

**COMMISSION POUR  
L'AVENIR DES FINANCES  
PUBLIQUES - DOCUMENTS  
PRÉPARATOIRES**

Mars 2021



# **Pièce jointe n° 1 : Trajectoires et soutenabilité de la dette**



# SOMMAIRE

## PIECE JOINTE 1 : TRAJECTOIRES ET SOUTENABILITE DE LA DETTE .....1

### 1. LA TRAJECTOIRE DE LA DETTE PUBLIQUE DOIT ETRE APPRECIEE AU REGARD DE PLUSIEURS CRITERES ET DU CONTEXTE MACROECONOMIQUE.....1

- 1.1. La soutenabilité de la dette publique repose sur sa trajectoire à long terme et l'analyse de risques .....1
  - 1.1.1. *Qu'est-ce qu'une dette publique soutenable ?*.....1
  - 1.1.2. *Le ratio de dette sur PIB, la croissance et les taux d'intérêts déterminent le solde primaire stabilisant et la capacité à stabiliser l'endettement*.....2
  - 1.1.3. *Les règles budgétaires européennes ne prennent pas en compte le contexte de faible croissance et faible inflation*.....4
  - 1.1.4. *L'analyse de la soutenabilité doit être multifactorielle et apprécier les risques d'une trajectoire explosive de la dette publique à long terme*.....5
- 1.2. L'évolution des taux d'intérêt et de la croissance potentielle fait peser des risques sur la soutenabilité de la dette publique.....5
  - 1.2.1. *Des facteurs structurels expliquent la baisse des taux d'intérêts, qui facilite aujourd'hui la soutenabilité de la dette publique*.....5
  - 1.2.2. *Dans le cadre de son mandat, la Banque Centrale Européenne (BCE) facilite l'endettement des Etats durant la crise, mais cette situation n'est que temporaire*.....6
  - 1.2.3. *La France dispose d'atouts dans la gestion et le financement de sa dette*.....8
  - 1.2.4. *Cette situation ne garantit pas la soutenabilité des finances publiques à long terme et nous expose au risque de remontée des taux d'intérêts*.....11
  - 1.2.5. *La chute de la croissance économique, à long terme ou durant la reprise, constitue un risque majeur pour les finances publiques*.....13
- 1.3. Quelle stratégie adopter pour assurer la soutenabilité des finances publiques ? .....14
  - 1.3.1. *L'exigence d'une stratégie équilibrée et orientée vers le long terme*.....14
  - 1.3.2. *Il faut démontrer une capacité à maintenir durablement la croissance des dépenses publiques primaires en deçà de la croissance économique*.....15
  - 1.3.3. *La stratégie de soutenabilité doit prendre en compte les spécificités du contexte français et européen*.....16
- 1.4. Qu'est-ce qu'une trajectoire « optimale » de la dette publique ? .....17
  - 1.4.1. *Une trajectoire soutenable n'est pas forcément une trajectoire optimale*.....17

1.4.2. <i>Même si les taux d'intérêts restent faibles pour longtemps, la poursuite continue de notre endettement soulève un problème de justice vis-à-vis des générations futures.....</i>	18
--	----

## **2. LES SIMULATIONS ET METHODES QUANTITATIVES PERMETTENT D'ÉCLAIRER LA TRAJECTOIRE DES FINANCES PUBLIQUES, NOTAMMENT A LONG TERME, ET D'EN APPRECIER LES RISQUES..... 19**

2.1. L'effort de redressement doit s'apprécier au regard des évolutions récentes de la dépense publique primaire.....	19
2.1.1. <i>Evolution de la dépense primaire au cours des dix dernières années.....</i>	19
2.1.2. <i>Evolution des dépenses publiques par sphères et comparaison avec les autres pays de l'Union Européenne.....</i>	20
2.2. Simulations de référence sur la trajectoire des finances publiques .....	23
2.2.1. <i>Définition d'une trajectoire « à politique inchangée ».....</i>	23
2.2.2. <i>Trajectoire à politique inchangée dans le scénario macroéconomique de référence, avec une croissance potentielle à 1,35 % et une remontée des taux d'intérêts.....</i>	25
2.2.3. <i>Trajectoire à politique inchangée dans un scénario de « stagnation séculaire ».....</i>	27
2.2.4. <i>Trajectoire à politique inchangée dans un scénario favorable de croissance potentielle à 1,5 %, avec une remontée des taux d'intérêts.....</i>	27
2.2.5. <i>Trajectoires reposant sur un objectif de maîtrise de la croissance des dépenses primaires.....</i>	28
2.2.6. <i>Trajectoires reposant sur un objectif de maîtrise de la croissance des dépenses primaires par rapport à la croissance tendancielle des recettes.....</i>	29
2.2.7. <i>Plutôt que de viser un horizon de baisse du ratio de dette sur PIB, il faut démontrer une capacité à maintenir pour longtemps la croissance des dépenses publiques primaires en deçà de la croissance économique.....</i>	31
2.3. Simulations de la Commission Européenne .....	31
2.3.1. <i>Analyse stochastique de la soutenabilité de la dette.....</i>	31
2.3.2. <i>Le dynamisme démographique de la France contribue à la soutenabilité des finances publiques à long terme.....</i>	33
2.4. Illustrations des analyses sur les trajectoires de long terme que pourrait conduire un institut budgétaire indépendant.....	34
2.4.1. <i>Ancrer le long terme dans le court terme avec des analyses de « stress tests ».....</i>	34
2.4.2. <i>Analyses de très long terme sur le solde primaire.....</i>	35
2.4.3. <i>Analyses de très long terme sur la croissance des dépenses primaires.....</i>	37
2.4.4. <i>L'arbitrage entre le rythme de consolidation budgétaire et des dépenses d'avenir.....</i>	40

Cette annexe propose des éléments d'analyse de la trajectoire et de la soutenabilité de la dette publique française.

Elle n'engage par les membres de la commission.

Elle se concentre sur deux principaux aspects :

- ♦ La notion de « soutenabilité » de la dette, notamment dans un environnement où le taux d'intérêt apparent de la dette publique peut rester durablement inférieur au taux de croissance de l'économie ;
- ♦ L'évaluation de la trajectoire du ratio de dette sur PIB dans un scénario dit « à politique inchangée » et des scénarios avec des efforts supplémentaires pour faire décélérer les dépenses publiques primaires.

## **1. La trajectoire de la dette publique doit être appréciée au regard de plusieurs critères et du contexte macroéconomique**

### **1.1. La soutenabilité de la dette publique repose sur sa trajectoire à long terme et l'analyse de risques**

#### **1.1.1. Qu'est-ce qu'une dette publique soutenable ?**

La dette publique est « soutenable » tant que l'Etat est capable de la financer, c'est-à-dire de la rembourser et de payer ses charges d'intérêts. Depuis des décennies, pour rembourser la dette lorsqu'elle arrive à échéance, l'Etat souscrit à de nouveaux emprunts sur les marchés financiers, c'est-à-dire qu'il « fait rouler » la dette et n'en réduit pas l'encours. Une crise de soutenabilité de la dette consisterait en une situation où l'Etat ne serait plus en mesure de se refinancer sur les marchés, ni de lever suffisamment d'impôts pour rembourser la dette qui arrive à échéance.

Avec la hausse de la dette, en particulier par rapport au revenu national, les perspectives de soutenabilité de la dette publique deviennent plus incertaines, car les besoins en refinancement de l'Etat s'accroissent et il est plus difficile de dégager des recettes publiques suffisantes pour rembourser la dette.

Il est impossible de fixer un seuil du niveau de dette sur PIB à partir duquel la dette deviendrait non soutenable. Néanmoins, il est clair qu'une trajectoire « explosive » de la dette publique, avec un niveau d'endettement qui augmenterait à l'infini par rapport au revenu national, ne serait à terme pas soutenable car elle épuiserait l'offre d'épargne des créanciers et il ne serait plus possible pour l'Etat de se refinancer ou de rembourser la dette par l'impôt.

Pour cette raison, une définition opérationnelle de la soutenabilité, retenue par le Fonds monétaire international (FMI), consiste à analyser la capacité de l'Etat à stabiliser le ratio de dette sur PIB à moyen et long terme. La dette publique est considérée comme soutenable si le solde public primaire requis pour stabiliser le ratio de dette sur PIB est atteignable, (i) à la fois dans la trajectoire des finances publiques de référence (étant donnée les hypothèses sur la croissance des dépenses et des recettes), ainsi que (ii) dans des scénarios réalistes de chocs économiques exogènes (crise économique, remontée des taux d'intérêt notamment). Cette définition guide les travaux que nous conduisons dans la Section 2 de cette annexe.

Si la dette est stabilisée à un niveau très élevé, elle remplit bien le premier critère mais pas nécessairement le second, car des chocs sur les taux d'intérêts ou une crise économique peuvent déstabiliser les finances publiques et placer la dette sur une trajectoire explosive, c'est-à-dire que le solde public primaire requis pour stabiliser la dette serait trop élevé pour espérer l'atteindre et le maintenir au cours du temps. L'analyse de la soutenabilité de la dette doit donc passer par l'analyse des risques. Elle doit prendre en compte les incertitudes liées à la situation macroéconomique, notamment l'évolution de la croissance économique et des taux d'intérêts, ainsi que la capacité d'un Etat à réduire ses déficits et dégager un surplus primaire à terme.

### 1.1.2. Le ratio de dette sur PIB, la croissance et les taux d'intérêts déterminent le solde primaire stabilisant et la capacité à stabiliser l'endettement

Pour que le ratio de dette sur PIB soit stable, le solde public primaire en % du PIB doit être égal à  $(r - g) \times D/Y$ , avec  $r$  le taux d'intérêt apparent de la dette,  $g$  la croissance économique, et  $D/Y$  le ratio de dette sur PIB<sup>1</sup>. Par exemple, avec un niveau de dette sur PIB de 120 % et un écart  $(r-g)=1,1$ , soit l'écart moyen observé en France au cours des vingt dernières années, le solde primaire stabilisant serait de 1,32 % du PIB.

Lorsque le taux d'intérêt est supérieur à la croissance économique, c'est-à-dire avec  $(r - g) > 0$ , il y a un effet « boule de neige » de la dette. La dette s'autoalimente du fait de l'accumulation des charges d'intérêt, et il faut dégager un excédent primaire pour la stabiliser.

Depuis 2017, le taux d'intérêt apparent sur la dette est inférieur à la croissance nominale, c'est-à-dire  $(r - g) < 0$ . Dans ce cas, le solde public primaire stabilisant la dette est négatif<sup>2</sup>. Si  $(r - g)$  reste négatif pour toujours, le ratio de dette sur PIB peut se stabiliser à un niveau très élevé, potentiellement au-delà de 200 % selon certaines études<sup>3</sup>, et ainsi remplir le premier critère de soutenabilité de la dette.

Dans ce contexte, certains économistes ont proposé d'élaborer un indicateur de soutenabilité fondé sur la charge d'intérêts de la dette publique en pourcentage du PIB et sur la différence entre le taux de croissance et le taux d'intérêt sur les titres souverains. Cette approche permet de déterminer le niveau maximal de déficit public permanent compatible avec un ratio de dette sur PIB stable, sur la base de modèles économiques<sup>4</sup>.

---

<sup>1</sup> Pour un rappel de la méthodologie de calcul du solde primaire stabilisant, voir par exemple l'annexe II du rapport Champsaur-Cotis d'Avril 2010 sur la situation des finances publiques.

<sup>2</sup> Par exemple, avec un taux d'intérêt apparent sur la dette publique de 1 % et une croissance nominale de 2,5 %, le solde primaire stabilisant la dette à 120 % est un *déficit* primaire de 1,8 % du PIB.

<sup>3</sup> Voir Reis (2020), *The Constraint on Public Debt when  $r < g$  but  $g < m$* , Working Paper. Pour les Etats-Unis avec  $g - r = 2$  %, Reis (2020) estime que le niveau maximal pour les déficits publics permanents est de 4.8 % du PIB, proche du niveau moyen observé de 2009 à 2019. Pour obtenir le niveau maximum du déficit soutenable, le modèle de Reis (2020) implique de multiplier la quantité  $(g - r) > 0$  par le ratio « patrimoine financier net sur PIB » ; ce ratio est utilisé comme borne supérieure et se veut extrême car il requiert que les épargnants et investisseurs ne détiennent que de la dette publique. Avec cette approche, pour être soutenable le ratio de dette publique sur PIB doit rester inférieur au patrimoine financier net sur PIB, soit 240 % dans l'exemple des Etats-Unis. En prenant en compte les incertitudes sur

<sup>4</sup> Voir Blanchard (2019), *Public Debt and Low Interest Rates*, American Economic Review ; Furman et Summers (2020), *A Reconsideration of Fiscal Policy in the Era of Low Interest Rates*, Brookings Paper.

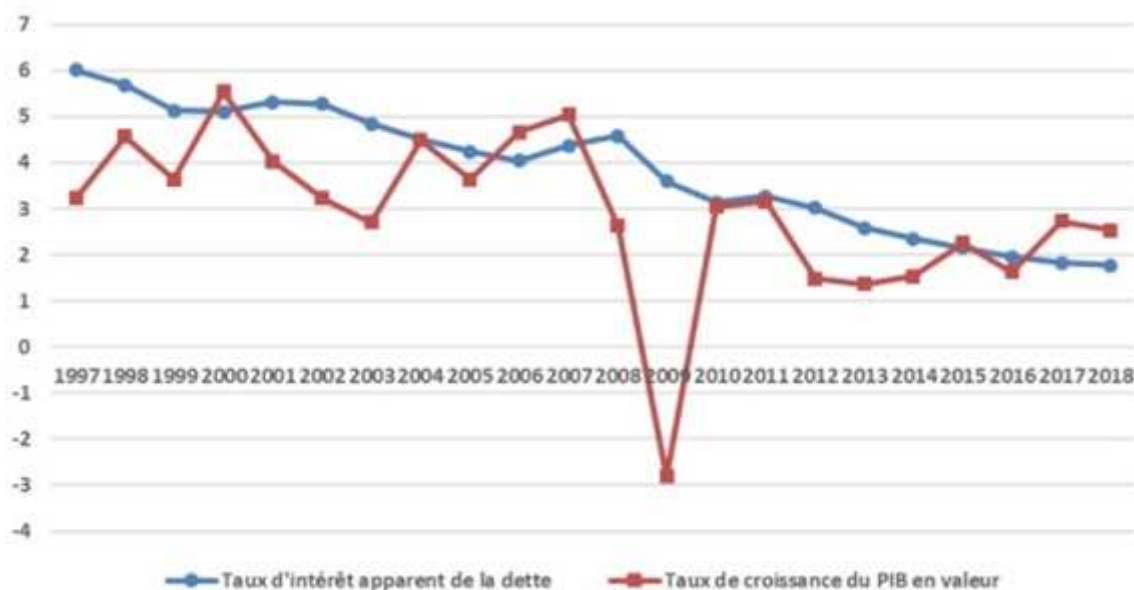


Lorsque le taux d'intérêt est inférieur au taux de croissance du PIB, la dette en pourcentage du PIB peut être stabilisée même avec un déficit primaire, car l'impact des paiements d'intérêts sur l'accroissement de la dette est plus que compensé par la hausse du PIB. Même dans cet environnement favorable, il y a des limites à l'endettement public : le déficit primaire doit être stabilisé pour que la dette ne soit pas sur une trajectoire explosive.

L'environnement de stagnation séculaire, avec  $(r - g) < 0$ , pourrait donc laisser entendre qu'un niveau de dette sur PIB très élevé ne pose pas de problème pour la soutenabilité de la dette publique. Néanmoins, il ne faut pas oublier le deuxième critère de soutenabilité de la dette : la dette doit rester maîtrisée dans des scénarios réalistes de chocs économiques. Un haut niveau de dette sur PIB crée des risques, car  $(r - g)$  peut augmenter jusqu'à redevenir positif, plaçant potentiellement la dette sur une trajectoire explosive.

Au cours des vingt dernières années, le taux d'intérêt apparent de la dette publique était généralement supérieur au taux de croissance en France, il est donc risqué de considérer pour acquis un environnement avec  $(r - g) < 0$  sur le long terme (cf. graphique 1). De 1999 à 2019, l'écart  $(r - g)$  était en moyenne de 1,1 en France, avec un écart type de 1,7. Pour les pays de l'OCDE, la moyenne était de 1,7, avec un écart type de 2,8<sup>5</sup>. La volatilité de  $(r - g)$  est donc considérable.

**Graphique 1 : Taux d'intérêt apparent de la dette publique et taux de croissance du PIB en valeur en France de 1997 à 2018**



*Source : FIPECO, Insee*

Les ordres de grandeur sont instructifs pour apprécier les risques induits par la volatilité de l'écart  $(r - g)$ . En cas de remontée des taux par rapport à la croissance, l'impact sur le solde primaire stabilisant est proportionnel au niveau initial du ratio de dette sur PIB. A titre d'illustration, avec un niveau de dette sur PIB de 60 %, si  $(r - g)$  augmente de 0pp à 1pp, alors à long terme le solde public primaire doit être de 0,6 % du PIB pour stabiliser la dette ; avec un niveau de dette initial de 120 %, le

<sup>5</sup> Voir Wyplosz (2021), *What's Wrong with Fiscal Space ?*, Working Paper.

même choc requiert un solde public primaire de 1,2 % pour stabiliser. Si le solde primaire stabilisant n'est pas atteint, la dette est sur une trajectoire explosive. Maintenir un niveau de dette sur PIB élevé expose donc à des risques en cas de remontée des taux par rapport à la croissance potentielle.

### **1.1.3. Les règles budgétaires européennes ne prennent pas en compte le contexte de faible croissance et faible inflation**

Le contexte de faible taux d'intérêts et de faible croissance doit être pris en compte dans les règles budgétaires, même s'il semble très peu probable que le taux d'intérêt reste inférieur au taux de croissance pour toujours étant donné la volatilité de l'écart ( $r - g$ ) au cours des dernières décennies (cf. Section 1.1.2).

Conformément au premier critère de la définition de la soutenabilité du FMI, les règles budgétaires de l'Union Européenne issues du Traité de Maastricht sont fondées sur l'idée que le niveau de dette sur PIB doit être maintenu à un niveau stable pour garantir la soutenabilité de la dette publique. Ces règles budgétaires fixent des plafonds pour les niveaux de dette publique (60 % du PIB) et de déficit public (3% du PIB) dont la cohérence interne<sup>6</sup> repose sur une hypothèse de croissance nominale de l'économie aux alentours de 5 %, proche des niveaux observés pour les pays de la zone euro dans les années 1990. La chute de l'inflation et de la croissance potentielle remet en cause cette cohérence interne. Avec un déficit public permanent de 3 % et une croissance nominale de 5 %, le niveau maximum pour un ratio de dette publique sur PIB stable est de 63 %. Dans le contexte de stagnation séculaire avec une croissance nominale de 2.5 %, ce niveau maximum augmente à 123 % du PIB.

