

V. Restaurer la viabilité des finances publiques

La situation budgétaire de nombreuses économies avancées était déjà sur une trajectoire intenable avant la crise financière. Celle-ci, en alourdissant les déficits et la dette, a sensiblement accéléré la dégradation de la viabilité budgétaire, ce qui a amené les marchés financiers et les agences de notation à adopter un point de vue plus critique à l'égard du risque souverain. Les niveaux de dette et de déficit publics qui étaient tolérés avant la crise ne sont désormais plus jugés supportables.

Cette évolution a conduit à une augmentation des primes CDS (*credit default swaps*, contrats dérivés sur défaut) et à un abaissement des notes de crédit des signatures souveraines, tout particulièrement dans le cas de l'Espagne, de la Grèce, de l'Irlande, de l'Italie et du Portugal. Certains États, dont le statut d'émetteur de haute qualité était pourtant rarement remis en cause, comme les États-Unis et le Japon, ont eux aussi subi un déclassement, bien que leurs coûts d'emprunt aient diminué parce que leurs obligations font figure de valeurs refuges.

Cette situation a suscité des préoccupations quant à la perte du statut de référence sans risque des émetteurs souverains ou, plus précisément, quant au fait que leur dette puisse désormais être assortie d'un risque de crédit non négligeable. Certes, même dans cette optique restreinte, l'absence totale de risque est plus un idéal qu'un objectif réaliste. De fait, la pire attitude possible serait de traiter un actif comme étant dépourvu de tout risque alors qu'il ne l'est pas. On pourrait d'ailleurs avancer que ce fut le cas pour de nombreux émetteurs souverains avant la récente crise, et que ce l'est encore pour certains d'entre eux. L'expression « sans risque » est utilisée ici pour désigner les actifs qui s'accompagnent d'une probabilité de remboursement des créanciers suffisamment élevée pour que les acteurs des marchés financiers ne soient pas obligés de tenir explicitement compte du risque de crédit dans leurs décisions d'investissement. L'existence de tels actifs contribue au fonctionnement harmonieux et efficace du système financier.

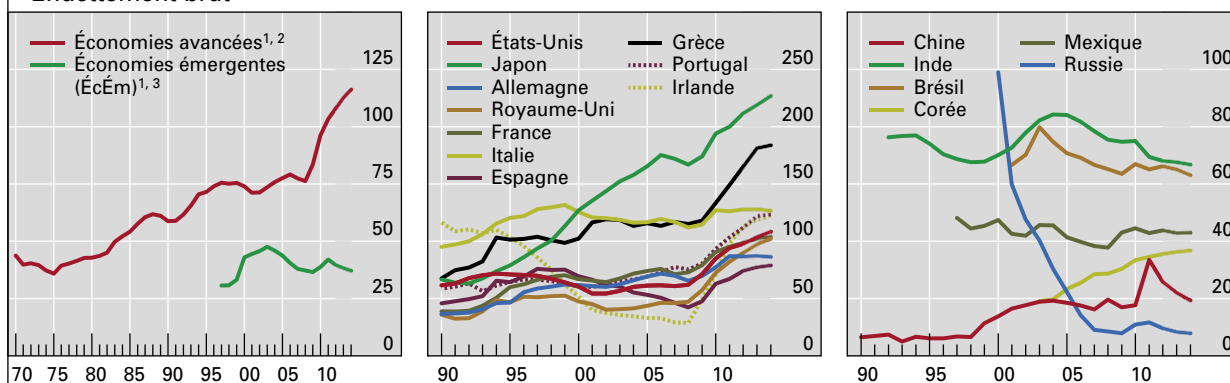
L'affaiblissement de la qualité de crédit des emprunteurs souverains s'accompagne de conséquences négatives importantes pour la stabilité financière, la conduite et la crédibilité des politiques budgétaire et monétaire, le fonctionnement des marchés financiers et les coûts d'emprunt du secteur privé. Dans le climat actuel d'anémie de la croissance économique, de fragilité persistante des marchés financiers et de mise à contribution excessive des banques centrales, le risque accru que présentent les émetteurs souverains est particulièrement inquiétant. Il est par conséquent nécessaire qu'ils reviennent à des situations budgétaires viables à long terme.

La section ci-dessous examine la dégradation de la qualité de crédit des émetteurs souverains et ses causes principales. Les sections suivantes exposent les conséquences de cette dégradation et en dégagent des conclusions pour les politiques publiques.

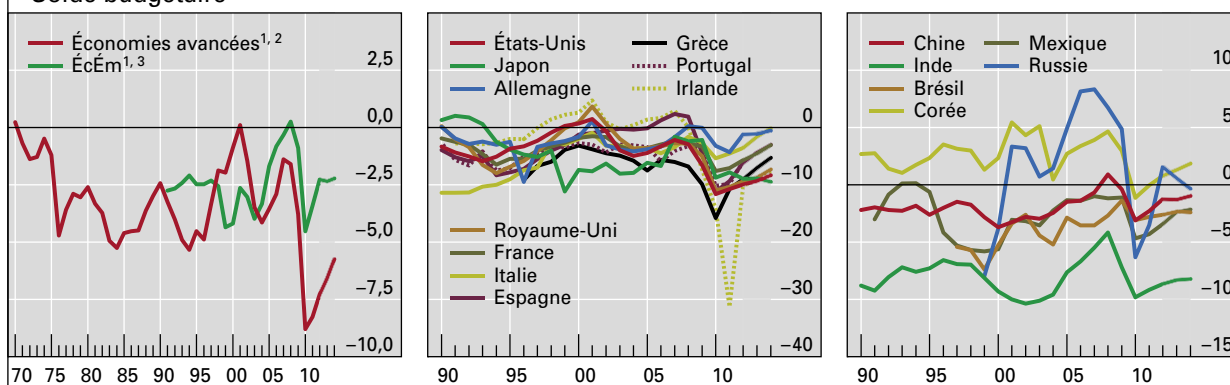
Administrations publiques: indicateurs budgétaires

En % du PIB

Endettement brut



Solde budgétaire



Zone ombrée: prévisions.

¹ Moyenne des économies citées, pondérée sur la base des PIB et PPA de 2005, selon données disponibles. ² Allemagne, Australie, Autriche, Belgique, Canada, Danemark, Espagne, États-Unis, Finlande, France, Grèce, Irlande, Italie, Japon, Norvège, Nouvelle-Zélande, Pays-Bas, Portugal, Royaume-Uni, Suède et Suisse. ³ Afrique du Sud, Argentine, Brésil, Chili, Chine, Colombie, Corée, Hong-Kong RAS, Hongrie, Inde, Indonésie, Malaisie, Mexique, Pérou, Philippines, Pologne, Russie, Singapour, Taïpei chinois, République tchèque, Thaïlande, Turquie et Venezuela.

Sources : Commission européenne, base de données AMECO ; FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*, avril 2012 ; OCDE, *Perspectives économiques*, novembre 2011.

Graphique V.1

Raisons et portée de la perte du statut d'émetteur sans risque

Évolution des finances publiques

Bien avant qu'éclate la récente crise financière, la viabilité de la situation budgétaire des économies avancées donnait déjà lieu à des inquiétudes. Le niveau de la dette explicite (ratio dette publique/PIB) n'avait cessé d'augmenter entre le milieu des années 1970 et le milieu des années 1990. Il s'était stabilisé au cours de la décennie suivante, grâce à une croissance mondiale robuste et à des efforts d'assainissement en Europe et aux États-Unis, mais il demeurerait à un niveau relativement élevé. Il a cependant enregistré une nette poussée par suite de la crise financière mondiale (graphique V.1).

