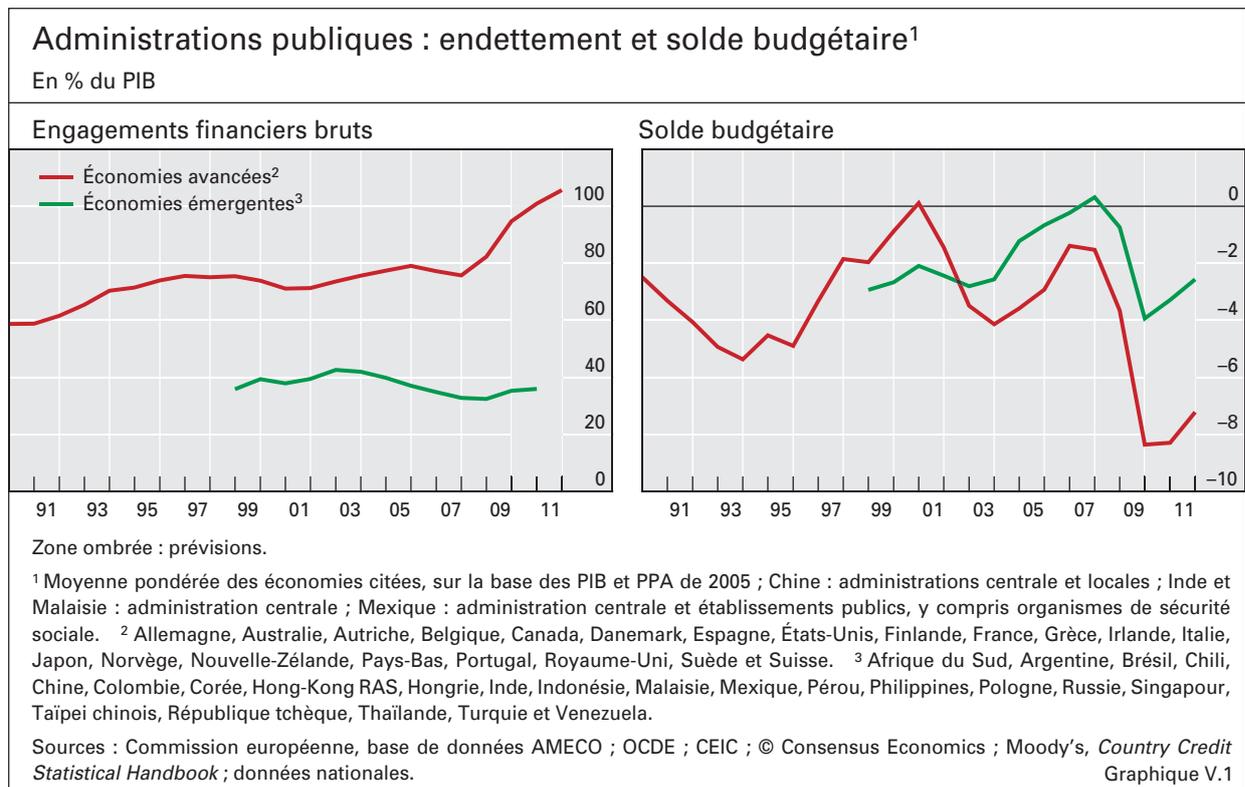


V. Viabilité des soldes budgétaires dans les pays avancés : risques et défis

Le vif recul du revenu national, les importants programmes de sauvetage du secteur financier et les politiques budgétaires expansionnistes consécutifs à la crise financière ont entraîné une détérioration spectaculaire de la situation budgétaire dans les économies avancées (graphique V.1). Leur dette publique agrégée devrait passer de 76 % du PIB en 2007 à plus de 100 % en 2011, son maximum depuis plusieurs décennies. De plus, le coût total de l'assainissement des bilans des institutions financières, toujours vulnérables aux chocs, n'est pas encore connu. Et, au-delà de 2011, bon nombre de pays avancés devront faire face à l'augmentation du coût, déjà élevé, des retraites et dépenses de santé, associé au vieillissement démographique. Si des mesures efficaces ne sont pas prises sans tarder, cette charge pourrait entraîner une spirale d'endettement et de déficit.

Dans l'ensemble, les économies émergentes sont entrées dans la crise financière avec une situation budgétaire relativement solide, et elles en sont ressorties relativement indemnes (graphique V.1). Le ratio agrégé de leur dette publique, à environ 35 % du PIB fin 2009, reste donc faible comparé à celui des économies avancées, et il ne devrait pas s'accroître énormément. Cela étant,



la situation est loin d'être homogène, et plusieurs pays ont des difficultés à ramener leur déficit budgétaire à un niveau tenable. Bon nombre d'économies émergentes sont, en outre, confrontées aux contraintes à plus long terme du vieillissement démographique ; celles-ci vont vraisemblablement s'accroître à mesure que ces économies s'efforceront d'améliorer ou d'étendre les services publics de base à une plus large partie de leur population. Ces aspects sont examinés dans l'encadré (page 69).

L'ampleur et l'augmentation de la dette publique comportent des risques de taille pour l'économie mondiale. Comme l'a montré la récente crise de la dette en Europe, les craintes d'une défaillance d'un État peuvent entraîner une hausse brutale des taux d'intérêt, de nature à exacerber la fragilité financière et à remettre en cause la reprise économique naissante. Les mesures de soutien sans précédent des États européens, du FMI et de la BCE, en mai, ont contribué à stabiliser les marchés financiers, sans pour autant supprimer les préoccupations concernant la viabilité à long terme de la situation budgétaire en Grèce et dans plusieurs autres pays européens. Un risque majeur est de voir ces préoccupations s'intensifier et s'étendre à d'autres pays, à moins que les gouvernements ne prennent des mesures correctives énergiques. De plus, à la longue, l'augmentation incessante de la dette publique pourrait rendre les économies plus vulnérables aux chocs, réduire durablement leur potentiel de croissance à long terme et compromettre les perspectives de stabilité monétaire.

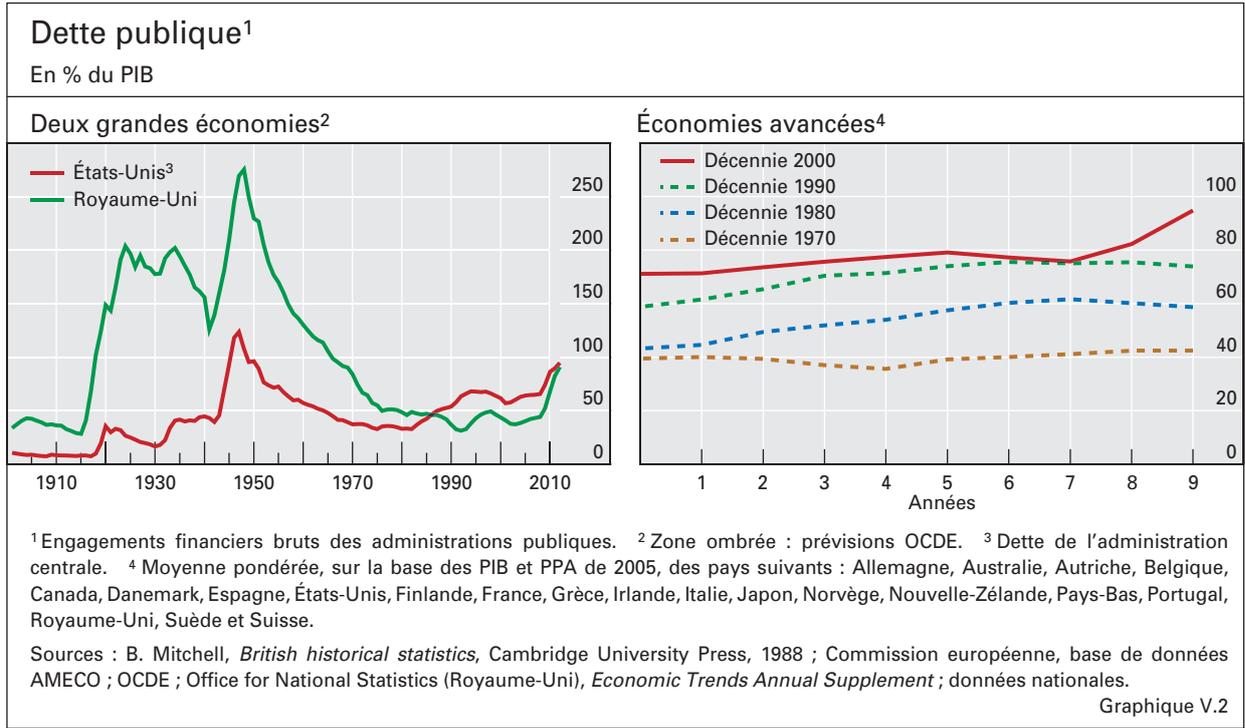
De fait, la vigilance accrue des investisseurs à l'égard des situations budgétaires a déjà persuadé les autorités, dans un certain nombre d'économies avancées, de prendre des mesures d'assainissement budgétaire nouvelles ou plus strictes, ce qui devrait favoriser une réduction des déficits plus rapide qu'envisagé début 2010. Tout effort en ce sens devrait aussi s'accompagner de réformes assurant la viabilité à long terme des finances publiques. Cela passe notamment par des actions destinées à stimuler la productivité et la croissance potentielle future ainsi qu'à contenir l'augmentation des dépenses liées au vieillissement. À condition que les pays industrialisés mettent en œuvre ces mesures avec la détermination nécessaire, leur impact négatif possible à court terme sur la croissance de la production sera largement compensé par les avantages résultant de taux d'intérêt bas et stables, d'un système financier moins fragile et de perspectives de croissance plus dynamique.