Dans le contexte de « stagnation séculaire », avec une faible croissance et de faibles taux d'intérêts, une réflexion a été engagée pour redéfinir le cadre budgétaire européen. Par exemple, le Comité budgétaire européen (*European Fiscal Board*) a proposé des pistes d'évolutions qui donnent un rôle central aux règles budgétaires sur la croissance des dépenses publiques<sup>7</sup>. D'autres propositions plaident pour une approche fondée non sur des règles strictes mais sur une appréciation de la soutenabilité de la dette à partir de « standards budgétaires », en privilégiant les méthodes d'analyse stochastique de la soutenabilité de la dette<sup>8</sup>.

---

<sup>6</sup> Un niveau d'endettement stable en pourcentage du PIB requiert  $\frac{D}{Y} = \frac{1+g}{g} * \frac{d}{Y}$ , avec  $D$  la dette,  $Y$  le PIB,  $d$  le déficit, et  $g$  la croissance nominale.

<sup>7</sup> Voir European Fiscal Board (2020), *Assessment of the Fiscal Stance Appropriate for the Euro Area*, Rapport pour la Commission Européenne.

<sup>8</sup> Voir Blanchard, Leandro, Zettelmeyer (2020), *Redesigning the EU Fiscal Rules : From Rules to Standards*, Working Paper.

#### **1.1.4. L'analyse de la soutenabilité doit être multifactorielle et apprécier les risques d'une trajectoire explosive de la dette publique à long terme**

Puisque la soutenabilité de la dette dépend de l'environnement macroéconomique et des chocs économiques sur les taux et sur l'activité économique, son analyse ne doit pas être fondée sur un seul critère, qu'il s'agisse du ratio de dette sur PIB ou des charges d'intérêts sur PIB. La diminution des charges d'intérêts de la dette publique doit être prise en compte, mais sans occulter les risques induits par un niveau de dette élevé.

Plutôt que de se focaliser sur un critère unique, il convient d'analyser la trajectoire des finances publiques en prenant en compte des chocs économique réalistes, afin de déterminer s'il est ou non probable que la trajectoire de la dette devienne explosive, et donc non soutenable, à long terme<sup>9</sup>. Une telle analyse doit identifier les chocs économiques les plus plausibles qui pourraient peser sur la soutenabilité des finances publiques, comme la fréquence des crises économiques, la remontée des taux d'intérêt, ou la chute de la croissance potentielle. Dans le contexte de stagnation séculaire, l'évolution des taux d'intérêt et l'évolution la croissance potentielle constituent des éléments de diagnostic cruciaux pour estimer les risques de dérive de l'endettement public.

### **1.2. L'évolution des taux d'intérêt et de la croissance potentielle fait peser des risques sur la soutenabilité de la dette publique**

#### **1.2.1. Des facteurs structurels expliquent la baisse des taux d'intérêts, qui facilite aujourd'hui la soutenabilité de la dette publique**

La chute des taux d'intérêts pour les emprunts d'Etat est une tendance lourde des dernières décennies, qui résulte principalement de changements structurels sur l'offre d'épargne. Depuis 1999 les taux ont baissé d'environ trois points de pourcentage dans les pays de l'OCDE (trois points et demi pour France) du fait d'une hausse de l'offre d'épargne induite par le vieillissement de la population<sup>10</sup>, par la hausse des inégalités (notamment aux Etats-Unis<sup>11</sup>), et par l'épargne en provenance des pays émergents<sup>12</sup>. Cette hausse de l'offre d'épargne n'a pas été compensée par une hausse de la demande d'investissements, d'où une chute des taux d'intérêts.

La baisse des taux s'observe principalement sur les actifs jugés pas ou peu risqués, comme les obligations d'Etat ; dans le même temps, la prime de risque a augmenté. Au cours des quatre dernières décennies, le taux de croissance était supérieur au taux d'intérêt pour les titres peu risqués (titres souverains) mais inférieur au taux pour les actifs risqués (placements boursiers, etc.). Ces tendances indiquent qu'il

---

<sup>9</sup> La trajectoire de la dette est dite « explosive » lorsque le niveau d'endettement augmente à l'infini par rapport au revenu national. Ce type de trajectoire se produit lorsque le solde public primaire requis pour stabiliser la dette est trop élevé pour être atteint et maintenu dans la durée. Depuis 1980, le solde public primaire maximum sur une période de cinq ans s'élevait à 0,9 % pour la France, 1,6 % pour l'Allemagne et 1,5 % pour l'Italie ; selon Blanchard, Leandro et Zettelmeyer (2020), une trajectoire explosive de la dette serait probable lorsque le solde primaire stabilisant est au-delà de ces niveaux.

<sup>10</sup> Voir Auclert, Malmberg, Martenet et Rognlie (2020), *Demographics, Wealth, and Global Imbalances in the Twenty-First Century*, Working Paper.

<sup>11</sup> Voir Straub (2019), *Consumption, Savings, and the Distribution of Permanent Income*, Working Paper.

<sup>12</sup> Voir Bernanke (2015), *Why are interest rates so low, part 3: the Global Savings Glut*, Brookings Paper.

existe au niveau mondial une demande forte pour les actifs sans risque.<sup>13</sup> Dès lors que sa soutenabilité n'est pas remise en cause, un niveau de dette publique élevé peut être souhaitable car il permet de répondre à cette demande pour les actifs sûrs.

Ces tendances ont débuté dans les années 1980<sup>14</sup>, soit bien avant les politiques monétaires accommodantes et la chute des taux directeurs<sup>15</sup>. Du fait des facteurs structurels à l'œuvre, il est possible que les taux sur les titres souverains restent faibles pour longtemps<sup>16</sup>. Les lois de finances des dix dernières années prévoyaient néanmoins une remontée rapide des taux longs, hypothèse démentie en pratique.

La baisse des taux d'intérêts facilite la soutenabilité de la dette publique. En France, le ratio dette publique sur PIB a augmenté de 69 % du PIB début 2009 à 98 % début 2019, alors que la charge d'intérêts diminuait de 2,5 % du PIB en 2009 à 1,4 % en 2019. Comme les taux d'intérêt sur les emprunts d'Etat diminuent, il est possible de soutenir des niveaux de déficit public et de dette publique plus élevés, avec un déficit public qui peut rester permanent si le taux d'intérêt reste inférieur au taux de croissance (cf. Section 1.1.2).

### **1.2.2. Dans le cadre de son mandat, la Banque Centrale Européenne (BCE) facilite l'endettement des Etats durant la crise, mais cette situation n'est que temporaire**

Ce contexte de taux très bas explique l'action de la Banque Centrale Européenne lors de la crise économique issue de la pandémie. Dans le cadre de son mandat, la BCE a mis en place un programme massif de rachat de dettes souveraines, le programme PEPP (Pandemic Emergency Purchase Program). Ce programme vise à contrer le risque de déflation lors de la crise économique et s'inscrit dans le prolongement des rachats d'actifs financiers déjà mis en place par la BCE en 2015 avec le programme PSPP (Public Sector Purchase Program).

Ainsi, en 2020 les programmes PSPP et PEPP représentaient 54 % des achats nets (émissions – remboursements) de titres de dette française (cf. graphique 2). Les autres banques centrales en entités publiques représentaient 24 % des achats.

---

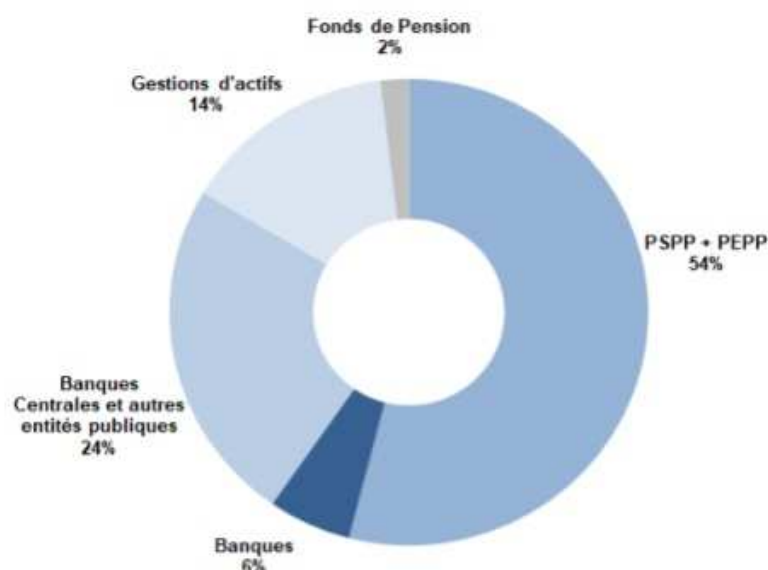
<sup>13</sup> Voir Caballero, Farhi et Gourinchas (2017), *The Safe Asset Shortage Conundrum*, Journal of Economic Perspectives.

<sup>14</sup> Voir Jorda, Knoll, Kuvshinov, Schularick et Taylor (2019), *The Rate of Return on Everything: 1870-2015*, Quarterly Journal of Economics.

<sup>15</sup> La politique monétaire ne peut pas expliquer une baisse des taux d'intérêts réels sur longue période, car l'inflation s'ajuste à un changement des taux nominaux. La politique monétaire peut néanmoins avoir un effet à court terme. Voir par exemple Eser, Lemke, Nyholm, Radde et Vladu (2019), *Tracing the Impact of the ECB's Asset Purchase Programme on the Yield Curve*, European Central Bank Working Paper.

<sup>16</sup> Le consensus parmi les économistes sur le maintien de taux faibles pour les prochaines décennies vient du fait que les facteurs structurels devraient persister, avec néanmoins des incertitudes s'agissant de la demande mondiale d'épargne liée au vieillissement. La demande d'épargne en provenance de pays émergents comme la Chine ou de pays occidentaux comme l'Allemagne peut diminuer, car la part des retraités dans la population va cesser d'augmenter. On peut donc envisager une chute de l'épargne qui pousserait les taux à la hausse. Cet effet serait vraisemblablement trop faible pour faire remonter les taux de manière significative étant donné les autres facteurs, notamment la demande mondiale pour des actifs « sûrs ».

Graphique 2 : Origine institutionnelle des achats nets de titres de dette française en 2020



Source : AFT

Cette situation n'a pas vocation à durer à long terme, car la politique monétaire non conventionnelle prendra fin lorsque l'inflation se rapprochera de la cible de la BCE, soit 2 % d'inflation. Maintenir les taux d'intérêts à zéro à long terme contribuerait à la hausse des prix à la consommation mais aussi des prix des actifs, et ainsi à l'instabilité financière et aux inégalités de patrimoine.

Par ailleurs, les achats de dette française par d'autres banques centrales sont largement conditionnés au maintien d'une notation de qualité par les agences de notation. Les gestionnaires des réserves de change se tournent en effet principalement vers des dettes souveraines à la fois sûres et liquides.

La réaction des agences de notation à la crise Covid est mesurée et la dette française conserve une bonne notation, meilleure que l'Italie ou l'Espagne notamment, mais en deçà de l'Allemagne ou des Pays-Bas (cf. tableau 1). Pour préserver ces notations avantageuses et ancrer à moyen et long terme les anticipations des investisseurs et des agences de notation, la stratégie de finances publiques doit montrer de manière transparente comment la trajectoire de la dette est soutenable et les risques de refinancements limités.

Tableau 1 : Notations des titres obligataires souverains en décembre 2020

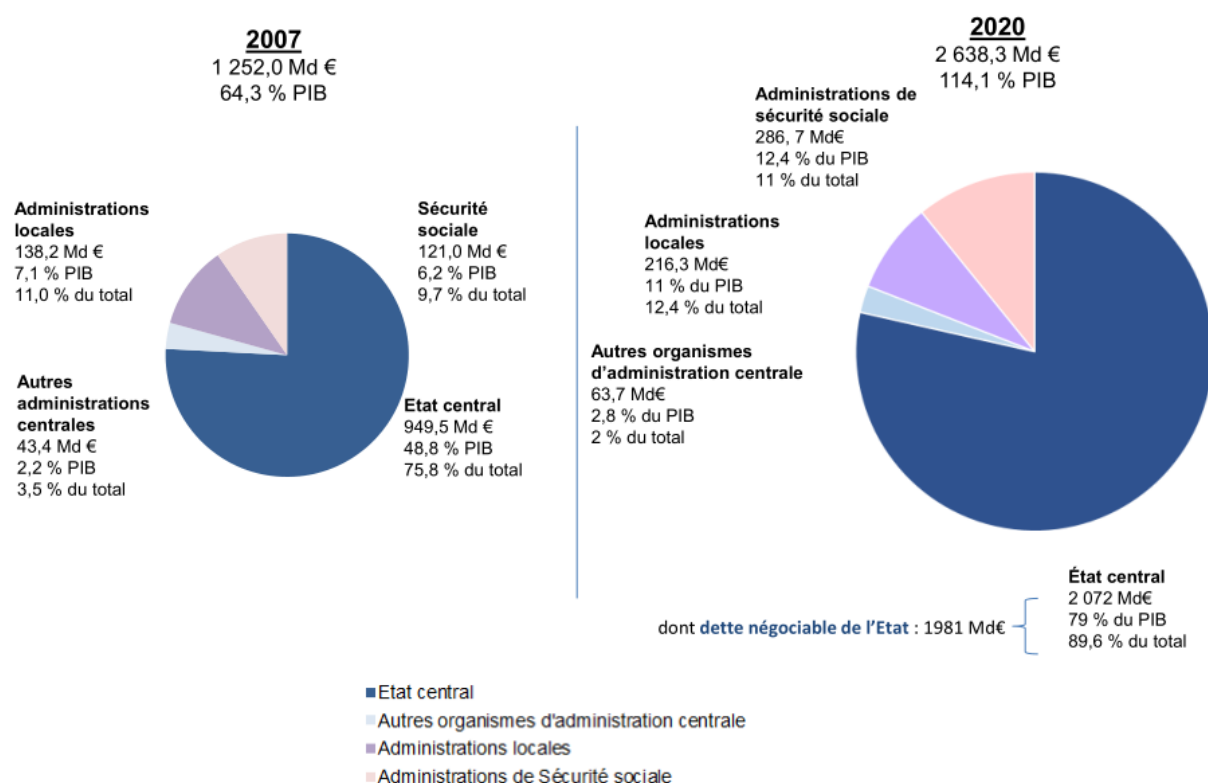
	Fitch		Moody's		Standard & Poor's		DBRS	
	Rating	Outlook	Rating	Outlook	Rating	Outlook	Rating	Outlook
Germany	AAA	Stable	Aaa	Stable	AAA	Stable	AAA	Stable
Spain	A-	Stable	Baa1	Stable	A	Négative	A	Stable
<b>France</b>	<b>AA</b>	<b>Négative</b>	<b>Aa2</b>	<b>Stable</b>	<b>AA</b>	<b>Stable</b>	<b>AA (high)</b>	<b>Stable</b>
Italy	BBB-	Stable	Baa3	Stable	BBB	Stable	BBB (high)	Negative
Netherlands	AAA	Stable	Aaa	Stable	AAA	Stable	AAA	Stable
United-Kingdom	AA-	Négative	Aa3	Stable	AA	Stable	AAA	Négative
United States	AAA	Négative	Aaa	Stable	AA+	Stable	AAA	Stable
Japan	A	Négative	A1	Stable	A+	Stable	A (high)	Stable

Source : AFT

### 1.2.3. La France dispose d'atouts dans la gestion et le financement de sa dette

Plusieurs atouts favorisent les capacités de la France à refinancer sa dette sur les marchés financiers. La gestion de la dette passe principalement par l'Etat et par les marchés financiers. En 2020, la dette négociable gérée par l'Etat, c'est-à-dire contractée sous forme d'instruments financiers échangeables sur les marchés financiers (obligations et bons du Trésor), représentait près de 90 % de la dette publique (cf. graphique 3).

**Graphique 3 : La gestion de la dette est concentrée sur l'Etat**



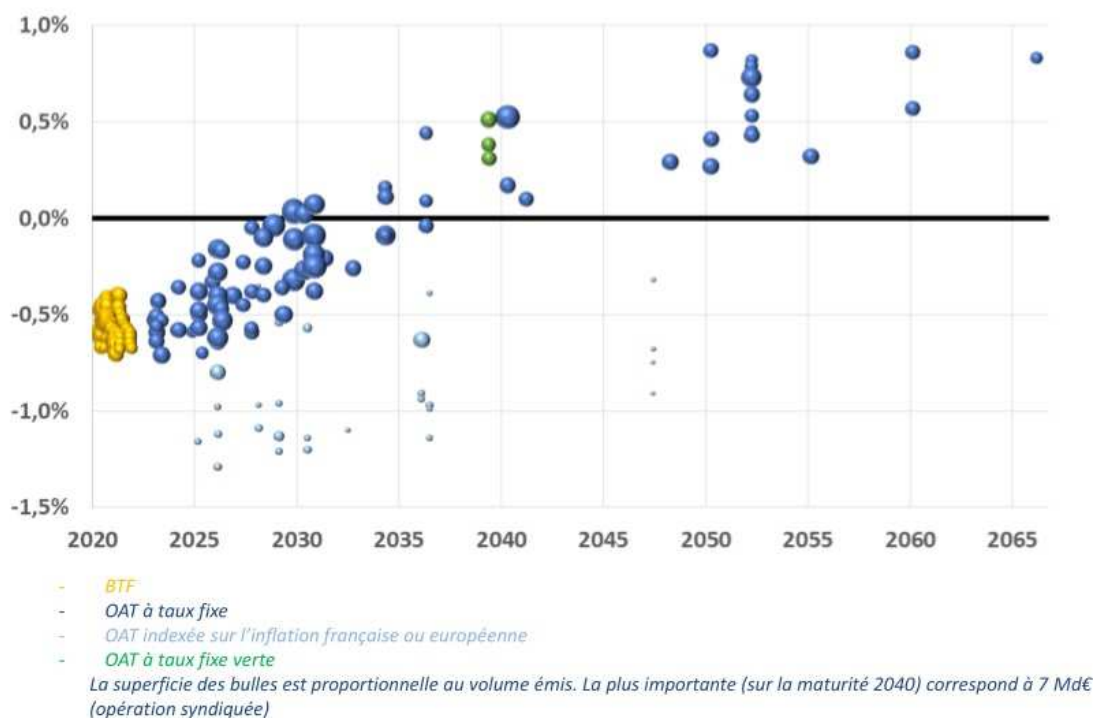
Source : AFT et Insee

L'Agence France Trésor (AFT) gère la dette et la trésorerie de l'Etat en contact avec les investisseurs, de manière à adapter la stratégie d'émission pour prendre en compte la demande du marché. La France a un statut d'émetteur de référence en zone euro, avec une présence sur toute la courbe des taux, avec des maturités allant de 3 mois à 50 ans. La dette française est ainsi parmi les plus liquides de la zone euro<sup>17</sup>. En 2020, les taux d'intérêt étaient négatifs pour la plupart des émissions avec des maturités inférieures à 10 ans, et pour certaines émissions avec des maturités allant jusqu'à 15 ans (cf. graphique 4).