Qui plus est, le niveau de la dette publique explicite ne constitue qu'une partie du problème. Le tableau s'assombrit encore lorsqu'on y intègre la hausse prévue des dépenses au titre des retraites et de la santé, compte tenu

du vieillissement de la population¹. Dans le monde développé, ces deux catégories de dépenses publiques vont augmenter en moyenne, selon les projections, de 7,9 points de PIB entre 2010 et 2050².

Par ailleurs, avant la crise, la situation budgétaire de certaines économies avancées paraissait, grâce à l'essor du crédit et des prix des actifs, artificiellement meilleure qu'elle ne l'était en réalité. Dans certains pays, particulièrement en Espagne et en Irlande, les gouvernements ont été abusés par un sentiment de sécurité illusoire, étant donné que le gonflement de leurs recettes fiscales s'est avéré résulter exclusivement d'un boum financier éphémère³. Grâce à l'élévation temporaire des recettes fiscales tirées des secteurs financier et immobilier en plein essor, les soldes budgétaires de ces pays ont connu une embellie ponctuelle, sans commune mesure avec le résultat à attendre d'un cycle normal d'expansion économique, ce qui a conduit les responsables politiques à surestimer les soldes structurels (encadré)⁴. Cette situation a alors incité les gouvernements au relâchement, lequel s'est avéré dangereux une fois le boum passé.

À première vue, la situation budgétaire des économies émergentes (ÉcÉm) se présente beaucoup mieux, puisque les déficits budgétaires et la dette publique (en pourcentage du PIB) y sont généralement demeurés bien inférieurs (graphique V.1), et que leur ratio dette publique/PIB diminue, en moyenne, depuis 2010.

Pourtant, la situation budgétaire sous-jacente des ÉcÉm n'est peut-être pas aussi uniformément saine qu'il y paraît. Il existe en effet une forte disparité entre pays (graphique V.1). Leur capacité à supporter la dette est, dans l'ensemble, plus faible que celle des économies avancées et ce, pour une série de facteurs, tels que des antécédents de défaut et une moindre capacité à lever des impôts. À l'instar des économies avancées, nombre de pays émergents doivent se préparer à une forte hausse du financement des retraites et des soins de santé (de 7,0 points de PIB en moyenne entre 2010 et 2050), par suite du vieillissement démographique⁵. Enfin, les comptes budgétaires de certaines ÉcÉm sont artificiellement gonflés par l'essor du crédit et des prix des actifs, un épisode potentiellement éphémère (chapitre III).

L'un des indicateurs de la viabilité des finances publiques, l'« écart budgétaire », mesure l'ajustement du solde budgétaire primaire (corrigé des

¹ S. Cecchetti, M. Mohanty et F. Zampolli, *The future of public debt: prospects and implications*, BIS Working Papers, n° 300, mars 2010, et FMI, *Rapport sur la stabilité financière dans le monde*, avril 2012, chapitre 4.

² Moyenne, pondérée sur la base des PIB et PPA de 2005, des économies avancées énumérées à la note 2 du graphique V.1, pour lesquelles des estimations sont disponibles dans FMI, Département des Affaires budgétaires, *The Challenge of public pension reform in advanced and emerging economies*, décembre 2011, et *Macro-fiscal implications of health care reform in advanced and emerging economies*, décembre 2010.

³ J. Suárez, *The Spanish crisis: background and policy challenges*, CEPR Discussion Papers, n° 7909, juillet 2010.

⁴ BRI, *81^e Rapport annuel*, juin 2011, chapitre II.

⁵ Moyenne, pondérée sur la base des PIB et PPA de 2005, des économies émergentes énumérées à la note 3 du graphique V.1, pour lesquelles des estimations sont disponibles dans FMI, Département des Affaires budgétaires, décembre 2011, *op. cit.*, et FMI, Département des Affaires budgétaires, décembre 2010, *op. cit.*

Cycle financier, production potentielle et solde budgétaire structurel

Le calibrage d'une politique macroéconomique repose sur l'estimation de la production potentielle (ou niveau de production soutenable), qui permet de dissocier fluctuations conjoncturelles et évolutions à long terme. La différence entre production effective et production potentielle est généralement dénommée « écart de production ». Or, la production potentielle n'est pas directement observable. Le présent encadré explique comment on peut utiliser les informations relatives au cycle financier pour produire ces estimations, pour les appliquer ensuite à la mesure du solde budgétaire structurel.

La méthode la plus usitée pour estimer la production potentielle et l'écart de production correspondant consiste à calculer la tendance à long terme à partir de la production effective en appliquant un procédé purement statistique (par exemple, le filtre de Hodrick-Prescott – HP). Cette méthode a l'avantage de la simplicité, mais elle n'intègre aucune information sur les mécanismes économiques. D'autres approches, apparentées à la modélisation, se différencient par la nature de l'information économique qu'elles exploitent : principalement, la relation entre sous-utilisation des capacités et inflation (courbe de Phillips), l'hypothèse sous-jacente étant que l'inflation varie en fonction de l'importance de l'écart de production. Certaines méthodes vont même plus loin, et s'appuient, en outre, sur des données concernant la fonction de production dans l'économie.

Les méthodes existantes ne font appel à aucune information sur le cycle financier. Il existe cependant de bonnes raisons de penser que la production peut être profondément influencée par les conditions régnant sur les marchés financiers : en particulier, lorsque l'évolution du crédit et des prix des actifs dépasse les limites du soutenable, elle crée des déséquilibres financiers et peut susciter des comportements d'investissement et de consommation qui, à terme, mèneront à de graves distorsions dans l'affectation de la production et du capital fixe. Même si elles paraissent bénignes en courte période, de telles phases d'expansion excessive ne sont pas viables et peuvent compromettre l'instauration d'une production soutenable à long terme. Lorsque ces phases se prolongent, la production atteint des niveaux non tenables.

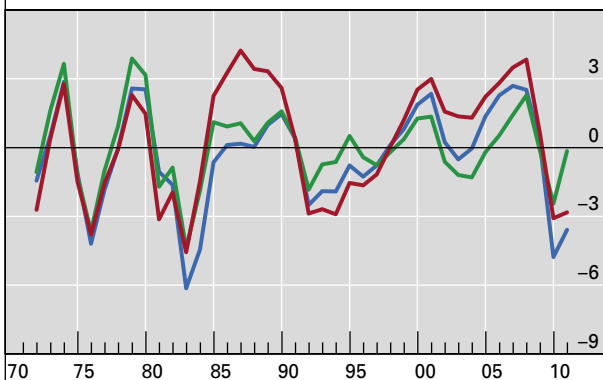
Pour tenir compte de ce facteur, les auteurs utilisent l'estimation la plus courante de la production potentielle (filtre HP), en y incluant des données relatives au cycle financier. Pour faciliter la démonstration, on ne tient compte, à titre d'approximation générale des conditions financières, que des agrégats de crédit^o, et plus précisément de la variation (en %) du crédit au secteur privé, corrigé de l'inflation, par rapport à sa moyenne de l'échantillon. Le poids de cette variable est augmenté à mesure que le ratio crédit/PIB dépasse sa fourchette historique – signal d'une évolution non viable ou de la formation de déséquilibres financiers.