Le chapitre traite des déséquilibres budgétaires à court et à long terme auxquels sont confrontés les pays avancés et examine leurs conséquences éventuelles pour l'économie mondiale.

Dette publique : évolution et perspectives à court terme

La dette publique est à son plus haut niveau depuis l'après-guerre...

La dette publique des pays avancés a déjà atteint des niveaux très élevés par le passé. Au lendemain de la Seconde Guerre mondiale, par exemple, elle se situait à environ 120 % du PIB aux États-Unis et 275 % du PIB au Royaume-Uni. Dans ces deux pays, où elle devrait atteindre plus de 90 % du PIB en 2011, le taux de progression observé récemment n'est comparable qu'à celui des deux Guerres mondiales (graphique V.2, cadre de gauche). Le plus grave est que le



gonflement de la dette lié à la crise s'est produit dans un contexte d'érosion persistante de la situation budgétaire de nombreux pays. Ainsi, de 1970 à 2007, le ratio moyen agrégé de la dette publique dans les pays avancés a suivi une progression constante, passant de 40 % à 76 % (graphique V.2, cadre de droite). Le déséquilibre chronique entre recettes et engagements (en particulier, dépenses dues au vieillissement démographique) montre que, à des degrés divers selon les pays, la situation budgétaire était déjà sur une voie intenable avant le début de la récente crise financière.

...après s'être régulièrement accrue avant la crise

D'ici fin 2011, le ratio dette publique/PIB dans les pays avancés devrait, en moyenne, s'être alourdi d'environ 30 points de pourcentage par rapport à 2007, ce qui représente une hausse de 40 %. Pour les pays qui ont été particulièrement frappés par la crise, l'augmentation sera cependant plus importante encore : de plus de moitié aux États-Unis, des quatre cinquièmes en Espagne, de près du double au Royaume-Uni et du triple en Irlande (tableau V.1).

La hausse varie selon les pays

La récente augmentation de la dette publique a peu de chances de cesser dans un proche avenir, et ce pour plusieurs raisons. La première est que les déficits conjoncturels creusés par le ralentissement économique – forte contraction des recettes fiscales ainsi que gonflement de certaines dépenses, en particulier pour soutenir les revenus – ne sont pas près de disparaître car, comme le laissent présager les projections, la reprise économique sera lente.

La dette publique va continuer de croître...

...car les importants déficits budgétaires vont sans doute persister

La deuxième raison est qu'une part importante du déficit budgétaire projeté actuellement pour 2010 et 2011 va sans doute perdurer, malgré le redressement de la production. Pour de nombreux pays, la crise financière a sans doute réduit durablement le niveau de la production potentielle future,

Un potentiel de production plus réduit affaiblit les recettes fiscales

Situation et perspectives budgétaires dans plusieurs économies avancées¹

En % du PIB

	Solde budgétaire			Solde structurel ²			Dettes publiques		
	2007	2010	2011	2007	2010	2011	2007	2010	2011
Allemagne	0,2	-5,4	-4,5	-0,4	-3,7	-3,1	65	81	84
Autriche	-0,5	-4,7	-4,6	-1,1	-3,1	-3,2	62	74	77
Espagne	1,9	-9,4	-7,0	1,6	-6,6	-4,6	42	73	78
États-Unis	-2,8	-10,7	-8,9	-3,1	-9,3	-8,0	62	90	95
France	-2,7	-7,8	-6,9	-3,0	-5,7	-5,2	70	94	99
Grèce	-5,4	-8,1	-7,1	-5,8	-4,6	-2,4	104	129	139
Irlande	0,1	-11,7	-10,8	-1,3	-8,0	-8,3	28	83	92
Italie	-1,5	-5,2	-5,0	-2,2	-2,4	-2,8	112	132	135
Japon	-2,4	-7,6	-8,3	-3,0	-6,6	-7,6	167	199	205
Pays-Bas	0,2	-6,4	-5,4	-0,3	-4,4	-3,7	52	75	79
Portugal	-2,7	-7,4	-5,6	-2,6	-5,8	-4,3	71	95	99
Royaume-Uni	-2,7	-11,5	-10,3	-3,4	-8,6	-7,8	47	82	91
Asie émergente ^{3, 4}	0,1	-3,1	-2,6	...	...	...	33	36	...
Europe centrale ^{3, 5}	-2,2	-6,0	-5,0	...	...	...	45	55	59
Amérique latine ^{3, 6}	-0,5	-2,3	-1,9	...	...	...	39	40	...

¹ Administrations publiques ; Chine : administrations centrale et locales ; Inde et Malaisie : administration centrale ; Mexique : administration centrale et établissements publics, y compris organismes de sécurité sociale ; 2010 et 2011 : prévisions.

² Solde budgétaire corrigé des variations cycliques. ³ Moyenne pondérée des économies citées, sur la base des PIB et PPA de 2005. ⁴ Chine, Corée, Hong-Kong RAS, Inde, Indonésie, Malaisie, Philippines, Singapour, Taïpei chinois et Thaïlande.

⁵ Hongrie, Pologne et République tchèque. ⁶ Argentine, Brésil, Chili, Colombie, Mexique, Pérou et Venezuela.

Sources : Commission européenne, base de données AMECO ; OCDE ; CEIC ; © Consensus Economics ; Moody's, *Country Credit Statistical Handbook* ; données nationales. Tableau V.1

et, par conséquent, l'assiette fiscale de l'État¹. De plus, dans certains pays (notamment Espagne, États-Unis, Irlande et Royaume-Uni), la forte augmentation des recettes fiscales avant la crise était en partie associée à un boum non viable des secteurs de la construction et de la finance. Or, il est peu probable que la production dans ces secteurs retrouve bientôt les niveaux antérieurs à la crise, et cela vaut aussi pour les recettes fiscales qu'ils génèrent. De plus, on peut aussi s'attendre que les allocations chômage restent plus élevées pendant de nombreuses années, compte tenu de l'augmentation du nombre de chômeurs de longue durée.