<sup>17</sup> Hors programme de rachat par la BCE, le volume moyen d'échanges quotidiens d'obligations assimilables au Trésor (OAT) était de 15,3 milliards en 2019.



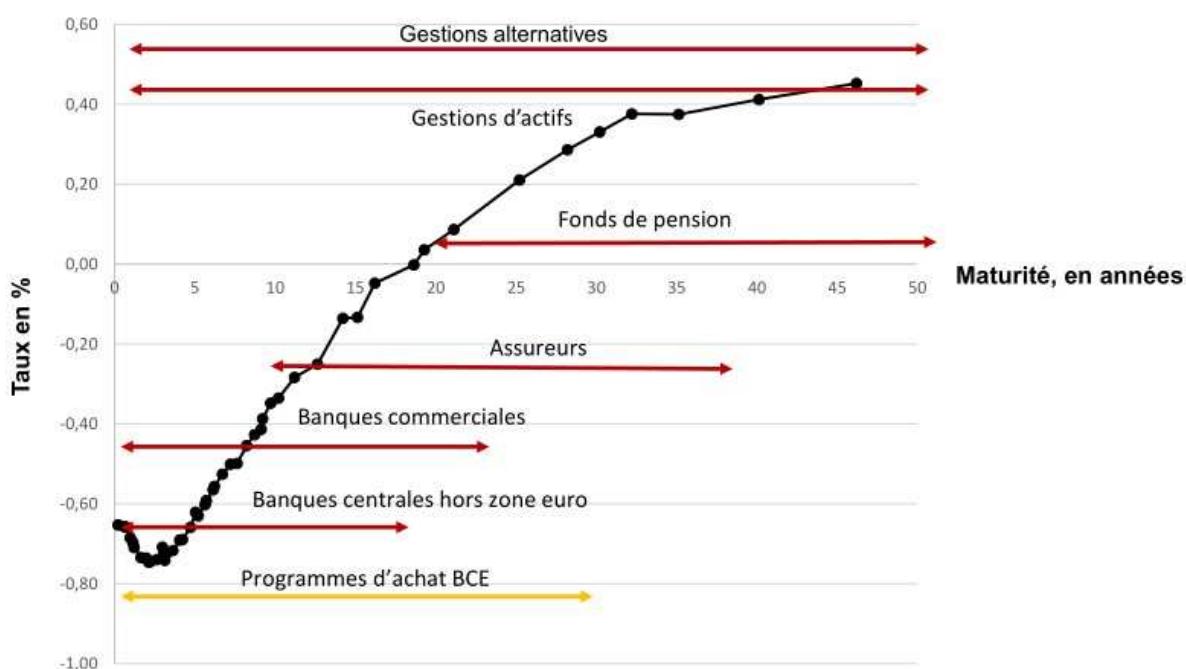
**Graphique 4 : Taux à l'émission de la dette française en 2020**



Source : AFT

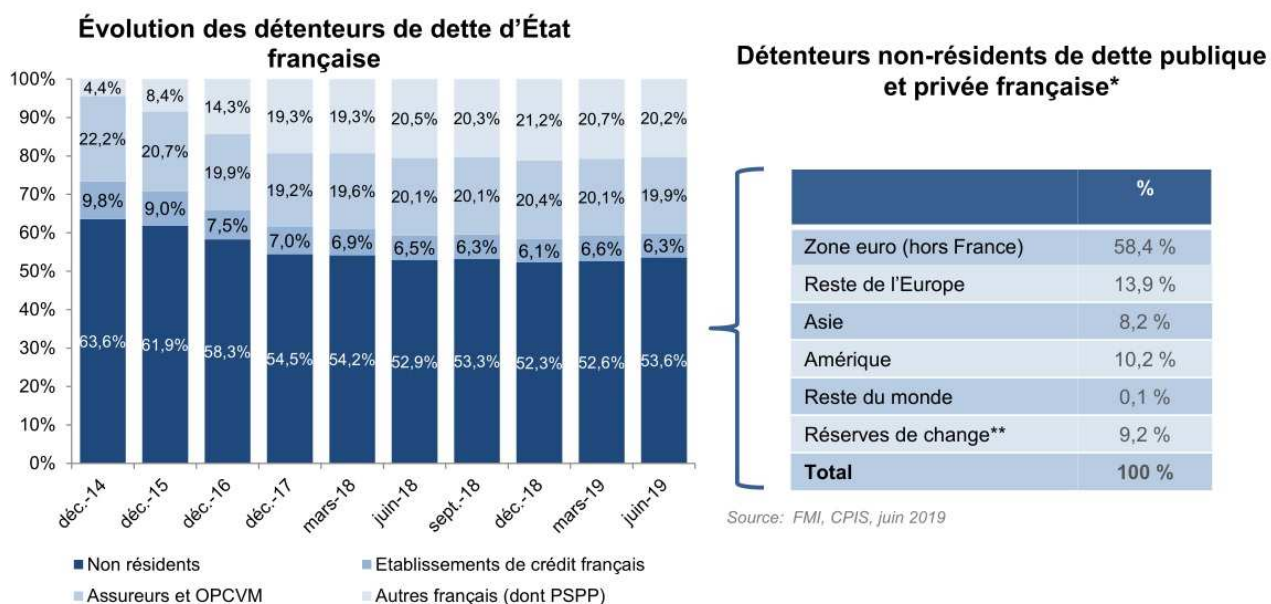
La demande de titres d'Etat est segmentée en fonction de la maturité de la dette, en s'appuyant sur une base d'investisseurs ayant différentes attentes (cf. graphique 5). Cette base d'investisseurs est très internationalisée : en 2019, près de 53,6 % de la dette d'Etat française était détenue par des non résidents (cf. graphique 6), ce qui atteste de l'attractivité de la dette française.

**Graphique 5 : Segmentation de la demande de titres d'Etat en fonction de la maturité**



Source : AFT

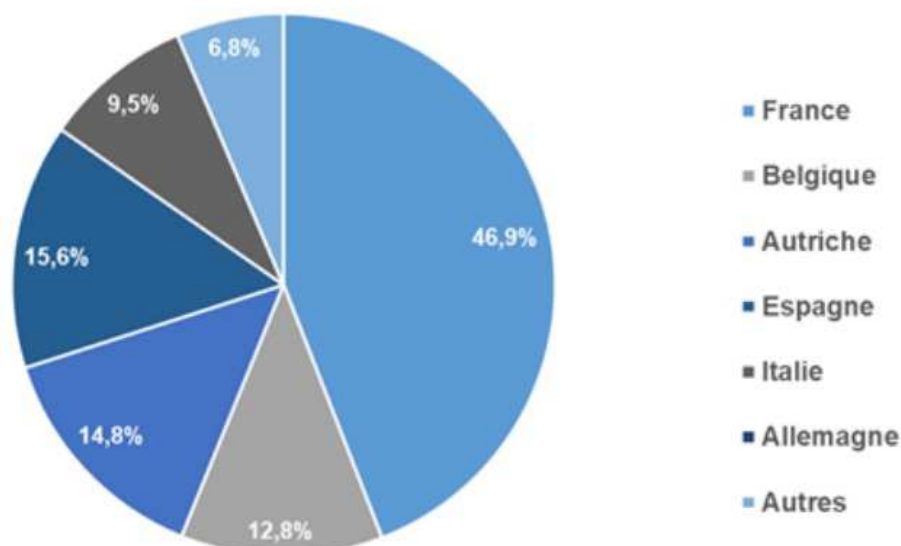
**Graphique 6 : Une base d'investisseurs diversifiée et internationalisée**



Source : AFT

Dans les années récentes, l'AFT a répondu à la demande des investisseurs en augmentant les émissions à long terme. Les émissions de titres avec des maturités supérieures à 30 ans sont ainsi passées d'environ 5 milliards en 2015 à près de 28 milliards en 2019 et 31 milliards en 2020. La France occupe aujourd'hui une position prépondérante dans la zone euro sur le marché de titres au-delà de 30 ans de maturité (cf. graphique 7).

**Graphique 7 : Répartition des encours de dette à maturité résiduelle supérieure à 30 ans**



Source : AFT

Ainsi, la maturité moyenne de la dette publique de la France est supérieure à celle de la plupart des autres pays de la zone euros et s'élevait à 8 ans en 2020, contre 7



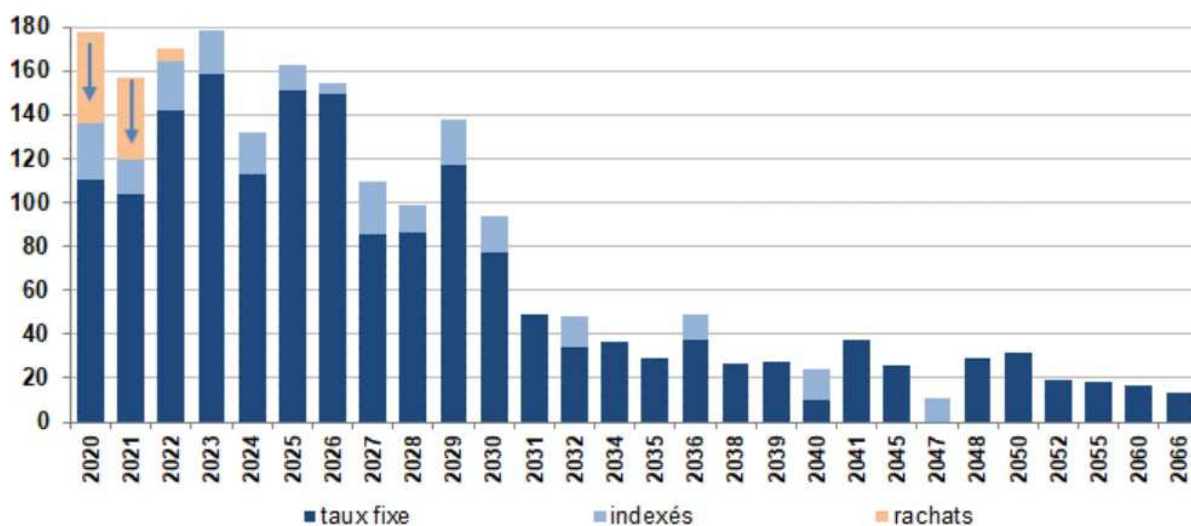
ans pour l'Italie et l'Allemagne<sup>18</sup>. Cette position contribue à diminuer l'exposition de la France à une hausse des taux d'intérêts. Ce marché reste toutefois faiblement profond : le total cumulé des encours émis par les souverains européens est d'environ 100 milliards d'euros. Il n'est donc pas plausible d'allonger sensiblement les maturités pour écarter totalement le risque d'une remontée des taux.

#### 1.2.4. Cette situation ne garantit pas la soutenabilité des finances publiques à long terme et nous expose au risque de remontée des taux d'intérêts

Tant que les taux d'intérêts sont faibles, la hausse de la dette publique peut sembler indolore car elle est financée à faible coût. Si une hausse des taux d'intérêts est relativement improbable à court ou moyen terme, il est possible que les taux remontent à plus long terme. Comme rappelé ci-dessus, la Banque Centrale Européenne a pour mandat de garder l'inflation proche d'une cible de 2 %, et sa politique de rachat des titres souverains cessera lorsque l'inflation sera revenue vers ce niveau.

Par conséquent, une hausse de la dette aujourd'hui nous expose à des charges d'intérêts importantes lors de la remontée des taux, ainsi qu'à un risque de refinancement<sup>19</sup>. Le profil de remboursement de la dette française requiert de rembourser, ou « faire rouler », entre 180 et 100 milliards d'euros chaque année entre 2020 et 2028 (cf. graphique 8). Pour « faire rouler » la dette, il faut réemprunter le même montant sur les marchés chaque année, à des taux potentiellement moins favorables.

**Graphique 8 : Profil de remboursement de la dette (en Md€, hors bons du Trésor à taux fixe et à intérêt précompté)**



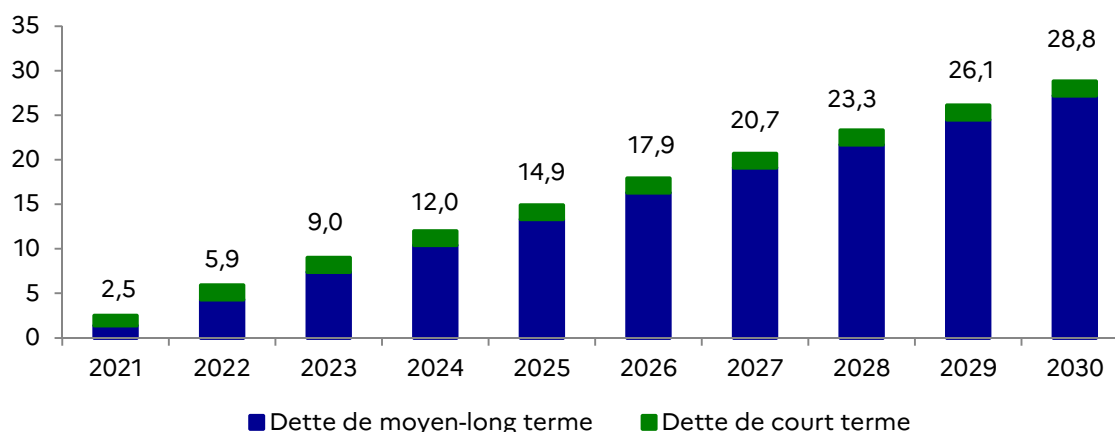
Source : AFT

<sup>18</sup> Au Royaume-Uni, la maturité moyenne de la dette atteignant 18 ans en 2020. La maturité plus élevée de la dette britannique s'appuie sur la couverture des engagements des passifs longs en Sterling des fonds de pension britanniques, dont les actifs sous gestion sont équivalents à ceux de l'ensemble des autres pays européens réunis.

<sup>19</sup> Par ailleurs, un risque juridique semble peser sur la stratégie expansionniste de la BCE : en mai 2020, la Cour constitutionnelle allemande de Karlsruhe demandait à la BCE des éléments justifiant de la proportionnalité de programme d'achat de dettes d'Etat.

Ainsi, en gardant le taux de croissance économique invariant, un choc sur les taux d'intérêt conduirait à une augmentation progressive du coût de la dette, compte tenu de la maturité. Par exemple, une hausse de taux d'intérêts de un point de pourcentage sur la dette négociée sur les marchés aurait un effet financier de 14,9 milliards d'euros au bout de cinq ans et de 28,8 milliards d'euros au bout de 10 ans (cf. graphique 9), soit plus de la moitié du budget de l'Education nationale, ou plus d'un tiers des recettes de l'impôt sur le revenu.

**Graphique 9 : Impact d'un choc de taux d'intérêt de 1 point sur les charges d'intérêts de la dette (en Md€)**



*Source : AFT*

Même à court terme, un risque de remontée des taux ne peut pas être totalement exclu. Par exemple, l'ampleur du plan de relance américain, proposé en février 2021 par le Président Biden, suscite chez certains investisseurs la crainte d'une surchauffe de l'économie et d'un retour de l'inflation aux Etats-Unis. Dans un scénario de forte remontée de l'inflation aux Etats-Unis, la banque centrale américaine devrait augmenter son taux d'intérêt directeur pour la juguler, ce qui conduirait à une hausse des taux d'intérêts sur les titres souverains aux Etats-Unis et, par un effet d'arbitrage des investisseurs, conduirait également à une hausse des taux en Europe. De fait, ces craintes ont conduit à une légère hausse des taux d'intérêt à long terme au cours du mois de février sur les titres souverains aux Etats-Unis et en Europe.

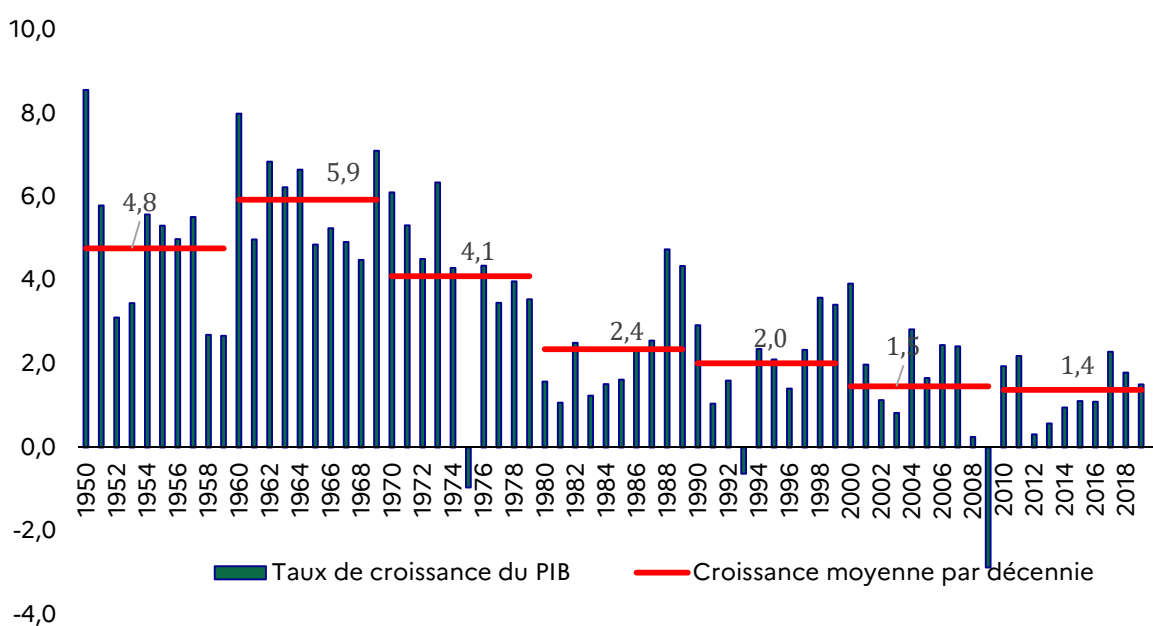
Les analyses qui précèdent portent uniquement sur le niveau du « taux d'intérêt sans risque », qui est en baisse depuis des décennies. Il peut aussi exister une « prime de risque » (*spread*), qui se manifeste dès lors que la soutenabilité de la dette d'un Etat semble incertaine aux marchés. Par conséquent, même dans un contexte de taux sans risques encore faibles, la stratégie de finances publiques doit prendre en compte les signaux envoyés aux investisseurs sur les marchés, afin d'éviter une hausse de la prime de risque qui pourrait conduire à remettre en cause la soutenabilité de la dette par un effet « boule de neige ».