À titre d'illustration, le graphique V.A.1 compare, pour les États-Unis et l'Espagne, l'écart de PIB estimé selon l'approche du crédit avec celles utilisant le filtre HP classique et la méthodologie OCDE, fondée sur la fonction de production. Il en ressort que, par rapport aux deux autres approches, celle du crédit montre, pour les deux pays, une production potentielle bien plus faible dans la phase d'expansion non viable du crédit qui a précédé la récente crise financière. En revanche, les trois estimations sont fort semblables quand le crédit suit une trajectoire plus modérée, et joue ainsi un

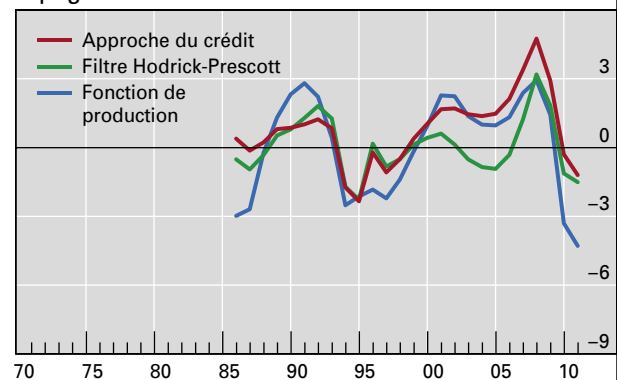
Écart de PIB : estimation selon différentes méthodes

En pts de %

États-Unis



Espagne



Sources : OCDE, *Perspectives économiques*, novembre 2011 ; données nationales ; calculs BRI.

Graphique V.A.1

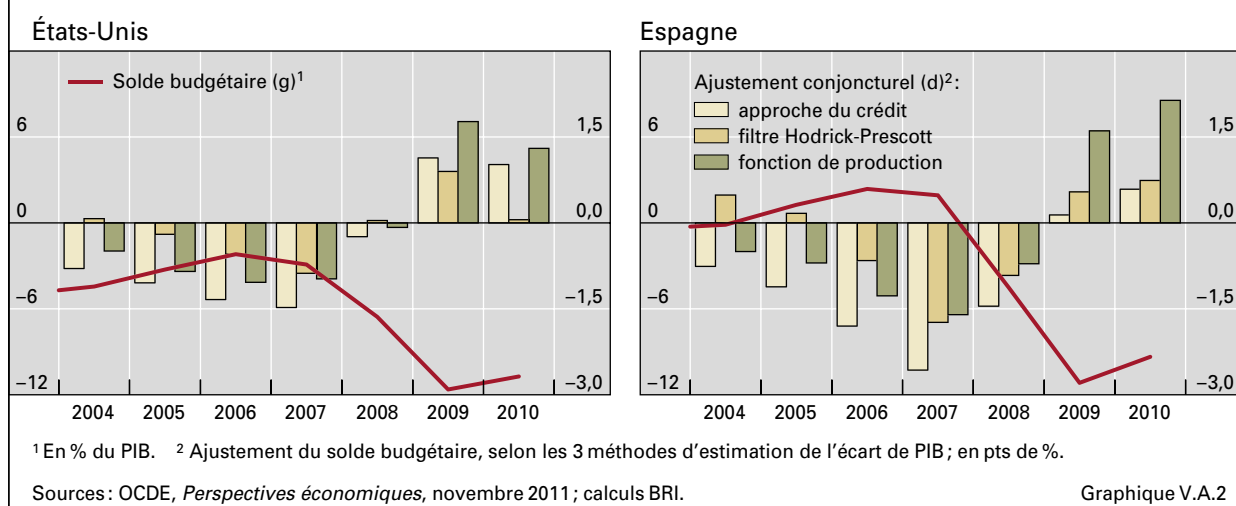
moindre rôle, ce qui fut le cas, aux États-Unis, dans les années 1970, période de réglementation plus stricte des marchés financiers.

Dans le but d'évaluer l'importance économique des différences apparaissant entre ces estimations, les auteurs les utilisent pour mesurer les soldes budgétaires des deux pays hors éléments conjoncturels. Pour construire ainsi un solde budgétaire structurel, il est nécessaire d'évaluer l'élasticité de différentes catégories de taxes et de dépenses publiques par rapport à l'écart de production. Pour ce faire, on utilise les estimations de l'OCDE². Il convient de souligner qu'aucun ajustement supplémentaire n'est apporté au titre des effets de la hausse des prix des actifs sur les recettes publiques, de sorte que les différences de résultat selon les méthodes reflètent uniquement les différences d'écarts de production estimés.

Le graphique V.A.2 représente le solde budgétaire non corrigé des deux pays et les ajustements conjoncturels correspondant aux trois estimations d'écart de production. Dans ce contexte, une divergence supérieure à un demi-point de pourcentage est généralement considérée comme économiquement significative. D'après le graphique, c'est le plus souvent le cas pour l'estimation selon l'approche du crédit. En outre, cette estimation fait apparaître un solde budgétaire structurel plus faible en phase d'essor du crédit, ce qui concorde avec l'opinion selon laquelle ces boums gonflent artificiellement les soldes budgétaires, comme l'ont confirmé les événements ultérieurs.

² Une analyse plus approfondie inclurait également le prix des actifs, immobiliers notamment (chapitre III, et M. Drehmann, C. Borio et K. Tsatsaronis, *Characterising the financial cycle: don't lose sight of the medium term!*, BIS Working Papers, à paraître). Pour des précisions techniques sur la méthodologie d'estimation, voir C. Borio, P. Disyatat et M. Juselius, *Rethinking potential output: embedding information about the financial cycle*, BIS Working Papers, à paraître. ³ N. Girouard et C. André, « Measuring cyclically-adjusted budget balances for OECD countries », Document de travail du Département des Affaires économiques de l'OCDE, n° 434, 2005.

Solde budgétaire et ajustement conjoncturel



variations conjoncturelles) qui est nécessaire pour ramener le ratio dette publique/PIB à un niveau soutenable à un horizon donné⁶. Si les avis divergent quant au niveau optimal de ce ratio, les données empiriques existantes, qui ne donnent certes qu'une indication approximative, laissent penser qu'un ratio supérieur à 85 % nuit à la croissance⁷. Si cette hypothèse est correcte, et compte tenu de l'expérience récente, on peut en déduire que ce ratio devrait être largement inférieur à 85 % pour offrir une certaine marge de manœuvre, permettant de mener une politique budgétaire contracyclique et d'accroître la dette publique en phase de récession.

⁶ Il s'agit d'une approximation imparfaite, puisque la viabilité budgétaire dépend aussi de facteurs dont l'écart budgétaire ne tient pas compte.

⁷ S. Cecchetti, M. Mohanty et F. Zampolli, *The real effects of debt*, BIS Working Paper, n° 352, septembre 2011.