La troisième raison est que l'on ignore précisément, pour plusieurs pays, à quel moment et dans quelle mesure seront abandonnées les mesures discrétionnaires exceptionnelles mises en œuvre pour relancer la demande agrégée. La crise récente a contraint un certain nombre de pays d'Europe méridionale à annoncer des mesures visant à réduire leur déficit budgétaire structurel plus rapidement qu'ils ne l'avaient envisagé, mais on ne sait pas si les grands pays avancés, eux aussi, mettront fin aux mesures budgétaires de relance avant que la croissance et l'emploi soient revenus à des niveaux plus acceptables. L'expérience montre que, dans les pays avancés, les déficits

L'abandon des mesures discrétionnaires exceptionnelles est entouré d'incertitudes

¹ Du fait de la réduction durable de la production potentielle, les recettes fiscales pour l'ensemble des pays OCDE, en proportion du PIB, devraient être inférieures de plus de 1 point de %, en 2009–2011, par rapport à leur moyenne de 2000–2007 ; OCDE, *Réformes économiques : objectif croissance 2010*, mars 2010.

primaires structurels (hors paiements d'intérêts et après correction des variations conjoncturelles des dépenses et des recettes) tendent à ne se corriger que lentement².

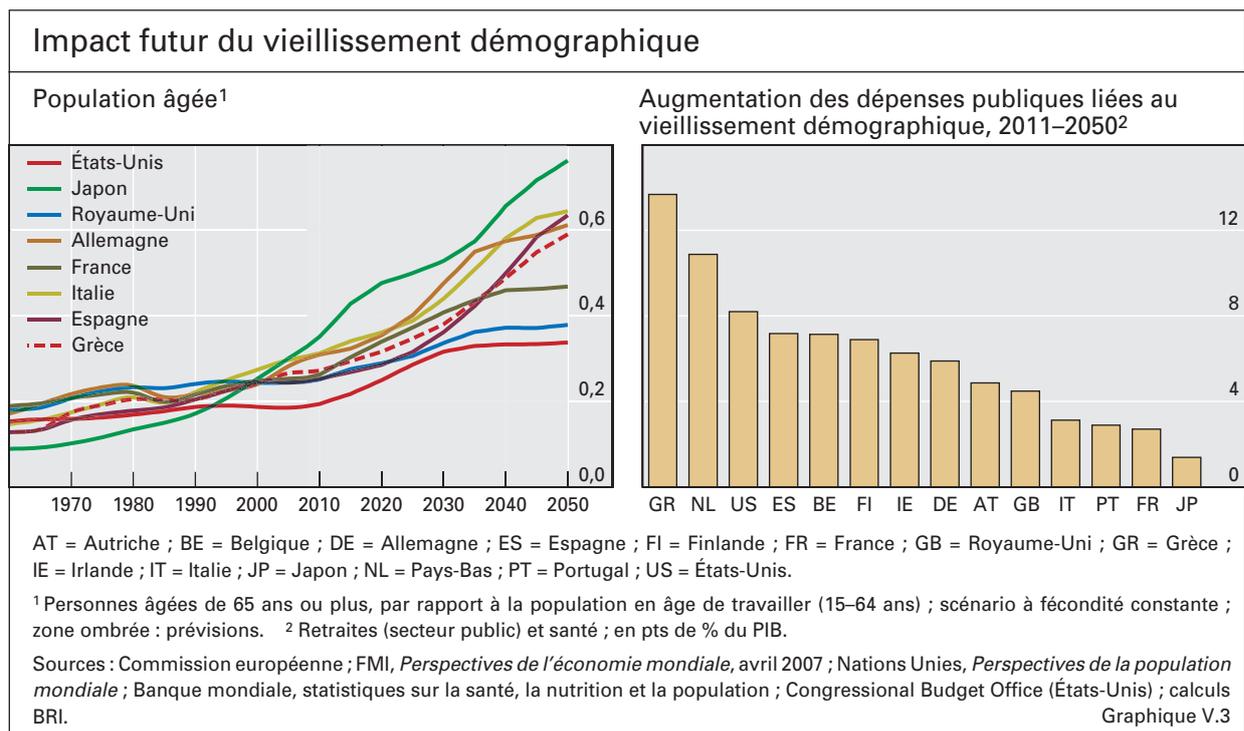
Enfin, le coût ultime de l'assainissement du système financier reste inconnu. Les banques de plusieurs pays demeurent fragiles et exposées à l'instabilité des marchés financiers ainsi qu'à la détérioration du marché de l'immobilier commercial (chapitre II)³.

Le coût ultime de l'assainissement financier reste inconnu

L'ampleur et la persistance de l'augmentation des ratios dette/PIB dépendront non seulement des futures décisions concernant la fiscalité et la dépense primaire (dépense hors paiements d'intérêts de la dette), mais aussi de la croissance du PIB réel et de l'évolution des taux d'intérêt réels. À cet égard, les perspectives de croissance de bien des pays industrialisés sont, au mieux, faibles, et les taux d'intérêt vont probablement augmenter.

Malheureusement, les importants déficits budgétaires ressortant des projections à court terme ne sont pas la seule source de préoccupation. Les autorités des économies avancées où la part de la population âgée augmente fortement par rapport à celle en âge de travailler (graphique V.3, cadre de gauche) sont confrontées à un autre problème budgétaire à plus long terme :

Les déficits actuels sous-estiment les problèmes budgétaires...



² S. Cecchetti, M. S. Mohanty et F. Zampolli, *The future of public debt: prospects and implications*, BRI, Working Papers, n° 300, mars 2010.

³ Le montant des ressources engagées jusqu'à maintenant pour soutenir le secteur financier dans les économies avancées (injections de capitaux ainsi qu'achats d'actifs et prêts par le Trésor) est actuellement estimé par le FMI à 6,2 % du PIB de 2009, dont seulement 3,5 % du PIB a été utilisé jusqu'à présent – montant assez modeste comparé au coût direct moyen des programmes de sauvetage financier lors des crises antérieures. Mais ces chiffres pourraient dissimuler une situation plus grave dans certains des pays les plus durement frappés par la crise financière. Par exemple, les montants engagés par les États-Unis et le Royaume-Uni se chiffrent à 11,9 % et 7,4 % du PIB de 2009, respectivement, dont 6,6 % et 4,9 % ont été utilisés jusqu'à présent. FMI, *Fiscal Monitor: Navigating the fiscal challenges ahead*, mai 2010.

Perspectives budgétaires dans les économies émergentes

Dans les années à venir, les économies émergentes (ÉcÉm) seront fort probablement confrontées à des défis budgétaires. *A priori*, leur situation budgétaire globale paraît gérable. De fait, contrairement à ce que l'on observe dans les économies avancées, le ratio dette publique/PIB agrégé des ÉcÉm ne devrait guère s'écarter de son niveau d'avant la crise, soit environ 35 %. En outre, la croissance rapide de nombreuses ÉcÉm laisse espérer que leur ratio de dette publique n'augmentera pas aussi vite que dans les économies avancées. Enfin, la rentabilité élevée de l'investissement public peut être compatible avec un endettement plus lourd, à condition qu'il ne finance pas une consommation non productive.

La situation globale masque toutefois d'importantes disparités entre pays. Ainsi, le ratio dette publique/PIB de certaines ÉcÉm, comme la Hongrie et l'Inde, avoisinait ou dépassait 80 % fin 2009, ce qui reste élevé. Plus généralement, certains des facteurs qui ont rendu les ÉcÉm moins aptes à faire face à des niveaux de dette publique comparables à ceux des économies avancées pourraient avoir conservé leur importance.

Premièrement, du fait d'une moindre crédibilité de la lutte contre l'inflation dans les ÉcÉm, les pouvoirs publics dépendent dans une plus large mesure des emprunts en devises pour financer leur déficit budgétaire, ce qui les expose à une variation de la valeur externe de leur monnaie et à un retournement soudain des flux de capitaux. Ainsi, la part des devises dans la dette publique était, en 2009, de 63 % en Indonésie, 58 % en Hongrie et 40 % en Pologne. En revanche, l'Inde et le Brésil, qui comptent parmi les ÉcÉm les plus endettées, financent l'essentiel de leur déficit sur le marché national.