### 1.2.5. La chute de la croissance économique, à long terme ou durant la reprise, constitue un risque majeur pour les finances publiques

Indépendamment de l'évolution des taux d'intérêts, la chute de la croissance potentielle constitue un risque important pour les finances publiques. Une croissance économique plus faible réduit les recettes publiques et creuse le déficit<sup>20</sup>. On observe depuis plusieurs décennies une chute tendancielle de la croissance économique (cf. graphique 10), qui s'explique par de nombreux facteurs (démographie vieillissante, taux emploi affaibli par un chômage structurel, stagnation de l'investissement et de l'innovation, ralentissement de la productivité globale des facteurs, etc.).

Par conséquent, la stratégie de redressement des finances publiques à long terme doit prendre en compte la possibilité d'un ralentissement de la croissance potentielle. Dans ce contexte, orienter les finances publiques vers le soutien à la croissance semble important. L'endettement public à des fins d'investissements d'avenir (R&D, éducation, innovation, etc.) peut en principe contribuer à renforcer la soutenabilité de la dette, si ces investissements contribuent à renforcer la croissance économique.

**Graphique 10 : Évolution de la croissance du PIB par décennie (en %)**



Source : INSEE.

<sup>20</sup> Les analyses quantitatives montrent que la trajectoire de la dette et sa soutenabilité sont très sensibles au niveau de la croissance potentielle et plus encore au niveau de perte pérenne du PIB liée à la crise (cf. Section 2).

Dans le contexte de la crise économique induite par la pandémie, les choix de finances publiques doivent favoriser la reprise pour préserver la croissance. En phase de sortie de crise, l'austérité budgétaire serait particulièrement risquée. La plupart des économistes considèrent que les dépenses de stabilisation à court terme, financées par le déficit public, sont aujourd'hui souhaitables pour préserver le potentiel de croissance en sortie de crise. Par exemple, une majorité d'économistes estiment qu'« il n'est pas nécessaire d'instaurer ou d'annoncer des mesures budgétaires pour réduire le déficit public ou la dette publique avant la fin de la pandémie »<sup>21</sup>.

A court terme, le risque d'une crise économique prolongée par l'austérité budgétaire apparaît plus important que celui d'une augmentation de la dette. Le Conseil d'Analyse Economique estime ainsi « qu'il ne faut pas reproduire l'erreur de 2011-2013 en procédant à un ajustement budgétaire trop précoce »<sup>22</sup>.

### **1.3. Quelle stratégie adopter pour assurer la soutenabilité des finances publiques ?**

#### **1.3.1. L'exigence d'une stratégie équilibrée et orientée vers le long terme**

Les bonnes conditions de financement de la dette publique sur les marchés montrent que la dette est aujourd'hui jugée soutenable par les marchés financiers. Néanmoins, dans un environnement où la politique monétaire va se normaliser, où les taux d'intérêts peuvent remonter, où la croissance économique peut décevoir et où d'autres crises peuvent survenir, une gestion prudente de la dette apparaît comme essentielle, en se saisissant des leviers qui permettent de réduire les risques sur la soutenabilité de la dette à long terme. Le soutien de la BCE à l'endettement public est par nature conçu pour être limité dans le temps, pour répondre à une crise exceptionnelle, et ne permet pas d'augmenter la dépense publique sans limites.

S'il n'existe pas de seuil fatidique du ratio de dette sur PIB au-delà duquel la dette publique deviendrait insoutenable, cela ne signifie pas pour autant qu'il n'existe pas de limites à l'endettement public. Des niveaux de dette sur PIB très élevés peuvent en principe être atteints sans provoquer de crises de refinancement si les créanciers restent convaincus que l'Etat préserve sa capacité à honorer ses engagements et rembourser sa dette, mais un niveau de dette plus élevé augmente le risque de dévier sur une trajectoire explosive de la dette. Pour éviter une telle dérive de l'endettement, il faut s'assurer que les recettes publiques soient suffisantes pour couvrir les dépenses publiques à long terme.

---

<sup>21</sup> Voir les résultats du *CFM Survey of Experts*: <https://cfmsurvey.org/surveys/covid-19-and-uk-public-finances> ; voir également l'intervention de Kenneth Rogoff au Peterson Institute en décembre 2020 : [Fiscal Policy Advice for Joe Biden and Congress | Event | PIIE](#).

<sup>22</sup> Voir Martin, Pisani-Ferry et Ragot (2020), *Une stratégie économique face à la crise*, Note du Conseil d'Analyse Economique.

Ainsi, une bonne stratégie de gestion des finances publiques doit viser la soutenabilité à long terme, tout en conservant de la flexibilité pour permettre la gestion du cycle économique et le financement des dépenses d'avenir. Cette stabilisation doit s'envisager dans la durée : il faut éviter une consolidation dite « austéritaire » qui viendrait saper la reprise économique ; mais il faut aussi éviter une gestion dite « laxiste » et savoir au moment opportun préparer et lancer des réformes qui porteront leurs fruits à long terme pour améliorer la soutenabilité des dépenses publiques. En somme, la bonne dette doit chasser la mauvaise : les finances publiques doivent soutenir la reprise, augmenter la croissance et préparer l'avenir.

Enfin, il faut souligner qu'une stratégie de gestion des finances publiques orientée vers le long terme constitue un défi politique. Les efforts consentis pour améliorer la soutenabilité des finances publiques porteront leurs fruits à long terme, sans bénéfice politique évident pour les gouvernants qui auront orchestré cette stratégie de long-terme, puisque la situation budgétaire assainie et les marges de manœuvre renouvelées bénéficieront surtout aux générations et mandatures futures<sup>23</sup>. Pour relever ce défi et donner plus de visibilité à long terme, des réformes de gouvernance seront nécessaires.

### **1.3.2. Il faut démontrer une capacité à maintenir durablement la croissance des dépenses publiques primaires en deçà de la croissance économique**

Dans une perspective de gestion de la dette sur le long terme, la trajectoire et la soutenabilité de la dette peuvent être pilotée grâce à trois leviers : la croissance économique, qui permet d'augmenter les recettes publiques et de réduire mécaniquement le ratio de dette sur PIB ; les prélèvements obligatoires ; et le rythme de croissance des dépenses publiques.

Maintenir la croissance des dépenses publiques primaires en deçà de la croissance économique sur longue période permet d'éviter une trajectoire explosive de la dette et, ainsi, de garantir sa soutenabilité et de réduire les primes de risque sur les marchés.

La trajectoire de la dette présente une forte inertie, par conséquent il faut correctement calibrer les efforts sur les dépenses. L'enjeu est d'infléchir suffisamment rapidement la trajectoire de la dette afin d'écarter le risque d'une trajectoire explosive, sans pour autant se donner des objectifs sur les dépenses qui ne soient pas atteignables ou qui risquent de compromettre la croissance économique. Dans un contexte de chute de la croissance potentielle, il apparaît important de préserver les investissements et dépenses d'avenir afin de soutenir la croissance potentielle. L'analyse quantitative des trajectoires, des efforts sur les dépenses primaires et de l'horizon de désendettement est l'objet de la Section 2 de cette annexe.

---

<sup>23</sup> Sur l'économie politique de la dette publique, voir notamment Alesina et Passalacqua (2016), *The Political Economy of Government Debt*, Handbook of Macroeconomics.

### **1.3.3. La stratégie de soutenabilité doit prendre en compte les spécificités du contexte français et européen**

Le niveau de dette spectaculaire du Japon est très présent dans le débat public sur la soutenabilité de la dette. En effet, malgré un niveau de dette atteignant 266 % du PIB en 2020, le Japon ne connaît pas de difficultés de financement de sa dette. Aucune tension sur les taux n'est observée et la charge de la dette des administrations centrales se limite à 1,4 % du PIB en 2020.

La situation du Japon n'est pas comparable avec celle de la France, pour plusieurs raisons. Tout d'abord, l'épargne nationale au Japon est très élevée, égale à six fois le niveau du PIB, ce qui permet un fort taux de détention de la dette publique par les résidents japonais. En septembre 2020, seulement 12 % de la dette publique japonaise était détenue par des non-résidents. La détention de la dette par les résidents réduit de fait son coût moyen pour les générations futures, puisque celles-ci héritent à la fois de la dette et des créances. A l'inverse, plus de la moitié de la dette publique française est détenue par des créanciers étrangers.

De plus, une politique monétaire accommodante est menée par la Banque du Japon depuis 2013, complétée par une politique de « contrôle de la courbe des taux » qui vise à maintenir les taux très bas même à moyen terme. Depuis 2016, la Banque du Japon s'engage à racheter les titres de dette japonais afin de maintenir le taux des titres à 10 ans autour d'un ancrage à 0 %. En septembre 2020, la Banque du Japon détenait ainsi 45,1 % du total de la dette publique japonaise. Par conséquent, les prévisions du gouvernement japonais n'intègrent aucune remontée des taux à moyen terme. Cette politique monétaire permet de réduire le risque de remontée des taux sur les titres souverains, mais contribue également à la hausse du prix des actifs et potentiellement à l'instabilité financière à long terme. Etant donné le mandat de la Banque Centrale Européenne, la France se trouve dans une situation très différente.

L'exemple des Etats-Unis est également très présent dans le débat public. Malgré un niveau de dette atteignant près de 130 % du PIB en 2020, les Etats-Unis prévoient une politique budgétaire très accommodante en 2021. Par rapport aux pays européens, les Etats-Unis bénéficient du « privilège exorbitant » du dollar, qui leur donne des marges de manœuvre supplémentaires pour la poursuite de leur endettement. En effet, le dollar est une monnaie internationale, la devise dans laquelle sont réalisées la plupart des transactions financières et une grande partie du commerce. Il existe par conséquent une forte demande mondiale pour les titres libellés dollar, dont les obligations du Trésor américain. Néanmoins, cette demande n'est pas infinie et cette situation ne signifie pas que l'endettement américain puisse être sans limite, en témoigne les tensions sur les taux à long terme occasionnées en février 2021 par l'annonce du plan de relance du Président Biden.

Ainsi, il convient d'une part de garder en tête les limites des modèles d'endettement américain et japonais, d'autre part d'adapter la stratégie de soutenabilité de la dette publique de la France au contexte national et européen.

## 1.4. Qu'est-ce qu'une trajectoire « optimale » de la dette publique ?

### 1.4.1. Une trajectoire soutenable n'est pas forcément une trajectoire optimale

Notre analyse se focalise sur la notion de soutenabilité de la dette publique, mais il est important de rappeler que, du point de vue de l'analyse économique, une dette « soutenable » n'est pas forcément une dette « optimale ». La soutenabilité de la dette dépend de la capacité de l'Etat à honorer ses créances à l'avenir, alors qu'une dette « optimale » prend en compte l'utilisation de la dette et ses coûts et bénéfices directs pour différents individus ou différentes générations, ainsi que ses effets macroéconomiques.

Il existe un consensus parmi les économistes pour identifier deux types de « bon usage » de la dette publique. D'une part, il faut financer le soutien budgétaire lors des crises économiques par la dette afin de répartir des coûts des crises économiques sur plusieurs années. Cette approche permet à la fois de stimuler la demande lors des crises, selon une logique de relance « keynésienne », et est au service de l'équité intergénérationnelle, en s'assurant que les coûts des crises sont le plus largement partagés. D'autre part, la dette est optimale lorsqu'elle permet de préparer la croissance de demain, avec des investissements publics sans effets d'éviction sur l'investissement privé<sup>24</sup>.

D'autres facteurs peuvent justifier ou limiter le recours à la dette publique, mais ne font pas l'objet d'un consensus du point de vue de l'analyse économique. En premier lieu, si la dette publique est soutenable elle constitue un actif sans risque, qui permet de répondre à une demande croissance pour les actifs sûrs au cours des dernières décennies<sup>25</sup>. En outre, la dette publique permettrait d'absorber un « excès d'épargne » dans la période de stagnation séculaire, avec des effets macroéconomiques favorables même hors de périodes de crise économique<sup>26</sup>. Enfin, un niveau de dette élevé peut nuire à la compétitivité à long terme car le financement et le remboursement de la dette supposent des prélèvements obligatoires plus élevés, qui peuvent diminuer la compétitivité par rapport à d'autres pays moins endettés.

Ainsi, le caractère optimal de la dette publique dépend largement de l'usage de la dette et des conditions macroéconomiques qui conduisent à l'endettement. Eviter d'avoir une dette publique non soutenable est un objectif minimal, qui ne doit pas faire oublier l'importance d'une réflexion sur le bon usage de la dette publique, qui n'est pas l'objet principal de ce rapport.

---

<sup>24</sup> En France, l'augmentation de la dette au cours des dernières décennies n'est pas le résultat d'un effort pour favoriser la croissance et la préparation de l'avenir. Voir notamment le rapport Pébereau sur la dette publique (2006).

<sup>25</sup> Voir Caballero, Farhi et Gourinchas (2017), *The Safe Asset Shortage Conundrum*, Journal of Economic Perspectives.

<sup>26</sup> Voir Rachel et Summers (2019), *On Secular Stagnation in the Industrialized World*, Brookings Paper.



#### **1.4.2. Même si les taux d'intérêts restent faibles pour longtemps, la poursuite continue de notre endettement soulève un problème de justice vis-à-vis des générations futures**

Le caractère « optimal » d'une trajectoire de la dette publique dépend nécessairement des préférences intergénérationnelles, puisque la dette induit des transferts entre générations. Trois arguments sont généralement avancés pour suggérer que l'impact d'une hausse de la dette sur les générations futures est limité.

En premier lieu, on peut considérer que le coût de la dette pour les générations futures serait faible car les taux d'intérêts sont faibles. En réalité, une dette ne se réduit pas à une charge d'intérêts : il faudra rembourser le principal. La stratégie usuelle, consistant à « faire rouler » la dette, ne change pas ce constat : emprunter pour rembourser une dette ancienne réduit la capacité à emprunter pour investir ou pour faire face à de nouvelles crises. De fait, la dette réduit les marges de manœuvre des générations futures, qui auront elles aussi à faire face à des crises et à réaliser des investissements d'avenir.

En outre, un argument parfois avancé est que, paradoxalement, la dette publique ne constituerait pas un transfert intergénérationnel car les générations futures comptent aussi des créanciers, qui perçoivent le remboursement de la dette et de ses charges d'intérêts. Cet argument doit être entendu : la dette crée en effet des transferts *intra*-générationnels, entre ceux qui doivent payer pour le remboursement de la dette (par l'impôt) et ceux qui recevront ces paiements (les détenteurs des créances sur la dette publique). Néanmoins, plus de la moitié de la dette publique de la France est détenue par des créanciers *à l'étranger*. Dans ce contexte, une hausse de la dette publique n'est pas un jeu d'écriture à somme nulle du point de vue des générations futures en France : elle constitue bien un poids pour celles-ci, qui devront rembourser la dette auprès des créanciers étrangers. De plus, le remboursement de la dette par l'impôt pèse majoritairement sur les actifs, c'est-à-dire sur les plus jeunes, tandis que les détenteurs de patrimoines financiers (qui perçoivent le remboursement et le service de la dette) sont en moyenne plus âgés.

Enfin, on peut soutenir que la dette publique est mise au service des générations futures, afin d'investir et de préparer l'avenir. Néanmoins, de fait les dépenses publiques les plus dynamiques ont trait aux dépenses de santé et de retraites, tandis que l'investissement et les dépenses de recherche et d'éducation ont augmenté moins rapidement. Il est donc vraisemblable de conclure que le recours à la dette permet surtout de financer des dépenses de transfert ou de fonctionnement.

Par conséquent, même si les taux d'intérêts restent faibles pour longtemps, la poursuite continue de notre endettement soulève un problème de justice vis-à-vis des générations futures<sup>27</sup>.

---

<sup>27</sup> Les critères d'équité entre génération qu'il convient de retenir sont débattus. Une situation juste est-elle une situation où chaque génération voit son niveau de vie augmenter au même rythme que celui qui prévaut pour l'ensemble de l'économie ? Ou bien une situation où le niveau de vie des différentes générations est le plus proche possible ? Sur ce sujet, voir notamment la publication de France Stratégie d'Octobre 2014, « Les jeunes générations sont-elles sacrifiées ? Tout dépend du critère de justice retenu ».



## 2. Les simulations et méthodes quantitatives permettent d'éclairer la trajectoire des finances publiques, notamment à long terme, et d'en apprécier les risques

### 2.1. L'effort de redressement doit s'apprécier au regard des évolutions récentes de la dépense publique primaire

#### 2.1.1. Evolution de la dépense primaire au cours des dix dernières années

Avant de présenter les simulations sur la trajectoire des finances publiques, il convient d'abord de les contextualiser en rappelant les grandes tendances des dépenses publiques en France.

Au cours des dix dernières années, la hausse des dépenses publiques s'est ralentie comparée aux décennies précédentes. Le rythme d'évolution des dépenses publiques depuis 2011 a été assez variable depuis 2011 (cf. tableau 2). La croissance des dépenses primaires était plus élevée que celle des dépenses totales du fait de la baisse des taux et de la charge d'intérêts. Cette analyse montre qu'il est rare pour la croissance des dépenses publiques primaires d'être en deçà de 0,6 % par an, un ordre de grandeur utile à garder en tête pour apprécier les efforts en dépenses des simulations qui suivent. En moyenne, sur la période 2011-2019 la croissance des dépenses primaires en volume était de 1% par an.