Écarts budgétaires : évolution et composantes

En pts de %

	Écart budgétaire ¹		Composantes de l'évolution de l'écart budgétaire, 2007–2012 ²		
	2007 ³	2012	Solde primaire sous-jacent	Niveau de la dette	Taux d'intérêt sur la dette
Japon	7,4	12,2	2,6	1,7	0,4
Nouvelle-Zélande	3,2	9,6	5,5	0,8	0,1
États-Unis	3,8	9,4	5,0	1,2	-0,5
Luxembourg	9,3	9,3	0,0	0,0	0,0
Irlande	3,1	8,6	2,3	2,3	1,0
Royaume-Uni	6,5	8,5	1,9	1,2	-1,1
Pays-Bas	5,4	6,3	1,0	0,3	-0,4
Belgique	4,6	6,0	1,5	0,3	-0,4
Finlande	3,8	5,7	1,4	0,4	0,1
Canada	3,5	5,5	2,5	0,4	-0,9
France	4,8	5,4	0,3	0,9	-0,5
Slovaquie	4,9	5,2	-0,8	0,7	0,4
Allemagne	4,1	4,8	1,2	-0,1	-0,4
Pologne	1,9	4,7	1,7	0,6	0,5
Autriche	3,5	4,6	0,9	0,5	-0,3
République tchèque	5,0	4,6	-1,2	0,7	0,1
Corée	4,3	4,3	0,0	0,0	0,0
Espagne	3,1	4,2	0,7	0,7	-0,3
Hongrie	6,6	3,5	-3,1	0,1	-0,1
Grèce	7,8	3,3	-6,3	1,4	0,4
Australie	2,4	3,2	0,5	0,5	-0,2
Portugal	4,2	3,0	-1,9	0,5	0,2
Italie	3,7	2,6	-1,0	0,1	-0,3
Suisse	2,2	2,2	0,0	0,0	0,0
Danemark	1,7	2,0	0,1	0,1	0,1
Suède	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

¹ Amélioration immédiate du solde primaire sous-jacent nécessaire pour ramener à 50 % du PIB, en 2050, les engagements financiers bruts, y compris les dépenses de santé et de dépendance ainsi que l'augmentation prévue des dépenses de retraite ; en % du PIB. ² La contribution des variations des composantes correspond à la différence par rapport à l'écart budgétaire obtenu dans la simulation de référence, dans laquelle les dépenses de retraite, de santé et de dépendance sont supposées demeurer constantes en proportion du PIB. Une contribution négative est le signe que la situation budgétaire sous-jacente s'est améliorée ou que le taux d'intérêt sur la dette publique projeté pour 2012 a diminué par rapport à celui constaté en 2007. ³ L'écart budgétaire implicite en 2007 illustre l'impact, sur l'écart budgétaire de 2012, du solde primaire sous-jacent, du niveau de la dette et du taux d'intérêt sur la dette observés en 2007.

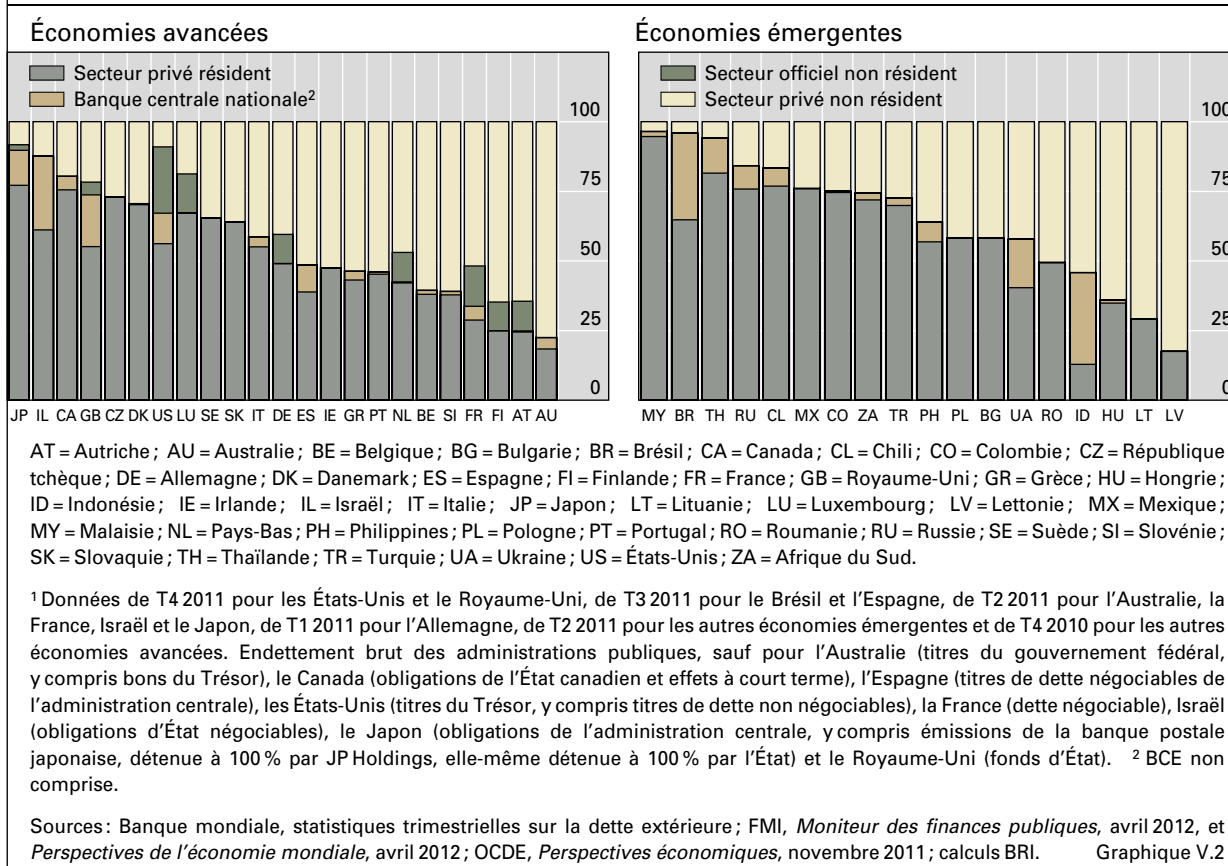
Source : OCDE, *Quelle doit être l'ampleur de la consolidation budgétaire pour ramener la dette à un niveau prudent ?*, note de politique économique n° 11 du Département des affaires économiques, avril 2012. Tableau V.1

À titre indicatif, et en ménageant une telle marge, on peut prendre pour référence à long terme un ratio dette publique/PIB de 50 %, par exemple, à atteindre d'ici 2050. Si l'on se fonde sur cette hypothèse simplifiée, cela signifie que, compte tenu de la hausse des dépenses publiques à prévoir pour les retraites et la santé, la plupart des économies avancées doivent améliorer dans l'immédiat leur solde primaire structurel d'au moins 3 % du PIB par rapport aux niveaux prévus pour 2012⁸, d'après les estimations de l'OCDE

⁸ Sur la base des projections réalisées en 2011.

Titres d'État¹: détenteurs

En % de l'encours total



(tableau V.1)⁹. En 2012, l'écart budgétaire ainsi mesuré est particulièrement large pour les États-Unis, l'Irlande, le Japon et le Royaume-Uni, à plus de 8 % du PIB. Pour le Canada, la France et les Pays-Bas, l'écart n'est guère moindre, puisqu'il est compris entre 5,4 % et 6,3 % du PIB. En Grèce, en Italie et au Portugal, il est plus faible (entre 2,6 % et 3,3 % du PIB), principalement en raison d'un excédent primaire structurel (en pourcentage du PIB) en hausse pour 2012, selon les projections, grâce aux récents efforts d'assainissement budgétaire. La Suède est le seul pays de l'échantillon qui n'a pas besoin de procéder à un ajustement selon cet indicateur. Au total, l'ampleur des écarts budgétaires constatés pour de nombreuses économies avancées montre que les budgets publics de ces pays devront faire l'objet d'importants ajustements pour retrouver une trajectoire viable.