Deuxièmement, l'assiette fiscale est généralement plus étroite dans les ÉcÉm et il n'est pas facile de l'élargir, compte tenu de leur moindre degré d'urbanisation et de développement. Aussi, le ratio recettes fiscales/PIB est-il plus faible : il est inférieur à 25 % dans plusieurs ÉcÉm d'Asie, contre une moyenne d'environ 38 % pour les pays de l'OCDE (chiffres de 2008). Troisièmement, les ÉcÉm sont en général plus vulnérables à des chocs affectant les termes de l'échange et les marchés financiers. Il y a de sérieuses raisons de craindre qu'une éventuelle intensification des problèmes budgétaires dans les économies avancées se répercute sur les ÉcÉm, du fait du fléchissement de la demande d'exportations, d'une aversion accrue des investisseurs pour le risque et d'une détérioration des conditions de crédit. Quatrièmement, la politique budgétaire reste très expansionniste dans certaines ÉcÉm, favorisant un boum des prix des actifs qui pourrait se révéler intenable. Ainsi, l'engagement en Chine de vastes programmes de relance budgétaire est allé de pair avec la vive expansion récente du crédit bancaire intérieur, qui fait peser des risques majeurs sur l'économie et le système financier.

Outre les difficultés habituelles, plusieurs ÉcÉm sont également confrontées à une croissance rapide de la population âgée ainsi qu'à une hausse de la demande de couverture sociale. L'extension du filet de protection sociale est souhaitable non seulement en soi, mais aussi pour réduire la forte épargne nationale dans certains pays et, partant, les déséquilibres mondiaux des paiements courants. À condition toutefois de ne pas mettre en péril la viabilité à long terme du solde budgétaire.

contenir et financer les coûts croissants de la santé et des retraites. Certains de ces pays doivent aussi compter avec une croissance plus lente de la production potentielle, ce qui rendra leur financement plus problématique encore. Les systèmes de retraite et de santé diffèrent selon les pays – et certains ont déjà été réformés pour freiner la hausse des dépenses. Par conséquent, même dans le cas d'une progression similaire, d'après les projections, du ratio population âgée/population en âge de travailler, les pays ne vont pas nécessairement devoir faire face à une augmentation comparable des dépenses publiques liées au vieillissement. Par exemple, les projections sur la base des politiques actuelles font apparaître un gonflement de plusieurs points de pourcentage de ces dépenses, en termes de PIB, durant la période 2011–2050, en Allemagne, en Espagne, aux États-Unis, en Grèce et au Royaume-Uni, mais moins en France, en Italie et au Japon (graphique V.3, cadre de droite).

...car les dépenses liées au vieillissement sont appelées à augmenter rapidement

Dettes publiques : projections à long terme

L'ampleur des problèmes budgétaires auxquels sont confrontés les pays avancés est illustrée par les projections à long terme du ratio dette publique/PIB dans plusieurs pays pendant la période 2010–2040 (graphique V.4). Les deux premières années – 2010 et 2011 – correspondent aux données présentées dans le tableau V.1 ; à partir de 2012, les projections font abstraction des variations à court terme de la production et des taux d'intérêt. Il faut donc plutôt les considérer comme des tendances autour desquelles les ratios effectifs de la dette pourront fluctuer. De plus, un certain nombre d'hypothèses simples sont formulées. Premièrement, le taux d'intérêt effectif réel payé sur la dette est égal à sa moyenne sur 10 ans avant la crise (1998–2007). Deuxièmement, le PIB réel croît à son rythme potentiel selon les estimations OCDE pour la période 2012–2025. Enfin, il n'est pas tenu compte d'éventuelles interactions entre production, taux d'intérêt et politique budgétaire.

Selon le premier scénario (« Projection de référence »), les recettes et les dépenses sans rapport avec le vieillissement démographique (en % du PIB) restent constantes, pour la période 2012–2040, aux valeurs prévues par l'OCDE pour 2011, et le taux d'augmentation des dépenses liées au vieillissement est fixé de telle sorte que l'augmentation cumulée jusqu'en 2040 corresponde aux estimations effectuées par les sources utilisées pour le graphique V.3⁴. Selon ce scénario, une partie du déficit conjoncturel devrait persister pendant quelques années. À mesure qu'elle avance dans le temps, la projection de référence devient de plus en plus irréaliste : tôt ou tard, quelque chose devra se produire pour éviter une explosion de la dette. Les gouvernements vont, soit de leur propre initiative, soit contraints par un niveau intenable des primes de risque sur la dette souveraine, prendre des mesures correctrices.

Les deuxième et troisième simulations illustrent deux options possibles de mesures correctrices. Selon le deuxième scénario (« Projection avec ajustement »), le solde budgétaire primaire (recettes moins dépenses hors paiements d'intérêts de la dette, et hors dépenses liées au vieillissement) s'améliore d'un point de pourcentage de PIB par an pendant 10 ans (10 points au total – variation importante au regard du passé), puis reste à ce niveau, en termes de PIB, pendant le reste de la période de projection. Selon le troisième scénario (« Projection avec double ajustement »), l'amélioration de 10 points du PIB est associée à l'hypothèse que, pendant toute la période de projection, les dépenses liées au vieillissement resteront constantes, en termes de PIB, au niveau de 2011 prévu par l'OCDE.

Le deuxième scénario, comprenant une amélioration progressive du budget primaire, suffit, après une dizaine d'années, à orienter régulièrement à la baisse le ratio dette publique/PIB en Espagne, en France et en Irlande,

Projections de la dette publique jusqu'en 2040

Trois scénarios à titre d'exemple

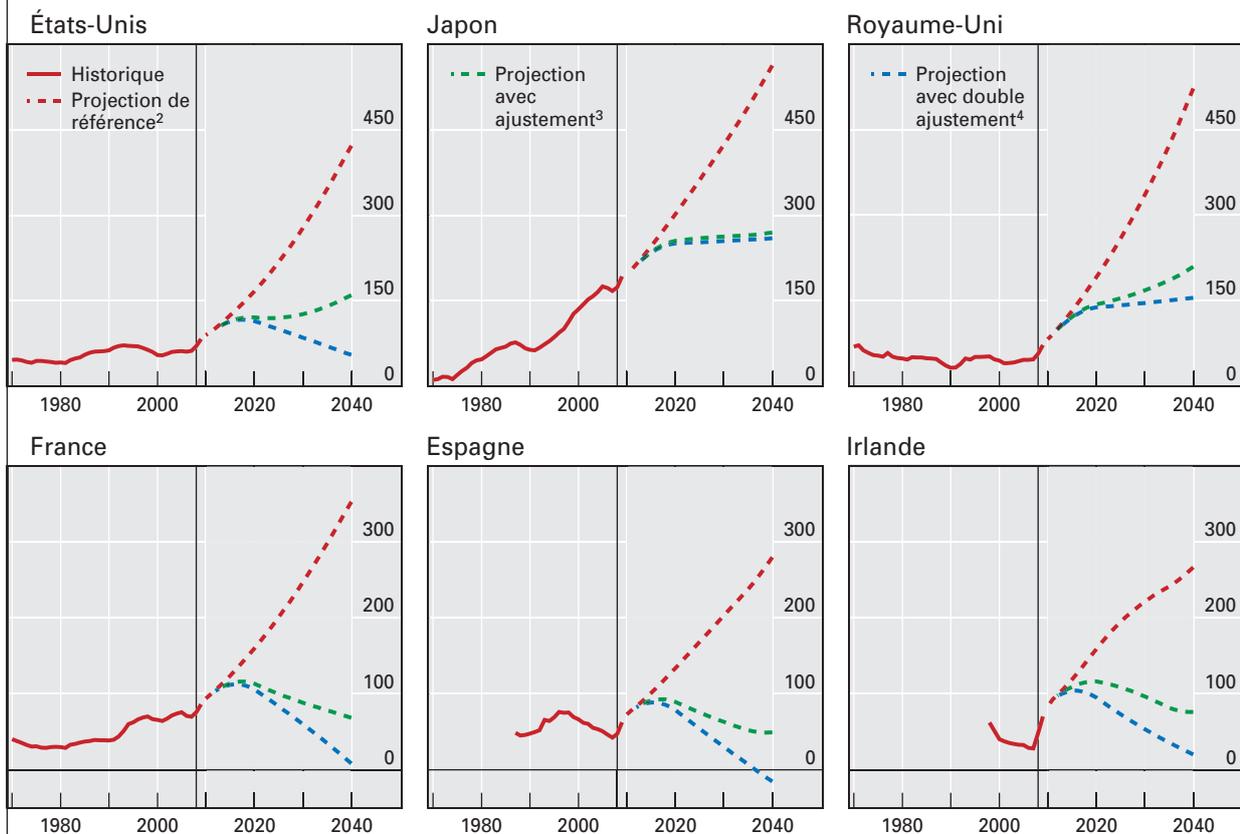
La dette publique va suivre une trajectoire intenable...