**Tableau 2 : Hausse des dépenses totales et des dépenses primaires au cours des dix dernières années**

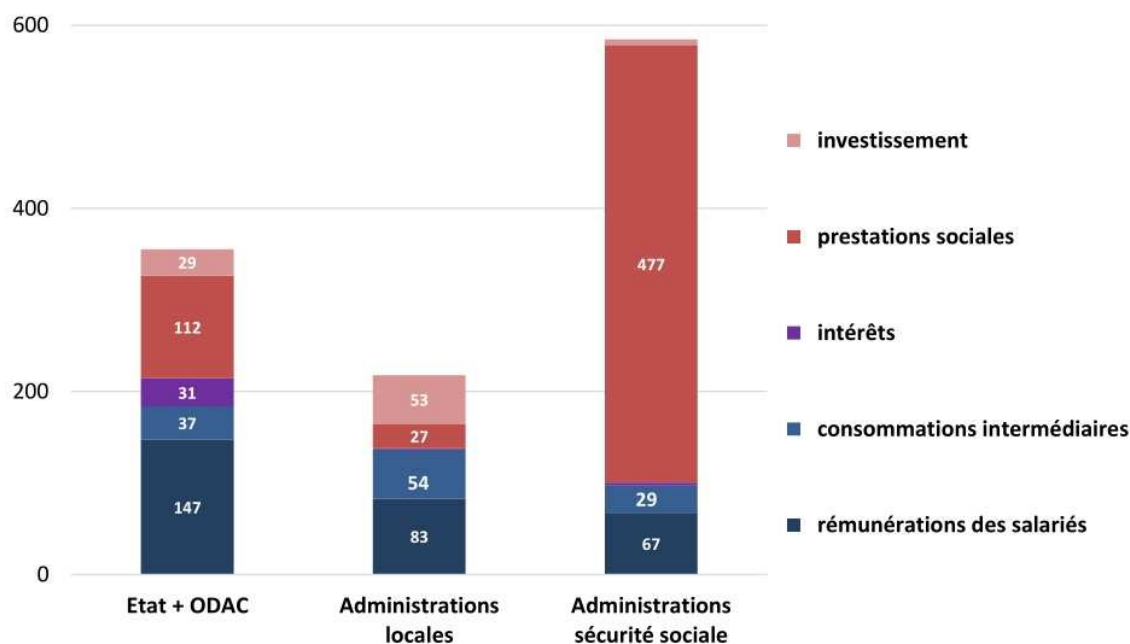
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Dépense totale (hors CI) Md€</b>	1141,6	1176,3	1195,7	1204,6	1216,3	1234,8	1266,2	1275,2	1309,9
<b>Croissance valeur (%)</b>	2,2	3,0	1,6	0,7	1,0	1,5	2,5	0,7	2,7
<b>Croissance volume (%)</b>	0,1	1,1	0,9	0,3	0,9	1,3	1,5	-0,9	1,8
<b>Dépense primaire Md€</b>	1085,9	1121,6	1146,8	1158,1	1172,5	1193,7	1226,4	1234,9	1274,6
<b>Croissance valeur (%)</b>	1,8	3,3	2,2	1,0	1,2	1,8	2,7	0,7	3,2
<b>Croissance volume (%)</b>	-0,3	1,4	1,5	0,6	1,2	1,6	1,7	-0,9	2,3

*Source : DG Trésor.*

## 2.1.2. Evolution des dépenses publiques par sphères et comparaison avec les autres pays de l'Union Européenne

Il est également instructif de décomposer les dépenses publiques par sphères (Sécurité sociale, Etat, collectivités territoriales) et de les comparer à des pays proches de la France. En 2019, les dépenses publiques s'élevaient à 573 milliards d'euros pour les administrations de sécurité sociale, à 356 milliards pour l'Etat et les organismes divers d'administration centrale (ODAC) et à 217 milliards pour les administrations publiques locales (cf. graphique 11).

Graphique 11 : Dépenses publiques par sphères en 2019 (Md€)



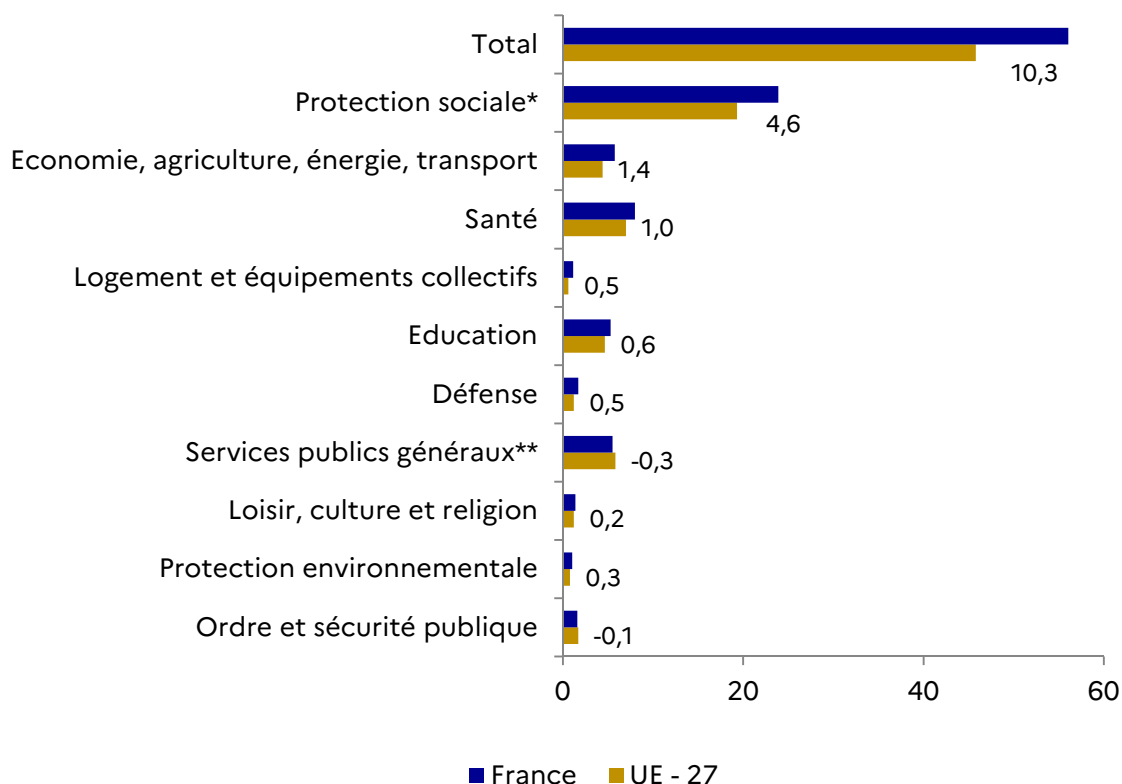
Source : Insee.

En 2019, les dépenses publiques (Sécurité sociale, État, collectivités territoriales) représentaient en France 55,6 points de PIB, contre 46,6 points de PIB en moyenne au sein de l'Union européenne. **À part pour les services publics généraux et l'ordre et la sécurité publique, où la France a des dépenses légèrement inférieures à la moyenne de l'UE (1,6 % de PIB), la France dépense plus que ses voisins dans tous les autres domaines (cf. graphique 12).**

**La moitié de ce différentiel de dépenses publiques s'explique par les dépenses de protection sociale** (retraites, invalidité, famille, chômage, logement)<sup>28</sup>, qui représentent en France 23,9 % de PIB (c'est-à-dire environ un quart de la production de richesse annuelle, environ 525Md€ par an) contre 19,2 points de PIB en moyenne dans le reste de l'Union Européenne, ainsi que les dépenses de santé (8,0 % du PIB contre 7,0 % en moyenne dans l'Union Européenne). Le reste de l'écart s'explique notamment par les dépenses en matière d'interventions économiques, agriculture, énergie et transport (5,8 % du PIB en France contre 4,2 % en moyenne UE).

<sup>28</sup> La classification européenne utilisée pour cette comparaison place les dépenses de santé dans une catégorie à part.

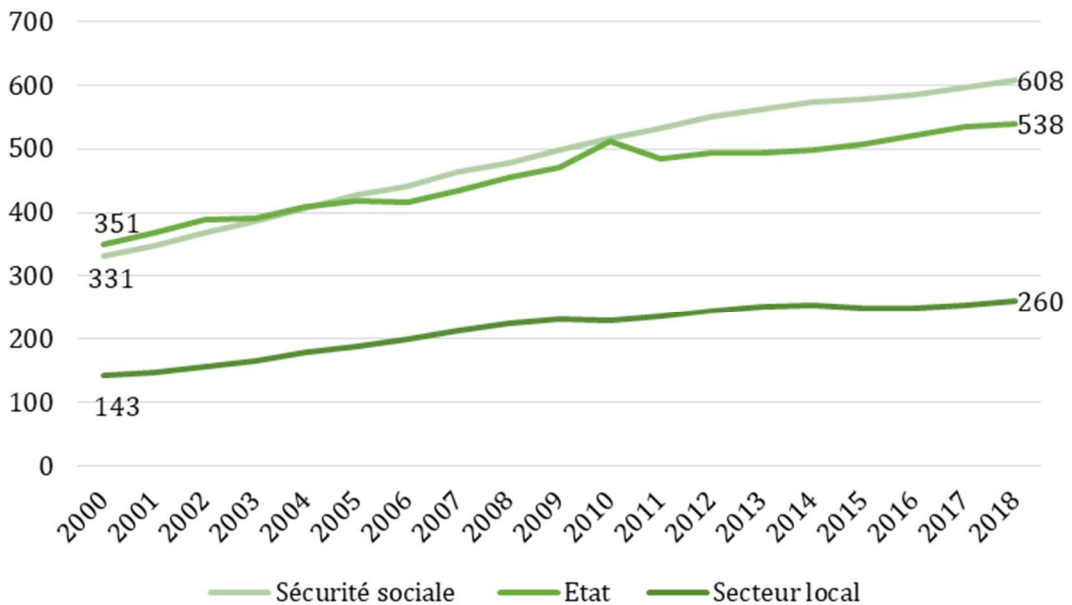
**Graphique 22 : Ecart de dépenses publiques entre la France et la moyenne des pays de l'Union européenne, en % de PIB (2019)**



*Source : CAFP, sur la base des données de l'OCDE. \* Protection sociale : invalidité, vieillesse, famille, chômage, logement. \*\* dont transferts entre différents niveaux de l'administration, service de la dette publique.*

Entre 2000 et 2018, le PIB, en euros courants, a augmenté de 160 %. Sur cette même période, les dépenses de l'Etat ont augmenté moins vite que le PIB (+153 %) et les dépenses de la sécurité sociale (+184 %) et des collectivités (+183 %) ont augmenté plus vite que le PIB (cf. graphique 13). La hausse des dépenses des collectivités s'explique en partie par un mouvement important de décentralisation vers les régions en 2003.

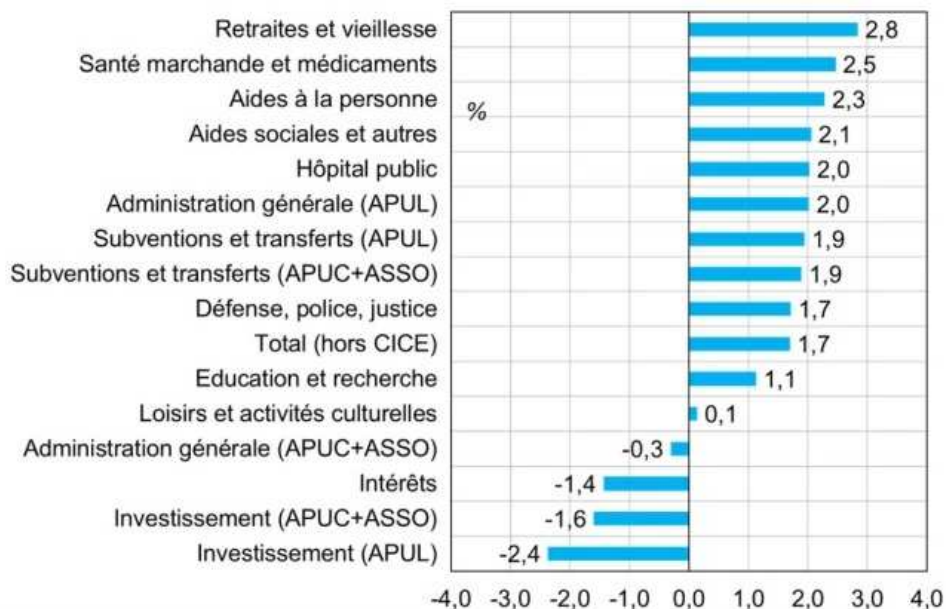
**Graphique 13 : Evolution des dépenses de la sécurité sociale, de l'Etat et du secteur local entre 2000 et 2018, en Md€**



*Source : CAFP, sur la base des données de l'OCDE. Exprimés en euros courants.*

Ces grandes tendances sont confirmées par l'évolution des différents postes de dépense et de l'investissement au cours des dix dernières années (cf. graphique 14).

**Graphique 14 : Évolution des dépenses publiques par poste (2011-2018, en %)**



*Source : France Stratégie.*

Ainsi, la hausse des dépenses publiques est en partie déterminée par les dépenses de transferts et par le taux de croissance des prestations sociales, dans un environnement où le marché du travail est resté dégradé (taux de chômage élevé) et où le vieillissement démographique pèse sur la dynamique des dépenses de santé. Le choix collectif de maintenir un haut niveau de protection sociale dans un contexte de croissance qui faiblit a été rendu possible par un accroissement de l'endettement.

## 2.2. Simulations de référence sur la trajectoire des finances publiques

Cette section décrit les résultats des simulations sur la trajectoire de la dette, réalisées par la Direction Générale du Trésor selon les hypothèses retenues par la commission pour l'avenir des finances publiques.

### 2.2.1. Définition d'une trajectoire « à politique inchangée »

Les simulations reposent sur la définition d'une trajectoire de dépenses publiques dite « à politique inchangée », même s'il n'existe pas de véritable trajectoire à politique inchangée en matière de dépenses publiques car des nombreuses dépenses sont discrétionnaires aux sujettes à des fluctuations conjoncturelles<sup>29</sup>. Les hypothèses de finances publiques retenues pour les simulations intègrent l'impact pluriannuel du plan de relance présenté dans le PLF 2021, ainsi que des évolutions illustratives sur certaines enveloppes de dépense :

- ◆ L'intégration du **plan de relance**, et ses effets sur les comptes publics entre 2020 et 2025 ;
- ◆ La baisse pérenne des **impôts de production** et le **Ségur de la santé** dans son volet rémunérations, hors plan de relance ;
- ◆ Une croissance de l'**Ondam** de 3,1 % par an (qui suppose déjà également des économies par rapport à un tendanciel, estimé autour de 4 ½ %<sup>30</sup>) ;
- ◆ **L'indexation du point d'indice de la fonction publique** en lien avec l'inflation (indexation sur la base de 50 % du taux d'inflation) alors que celle-ci est le plus souvent à 0 depuis 2010 ;
- ◆ Un accroissement de la **norme pilotable de l'État** de 8 Md€ par an à compter de 2022 ;
- ◆ Une croissance des dépenses de **fonctionnement des collectivités locales** atteignant progressivement 2,0 % par an (hors effets de la relance), qui correspond à une situation où les dépenses suivent les recettes (à transferts reçus stables en valeur) ;
- ◆ De **potentielles pertes sur l'encours des prêts garantis par l'Etat** (PGE), avec une hypothèse de 4,6 % de sinistralité sur la durée de vie des prêts, conformément aux analyses de la Banque de France ;

---

<sup>29</sup> Voir par exemple le dossier du Rapport économique, social et financier 2016 « *La dépense publique en France* », section 3 « *L'évolution tendancielle de la dépense publique* ».

<sup>30</sup> Voir Annexe B.28 du PLFSS pour 2020 qui estime cette croissance tendancielle à 4,4 %, ou Annexe B.32 du PLFSS pour 2019 qui l'estime à 4,5 %.

- ◆ Une augmentation progressive de la **charge de la dette**, du fait d'une remontée progressive des taux des OAT 10 ans au rythme de 50 points de base par an (de 0,70 % fin 2021 à 2,60 % fin 2025)<sup>31</sup> ;
- ◆ Les **mesures nouvelles en prélèvements obligatoires** déjà votées, qui contribuent en moyenne de manière très légèrement positive sur 2022-2025 (+1 Md€ par an en moyenne<sup>32</sup>) ; et des recettes hors prélèvements obligatoires qui reviendraient progressivement à un poids de 7,1 pts de PIB, proche de celui atteint pré-crise<sup>33</sup>.

**Ce scénario dit tendanciel suppose déjà des efforts exigeants de maîtrise des dépenses publiques.** Sur le périmètre de la dépense primaire « hors relance et urgence », le scénario de politiques publiques étudié implique une hausse annuelle des dépenses publiques en volume, toutes administrations publiques confondues, de **0,95 % en moyenne à partir de 2023**.

Cette maîtrise des dépenses est relativement élevée par rapport aux efforts réalisés au cours des dernières années (cf. tableau 3). La croissance des dépenses publiques ralentit tendanciellement depuis les années 2000. Par exemple, la dépense primaire en volume augmentait à un rythme de +1,3 % par an en moyenne de 2013 à 2017. De 2017 à 2019, le rythme de hausse des dépenses primaires était de 0,70 %. Ces chiffres suggèrent qu'un effort de 0,95 % serait exigeant mais est envisageable pour la trajectoire dite « à politique inchangée », qui s'inscrirait dans la continuité des efforts de maîtrise sur la dépense publique de ces dernières années.

**Tableau 3 : Croissance des dépenses publiques primaires de 2003 à 2017**

Croissance volume moyenne	Dépense primaire
2003-2007	2,3 %
2008-2012	1,5 %
2013-2017	1,3 %
2017-2019	0,7 %

*Source : DG Trésor.*

A partir de ces hypothèses de finances publiques, nous étudions plusieurs trajectoires, en faisant varier les paramètres macroéconomiques sur la croissance et les taux d'intérêts.

<sup>32</sup> L'impact global sur le solde public serait cependant négatif, car ces mesures nouvelles comprennent l'extinction progressive des créances résiduelles de CICE. Ces restitutions ont un impact sur les flux budgétaires mais pas sur le solde public. Hors cet effet, l'impact sur le solde des mesures nouvelles serait en moyenne de -1 Md€ par an.