La vulnérabilité de la situation budgétaire dépend non seulement des tendances budgétaires et macroéconomiques à long terme, mais aussi de la répartition des obligations d'État entre différentes catégories de détenteurs

⁹ Voir OCDE, *Quelle doit être l'ampleur de la consolidation budgétaire pour ramener la dette à un niveau prudent?*, Note de politique économique n° 11 du Département des Affaires économiques, avril 2012, et R. Merola et D. Sutherland, *Fiscal consolidation: Part 3. Long-run projections and fiscal gap calculations*, Document de travail n° 934 du Département des Affaires économiques de l'OCDE, janvier 2012, notamment pour des précisions sur les hypothèses qui sous-tendent les projections.

(graphique V.2). Toutes choses égales par ailleurs, si les investisseurs locaux représentent une plus grande proportion des détenteurs de la dette souveraine, comme au Brésil et au Japon, le pays peut temporairement supporter un ratio dette/PIB plus élevé, car un désengagement des détenteurs étrangers aurait de moindres conséquences, outre que les intérêts versés pèsent moins sur le revenu intérieur. Enfin, comme c'est le cas aux États-Unis, la présence d'une proportion plus élevée d'agents officiels parmi les investisseurs étrangers peut laisser espérer une meilleure stabilité des coûts d'emprunt pour l'État, car ces détenteurs sont moins susceptibles de réagir aux nouvelles macroéconomiques de brève portée ou à des accès soudains d'aversion généralisée pour le risque.

La position extérieure nette d'un pays peut également avoir une incidence sur sa viabilité budgétaire. Dans les pays les plus durement touchés par la crise de la dette souveraine au sein de la zone euro, la position extérieure nette par rapport au PIB est largement négative. À fin 2011, c'est le Portugal qui avait la position extérieure nette la plus négative, à -108 % du PIB, suivi par l'Irlande (-95 %), l'Espagne (-86 %) et la Grèce (-73 %). À l'inverse, la position extérieure nette fortement positive du Japon (51 %) contribue à amoindrir la vulnérabilité de sa situation budgétaire, alors même que son ratio dette publique/PIB s'élevait, en 2011, à 212 %.

Impact de la crise financière sur la situation budgétaire

La crise financière a entraîné une dégradation sensible de l'état des finances publiques dans les économies avancées. Ainsi, l'endettement de la quasi-totalité de ces États s'est fortement accru par rapport à 2007 (graphique V.1). Les États n'ont pas été épargnés non plus, même si leur dette publique n'a pas augmenté dans les mêmes proportions.

Une manière d'évaluer l'incidence marginale de la crise financière et de ses répercussions sur la viabilité des finances publiques consiste à examiner l'évolution de l'écart budgétaire. Dans plusieurs grandes économies avancées (États-Unis, Japon, Royaume-Uni, par exemple), l'écart budgétaire a fortement augmenté en raison du gonflement du déficit et de la dette provoqué par la crise (tableau V.1). Il s'est également élargi en Irlande et en Espagne entre 2007 et 2012, en dépit des récents efforts de redressement. Dans ces deux pays, l'accroissement de l'écart budgétaire est imputable, à parts pratiquement égales, à l'alourdissement de la dette publique et à l'aggravation du déficit structurel.

Les lourds déficits budgétaires accumulés par les États en réaction à la crise résultent de plusieurs facteurs. Les composantes non discrétionnaires des budgets publics se sont dégradées, puisque les recettes fiscales diminuaient alors que les dépenses incompressibles augmentaient. De nombreux gouvernements ont mis en œuvre de vastes programmes de relance pour contrer le ralentissement de l'activité macroéconomique. Dans le sillage immédiat de la crise, un grand nombre d'États ont, en outre, apporté un soutien aux établissements financiers sis dans leur juridiction, sous la forme de programmes d'achat d'actifs, d'injections directes de fonds propres, et de garanties de dettes. Les programmes de soutien financier étaient

souvent massifs, avec un coût initial allant souvent jusqu'à 55 % du PIB¹⁰. Et, comme indiqué ci-avant, dans les pays qui avaient connu un boum du crédit et des prix des actifs avant la crise, la baisse des recettes fiscales a été sensiblement plus marquée que celle qui aurait résulté d'un déclin cyclique de l'activité économique.

Incidence de la détérioration de la qualité de crédit des émetteurs souverains sur le système financier

La crise a donné naissance à une spirale d'amplification entre risque bancaire et risque souverain : la fragilité du système financier a pesé sur les finances publiques tandis que la dégradation de qualité de crédit des États se répercutait sur la solidité des établissements financiers.

La baisse de solvabilité perçue des émetteurs souverains a contaminé le secteur financier de plusieurs manières¹¹. Tout d'abord, elle a entraîné une baisse de la valeur de marché des obligations d'État détenues par les banques et réduit la disponibilité de sûretés de qualité, ce qui a dégradé les conditions de financement des banques (section suivante et chapitre VI). Ensuite, le fait que les États soient jugés moins aptes à assurer le sauvetage des banques en difficulté a accru les coûts d'emprunt des établissements financiers. Ce lien est particulièrement évident en Espagne, en Grèce, en Italie et au Portugal, où le déclin perçu du soutien public aux banques pendant l'année écoulée a fait chuter la note de crédit globale de celles-ci¹². Enfin, comme les États ont perdu leur statut d'émetteur sans risque, les investisseurs ont considéré que la dette publique était pratiquement substituable à la dette bancaire, la première risquant donc d'évincer la seconde. Bien que cet effet s'applique à tous les emprunteurs privés, les banques sont davantage concernées, compte tenu de l'ampleur de leurs besoins de financement.

Les prix de marché ont clairement reflété la probabilité accrue de telles interactions négatives. Les corrélations entre les primes CDS sur emprunteurs bancaires et souverains se sont fortement intensifiées depuis le début de 2010, non seulement au sein d'un même pays, mais aussi pour de nombreuses paires « bancaire-souverain » entre pays. Par exemple, le coefficient de corrélation des variations journalières entre primes CDS bancaires et primes CDS souverains est passé, pour la France, de 0,38 en 2008–2009 à 0,79 en 2010–2011. Sur la même période, ce coefficient a considérablement augmenté aussi en Allemagne (de 0,33 à 0,66), en Espagne (de 0,38 à 0,71), en Italie (de 0,53 à 0,78) et au Royaume-Uni (de 0,34 à 0,71).