...à défaut d'une réduction importante du déficit...

⁴ La Commission européenne publie des projections pour les dépenses liées au vieillissement de la population de 2008 à 2060 ; « Rapport 2009 sur le vieillissement démographique : projections économiques et budgétaires pour les États membres de l'UE-27 (2008–2060) », version provisoire, *Économie européenne*, n° 2, 2009 ; « Prévisions économiques de la Communauté européenne, automne 2009 », *Économie européenne*, n° 10, 2009. Sur la base de ces projections, la BRI a interpolé une série annuelle, de 2012 à 2040, pour les dépenses liées au vieillissement.

Dette publique brute : projections¹

En % du PIB



¹ Endettement des administrations publiques ; zone ombrée : projections OCDE (2010–2011) et BRI (2012–2040) ; ligne verticale : 2008 (première année pleine de la crise). ² Sur la base des hypothèses suivantes pour la période couvrant la projection BRI : croissance du PIB potentiel réel constante (au taux estimé par l'OCDE pour 2012–2025) ; taux d'intérêt effectif réel constant (moyenne des 10 années précédant la crise) ; recettes et dépenses non liées au vieillissement démographique (en % du PIB) constantes (au niveau de 2011) ; dépenses liées au vieillissement démographique (en % du PIB) évoluant sur la base des estimations effectuées par les sources du graphique V.3 et selon la procédure décrite à la note 4 du texte du présent chapitre. ³ Projection de référence corrigée par l'hypothèse suivante : à partir de son niveau de 2011, le solde primaire hors dépenses liées au vieillissement démographique s'améliore de 1 % du PIB par an pendant 10 ans et reste ensuite à ce niveau. ⁴ Scénario de la projection avec ajustement corrigé par l'hypothèse suivante : les dépenses liées au vieillissement démographique (en % du PIB) restent constantes (au niveau de 2011).

Sources : OCDE ; calculs BRI.

Graphique V.4

mais pas aux États-Unis, au Japon ni au Royaume-Uni. Pour les États-Unis, l'amélioration du solde primaire ne stabilise le ratio dette/PIB que jusqu'en 2025, la hausse reprenant alors sous la pression des dépenses liées au vieillissement. Au Japon et au Royaume-Uni, le ratio ne se stabilise pas, même si sa progression est ralentie. Le deuxième scénario laisse par conséquent penser que, en réalité, l'ajustement du solde primaire pourrait devoir être plus important que l'hypothèse retenue pour la projection, ou obtenu plus tôt, dans certains des pays les plus exposés à la spirale de l'endettement.

...et d'une compression des dépenses liées au vieillissement

S'il vient s'ajouter à l'amélioration du solde primaire, le gel, en termes de PIB, des dépenses liées au vieillissement entraîne une contraction plus marquée du ratio dette/PIB, ou un ralentissement de sa hausse. L'idée d'empêcher les dépenses liées au vieillissement de croître plus vite que le PIB, sur toute la période de projection, est quelque peu irréaliste. Les tendances donnent

néanmoins à penser que des efforts précoces pour réduire ces futures dépenses ou pour trouver de nouveaux financements, par la fiscalité par exemple (*infra*), pourraient, à moyen terme, améliorer notablement la viabilité de la situation budgétaire dans plusieurs pays. En outre, le ratio dette publique/PIB tombe à de si bas niveaux, dans certains cas, à la fin de la période de projection, que, dans ces pays, le degré d'ajustement budgétaire pourrait être moindre que l'hypothèse retenue dans ce scénario.

Dette publique : conséquences d'un endettement élevé

L'histoire ainsi que de solides arguments économiques militent contre une élévation importante et rapide de la dette publique. Une dépense immodérée menace la solvabilité de l'État, de même qu'elle limite la croissance potentielle et entraîne une détérioration du niveau de vie. En outre, elle rend la tâche plus difficile aux autorités monétaires pour maîtriser l'inflation.

Conséquences financières : risque de défaut des emprunteurs souverains

En dehors de l'Allemagne et du Japon au lendemain de la Seconde Guerre mondiale, aucun pays avancé n'a été en défaut de paiement depuis 1945. Si l'on remonte plus loin dans l'histoire, cependant, on s'aperçoit qu'une forte hausse de la dette publique – souvent sous l'effet d'une crise bancaire – tend à être suivie d'un épisode de forte inflation et d'une augmentation du nombre de défauts d'emprunteurs souverains, même parmi les économies avancées d'alors. Généralement, les pays concernés ont choisi de s'exposer aux conséquences d'un défaut de paiement ou d'un rééchelonnement quand ils considéraient que les incidences, financières ou non, de l'inflation seraient encore pires⁵.

Le spectre du défaut des États plane à nouveau, depuis peu, sur les pays de l'Europe méridionale. La Grèce, face à une spirale haussière des primes obligataires, a dû solliciter une aide financière extérieure pour continuer à refinancer sa dette. Une combinaison de facteurs – perspectives de croissance très faible, taux de chômage élevé, érosion constante de la compétitivité internationale et absence de transparence budgétaire – a entraîné une érosion de la confiance des investisseurs dans la solvabilité du pays. Cette érosion s'est accentuée quand il est apparu que d'autres pays européens avaient des difficultés à s'entendre sur l'ampleur et les conditions d'un soutien financier. Les primes de risque sur la dette souveraine grecque ont monté en flèche, exposant les établissements financiers étrangers, dans plusieurs pays, à des pertes en capital potentiellement importantes et le secteur privé à un resserrement des conditions de crédit.

Tandis que le plan de sauvetage de la Grèce se concluait, la crise s'est aggravée quand les primes des obligations souveraines d'autres pays, en particulier du Portugal et de l'Espagne, ont commencé à se tendre vivement. Bien que leur situation budgétaire soit meilleure que celle de la Grèce, ces

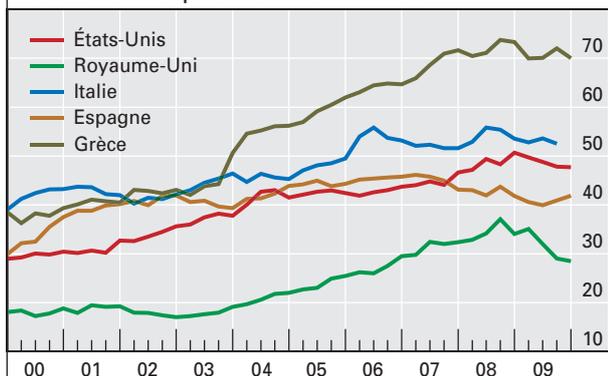
Parmi les pays avancés, les cas de défaut ne sont pas une nouveauté...

...et sont désormais plus susceptibles de se produire

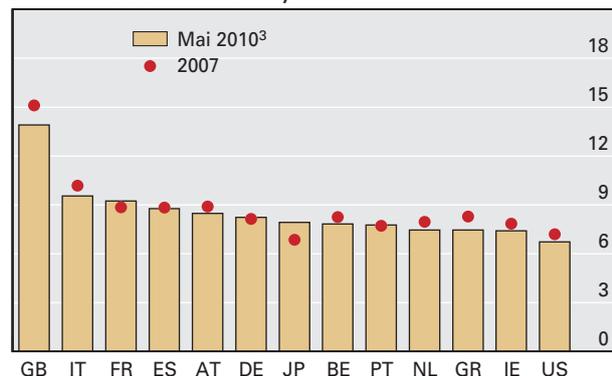
⁵ C. Reinhart et K. Rogoff, *From financial crash to debt crisis*, NBER Working Papers, n° 15795, mars 2010 ; C. Reinhart et K. Rogoff, *The forgotten history of domestic debt*, NBER Working Papers, n° 13946, avril 2008.