<sup>33</sup> La prévision de dette inclut également des flux de créances seraient globalement positifs, pesant sur le ratio d'endettement pour 0,3 pt de PIB par an en moyenne entre 2022 et 2025. Ils seraient principalement portés par l'étalement des primes à l'émission passées et la restitution de créances résiduelles de CICE. Ces éléments à la hausse seraient cependant en partie contrebalancés par le décalage comptable entre enregistrement et encaissement effectif des financements européens de la relance.

### ***2.2.2. Trajectoire à politique inchangée dans le scénario macroéconomique de référence, avec une croissance potentielle à 1,35 % et une remontée des taux d'intérêts***

Le scénario central « à politique inchangée » est basé sur plusieurs hypothèses. S'agissant des paramètres macroéconomiques, nous retenons une hypothèse de croissance potentielle favorable, à 1,35 % du PIB à partir de 2022, ainsi qu'une remontée graduelle de l'inflation et des taux d'intérêts (cf. tableau 4).

La croissance potentielle relativement élevée contribue à améliorer la trajectoire des finances publiques, mais la remontée des taux accroît la charge d'intérêts liée à la dette. L'hypothèse de remontée des taux est telle que le taux d'intérêt nominal est égal au taux de croissance nominal à partir de 2027, de sorte qu'il n'y a pas d'effet « boule de neige » de la dette, lequel se manifesterait avec un taux d'intérêt supérieur au taux de croissance.

Par ailleurs, ce scénario fait l'hypothèse d'une perte irrémédiable de 2,25 % du PIB à cause de la crise<sup>34</sup>, qui n'est pas rattrapée lors de la reprise et qui pèse sur les finances publiques durablement par la baisse des recettes. La phase de « rebond » en sortie de crise se prolonge jusqu'en 2025, date à laquelle la croissance revient à son niveau potentiel<sup>35</sup>.

Dans cet environnement, le niveau d'endettement en part de PIB serait sur une trajectoire ascendante. Dans ce scénario, **la dette atteindrait 133 % du PIB en 2030 et continuerait graduellement à augmenter jusqu'à 183 % du PIB à long terme<sup>36</sup>. Ainsi, même dans un scénario macroéconomique relativement favorable et en faisant l'hypothèse d'une bonne maîtrise des dépenses publiques, la dette publique ne se stabiliserait qu'à très long terme et à un niveau très élevé.**

Ces résultats soulignent que des risques pèsent sur la soutenabilité de la dette publique dans la trajectoire à politique inchangée, même si la dette est actuellement jugée soutenable par les marchés.

Cette situation s'explique par plusieurs facteurs nés de la crise. A court terme, la raison principale est la chute des recettes publiques, du fait de la chute de l'activité. On observe en 2020 une baisse mécanique des recettes du même ordre que la chute du PIB, avec une baisse des recettes d'environ 11 % en 2020 dans la simulation, soit environ 140 milliards<sup>37</sup>. Cet affaiblissement des recettes ne se réduit que très progressivement jusqu'à ce que le PIB retrouve sa trajectoire potentielle, en 2025 dans notre scénario. Les effets conjoncturels se manifestent également du côté des dépenses, avec des dépenses d'urgence et de relance de l'ordre de 85 milliards en 2020 dans ce scénario.

---

<sup>34</sup> Cette hypothèse est également retenue dans le rapport économique, social et financier - PLF pour 2021.

<sup>35</sup> Nous prenons en compte les derniers chiffres disponibles pour 2020 au moment de la réalisation des travaux de simulation. Le déficit public pour 2020 était initialement estimé à 11 % mais pourrait s'avérer plus proche de 8,2 % selon les dernières estimations. Nous étudions une trajectoire avec une chute du PIB plus faible en 2020 dans la Section 2.4.1.

<sup>36</sup> Dans ce scénario, le niveau de dette sur PIB convergerait progressivement vers 183 % du PIB, sans jamais atteindre ce niveau asymptotique.

<sup>37</sup> La simulation fait l'hypothèse d'une élasticité unitaire des recettes publiques au PIB.

Outre ces effets conjoncturels, la crise a un effet permanent sur la baisse des recettes publiques à cause de l'hypothèse d'une perte en niveau du PIB de 2,25 %, qui induit une perte de recettes permanente pour les finances publiques d'environ 25 milliards. D'autre part, certaines mesures récentes conduisent à une baisse permanente des recettes (environ 10 milliards avec la suppression des impôts de production) et une hausse pérenne des dépenses (environ 8 milliards avec les mesures du « Ségur de la santé »). Ces facteurs contribuent à une augmentation du déficit structurel en sortie de crise.

Enfin, indépendamment de la crise, l'hypothèse d'une remontée des taux d'intérêts dans notre scénario de référence induit une hausse graduelle du service de la dette, représentant un surcoût annuel de 1,5 point de PIB à partir de 2030, soit environ 40 milliards<sup>38</sup>.

Les effets de la crise sur les finances publiques sont ainsi la conjonction de plusieurs facteurs, certains étant de relativement courte durée alors que d'autres pèsent sur le déficit structurel à long terme. L'« effet rebond » en sortie de crise, avec la hausse conjoncturelle de la croissance, n'est pas suffisant pour compenser les facteurs de dégradation des finances publiques et la dette est sur une trajectoire ascendante dans ce scénario.

**Tableau 4 : Scénario central « à politique inchangée », avec une croissance potentielle de 1,35 % par an et une hausse des taux d'intérêts**

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
<b>Finances publiques</b>												
<b>Solde nominal</b>	-3,0	-11,3	-8,5	-6,0	-5,4	-4,9	-5,2	-5,2	-5,1	-5,2	-5,2	-5,2
Dépense publique (hors crédits d'impôt)	54,0	64,3	61,0	57,5	56,4	55,9	56,0	56,0	56,0	56,1	56,1	56,1
Taux de PO (net des crédits d'impôt)	44,1	45,2	44,1	43,7	43,8	43,9	43,9	43,9	44,0	44,0	44,0	44,0
<b>Dettes au sens de Maastricht</b>	<b>98,1</b>	<b>119,8</b>	<b>122,4</b>	<b>122,0</b>	<b>123,0</b>	<b>123,7</b>	<b>125,5</b>	<b>127,1</b>	<b>128,6</b>	<b>130,1</b>	<b>131,6</b>	<b>133,0</b>
<b>Solde primaire</b>	<b>-1,6</b>	<b>-10,0</b>	<b>-7,3</b>	<b>-4,8</b>	<b>-4,0</b>	<b>-3,5</b>	<b>-3,5</b>	<b>-3,3</b>	<b>-3,1</b>	<b>-2,9</b>	<b>-2,7</b>	<b>-2,6</b>
Solde primaire stabilisant	-1,2	11,4	-5,9	-5,7	-3,4	-3,1	-2,0	-1,8	-1,6	-1,5	-1,4	-1,3
Charge de la dette	1,5	1,3	1,3	1,3	1,3	1,4	1,6	1,8	2,1	2,3	2,4	2,5
<b>Croissance volume de la dépense primaire</b>	<b>2,3</b>	<b>8,3</b>	<b>0,1</b>	<b>-1,2</b>	<b>0,6</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>0,8</b>	<b>0,7</b>	<b>0,8</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>
<i>hors relance et hors urgence</i>	<b>2,3</b>	<b>1,9</b>	<b>3,1</b>	<b>0,9</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>1,4</b>	<b>0,9</b>	<b>0,7</b>	<b>0,8</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>
<b>Environnement macroéconomique</b>												
<b>Croissance volume</b>	1,5	-11,0	6,0	5,1	2,7	2,2	1,35	1,35	1,35	1,35	1,35	1,35
Croissance potentielle	1,25	-0,30	0,60	1,35	1,35	1,35	1,35	1,35	1,35	1,35	1,35	1,35
Inflation hors tabac	0,9	0,2	0,6	1,00	1,40	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75
Taux des OAT 10 ans en fin d'année			0,7%	1,2%	1,7%	2,2%	2,6%	2,9%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%

*Source : CAFP et DG Trésor.*

<sup>38</sup> Ce surcoût est calculé par rapport au coût des charges d'intérêts en 2019 pour le même niveau de dette.



### 2.2.3. Trajectoire à politique inchangée dans un scénario de « stagnation séculaire »

Nous étudions également un scénario dans lequel la croissance potentielle ne se rétablit pas, restant à un niveau de 1 % par an à partir de 2022, tandis que les taux d'intérêts et l'inflation restent durablement à un niveau très faible (cf. tableau 5)<sup>39</sup>.

Dans cet environnement de stagnation, le déficit se dégraderait rapidement et continuerait sur la période, et le niveau d'endettement atteindrait un niveau de 150 % du PIB à horizon 2030. Le ratio de dette sur PIB poursuivrait sa hausse à l'infini. Le ratio de charges d'intérêts sur PIB resterait relativement faible pour longtemps, en deçà de 1,5 % du PIB jusqu'en 2030, du fait du faible niveau des taux d'intérêts. Néanmoins, à long terme les charges d'intérêts augmenteraient également à l'infini, de concert avec le ratio de dette sur PIB, **c'est-à-dire qu'un scénario de stagnation séculaire nous placerait sur une trajectoire non soutenable de la dette.**

**Tableau 5 : Scénario de stagnation séculaire « à politique inchangée », avec une croissance potentielle de 1 % par an et des taux d'intérêts durablement bas**

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
<b>Finances publiques</b>												
<b>Solde nominal</b>	-3,0	-11,3	-8,5	-6,1	-5,6	-5,2	-5,6	-5,7	-5,8	-6,0	-6,2	-6,4
Dépense publique (hors crédits d'impôt)	54,0	64,3	61,0	57,6	56,8	56,5	56,7	56,8	57,0	57,1	57,3	57,6
Taux de PO (net des crédits d'impôt)	44,1	45,2	44,1	43,7	43,8	43,9	43,9	43,9	44,0	44,0	44,0	44,0
<b>Dette au sens de Maastricht</b>	<b>98,1</b>	<b>119,8</b>	<b>122,4</b>	<b>122,9</b>	<b>125,3</b>	<b>128,0</b>	<b>131,8</b>	<b>135,5</b>	<b>139,2</b>	<b>143,0</b>	<b>147,0</b>	<b>151,2</b>
<b>Solde primaire</b>	<b>-1,6</b>	<b>-10,0</b>	<b>-7,3</b>	<b>-4,9</b>	<b>-4,4</b>	<b>-4,1</b>	<b>-4,4</b>	<b>-4,5</b>	<b>-4,5</b>	<b>-4,7</b>	<b>-4,9</b>	<b>-5,1</b>
Solde primaire stabilisant	-1,2	11,4	-5,9	-5,1	-2,4	-1,8	-0,8	-0,8	-0,9	-0,9	-1,0	-1,0
Charge de la dette	1,5	1,3	1,3	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,3	1,3	1,3	1,3
<b>Croissance volume de la dépense primaire</b>	<b>2,3</b>	<b>8,3</b>	<b>0,1</b>	<b>-1,2</b>	<b>0,7</b>	<b>1,0</b>	<b>1,1</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>1,1</b>	<b>1,2</b>	<b>1,3</b>
<i>hors relance et hors urgence</i>	<b>2,3</b>	<b>1,9</b>	<b>3,1</b>	<b>1,0</b>	<b>1,1</b>	<b>1,2</b>	<b>1,6</b>	<b>1,1</b>	<b>1,0</b>	<b>1,1</b>	<b>1,2</b>	<b>1,3</b>
<b>Environnement macroéconomique</b>												
<b>Croissance volume</b>	1,5	-11,0	6,0	4,8	2,4	1,8	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Croissance potentielle	1,25	-0,30	0,60	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Inflation hors tabac	0,9	0,2	0,6	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75
Taux des OAT 10 ans en fin d'année			0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%

*Source : CAFP et DG Trésor.*

### 2.2.4. Trajectoire à politique inchangée dans un scénario favorable de croissance potentielle à 1,5 %, avec une remontée des taux d'intérêts

Nous étudions également un scénario plus favorable, avec une croissance potentielle à 1,5 %, dans un environnement classique avec une remontée des taux d'intérêts<sup>40</sup>. Dans ce scénario, la trajectoire de la dette est mieux maîtrisée (cf. tableau 6), ce qui démontre la forte sensibilité des trajectoires à la croissance potentielle.

<sup>39</sup> Dans ce scénario, la trajectoire tendancielle correspond à un rythme annuel de croissance des dépenses primaires en volume « hors urgence et relance » de 1,2 %. Le rythme tendanciel de hausse des dépenses primaires en volume est donc plus élevé que dans le scénario de références, car un niveau d'inflation plus faible donne moins d'importance à la désindexation pour limiter la hausse des dépenses en volume.

<sup>40</sup> Comme dans le scénario macroéconomique de référence, la croissance des dépenses publiques en volume est de 0,95 % (cf. Sections 2.2.1 et 2.2.2).

Dans ce scénario, le ratio de dette sur PIB augmenterait à 128 % en 2030, poursuivrait sa hausse jusqu'à atteindre un pic à 141 % du PIB en 2042, puis diminuerait. Cette trajectoire permettrait ainsi le désendettement à horizon 20 ans. Cette trajectoire de dette semble ainsi « soutenable », au sens où la dette diminue à long terme, et moins « risquée » que la trajectoire de référence, au sens où la dette reste à des niveaux moins élevés le long de sa trajectoire.

Sur une telle trajectoire, nous resterions toutefois exposés à de nouvelles crises économiques, qui ne sont pas modélisées mais pourraient vraisemblablement survenir avant le pic de la dette en 2042 et pourraient déstabiliser la trajectoire avant la phase de désendettement.

**Tableau 6 : Scénario favorable de croissance potentielle de 1,5 % par an, avec une remontée des taux d'intérêts**

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
<b>Finances publiques</b>												
<b>Solde nominal</b>	-3,0	-11,3	-8,5	-5,9	-5,2	-4,7	-4,8	-4,8	-4,7	-4,6	-4,5	-4,4
Dépense publique (hors crédits d'impôt)	54,0	64,3	61,0	57,4	56,3	55,7	55,6	55,6	55,5	55,5	55,4	55,3
Taux de PO (net des crédits d'impôt)	44,1	45,2	44,1	43,7	43,8	43,9	43,9	44,0	44,0	44,0	44,0	44,0
<b>Dette au sens de Maastricht</b>	<b>98,1</b>	<b>119,8</b>	<b>122,4</b>	<b>121,8</b>	<b>122,5</b>	<b>122,8</b>	<b>124,0</b>	<b>125,1</b>	<b>126,0</b>	<b>126,8</b>	<b>127,6</b>	<b>128,2</b>
<b>Solde primaire</b>	<b>-1,6</b>	<b>-10,0</b>	<b>-7,3</b>	<b>-4,7</b>	<b>-3,9</b>	<b>-3,2</b>	<b>-3,2</b>	<b>-2,9</b>	<b>-2,6</b>	<b>-2,3</b>	<b>-2,1</b>	<b>-1,9</b>
Solde primaire stabilisant	-1,2	11,4	-5,9	-5,9	-3,6	-3,3	-2,1	-1,9	-1,8	-1,6	-1,5	-1,4
Charge de la dette	1,5	1,3	1,3	1,3	1,3	1,4	1,6	1,8	2,1	2,2	2,4	2,5
<b>Croissance volume de la dépense primaire</b>	<b>2,3</b>	<b>8,3</b>	<b>0,1</b>	<b>-1,2</b>	<b>0,6</b>	<b>0,8</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>
<i>hors relance et hors urgence</i>	<b>2,3</b>	<b>1,9</b>	<b>3,1</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>1,0</b>	<b>1,4</b>	<b>0,9</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>
<b>Environnement macroéconomique</b>												
<b>Croissance volume</b>	1,5	-11,0	6,0	5,3	2,9	2,3	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
Croissance potentielle	1,25	-0,30	0,60	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
Inflation hors tabac	0,9	0,2	0,6	1,00	1,40	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75
Taux des OAT 10 ans en fin d'année			0,7%	1,2%	1,7%	2,2%	2,6%	2,9%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%

*Source : CAFP et DG Trésor.*

## 2.2.5. Trajectoires reposant sur un objectif de maîtrise de la croissance des dépenses primaires

Pour définir une stratégie de désendettement réaliste, il est instructif de simuler les trajectoires induites par différents taux de croissance des dépenses publiques et de les comparer à la croissance des dépenses publiques réalisée sur des périodes récentes.

Supposons que l'on se donne pour objectif de faire diminuer le ratio de dette sur PIB à partir d'une certaine date, par exemple en 2025 ou en 2030. L'horizon de désendettement étant posé, il est possible de déterminer le rythme de croissance des dépenses publiques primaires nécessaire pour atteindre cet objectif, en fonction du contexte macroéconomique. Dans ces scénarios, le rythme de croissance sur les dépenses primaires est tenu dès 2022.

Nous considérons trois scénarios sur l'évolution de la croissance potentielle, avec un taux de croissance potentielle plus ou moins favorable, comme dans les analyses qui précèdent (cf. Sections 2.2.2, 2.2.3 et 2.2.4). Dans chacun de ces scénarios, nous calculons le rythme de croissance des dépenses primaires requis pour atteindre la cible de désendettement en supposant que ce rythme est suivi dès 2022. Ces scénarios doivent être considérés comme purement illustratifs.

**Dans les trois environnements macroéconomiques, des efforts considérables sur les dépenses publiques primaires seraient nécessaires pour permettre un désendettement à horizon de 2025 ou 2030** (cf. Tableau 7). Dans le scénario central, la croissance annuelle des dépenses primaires doit être de 0,65 % pour amorcer la décade de la dette à horizon 2030 et de 0,35 % pour 2025. Le scénario de croissance défavorable requiert une croissance des dépenses primaires encore plus faible, de 0,25 % pour un désendettement à horizon 2030. Les efforts sur la maîtrise des dépenses sont moins forts dans le scénario de croissance favorable mais restent élevés, avec un rythme de croissance des dépenses primaires à 0,90 % pour atteindre le pic du ratio de dette sur PIB en 2030<sup>41</sup>.

**Tableau 7 : Croissance des dépenses publiques primaires, à prélèvements obligatoires constants, selon l'horizon du pic de la dette**

<u>Croissance annuelle en volume des dépenses publiques primaires</u>			
<u>Année du pic du ratio de dette/PIB</u>	<i>Scénario de croissance central (g= 1,35 %)</i>	<i>Croissance défavorable (g=1 %)</i>	<i>Croissance favorable (g=1,5 %)</i>
2025	0,35%	-0,40%	0,60%
2030	0,65%	0,25%	0,90%

*Source : CAFP et DG Trésor.*

Dans la plupart des scénarios, la maîtrise des dépenses par rapport au rythme tendanciel de 0,95 % demanderait un effort élevé, d'autant plus ambitieux qu'il doit être maintenu sur plusieurs années. A titre d'exemple, considérons le scénario central avec une croissance des dépenses primaires fixée à 0,65 %. Par rapport au tendanciel à 0,95 %, les efforts représentent des économies supplémentaires de 0,30 % des dépenses primaires chaque année, soit environ 4 milliards d'euros supplémentaires chaque année (en euros de 2019). Par rapport au tendanciel, cela correspond à des économies de 20 milliards d'euros en 2025 et de 36 milliards en 2030.