Réactions face à la dégradation de la solidité budgétaire des États

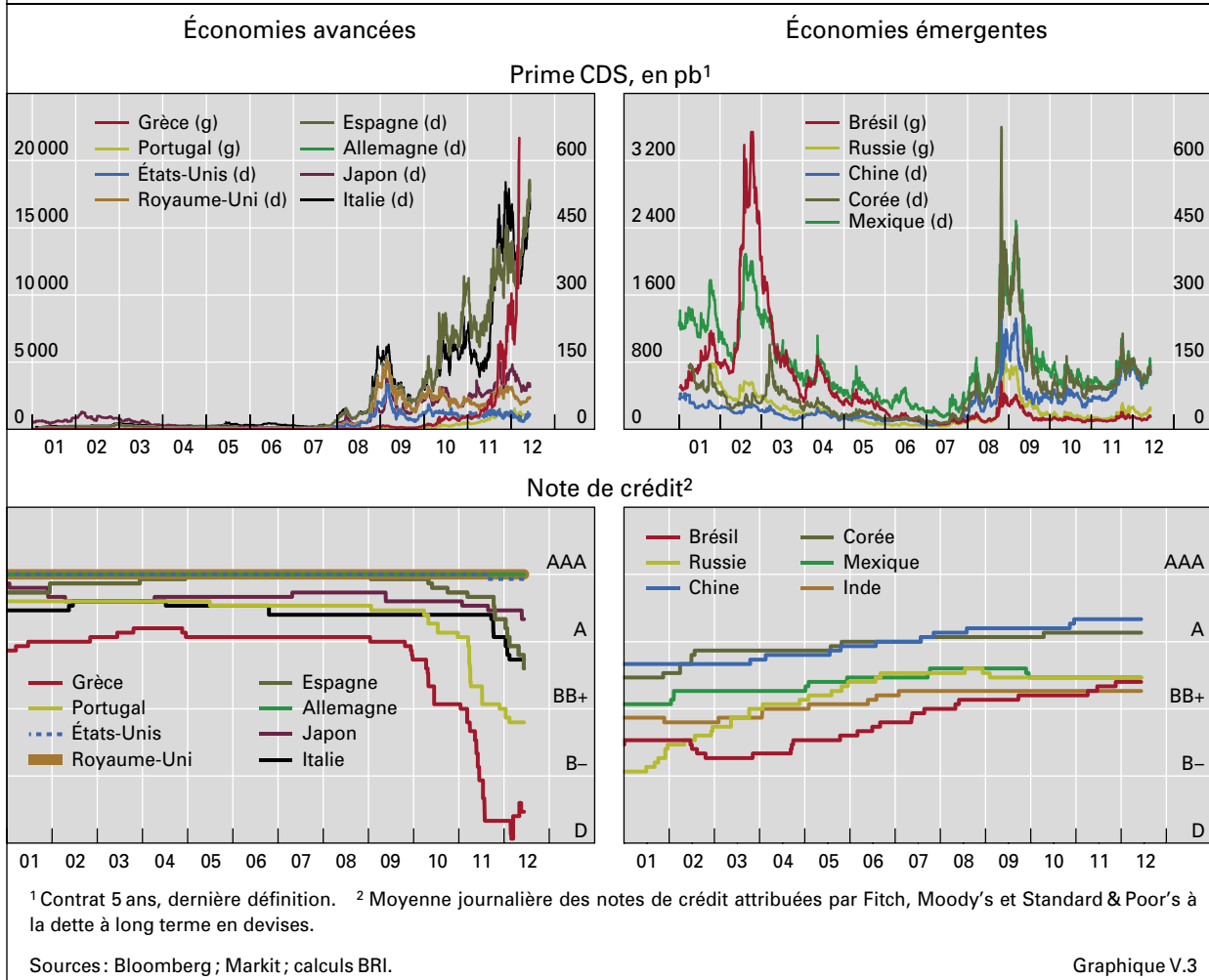
Pour de nombreux Trésors des économies avancées (mais pas tous), les coûts d'emprunt à long terme ont fortement augmenté ces dernières

¹⁰ C. Borio, B. Vale et G. von Peter, *Resolving the financial crisis : are we heeding the lessons from the Nordics ?*, BIS Working Paper, n° 311, juin 2010.

¹¹ Comité sur le système financier mondial, *The impact of sovereign credit risk on bank funding conditions*, CGFS Publications, n° 43, juillet 2011.

¹² N. Tarashev, « Different causes for recent bank downgrades », *Rapport trimestriel BRI*, décembre 2011, pp. 8–9.

Émetteurs souverains : prime CDS et note de crédit



années. Les préoccupations relatives à la qualité de crédit des émetteurs souverains sont particulièrement aiguës dans certains pays de la zone euro. Les rendements des obligations souveraines à 10 ans de la Grèce, de l'Irlande et du Portugal s'étaient envolés en 2010. Pour la Grèce et le Portugal, ces taux ont poursuivi leur ascension en 2011, finissant l'année à respectivement 35,0 % et 13,4 %. Quasiment exclus des marchés, les trois gouvernements concernés ont sollicité une aide officielle. L'Espagne et l'Italie, dont la dette publique combinée s'élevait en 2011 à quelque €2 700 milliards, ont également enregistré une hausse de leurs coûts d'emprunt à long terme, leurs taux atteignant respectivement 6,6 % et 5,9 % à fin mai 2012. Par contre, le rendement des obligations d'État à 10 ans a chuté en Allemagne, au Japon et aux États-Unis, considérés comme pays refuges : il s'y établissait respectivement à 1,2 %, 0,8 % et 1,6 % à fin mai 2012.

Le risque souverain, tel que mesuré par les prix des dérivés de crédit, s'est encore plus nettement intensifié. Pour de nombreux pays avancés, les primes des CDS souverains ont atteint, vers la fin de 2011, des niveaux sans précédent et demeurent très élevés, malgré un léger recul au début de 2012 (graphique V.3, cadre supérieur gauche). Ces primes ont même augmenté

pour les États dont les obligations faisaient figure de refuge et dont les coûts d'emprunt avaient, par conséquent, diminué.

L'érosion de la solvabilité perçue des économies avancées s'est également traduite par un abaissement généralisé des notes de crédit (graphique V.3, cadre inférieur gauche). Les États-Unis eux-mêmes, qui émettent la monnaie de réserve la plus largement détenue au monde, ont vu leur signature déclassée par Standard & Poor's en août 2011, la Commission mixte du Congrès sur la réduction du déficit n'ayant pas réussi à s'accorder sur une stratégie claire de compression de la dette publique à moyen terme. Comme dans le cas des prix de marché, il est possible que certains de ces déclassements reflètent non seulement la dégradation des finances publiques induite par la crise, mais aussi une réévaluation du risque souverain : des situations budgétaires considérées comme supportables avant la crise sont désormais jugées plus risquées.

Les marchés et les agences de notation ont une opinion plus positive sur les économies émergentes. Les primes CDS sur signatures souveraines des grandes ÉcÉm sont restées relativement stables ces dernières années et, bien qu'elles aient augmenté au second semestre 2011, elles demeurent nettement au-dessous des sommets de 2008–2009 (graphique V.3, cadre supérieur droit). De plus, les notes de crédit de ces États suivent une tendance à la hausse depuis une dizaine d'années, qui les rapproche de celles des économies avancées (graphique V.3, cadre inférieur droit). Mais le tableau n'est pas uniformément positif. Certaines ÉcÉm plus petites ont subi un abaissement de leur note de crédit ces dernières années. D'autres ont vu leur note et leurs coûts d'emprunt demeurer pratiquement inchangés en dépit de la croissance rapide de leur économie. Enfin, la dette souveraine de nombreuses ÉcÉm d'Asie est actuellement moins bien notée qu'elle ne l'était avant la crise financière asiatique de 1997.