Dettes publiques : structure

Part détenue par les non-résidents¹



Échéance résiduelle moyenne²



AT = Autriche ; BE = Belgique ; DE = Allemagne ; ES = Espagne ; FR = France ; GB = Royaume-Uni ; GR = Grèce ; IE = Irlande ; IT = Italie ; JP = Japon ; NL = Pays-Bas ; PT = Portugal ; US = États-Unis.

¹ En % du total ; la définition de la dette peut varier d'un pays à l'autre. ² En années ; dette publique interne incluse dans l'indice JPMorgan Government Bond. ³ Jusqu'au 26 mai.

Sources : JPMorgan Chase ; données nationales.

Graphique V.5

deux pays pâtissent aussi de très mauvaises perspectives de croissance et d'importants déficits commerciaux, sans possibilité d'ajustement par voie de dépréciation ou d'expansion monétaire. Des mesures de soutien inédites annoncées en mai par des gouvernements européens, le FMI et la BCE, ont permis d'apaiser les craintes sur les marchés, du moins temporairement, et ont procuré aux gouvernements un délai pour introduire les mesures indispensables pour assainir les finances publiques et stimuler la croissance économique future.

Les pays sont plus vulnérables quand ils dépendent des capitaux étrangers...

La récente crise en Europe a aussi montré que le risque d'une spirale de la dette est plus grand dans les pays où le taux d'épargne est faible par rapport à l'investissement et qui doivent donc compter en partie sur les entrées de capitaux étrangers pour financer leur déficit budgétaire. Actuellement, les non-résidents détiennent une part importante de la dette publique émise par de nombreux pays avancés, en particulier la Grèce, l'Italie et les États-Unis (graphique V.5, cadre de gauche).

...et que les financements sont à court terme

De plus, la vulnérabilité à un désengagement massif des investisseurs est manifestement plus forte quand le pays doit refinancer une part importante de sa dette chaque année. Lorsque la demande faiblit pour les obligations à long terme, l'émetteur peut être contraint de se reporter de plus en plus sur le court terme, ce qui se traduit par un raccourcissement régulier de l'échéance moyenne de l'encours. En Italie, par exemple, celle-ci était tombée de sept ans en 1973 à seulement un an environ en 1982. Pour l'heure, l'échéance moyenne de la dette publique dans la plupart des pays avancés est relativement longue (graphique V.5, cadre de droite), mais elle pourrait recommencer à se réduire si les investisseurs perçoivent un risque dans les titres à long terme.

Conséquences macroéconomiques

Même si une spirale de la dette peut être évitée, trois facteurs fondamentaux liés à une augmentation de la dette publique peuvent entraîner à terme un

recul de la croissance économique potentielle et une détérioration du niveau de vie : hausse des paiements d'intérêt, exacerbation de la concurrence dans le placement des titres et affaiblissement de la politique budgétaire.

Un ralentissement de la croissance est aussi possible...

Premièrement, la part plus importante de ressources budgétaires nécessaires au service d'une dette publique plus lourde risque d'évincer les dépenses productives (destinées aux infrastructures, à l'éducation et à la santé, par exemple) et peut aussi amener un alourdissement de la fiscalité, source de distorsion. Deuxièmement, la dette publique étant plus élevée, elle fera concurrence à d'autres instruments, dont les titres émis par d'autres états, dans les portefeuilles privés. Cette concurrence, conjointement avec une augmentation des primes de risque de défaillance et d'inflation, peut provoquer une hausse des taux d'intérêt réels, qui aura pour conséquence une contraction équivalente du stock de capital privé. Les flux internationaux de capitaux pourraient limiter ces effets, mais les intérêts versés aux non-résidents constitueraient une ponction sur le revenu intérieur. Troisièmement, un niveau plus élevé d'endettement risque de limiter la portée et l'efficacité de la politique budgétaire, voire fausser le jeu des stabilisateurs automatiques ; l'intensification de la volatilité macroéconomique qui en découlerait freinerait probablement l'accumulation de capital.

Bien qu'il y ait peu d'indicateurs permettant de mesurer l'impact sur la croissance d'une dette publique élevée, ceux dont on dispose donnent à penser que cet impact pourrait ne pas être négligeable. Pour les pays dotés d'un ratio dette/PIB supérieur à 90 %, le taux de croissance médian du PIB réel est inférieur de 1 point (et le taux moyen, de 4 points) à celui des pays qui ont un ratio plus bas. Des éléments récents laissent supposer que l'augmentation prévue du ratio dette/PIB dans les économies avancées en 2007–2015 pourrait réduire durablement la croissance potentielle future de la production de plus de ½ point par an⁶.

...mais peu d'indicateurs sont disponibles

Conséquences monétaires : défis pour les banques centrales

La détérioration persistante des soldes budgétaires pourrait aussi compliquer la tâche des banques centrales, attachées à maintenir l'inflation stable à un bas niveau, pour deux raisons au moins. Premièrement, le gonflement de la dette publique incite davantage à tolérer une accélération inattendue de l'inflation, qui réduit la valeur réelle de la dette, en particulier quand une bonne part de l'encours en monnaie nationale est à long terme ou est détenue par des investisseurs étrangers. Cette tentation sera d'autant plus grande que le budget de l'État repose essentiellement sur des flux nominaux, de sorte qu'une accélération inattendue de l'inflation augmenterait la valeur réelle des recettes fiscales et réduirait celle des dépenses publiques. Ainsi, la banque centrale pourrait être exposée à des pressions politiques croissantes pour qu'elle consente à une accélération de l'inflation. Tout avantage d'une inflation inattendue serait néanmoins temporaire, tandis que son coût serait sans aucun

Un renouveau de l'inflation pourrait provenir...

...d'une tentative de réduire le poids réel de la dette...

⁶ C. Reinhart et K. Rogoff, *Growth in a time of debt*, NBER Working Papers, n° 15639, janvier 2010 ; FMI, *Fiscal Monitor: Navigating the fiscal challenges ahead*, mai 2010.

doute supérieur et pèserait plus longtemps. Le prix à payer serait notamment une hausse des taux d'intérêt réels futurs, une mauvaise allocation des ressources due à une accélération de l'inflation et une perte de production, qui sera sans doute nécessaire pour ramener l'inflation à son niveau initial.

...ou d'une désaffection envers les emprunts d'État

Une deuxième raison pour laquelle une dette élevée et en hausse pourrait entraîner une accélération de l'inflation est que les investisseurs, constatant l'échec persistant des pouvoirs publics à combler le déficit budgétaire, pourraient finir par se montrer réticents à détenir des titres d'État. Si la dette ne pouvait plus être renouvelée, la banque centrale serait contrainte, pour éviter le défaut de paiement pur et simple du pays, d'acheter des obligations d'État, et donc de laisser croître la masse monétaire. Contrairement au premier cas de figure, ce phénomène a d'autant plus de chances de se produire que l'échéance moyenne de la dette est courte. En outre, quand une grande part de la dette a une échéance courte, les efforts visant à ralentir l'inflation en augmentant les taux d'intérêt peuvent rester vains : l'augmentation des taux se traduit rapidement par une hausse des paiements d'intérêts et, par conséquent, par de l'endettement, rendant vraisemblablement la monétisation plus imminente.

Les scénarios de forte inflation reposent sur une probabilité faible...

Même si ces scénarios de forte inflation restent peu plausibles dans un proche avenir, toute augmentation de leur probabilité pourrait induire rapidement des effets négatifs. L'un d'eux serait que les agents révisent à la hausse leurs anticipations d'inflation et exigent une plus grande rémunération du risque, majorant les taux d'intérêt à moyen et long terme⁷. Un autre effet potentiel serait que les investisseurs se reportent sur des actifs étrangers, provoquant une dépréciation brutale du change et, partant, une accélération de l'inflation. Chacun de ces effets pourrait, à lui seul, réduire la marge de manœuvre dont dispose la banque centrale pour stabiliser l'inflation à court et long terme.