### ***2.2.6. Trajectoires reposant sur un objectif de maîtrise de la croissance des dépenses primaires par rapport à la croissance tendancielle des recettes***

Une approche complémentaire pour estimer l'effet des efforts en dépenses consiste à **se fixer un objectif sur la croissance des dépenses primaires par rapport à la croissance tendancielle des recettes, c'est-à-dire par rapport à la croissance économique potentielle** (à taux de prélèvements obligatoires inchangés). Pour

<sup>41</sup> Dans des contextes macroéconomiques encore plus favorables, il serait possible d'amorcer la phase de baisse du ratio de dette sur PIB plus rapidement, notamment si la perte pérenne du PIB en niveau causée par la crise était plus faible que dans ces scénarios (voir Section 2.4.1). Dans ce cas, il serait possible de stabiliser la dette à court terme selon la trajectoire de dépenses « au fil de l'eau ».

chacun des trois scénarios macroéconomiques, trois scénarios cibles illustrant chacun un degré d'effort sont réalisés. Dans chacun de ces scénarios, la dépense publique primaire s'inscrit en deçà du taux de croissance à compter de 2022.

Il convient de noter que l'effort requis n'est pas le même pour un même paramètre, par exemple de 0,5 pt en dessous de la croissance potentielle, selon le scénario macroéconomique. Viser ce différentiel signifiera dans le cas du scénario macroéconomique le plus favorable, avec une croissance potentielle à 1,5 %, d'avoir une croissance de la dépense primaire en volume de 1,0 % par an, contre 0,5 % par an dans le cas du scénario de croissance le plus défavorable, avec une croissance potentielle à 1%. L'objectif de ce dernier, pourtant caractérisé par le même différentiel de 0,5 pt, est donc beaucoup plus contraignant (cf. Tableau 8).

Il convient aussi de souligner que le raisonnement en dépense primaire mène à des résultats différents en termes de croissance de la dépense totale (cf. Tableau 8). En effet, la dynamique de la charge de la dette étant différente suivant les scénarios macroéconomiques, une même dynamique sous-jacente de la dépense primaire conduit à une croissance de la dépense totale différente. Il convient de noter qu'un objectif de dépense primaire peut se révéler pertinent pour le pilotage de la dépense publique dans un environnement de taux bas. Un tel objectif trouve ses limites en cas de remontée des taux d'intérêt puisqu'il ne permet pas nécessairement d'assurer que la croissance des dépenses publiques dans leur ensemble (dépenses primaires et charges d'intérêts) est inférieure aux taux de croissance tendanciel des recettes.

**Dans chacun des scénarios macroéconomiques, se fixer pour règle une croissance des dépenses à 0,5 points en deçà de la croissance économique ne permet pas de stabiliser la dette à brève échéance** (cf. Tableau 8). Un objectif consistant à rester 0,9 points en deçà de la croissance des recettes permet à l'inverse de stabiliser plus rapidement, mais les efforts requis sont élevés dans chacun des scénarios.

**Tableau 8 : Trajectoire de la dette selon des objectifs de croissance des dépenses primaires par rapport à la croissance économique (g)**

	Croissance volume moyenne des dépenses à partir de 2022		Pic de la dette	
	Dépense totale	Dépense primaire	Dette/PIB	Année
<b>Scénario central (g = 1,35 %)</b>				
<i>Référence</i>	1,2%	0,95%	183%	après 2100
<i>g -0,5 pt</i>	1,1%	0,85%	165%	après 2100
<i>g -0,9 pt</i>	0,7%	0,45%	122%	2026
<b>Scénario défavorable (g=1,0 %)</b>				
<i>Référence</i>	1,2%	1,2%	∞	∞
<i>g -0,5 pt</i>	0,5%	0,5%	139%	2035
<i>g -0,9 pt</i>	0,1%	0,1%	128%	2028
<b>Scénario favorable (g=1,5 %)</b>				
<i>Référence</i>	1,2%	0,95%	141%	2042
<i>g -0,5 pt</i>	1,3%	1,0%	157%	Après 2100
<i>g -0,9 pt</i>	0,9%	0,6%	122%	2025

*Source : CAFP et DG Trésor.*

### ***2.2.7. Plutôt que de viser un horizon de baisse du ratio de dette sur PIB, il faut démontrer une capacité à maintenir pour longtemps la croissance des dépenses publiques primaires en deçà de la croissance économique***

Les trajectoires qui précèdent, fondées sur des efforts de maîtrise des dépenses (cf. Sections 2.2.5 et 2.2.6), conduisent à plusieurs enseignements.

Tout d'abord, une stratégie de désendettement dite « rapide », qui fixerait de manière symbolique un horizon à brève échéance pour faire baisser le ratio de dette sur PIB, semble difficilement atteignable dans nos trois scénarios macroéconomiques. Les efforts de maîtrise des dépenses requis seraient vraisemblablement trop élevés pour être soutenus dans le temps. Le véritable enjeu est de définir une trajectoire soutenable des finances publiques à long terme, qui consisterait à **se fixer un objectif sur la maîtrise des dépenses qui soit suffisamment réaliste pour être maintenu dans la durée et en même temps suffisamment exigeant pour permettre d'éviter une hausse incontrôlée ou trop risquée de la dette.**

Dans cette perspective, la stratégie de finances publiques devrait se doter d'un objectif de croissance des dépenses publiques primaires, qui sont davantage pilotables. Démontrer la capacité de maintenir pour longtemps la croissance des dépenses primaires en deçà de la croissance économique permettrait de renforcer la crédibilité de la signature de la France auprès des investisseurs, limitant ainsi les risques de refinancement à court et moyen termes.

**Le deuxième enseignement des simulations de trajectoires porte sur les modalités et le périmètre des ajustements budgétaires requis.** Se donner un objectif de maîtrise de la hausse des dépenses primaires dans la durée impose de préparer et lancer des réformes, qui généreront des économies à long terme. Etant donné l'ampleur des efforts à réaliser, ceux-ci doivent concerner toutes les administrations publiques : Etat, collectivités territoriales, et administrations de sécurité sociale.

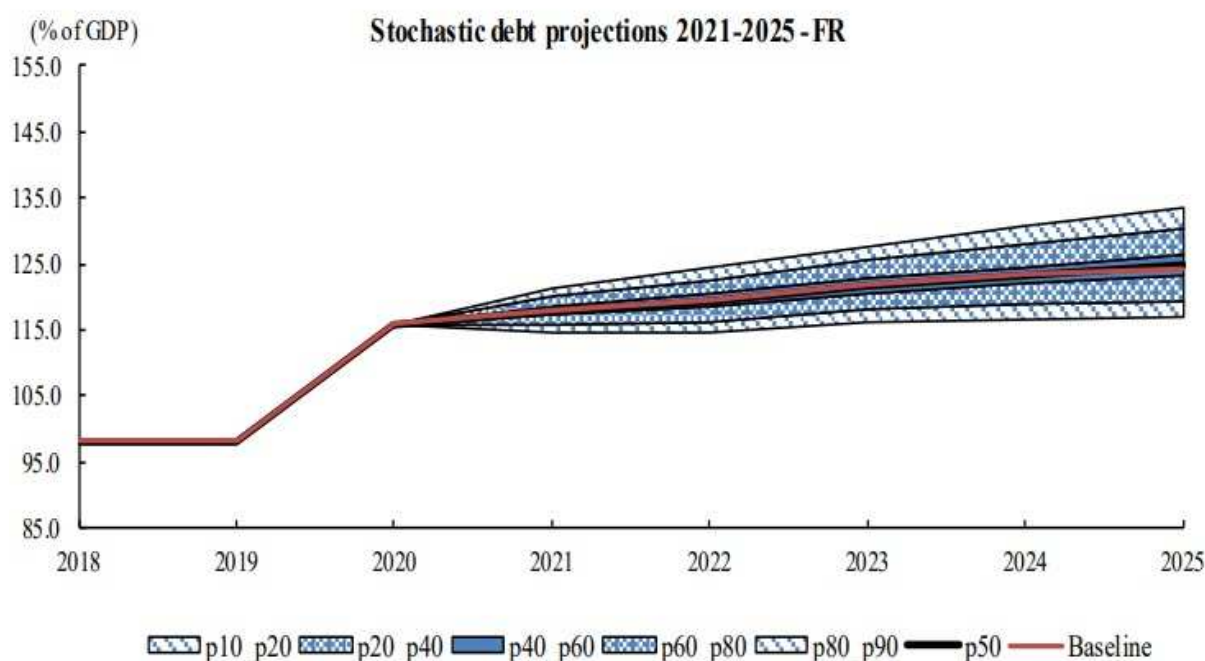
**Enfin, la troisième leçon est que, sauf contexte macroéconomique exceptionnellement favorable, il n'existe pas de trajectoire réaliste qui permettent de respecter les règles budgétaires européennes s'agissant du rythme de retour au niveau d'endettement de 60 % de dette sur PIB en 20 ans.**

## **2.3. Simulations de la Commission Européenne**

### **2.3.1. Analyse stochastique de la soutenabilité de la dette**

Les trajectoires décrites dans la Section 2.2 ne prennent pas en compte d'autres chocs économiques qui pourraient survenir, par exemple une nouvelle crise économique. Une approche dite d'« analyse stochastique » permet de simuler l'évolution de la dette en prenant en compte une multitude de chocs économique. Par exemple, la Commission Européenne a récemment conduit cette analyse pour la France. Les résultats indiquent un niveau d'incertitude élevé sur le niveau de dette sur PIB à horizon 2025 (cf. graphique 15). Le scénario médian indique un niveau de dette sur PIB à 125 % en 2025, mais il y aurait 10% de chance pour que le ratio atteigne 130 % à cette date, et 10 % de chance pour qu'il ne soit que de 115 %.

**Graphique 15 : Analyse stochastique de la trajectoire du ratio de dette sur PIB**



*Source : Commission Européenne*

Dans un contexte où des chocs économiques externes peuvent faire varier le ratio de dette sur PIB d'une dizaine de points en cinq ans, il est essentiel de définir une stratégie claire pour les finances publiques à long terme afin de donner de la visibilité aux investisseurs sur la soutenabilité de la dette. Ralentir la hausse tendancielle du ratio de dette sur PIB permettrait d'être moins exposé lors de chocs défavorables.

De plus, il pourrait exister à l'avenir des chocs inédits, qui ne sont pas pris en compte dans l'analyse de la Commission Européenne et qui viendrait renforcer le niveau d'incertitude. A court terme, la dette privée pourrait se muer en dette publique. Les faillites d'entreprises importent pour les finances publiques notamment du fait des prêts garantis par l'Etat, consentis dans le cadre du plan de relance. A plus long terme, le vieillissement démographique et la dépendance font peser un risque sur les finances publiques. D'autres crises sanitaires pourraient survenir, ainsi que des crises climatiques – les éviter requiert de dégager les marges de manœuvre budgétaires pour les investissements publics nécessaires.

Ces risques multiples peuvent aisément conduire à des phénomènes de panique sur les marchés, notamment s'il y a une forte divergence des trajectoires de finances publiques des Etats membres de la zone euro. Un tel phénomène pourrait induire des « spreads » entre les taux sur les titres émis par différents Etats membres, une panique parmi les investisseurs, et *in fine* un éclatement de la zone euro.

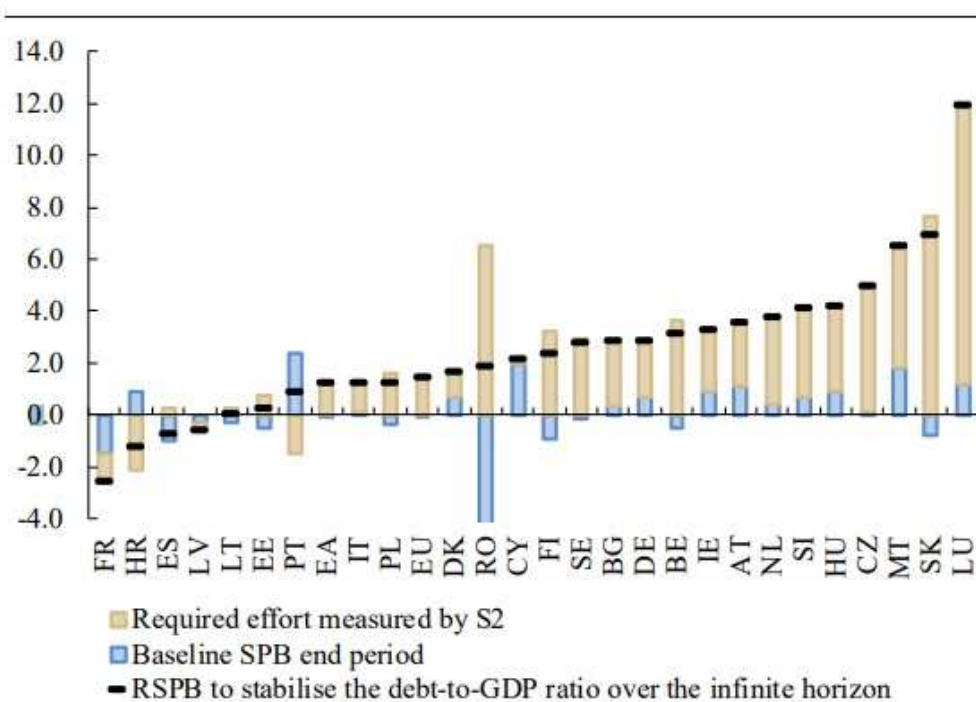


### 2.3.2. Le dynamisme démographique de la France contribue à la soutenabilité des finances publiques à long terme

La Commission Européenne examine la soutenabilité des finances publiques des Etats membres de l'Union Européenne à l'aide d'un indicateur qui mesure la capacité des Etats membres à stabiliser de ratio dette sur PIB d'ici à 2070<sup>42</sup>.

La France est dans une situation favorable du fait de sa démographie dynamique, avec le taux de fécondité le plus élevé de l'Union Européenne. L'indicateur étudié se focalise sur la capacité à stabiliser le ratio de dette sur PIB à long terme. Selon l'analyse de la Commission Européenne, la France peut garder un ratio de dette sur PIB stable même avec un déficit primaire à long terme, du fait de l'hypothèse d'un taux d'intérêts durablement inférieur à la croissance économique, alors que la plupart des autres pays de l'UE doivent dégager des excédents primaires afin de faire face au choc du vieillissement. Selon cet indicateur la France est mieux classée du point de vue de la soutenabilité que l'Allemagne (cf. graphique 16).

**Graphique 16 : Analyse de la soutenabilité de la dette à très long terme : surplus primaire requis pour stabiliser la dette à horizon 2070**



Source : Commission Européenne.

Le niveau de dette sur PIB en France dans le scénario de long terme étudié par la Commission serait stable mais resterait élevé et donc risqué en cas de choc, par exemple une remontée des taux au-dessus de la croissance économique. Sans négliger ces risques, cette analyse est néanmoins porteuse d'un message d'optimisme pour la soutenabilité des finances publiques en France à long terme, en montrant l'importance des facteurs démographiques et des atouts de la France en la matière par rapport à ses voisins<sup>43</sup>.

<sup>42</sup> Voir l'indicateur S2 du *Debt Sustainability Monitor 2020* de la Commission Européenne.

<sup>43</sup> L'indicateur S2 de la Commission Européenne est très favorable pour la France du fait des perspectives démographiques, mais la notation globale de la France pour la soutenabilité à long terme est intermédiaire (voir la Table 1 du *Debt Sustainability Monitor 2020*) du fait des risques de refinancement qui peuvent se matérialiser au cours du temps et qui sont identifiés par la méthode d'analyse stochastique de la Commission.

## 2.4. Illustrations des analyses sur les trajectoires de long terme que pourrait conduire un institut budgétaire indépendant

Dans la dernière partie de cette annexe, nous illustrons certains travaux qui pourraient être menés par un institut budgétaire indépendant comme celui proposé par la commission. Un tel institut pourrait conduire des « *stress tests* » pour montrer l'impact de chocs économiques sur la trajectoire des finances publiques, et éclairer la trajectoire des finances publiques à très long terme. Ces analyses contribueraient à mieux ancrer les choix budgétaires et les risques à court terme dans une perspective de long terme.

### 2.4.1. Ancrer le long terme dans le court terme avec des analyses de « *stress tests* »

Pour compléter les simulations de référence et illustrer les analyses de « *stress tests* », nous analysons la sensibilité des trajectoires de la dette à deux hypothèses : (i) le montant de chute du PIB et de déficit public en 2020, (ii) la perte durable de PIB en niveau occasionnée par la crise.

Nous conduisons cette analyse dans un cadre très simple. Nous utilisons la trajectoire de référence dite « au fil de l'eau » (cf. tableau 9) pour fixer la croissance des dépenses primaires chaque année, les prélèvements obligatoires, l'inflation, les taux d'intérêt et la croissance. Mais nous introduisons une modification sur la chute du PIB en 2020, fixée à 8,2 %<sup>44</sup> plutôt que 11% comme dans la simulation de référence. Ce scénario conserve l'hypothèse d'une perte du PIB en niveau de 2,25 % à cause de la crise, comme dans la simulation de référence<sup>45</sup>.

Dans ce scénario avec une chute du PIB moins élevée en 2020, la dette augmenterait de 116 % en 2021 à 127 % en 2030 (cf. tableau 9). La moindre chute du PIB ne suffit pas à enrayer la hausse de la dette.

