elle limite dans le court terme, l'autonomie de la politique budgétaire.

Par ailleurs, l'endettement a été utilisé non seulement pour accroître le capital public, mais aussi pour l'entretenir (*voir encadré 1*), ce qui a conduit à une dégradation marquée du ratio actif/ passif financier des administrations (*voir encadré 5*).

Cette situation peut devenir d'autant plus difficile que le cadre d'exercice de la politique économique a été considérablement modifié. En particulier, le pacte de stabilité et de croissance encadre plus strictement la politique budgétaire tandis que l'émergence d'une politique monétaire indépendante exercée à l'échelle de l'UEM rend improbable une accélération forte de l'inflation qui réduirait le poids réel de la dette comme cela a pu être le cas dans le passé lorsque des problèmes de même nature se sont posés. Ces évolutions institutionnelles concourent à un resserrement des contraintes pesant sur la politique budgétaire et obligent à un règlement « vertueux » des problèmes d'endettement.

Enfin, le retournement démographique en cours pèsera sur la croissance (*voir le dossier Croissance et finances publiques, encadré 3*) et poussera à la hausse les dépenses publiques (santé, retraites) au cours des prochaines années. □

Bibliographie

- BUITER W. H. (2004), « Fiscal sustainability », *manuscript*.
- CŒURE B. (2001), « Comptes de patrimoine et politique économique », in *Comptabilité nationale - Nouveau système et patrimoines*, Édith Archambault et Michel Boëda (ed.), (Economica, Paris).
- COMMISSION EUROPÉENNE (2003) : « Public finances in EMU – 2003 », <http://www.europa.eu.int>, pp. 92-96.
- DE CASTRO F., J.-M. GONZÁLES-PARAMO et P. HERNÁNDEZ DE COS (2001), « Evaluating the dynamics of fiscal policy in Spain: Patterns of interdependence and consistency of public expenditure et revenues », Banco De España, *Documento de Trabajo*, n° 0103.
- ELMENDORF D.-W. et G. MANKIW (1999), « Government debt », in *Handbook of Macroeconomics*, J. B. Taylor et M. Woodford (ed.), (Elsevier, North Holland), Vol. 1C, ch. 25, pp. 1615-1669.
- HAKKIO C. et M. RUSH (1991), « Is the budget deficit ‘too large’? », *Economic Inquiry*, 29(3), pp. 104-118.
- HAMILTON J. (1994), *Time series analysis* (Princeton University Press, Princeton).
- HAMILTON J. et M. FLAVIN (1986), « On the limitations of government borrowing : A framework for empirical testing », *American Economic Review*, 76(4), pp. 808-819.
- QUINTOS C. (1995), « Sustainability of the deficit process with structural shifts », *Journal of Business and Economic Statistics*, 13(4), pp. 409-417.
- ROUBINI N. (2002), « Debt sustainability: Theory and application », *manuscript*.
- TREHAN B. et C.-E. WALSH (1991), « Testing intertemporal budget constraints : Theory et applications to U. S. Federal Budget et current account deficits », *Journal of Money, Credit and Banking*, 23(2), pp. 206-223.
- WILCOX D. (1989), « The sustainability of government deficits : Implications of the present-value borrowing constraint », *Journal of Money, Credit and Banking* 21(3), pp. 291-306.
-