...mais ils pourraient faire monter les taux d'intérêt et déstabiliser les changes

Les anticipations d'inflation restent bien ancrées

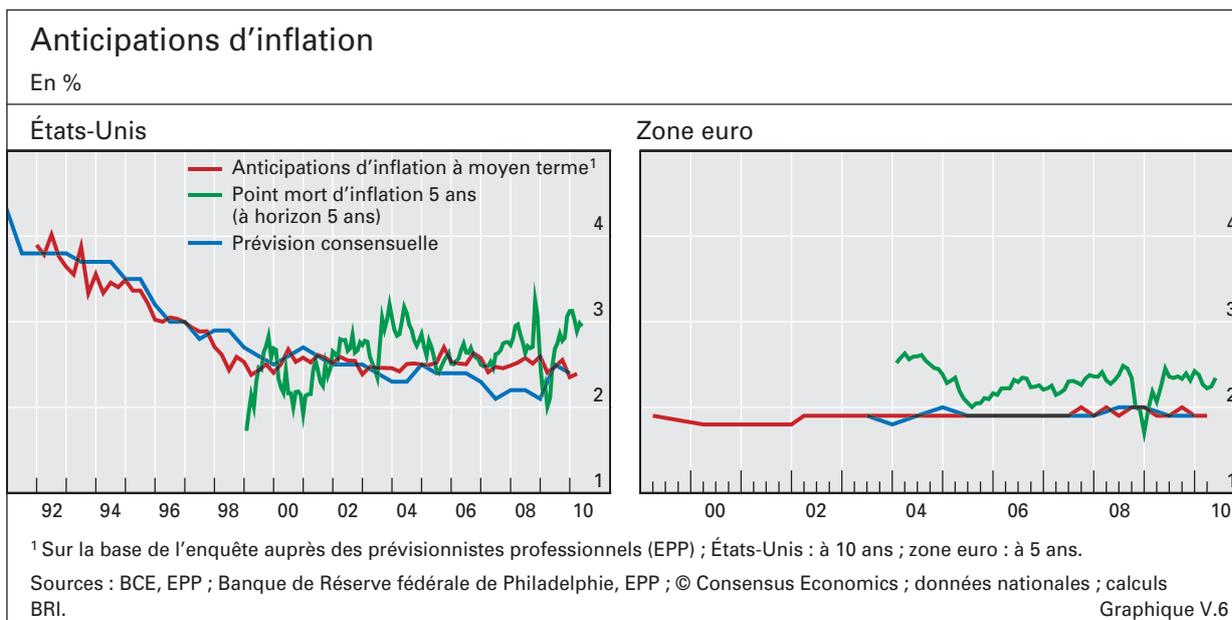
Peut-on craindre qu'une détérioration de la situation budgétaire entraîne une accélération de l'inflation ? Jusqu'à présent, rien ne permet d'avancer que les anticipations d'inflation ne sont pas bien ancrées (graphique V.6). Cependant, l'incapacité des gouvernements à progresser sur la voie d'un rétablissement de la viabilité des finances publiques augmente le risque d'un important changement inattendu des anticipations d'inflation.

Déséquilibres budgétaires : l'inévitable assainissement

Des assainissements budgétaires de grande ampleur ont eu lieu par le passé...

Étant donné que la dette publique suit une trajectoire intenable dans bon nombre de pays avancés, une période prolongée de resserrement budgétaire visant à un important excédent du solde primaire est inévitable. À cet égard, l'expérience des pays avancés, ces trente dernières années, porte à l'optimisme (tableau V.2). Dans plusieurs cas, l'assainissement a donné lieu à

⁷ Par exemple, même si la banque centrale, s'opposant aux pressions politiques, résiste à une accélération de l'inflation, la montée d'un sentiment général plus favorable à l'inflation pourrait être interprétée par les marchés financiers comme une accentuation du risque que la banque centrale perde son indépendance face aux pressions résultant de la situation intenable des finances publiques, ce qui pourrait entraîner une hausse des anticipations d'inflation.



un retournement du solde primaire structurel (SPS) de près de 10 % du PIB, ce qui a permis une stabilisation ou une réduction du ratio dette/PIB. Dans certains cas, la réduction du ratio s'est poursuivie pendant plusieurs années après la fin de la période d'ajustement.

Par exemple, après une vive expansion de la dette publique au début des années 1980, le Danemark a réussi à relever son SPS, qui est passé d'un déficit de 6,4 % du PIB en 1982 à un excédent de 7,0 % en 1986 (soit une variation de plus de 13 points en quatre ans). La Suède, encore en pleine récession après une crise bancaire au début des années 1990, a lancé un plan d'assainissement qui a effacé un déficit de 7,1 % du PIB en 1993 et obtenu un excédent de 4,7 % en 2000 (une variation de quelque 12 points). Après une première tentative suivie par un changement de gouvernement, l'Irlande est parvenue à convertir un déficit de 7 % du PIB en 1980 en un excédent proche de 5 % en 1989 (une amélioration de près de 12 points). Et, suite à un réexamen complet de ses dépenses, le Canada a progressivement corrigé son SPS, transformant un déficit de 5,4 % en 1985 en un excédent de 5,7 % en 1999 ; l'excédent s'est maintenu jusqu'en 2008, de sorte que le pays a ramené son ratio dette/PIB d'un pic de 102 % en 1996 à 65 % en 2007.

Des ajustements budgétaires de cette ampleur peuvent-ils servir de guides face aux nécessités actuelles ? D'un côté, on constate qu'ils ont réussi malgré une situation de l'emploi assez difficile (tableau V.2) – en particulier, le Canada, l'Irlande et l'Italie ont connu un taux de chômage en augmentation au début ou au cours de la période d'assainissement. D'un autre côté, ces mêmes pays bénéficiaient alors d'un taux de croissance comparable à ceux observés dans plusieurs pays avancés pendant les années qui ont précédé la crise récente. Dans certains cas, les conditions favorables de la demande extérieure ont même pu faciliter l'ajustement.

Un autre élément caractéristique est que ces efforts considérables d'assainissement ont été entrepris dans des contextes très divers concernant les

...dans des contextes macroéconomiques divers

Ajustements budgétaires de grande ampleur : précédents																
Pays (période d'ajustement ¹)	Solde primaire structurel ²			Dettes des administrations publiques ³			Croiss. du PIB réel	Taux d'inflation	Taux d'intérêt ⁴	Variation du CCE réel ⁵	Taux de chômage					
	Ampleur	Début ⁶	Fin	Début ⁶	Pic	Fin						Moyenne sur la période				
	En pts de % et % du PIB											En %				
Danemark (1983–86)	13,4	-6,4	7,0	65	77	72	3,9	5,4	11,8	1,7	6,8					
Suède (1994–2000)	11,8	-7,1	4,7	78	84	64	3,7	1,0	6,1	-0,9	10,1					
Irlande (1980–89)	11,8	-7,0	4,8	68	114	100	3,1	9,3	10,5	1,0	14,5					
Canada (1986–99)	11,1	-5,4	5,7	67	102	91	2,8	2,8	11,1	-1,4	9,2					
Belgique (1984–98)	10,3	-3,6	6,7	107	141	123	2,3	2,6	8,3	0,3	8,9					
Italie (1986–97)	10,2	-3,4	6,7	89	130	130	2,1	5,0	10,6	-0,1	10,2					
Suède (1981–87)	8,6	-5,7	2,9	47	71	62	2,2	7,6	9,0	-1,7	3,7					
Royaume-Uni (1994–2000)	7,7	-4,4	3,3	49	53	45	3,5	1,8	7,0	2,7	7,3					
Japon (1979–90)	7,0	-4,9	2,1	41	77	64	4,6	2,7	6,6	0,5	2,4					
Allemagne (RFA) (1980–89)	5,2	-3,7	1,5	29	41	40	1,9	2,9	7,8	-1,5	5,2					
États-Unis (1993–2000)	4,9	-1,7	3,2	70	72	54	3,9	2,6	6,7	2,4	5,2					
Pays-Bas (1991–2000)	4,6	-2,2	2,5	88	96	64	3,2	2,4	6,4	-0,6	4,8					
Espagne (1995–2006)	3,7	-0,6	3,1	64	76	46	3,6	3,1	5,4	0,9	12,6					

¹ Début/fin de la période : creux/pic observé du solde primaire structurel ; la date est choisie de manière discrétionnaire lorsque les données ne fournissent pas d'indication claire. ² Solde budgétaire primaire des administrations publiques, corrigé des variations cycliques. ³ Données OCDE ; Irlande : données tirées de la base AMECO de la Commission européenne. ⁴ Taux d'intérêt effectif nominal sur la dette publique (intérêts bruts payés par le gouvernement à la période *t*, en % des engagements financiers bruts du gouvernement à la période *t-1*). ⁵ Cours de change effectif en termes de prix à la consommation relatifs ; une augmentation indique une appréciation. ⁶ Valeur durant la période qui précède la période d'ajustement ; Irlande : le solde primaire structurel n'est pas disponible avant 1980.