Tableau 9 : Trajectoire de la dette avec une chute du PIB de 8,2 % en 2020

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
<b>Finances publiques</b>												
<b>Solde nominal</b>	-3,0	-9,39	-7,29	-5,68	-5,19	-4,85	-5,15	-5,19	-5,07	-5,11	-5,17	-5,12
<b>Dette au sens de Maastricht</b>	98,1	116,0	117,4	117,5	117,9	118,6	120,2	121,8	123,2	124,6	126,0	127,4
<b>Croissance volume de la dépense primaire</b>	2,3	8,3	0,1	-1,2	0,6	0,9	0,9	0,8	0,7	0,8	0,9	0,9
<i>hors relance et hors urgence</i>	2,3	1,9	3,1	0,9	1,0	1,0	1,4	0,9	0,7	0,8	0,9	0,9
<b>Environnement macroéconomique</b>												
<b>Croissance volume</b>	1,5	-8,2	4,76	3,6	2,5	1,9	1,35	1,35	1,35	1,35	1,35	1,35
Croissance potentielle	1,25	-0,30	0,60	1,35	1,35	1,35	1,35	1,35	1,35	1,35	1,35	1,35
Inflation hors tabac	0,9	0,2	0,6	1,00	1,40	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75
Taux des OAT 10 ans en fin d'année			0,7%	1,2%	1,7%	2,2%	2,6%	2,9%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%

Source : CAFI.

<sup>44</sup> Nous retenons ce chiffre sur la base des statistiques disponibles de l'Insee au 26/02/2021.

<sup>45</sup> La perte de PIB en niveau sur cette trajectoire est calculée par rapport à une trajectoire où la croissance potentielle aurait été de 1,25 % en 2020 et 1,30 % en 2021.



Nous considérons ensuite un scénario identique au précédent, avec une modification : la perte du PIB en niveau est réduite à 0,35 % du PIB<sup>46</sup>, plutôt que 2,25% comme précédemment.

**Réduire la chute du PIB en niveau a un effet important sur la trajectoire du ratio de dette sur PIB**, qui est davantage maîtrisée et passe de 116% en 2020 à 115,3 % en 2030 (cf. tableau 10). Dans ce scénario, le ratio de dette sur PIB diminue de 2020 à 2024 du fait de l'effet rebond en sortie de crise, qui est plus fort que précédemment. A partir de 2024, à cause de la hausse des taux d'intérêts le ratio de dette sur PIB comme à augmenter et passe de 112,8 % en 2024 à 115,3 % en 2030.

Ces résultats montrent que la trajectoire des finances publiques est particulièrement sensible aux hypothèses sur la perte du PIB en niveau causée par la crise. Si la perte du PIB en niveau est faible, c'est-à-dire si l'effet de rattrapage en sortie de crise est suffisamment fort, alors le ratio de dette sur PIB est stabilisé à court terme. Ainsi, **la stabilisation voire la baisse du ratio de dette sur PIB à brève échéance est possible si les circonstances macroéconomiques lors de la reprise sont particulièrement favorables.**

**Tableau 10 : Trajectoire de la dette sur PIB avec l'hypothèse d'une perte du PIB potentiel de 0,35% au lieu de 2,25 %**

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
<b>Finances publiques</b>												
Solde nominal	-3,0	-9,39	-6,76	-4,71	-4,12	-3,62	-3,91	-3,93	-3,79	-3,81	-3,84	-3,78
Dette au sens de Maastricht	98,1	116,0	115,9	114,2	113,4	112,8	113,3	113,8	114,2	114,6	115,0	115,3
Croissance volume de la dépense primaire	2,3	8,3	0,1	-1,2	0,6	0,9	0,9	0,8	0,7	0,8	0,9	0,9
<i>hors relance et hors urgence</i>	2,3	1,9	3,1	0,9	1,0	1,0	1,4	0,9	0,7	0,8	0,9	0,9
<b>Environnement macroéconomique</b>												
Croissance volume	1,5	-8,2	5,7	4,45	2,7	2,2	1,35	1,35	1,35	1,35	1,35	1,35
Croissance potentielle	1,25	1,0	1,2	1,35	1,35	1,35	1,35	1,35	1,35	1,35	1,35	1,35
Inflation hors tabac	0,9	0,2	0,6	1,00	1,40	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75
Taux des OAT 10 ans en fin d'année			0,7%	1,2%	1,7%	2,2%	2,6%	2,9%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%

*Source : CAFP.*

#### 2.4.2. Analyses de très long terme sur le solde primaire

Pour illustrer la trajectoire de la dette à très long terme, Wyplosz (2021) propose une approche délibérément stylisée, qui part d'un objectif de long terme pour le ratio de dette sur PIB et calcule le solde primaire requis pour atteindre cet objectif<sup>47</sup>. L'enjeu est de raisonner sur le long terme mais aussi d'évaluer de manière transparente l'importance quantitative de différentes hypothèses.

<sup>46</sup> Nous faisons l'hypothèse que la croissance potentielle se maintient à 1 % en 2020 et à 1,2 % en 2021. La perte de PIB en niveau sur cette trajectoire est calculée par rapport à une trajectoire où la croissance potentielle aurait été de 1,25 % en 2020 et 1,30 % en 2021.

<sup>47</sup> Voir Charles Wyplosz (2021), *What's Wrong with Fiscal Space ?*, Working Paper.

Cette analyse est fondée sur quatre hypothèses : le niveau de dette sur PIB fin 2021, l'objectif de dette à la fin de l'horizon choisi (par exemple 30 ans, soit fin 2051), l'impact budgétaire des politiques de soutien en 2022 et 2023, et l'écart ( $r - g$ ) entre le taux d'intérêt et le taux de croissance du PIB, supposé constant sur la période 2021 à 2051. La méthodologie retenue, très simple, consiste à calculer le solde budgétaire primaire requis entre 2024 et 2051 pour atteindre l'objectif de dette sur PIB fixé pour fin 2051<sup>48</sup>.

En étudiant un cas de référence avec  $(r - g) = 1$ , un niveau proche de la moyenne observée en France entre 1999 et 2019, on obtient que le solde primaire requis à partir de 2024 jusqu'en 2051 est de 3,6 % pour atteindre un objectif de dette sur PIB à 60 % en 2051 (cf. tableau 11). Plus l'objectif fixé en 2051 est ambitieux, plus le surplus primaire requis augmente, allant de 2,3 % pour un objectif de 100 % de dette sur PIB à 4,2 % pour un objectif de 40 %.

**Tableau 11 : Calcul du surplus primaire requis en fonction de l'objectif de long terme**

Paramètres	
r-g	1%
Dette fin 2021	120%
Déficits en 2022 et 2023	5%
Résultats	
Objectif : Dette/PIB en 2051	Surplus primaire requis à partir de 2024
40%	4,2%
60%	3,6%
80%	3,0%
100%	2,3%

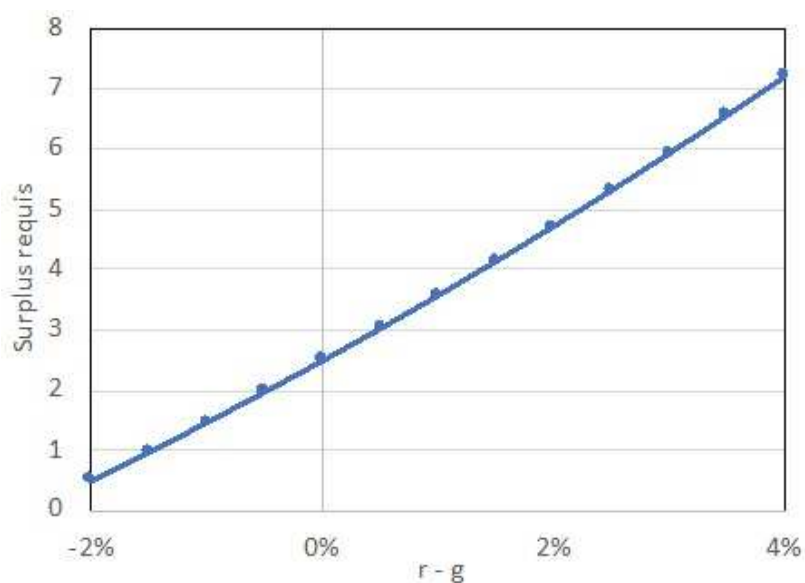
*Source : Audition de Charles Wyplosz.*

Cette analyse permet de saisir les ordres de grandeur sur la trajectoire de la dette à long terme, ce qui permet d'ancrer la stratégie de court terme dans une perspective de long terme. Ces ordres de grandeur sont notamment instructifs par comparaison avec les efforts réalisés dans le passé : depuis les années 1970, le solde primaire a été positif ou équilibré seulement à sept reprises.

Cette approche permet également d'explicitier très simplement le rôle de certaines hypothèses. Par exemple, on peut répéter l'analyse pour atteindre un objectif de 60 % de dette sur PIB en 2051 en faisant varier l'hypothèse sur  $(r - g)$  (cf. graphique 17). Même avec un niveau négatif,  $(r - g) = -2$ , le surplus requis est proche de 1 % du PIB. Le surplus augmente fortement avec  $(r - g)$ , atteignant 7 % du PIB pour  $(r - g) = 4$ . Dans un cas intermédiaire avec  $r = g$ , le surplus primaire requis est d'environ 2,5 % du PIB.

<sup>48</sup> L'approche est purement comptable et ne modélise pas un éventuel impact macroéconomique des dépenses publiques sur la croissance.

**Graphique 17 : Surplus primaire requis à partir de 2024 pour atteindre 60 % de dette sur PIB en 2051 selon l'hypothèse sur  $(r - g)$**



*Source : Audition de Charles Wyplosz.*

### 2.4.3. Analyses de très long terme sur la croissance des dépenses primaires

L'analyse de la section précédente est fondée sur un pilotage par le solde primaire. Une analyse similaire peut être conduite pour un pilotage par la croissance des dépenses publiques primaires. Partant d'un objectif de long terme donné pour le ratio de dette sur PIB à long terme, nous calculons la croissance des dépenses publiques primaires qui permet de l'atteindre.

Comme précédemment, l'analyse est délibérément stylisée. Elle repose sur quatre hypothèses : le niveau de dette fin 2023, que nous fixons au niveau de notre trajectoire de référence à 123 % (cf. tableau 4) ; l'objectif de dette à la fin de l'horizon choisi, que nous fixons à 2054 ; l'écart  $(r - g)$  entre le taux d'intérêt et le taux de croissance du PIB, supposé constant sur la période 2024 à 2055 ; et le niveau de la croissance potentielle,  $g$ , que nous fixons à 1,35 % comme dans notre trajectoire de référence.

Nous examinons tout d'abord un scénario avec  $(r - g) = 1$ . Le taux de croissance annuel des dépenses primaires requis à partir de 2024 jusqu'en 2051 0,46 % pour atteindre un objectif de dette sur PIB à 60 % en 2054 (cf. tableau 12). Plus l'objectif fixé en 2054 est ambitieux, plus la croissance des dépenses primaires doit être faible. Ce taux de croissance varie de 0,62 % pour un objectif de 100 % de dette sur PIB en 2054 à 0,38 % pour un objectif de 40 %.

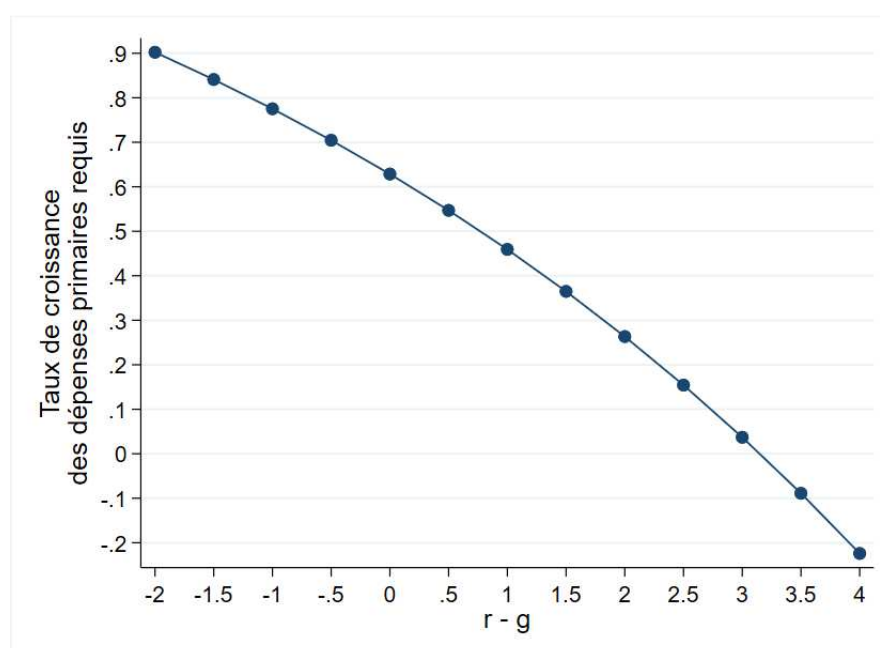
**Tableau 12 : Calcul du taux de croissance des dépenses publiques primaires requis en fonction de l'objectif de long terme**

Paramètres	
r-g	1%
g	1,35%
Dettes fin 2023	123%
Résultats	
Objectif : Dette/PIB en 2054	Taux de croissance des dépenses primaire requis à partir de 2024
40%	0,38%
60%	0,46%
80%	0,54%
100%	0,62%

*Source : CAFP.*

Comme précédemment, le rôle des hypothèses sur l'environnement macroéconomique peut être explicité de manière simple. Tout d'abord, en laissant le niveau de croissance potentielle inchangé à 1,35 %, l'effort requis sur la maîtrise des dépenses primaires est d'autant plus faible que  $(r - g)$  est élevé (cf. graphique 18). Par exemple, avec  $r = g$ , un taux de croissance des dépenses primaires de 0,63 % permet d'atteindre l'objectif souhaité. Avec un niveau négatif,  $(r - g) = -2$ , la croissance des dépenses primaires peut être de 0,90 %. Des niveaux élevés pour  $(r - g)$  demanderaient des efforts inédits sur les dépenses primaires, avec par exemple une croissance des dépenses primaires en volume proche de zéro pour  $(r - g) = 3$ .

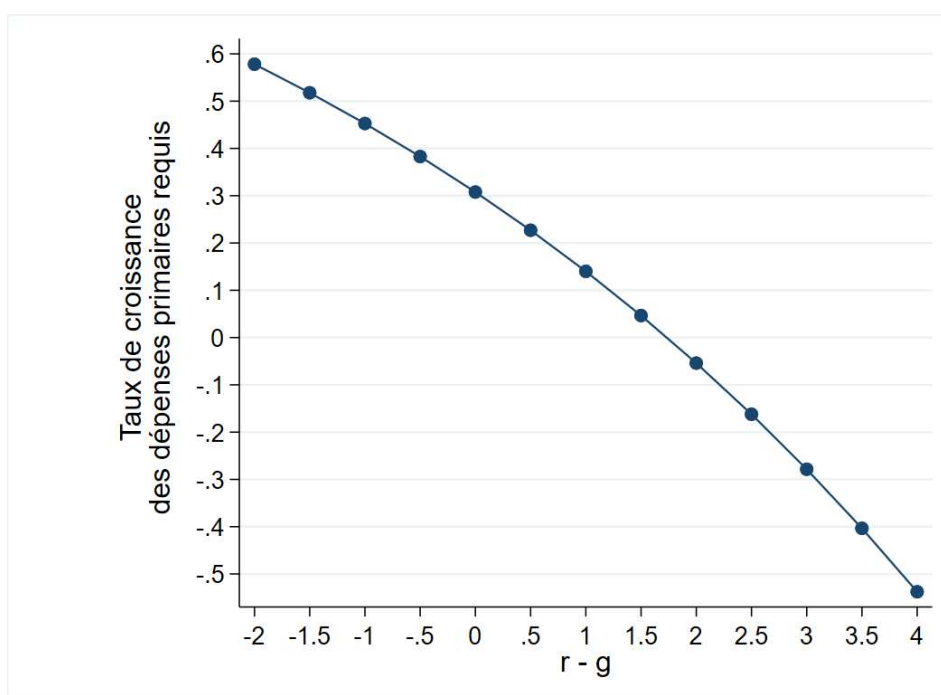
**Graphique 18 : Taux de croissance des dépenses primaires requis à partir de 2024 pour atteindre 60 % de dette sur PIB en 2054 selon l'hypothèse sur  $(r - g)$ , avec  $g = 1,35\%$**



*Source : CAFP.*

Par ailleurs, le niveau de la croissance potentielle,  $g$ , joue un rôle important. Pour permettre le désendettement la croissance des dépenses primaires doit se maintenir en deçà de la croissance tendancielle des recettes, donc de la croissance économique. Un niveau de croissance potentielle plus faible impose des efforts plus importants sur la maîtrise des dépenses. En répétant l'analyse qui précède avec une croissance potentielle de 1 % plutôt que 1,35 % et avec  $(r - g) = -2$ , c'est-à-dire avec un taux d'intérêt très largement inférieure au taux de croissance, on obtient que la croissance des dépenses publiques en volume devrait être inférieure à 0,60 % à partir de 2024 (cf. graphique 19). Avec des niveaux plus élevés pour l'écart  $(r - g)$ , les efforts sont plus importants.

**Graphique 19 : Taux de croissance des dépenses primaires requis à partir de 2024 pour atteindre 60 % de dette sur PIB en 2054 selon l'hypothèse sur  $(r - g)$ , avec  $g = 1\%$**



*Source : CAFI.*

Ces résultats illustrent qu'un scénario de « stagnation séculaire », avec une croissance faible et des taux d'intérêts faibles par rapport à la croissance, ne facilite pas forcément le désendettement car la croissance faible joue un rôle quantitativement plus important que les taux d'intérêts ; les efforts requis sur les dépenses primaires sont donc plus élevés.

#### **2.4.4. L'arbitrage entre le rythme de consolidation budgétaire et des dépenses d'avenir**

L'étude des trajectoires de long terme permet d'expliciter l'arbitrage entre l'horizon de désendettement et le choix de privilégier certaines dépenses ou investissements d'avenir. A titre d'illustration, nous avons étudié un scénario avec des investissements publics supplémentaires représentant 1 % du PIB chaque année à partir de 2025. Par exemple, la Stratégie nationale bas carbone (SNBC) préconise des investissements du même ordre de grandeur pour accompagner la transition énergétique.

Nous calculons ainsi les efforts additionnels nécessaires sur les autres dépenses publiques pour maintenir le même horizon de désendettement avec ces investissements supplémentaires. Les efforts dépendent du scénario macroéconomique, mais l'ordre de grandeur est une réduction de la croissance annuelle des dépenses primaires en volume de 0,20 à 0,40 point selon le scénario. Plutôt que de réduire la croissance des autres dépenses, un horizon de désendettement plus tardif pourrait être accepté.

Expliciter ces arbitrages entre le rythme de consolidation budgétaire et les choix d'investissements ou de dépenses d'avenir constituerait un autre axe d'analyse pour un institut budgétaire indépendant tourné vers le long terme.