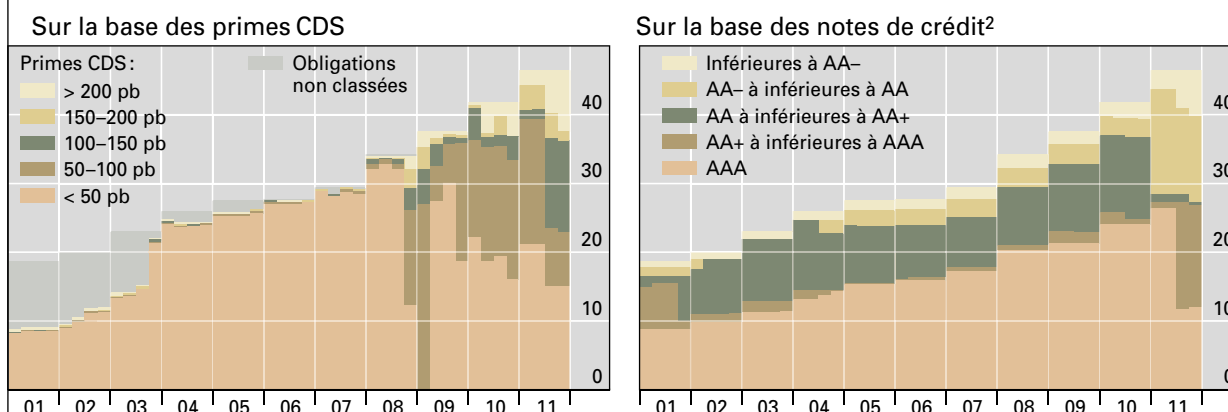
Conséquences de la perte du statut de référence sans risque

La dégradation de la solvabilité des émetteurs souverains a des conséquences néfastes importantes pour la stabilité financière, la crédibilité des politiques macroéconomiques et les coûts d'emprunt du secteur privé.

Tout d'abord, la perte par les États de leur statut d'emprunteur sans risque compromet la stabilité financière. En effet, un État dont la dette n'est plus considérée comme sûre n'est pas en mesure d'offrir un filet de sécurité au système financier, qui voit ainsi disparaître son ultime point d'ancrage de stabilité. De plus, les agents privés et les intermédiaires financiers peu enclins au risque perdent un outil précieux, et stabilisateur, de préservation de la richesse en période de tensions, y compris sous la forme de sûretés. De fait, le profil de risque global des obligations souveraines s'est sensiblement dégradé, comme en témoignent les primes CDS (graphique V.4, cadre de gauche) ainsi que les notes de crédit (cadre de droite). On assiste donc, au niveau mondial, à une raréfaction des obligations d'État « sûres », au moment même où les investisseurs recherchent la sécurité, ce qui se traduit par une forte pénurie d'actifs sans risque.

Dettes des administrations publiques : profil de risque de crédit¹

En milliers de milliards de dollars



¹ Encours total, pays de l'OCDE. Niveau de la dette : données de fin d'année ; primes CDS et notes de crédit : données de fin de trimestre. ² Notes de crédit : moyennes arithmétiques des notes attribuées par Fitch, Moody's et Standard & Poor's à la dette souveraine à long terme en devises.

Sources : Bloomberg ; Markit ; données nationales ; calculs BRI.

Graphique V.4

Ensuite, le caractère plus risqué de la dette souveraine menace la stabilité macroéconomique à travers ses effets sur les politiques budgétaire et monétaire. D'une part, il réduit la marge de manœuvre disponible pour appliquer des politiques budgétaires contracycliques, stabilisatrices. D'autre part, il peut nuire à la crédibilité de la politique monétaire en faisant redouter une prépondérance budgétaire et une monétisation de la dette publique¹³, ce qui pourrait priver d'un point d'ancrage les anticipations d'inflation et déstabiliser l'économie dans son ensemble.

Enfin, la dégradation de la solvabilité perçue d'un État alourdit les coûts de financement de la quasi-totalité des emprunteurs de sa juridiction, puisque les taux d'intérêt des obligations souveraines constituent de fait un plancher¹⁴ et sont, de surcroît, étroitement corrélés avec ceux des emprunteurs privés (graphique V.5), surtout en période de crise¹⁵.

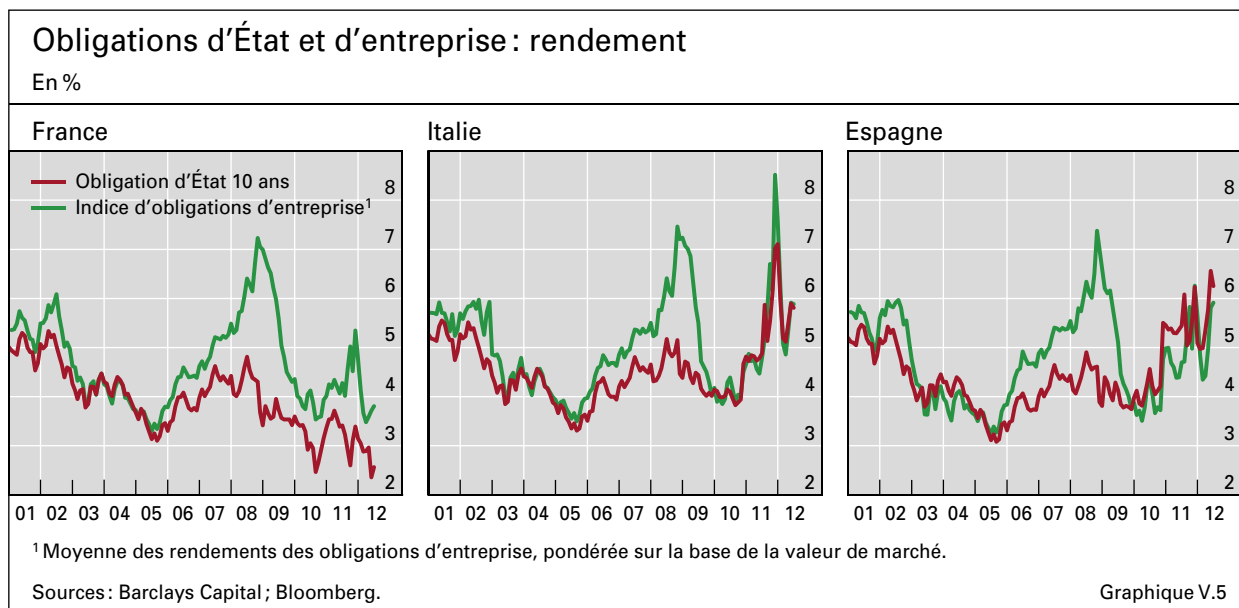
Comment recouvrer le statut de référence sans risque ?

Les gouvernements de nombreux pays avancés vont devoir améliorer sensiblement leurs soldes budgétaires afin de remettre leurs finances publiques sur une trajectoire soutenable et de restaurer ainsi la confiance des marchés. Il s'agit là d'un préalable au retour d'une croissance durable. Il leur faudra pour cela procéder à un assainissement résolu et mettre fin aux interactions négatives entre risques bancaires et risques souverains.

¹³ Voir aussi BRI, *Threat of fiscal dominance ?*, BIS Papers, n° 65, mai 2012.

¹⁴ Les quelques exceptions sont, en particulier, les grandes multinationales dont les recettes et les opérations sont diversifiées à l'échelle internationale.

¹⁵ G. Corsetti, K. Kuester, A. Meier et J. Mueller, *Sovereign risk, fiscal policy, and macroeconomic stability*, IMF Working Papers, n° 12/33, janvier 2012.



Le processus a déjà commencé dans un certain nombre d'économies avancées (chapitre II), mais il doit se poursuivre. Selon les estimations de l'OCDE, le déficit budgétaire primaire corrigé des variations conjoncturelles est revenu en moyenne, dans les pays avancés, à 4,1 % du PIB en 2011, et devrait continuer à reculer pour s'établir à 3,1 % en 2012 et 2,1 % en 2013. Dans les ÉcÉm, il était en moyenne plus modéré en 2011 et ne devrait baisser que légèrement au cours des deux prochaines années¹⁶. Néanmoins, parmi les pays qui ont entrepris de réduire leur déficit, un grand nombre n'ont pas été en mesure d'atteindre l'objectif qu'ils avaient annoncé pour le ratio déficit/PIB, parce que la croissance a été plus faible, et les déficits, plus élevés que prévu.