Sources : Commission européenne, base de données AMECO ; OCDE ; Datastream ; données nationales ; calculs BRI. Tableau V.2

cours de change réels et les taux d'intérêt réels. En particulier, une dépréciation de la monnaie et une politique monétaire accommodante ont peut-être facilité – dans certains pays – l'ajustement budgétaire. Malheureusement, les études empiriques cherchant à mesurer l'influence des différents facteurs ne sont, jusqu'à présent, pas parvenues à s'accorder sur le rôle joué par les conditions extérieures et monétaires dans le succès de l'assainissement budgétaire.

La nature de l'ajustement budgétaire conditionne son succès...

Mais les mêmes études indiquent sans équivoque l'importance de la « qualité » de l'ajustement budgétaire⁸. La plupart des assainissements réussis visaient à une contraction des dépenses – plus spécifiquement, une réduction de la consommation des administrations publiques et des traitements des fonctionnaires – tandis que les moins efficaces privilégiaient une baisse des

⁸ Voir, par exemple, A. Alesina et R. Perotti, *Fiscal adjustments in OECD countries: composition and macroeconomic effects*, IMF Staff Papers, vol. 44, n° 2, juin 1997 ; S. Guichard, M. Kennedy, E. Wurzel et C. André, « What promotes fiscal consolidation: OECD country experiences », *documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, n° 553, mai 2007 ; J. McDermott et R. Wescott, *An empirical analysis of fiscal adjustments*, IMF Staff Papers, vol. 43, n° 4, décembre 1996 ; M. Kumar, D. Leigh et A. Plekhanov, *Fiscal adjustments: determinants and macroeconomic consequences*, IMF Working Papers, n° WP/07/178, juillet 2007.

investissements publics productifs. Dans les pays qui sont partis d'un faible niveau d'imposition, une hausse des recettes fiscales a aussi été utile – les plus efficaces concernant les taxes sur la consommation et l'élargissement de l'assiette fiscale. Les efforts d'assainissement se sont en outre souvent accompagnés de réformes structurelles qui ont amélioré le fonctionnement du marché du travail et réduit l'imposition du travail et du capital.

...de même que les réformes structurelles

L'examen de ces exemples permet de tirer une conclusion importante : il est possible de mettre en œuvre les efforts d'assainissement de l'ampleur requise actuellement, même si les conditions de croissance et d'emploi sont peut-être plus rudes qu'auparavant. Les pays dont la dette publique est élevée et augmente rapidement, et dont la solvabilité a été mise en question, n'ont d'autre choix que d'agir immédiatement ; tout retard constitue en soi une menace pour le système financier et la reprise économique. D'ailleurs, si le resserrement budgétaire est entrepris dès maintenant, les avantages découlant du regain de confiance et de la baisse des primes de risque l'emporteront sur les pertes de production à court terme. Au moment de la mise sous presse, les gouvernements de l'Espagne, de la Grèce et du Portugal ont annoncé des mesures d'austérité comportant des diminutions de salaires dans le secteur public et des hausses d'impôts. Si elles sont intégralement appliquées, ces mesures devraient aboutir à une nette réduction des déficits budgétaires, à court et moyen terme. À elles seules, cependant, elles ne suffiront pas à opérer l'ajustement nécessaire pour restaurer la confiance des investisseurs envers la solidité des finances publiques.

La plupart des pays n'éviteront pas un assainissement budgétaire...

D'autres pays continuent de bénéficier de la confiance des investisseurs, parce qu'ils présentent une plus grande crédibilité budgétaire ; ils disposent, par conséquent, d'une certaine marge de manœuvre pour choisir le calendrier et le rythme de l'assainissement. Mais s'ils souhaitent conserver cette marge de manœuvre – tout en évitant une augmentation des primes de risque de défaut et d'inflation – ils devraient annoncer des programmes clairs et crédibles pour la réduction du déficit budgétaire et la correction des déséquilibres budgétaires à long terme.

...mais plusieurs disposent d'une certaine marge de manœuvre quant au calendrier et au rythme

Au moins deux grandes options s'offrent pour assurer une viabilité durable des finances publiques. La première est d'encourager une augmentation de la productivité globale et de la croissance potentielle, en prenant des mesures visant notamment à réduire les dépenses non productives, à modifier la structure des régimes fiscaux, et à mettre en œuvre des réformes sur les marchés du travail et des biens. L'introduction rapide de telles mesures contribuerait à asseoir la confiance des marchés et à maintenir les taux d'intérêt à un bas niveau, facilitant ainsi la réduction des déficits budgétaires actuels.

Deux options pour le long terme : stimuler la productivité et la croissance...

La seconde est de développer la taille de la population active par rapport à la population âgée. Une approche consiste à encourager l'immigration dans les pays dont la population âgée augmente rapidement. Une autre est d'augmenter le taux de participation au marché du travail, surtout pour les femmes (à 64 % dans les pays de l'OCDE en 2008, il est nettement inférieur au taux de 84 % pour les hommes) et pour les travailleurs les plus âgés. À cet égard, une solution efficace et durable consiste à favoriser un allongement de la vie active des salariés en associant à un degré ou à un autre un relèvement

...et favoriser une expansion de la population active

de l'âge légal de la retraite à un renforcement des incitations à retarder le départ effectif. Un relèvement de l'âge prévu de la retraite pourrait en partie atténuer la nécessité de réduire les prestations – l'annonce de telles réductions provoquerait une augmentation du taux d'épargne, ce qui n'irait pas dans le sens d'un soutien à la demande agrégée. De même, un report de l'âge de la retraite pourrait atténuer la nécessité de porter les impôts à des niveaux élevés, qui fausseraient notablement l'équilibre entre l'offre et la demande sur le marché du travail et pèseraient plus lourdement sur les jeunes et les générations futures⁹.

Synthèse

La détérioration des finances publiques dans les pays avancés fait encourir de grands risques macroéconomiques à l'économie mondiale. Non seulement une dette publique élevée et en hausse peut remettre en cause les perspectives de croissance à moyen et à long terme, mais elle peut aussi saper la crédibilité de l'objectif de faible inflation assigné à la politique monétaire. En outre, l'ampleur considérable des déséquilibres budgétaires à long terme des pays avancés est occultée par les chiffres officiels actuels, nettement inférieurs, de la dette publique – un problème qui souligne sans aucun doute la nécessité d'une plus grande transparence. Il est tout aussi nécessaire de fonder les projections budgétaires sur des hypothèses prudentes. Sur ces deux aspects, un suivi des comptes publics et des projections budgétaires par des organismes indépendants pourrait être bénéfique.

L'ajustement requis actuellement des économies avancées est certes important, mais il n'est pas sans précédent. Un engagement crédible des gouvernements en vue de réduire ou d'éliminer les déficits budgétaires actuels et futurs finira par s'avérer payant. Tous les coûts initiaux possibles d'un resserrement budgétaire en termes de ralentissement de la croissance à court terme de la production seront largement compensés par les avantages plus durables d'une baisse des taux d'intérêt réels, d'une plus grande stabilité du système financier et d'une amélioration des perspectives de croissance économique.

⁹ Voir, par exemple, R. Barrell, I. Hurst et S. Kirby, *How to pay for the crisis or: macroeconomic implications of pension reforms*, Discussion paper, n° 333, National Institute of Economic and Social Research, Londres, 2009 ; D. Krueger et A. Ludwig, « On the consequences of demographic change for rates of return to capital, and the distribution of wealth and welfare », *Journal of Monetary Economics*, vol. 54, janvier 2007, pp. 49–87.