Les marchés financiers peuvent à la fois favoriser et entraver le retour à la viabilité budgétaire. D'un côté, la discipline de marché peut inciter à l'assainissement des comptes publics. D'un autre, les marchés financiers peuvent être indulgents pendant trop longtemps et réagir trop tard. Les autorités ne devraient donc pas attendre que les marchés émettent des signaux pour entamer un redressement budgétaire.

Les États devraient engager dès maintenant une réforme de leurs systèmes de retraite et de santé, ce qui abaisserait le niveau de leurs engagements implicites à long terme et restaurerait la confiance dans la viabilité à long terme de leurs finances publiques.

Un grand nombre de pays avancés doivent non seulement procéder à d'importants ajustements de leurs budgets, mais aussi engager de profondes réformes de leur secteur public. Le calendrier et l'intensité de ces mesures dépendront bien entendu des conditions spécifiques à chaque pays. Mais, si l'assainissement se fait attendre, la confiance pourrait en souffrir, ce qui pèsera sur les coûts d'emprunt. Dans certains pays, la perte de confiance

¹⁶ FMI, *Moniteur des finances publiques*, avril 2012.

est telle que les pouvoirs publics n'ont pas d'autre choix que d'agir sans délai. Il est pour eux impératif de restaurer la confiance, préalable incontournable à la relance de l'économie.

Les recommandations divergent quant au calendrier optimal pour l'assainissement des finances publiques. Ces divergences reflètent en partie l'incertitude relative à l'ampleur des multiplicateurs budgétaires, qui peut dépendre de l'état de l'économie et des contraintes pesant sur la politique monétaire. Des travaux récents laissent penser que ces multiplicateurs sont peut-être plus grands lorsque les écarts de production sont négatifs et que la politique monétaire est limitée par le plancher du taux zéro, comme c'est actuellement le cas dans les grandes économies avancées¹⁷. Cela étant, il se peut que les multiplicateurs budgétaires, en récession de bilan (par désendettement des agents privés), soient inférieurs à ce qu'ils seraient dans une récession ordinaire. En particulier, dans ce cas, les agents surendettés – en l'occurrence, actuellement, les ménages – consacrent une part plus grande de chaque unité de revenu supplémentaire à la réduction de leur endettement plutôt qu'à des dépenses discrétionnaires.

L'assainissement budgétaire devrait donc aussi intégrer la possibilité d'utiliser, si nécessaire, la marge budgétaire disponible pour financer le redressement des bilans dans les secteurs financier et non financier. Dans les pays où une correction des bilans du secteur privé s'impose, il convient de ménager un espace budgétaire pour ce faire, sans pour autant nuire à l'effort global d'assainissement budgétaire et de réduction de la dette (chapitres III et VI).

Il serait judicieux que les autorités encouragent les agents économiques et les marchés financiers à regarder au-delà du très court terme. Dans cette perspective, il convient de présenter clairement l'incidence probable des mesures prévues à différents horizons. Les études existantes semblent indiquer que l'incidence négative des restrictions budgétaires sur l'activité économique est temporaire¹⁸.

Un accroissement de la flexibilité de l'économie peut atténuer d'éventuels effets néfastes à court terme sur la production et accélérer le retour à une croissance viable à long terme. Les politiques structurelles, telles que les réformes des marchés des produits et du travail, jouent un rôle particulièrement important, dans la mesure où elles peuvent faciliter la réaffectation des ressources, soutenir la compétitivité et stimuler la productivité.

À plus long terme, les autorités doivent mettre fin aux interactions négatives entre secteur financier et risque souverain, avant tout en encourageant les banques à constituer des volants de fonds propres et de liquidité – une

¹⁷ A. Baum, M. Poplawski-Ribeiro et A. Weber, *Fiscal multipliers and the state of the economy*, IMF Working Papers, à paraître ; J. DeLong et L. Summers, *Fiscal policy in a depressed economy*, mars 2012, document interne ; et R. Barrell, D. Holland et I. Hurst, *Fiscal consolidation: Part 2. Fiscal multipliers and fiscal consolidations*, Document de travail du Département des Affaires économiques de l'OCDE, n° 933, février 2012.

¹⁸ K. Clinton, M. Kumhof, D. Laxton et S. Mursula, *Budget consolidation: short-term pain and long-term gain*, IMF Working Papers, n° 10/163, juillet 2010 ; C. Freedman, M. Kumhof, D. Laxton, D. Muir et S. Mursula, « Global effects of fiscal stimulus during the crisis », *Journal of Monetary Economics*, vol. 57, n° 5, 2010 ; FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*, octobre 2010, chapitre 3.

priorité des réformes réglementaires en cours (chapitre VI) –, ce qui réduirait la probabilité que les États soient obligés d'assurer à nouveau leur sauvetage. Une autre priorité, pour les États, est de se montrer particulièrement prudents lorsque la conjoncture est favorable et à se ménager des réserves budgétaires afin de pouvoir, si nécessaire, soutenir le système financier sans nuire à leur propre qualité de crédit (section précédente). Enfin, il convient d'appliquer à la dette publique détenue par les banques une pondération de risque reposant sur une évaluation réaliste du risque souverain, conformément à l'approche fondée sur les notations internes (NI) du dispositif de Bâle. Les banques seraient ainsi dissuadées d'accorder une place disproportionnée aux obligations souveraines dans leurs portefeuilles. Contrairement à l'esprit de l'approche NI, nombre de banques et d'autorités de contrôle attribuent en effet une pondération de risque nulle aux obligations de leur propre État, renforçant ainsi les incitations à détenir de tels actifs¹⁹.

Les pays qui ont moins souffert de la crise financière, dont de nombreuses économies émergentes, pourraient saisir cette occasion pour placer leurs finances publiques sur une trajectoire viable à long terme. Ils seraient ainsi mieux préparés à faire face à l'accroissement des dépenses publiques au titre des retraites et de la santé qui résultera du vieillissement démographique, et disposeraient à l'avenir d'une plus grande marge de manœuvre pour appliquer une politique budgétaire contracyclique.

Synthèse

Les émetteurs souverains ont vu leur qualité de crédit se dégrader à un rythme alarmant. La situation budgétaire était déjà intenable dans de nombreuses économies avancées avant la crise financière, ce qui a nettement aggravé le problème. La dégradation des finances publiques a eu des conséquences néfastes pour la stabilité financière, la crédibilité des politiques budgétaire et monétaire, le fonctionnement des marchés financiers et les coûts d'emprunt du secteur privé. Pour restaurer la viabilité budgétaire, il faudra procéder à un assainissement résolu, encourager la croissance à long terme et mettre fin aux interactions négatives entre risques bancaires et risques souverains.

¹⁹ Par exemple, une directive européenne établit une pondération de risque nulle pour les obligations des États membres qui sont libellées et financées dans la monnaie du pays. Voir aussi H. Hannoun, « Sovereign risk in bank regulation and supervision: where do we stand? », discours prononcé à la réunion de haut niveau organisée par l'Institut pour la stabilité financière à Abu Dhabi, Émirats arabes unis, le 26 octobre 2011.