

## IV. Viabilité des finances publiques : état des lieux

Six ans après le début de la crise financière mondiale, la dette publique a atteint, dans la plupart des économies avancées, des niveaux sans précédent en temps de paix, et elle continue d'augmenter de manière inquiétante. La crise n'a fait qu'aggraver une situation déjà mauvaise. Après avoir affiché une tendance haussière plus ou moins continue depuis le milieu des années 1970, la dette publique de nombreuses économies avancées s'établissait déjà à des records historiques en 2007. Pire encore, les chiffres officiels sous-estiment l'ampleur véritable des problèmes budgétaires qui attendent de nombreuses économies, car les engagements pris par l'État entraîneront une forte hausse des dépenses au titre des retraites et de la santé dans les décennies à venir.

Depuis 2010, des progrès ont été accomplis de manière inégale dans l'assainissement des finances publiques. Les économies confrontées à une lourde pression des marchés ont consenti des efforts substantiels, qui contribuent à stabiliser leur situation financière. D'autres, en particulier celles où les taux d'intérêt demeurent très bas, mettent plus de temps à résorber leur déficit courant et à remédier au problème des engagements non provisionnés. Dans ces économies, le degré d'ajustement budgétaire nécessaire reste important et pourrait s'accroître encore si les taux d'intérêt à long terme, aujourd'hui très faibles, venaient à remonter.

La plupart des économies émergentes sont en meilleure posture que les économies avancées. Une reprise plus soutenue leur a permis de réduire leurs déficits. Leur situation budgétaire pourrait toutefois paraître plus favorable qu'elle ne l'est réellement. Dans plusieurs pays, le solde budgétaire a pu profiter d'une forte expansion du crédit et de l'envolée des prix des actifs et des matières premières. En outre, les dépenses publiques au titre des retraites et de la santé devraient afficher une forte croissance dans certains pays. Dans les économies émergentes, l'État doit donc faire preuve de prudence budgétaire et assurer le financement des engagements futurs liés au vieillissement de la population.

Le présent chapitre dresse l'état des lieux des progrès réalisés par les économies avancées et les économies émergentes sur la voie du redressement de leurs finances publiques. Il décrit tout d'abord l'évolution des déficits et de la dette depuis 2009, avant d'apprécier l'ampleur de l'assainissement qui reste nécessaire pour assurer la viabilité des finances publiques. Il examine ensuite l'incidence potentielle d'une hausse des taux d'intérêt sur l'évolution de la dette publique dans plusieurs économies dont les taux longs sont actuellement extrêmement bas. Le présent chapitre cherche ensuite à déterminer si les appels en faveur d'un ralentissement ou d'un report de l'ajustement budgétaire sont justifiés. Enfin, il souligne l'importance cruciale de la qualité, c'est-à-dire des modalités de l'ajustement budgétaire pour la croissance à long terme.

### Progrès réalisés à ce jour

En 2010, les économies avancées ont commencé à réduire leur déficit, qui s'était fortement creusé depuis l'éclatement de la crise financière. Dans la plupart des pays, le déficit nominal a culminé en 2009, atteignant entre 5 et 16 % du PIB. Il s'est comprimé depuis et, fin 2013, il devrait avoir baissé d'environ 2 à 12 points de pourcentage par rapport à son pic.

Le solde primaire sous-jacent (solde corrigé des variations cycliques, net des charges d'intérêts et des recettes/dépenses à caractère exceptionnel) rend peut-être mieux compte des progrès réalisés que le déficit nominal<sup>1</sup>. À court terme, le resserrement budgétaire ralentit la croissance du PIB. Cela étant, l'amélioration résultant de l'assainissement budgétaire ne se répercute pas nécessairement tout de suite sur le niveau des charges d'intérêts. Avec le solde primaire sous-jacent comme indicateur et l'exercice 2009 comme année de base, le solde budgétaire des économies avancées devrait avoir progressé de près de 4 points de pourcentage en moyenne d'ici fin 2013 (soit 1 point par an).

Cependant, toutes les économies avancées n'ont pas accompli des progrès identiques. C'est dans les pays qui subissent des pressions sur les marchés financiers que l'ajustement est le plus remarquable. Parmi les pays bénéficiant de programmes de soutien financier de l'UE et du FMI, la Grèce devrait enregistrer une amélioration de son solde primaire sous-jacent de près de 17 points de pourcentage du PIB potentiel d'ici fin 2013 ; l'Irlande et le Portugal, de respectivement 7,3 et 6,8 points de pourcentage. Parmi les pays qui peuvent toujours accéder aux marchés, l'Espagne devrait constater une amélioration de 8,3 points de pourcentage et l'Italie, de 5,1 (tableau IV.1). Par contre, l'ajustement est plus lent dans les pays où les pressions des marchés ont été plus faibles. Au sein de la zone euro, la France aura vu son solde primaire sous-jacent s'améliorer d'environ 4,9 points de pourcentage, les Pays-Bas de 3,5 points de pourcentage, l'Autriche de 2,4 points de pourcentage et la Belgique de 2,3 points de pourcentage.

Les pays jouissant de taux d'intérêt actuellement très inférieurs à leurs moyennes historiques, essentiellement grâce aux achats d'obligations par les banques centrales et au report des flux de capitaux vers les titres jugés les plus sûrs, enregistrent également une plus lente amélioration de leur situation budgétaire. Fin 2013, le Royaume-Uni et les États-Unis auront ainsi réduit leur déficit primaire sous-jacent de, respectivement, 3,3 et 4,8 points de pourcentage du PIB potentiel depuis 2009. Seul le Japon enregistre une dégradation de ce solde, en partie à cause des programmes de reconstruction après le tsunami. Avec un déficit nominal qui devrait dépasser 10 % du PIB en 2013, l'assainissement budgétaire reste un défi d'envergure pour ce pays (tableau IV.1).

Dans la plupart des économies avancées, le rythme de l'assainissement budgétaire est comparable à celui observé pendant les précédents épisodes d'ajustement budgétaire de grande ampleur. L'amélioration médiane du solde primaire sous-jacent avait alors avoisiné 1 point de pourcentage par an<sup>2</sup>. Cependant, les efforts déployés actuellement sont insuffisants dans de nombreux pays compte tenu de l'ampleur du déficit courant et du degré d'ajustement requis.

L'endettement brut des administrations publiques devrait continuer de s'accroître dans de nombreuses économies avancées. En 2013, il avoisinera 230 % du PIB au Japon, dépassera 180 % en Grèce, 140 % en Italie et au Portugal, sera

<sup>1</sup> Le solde primaire sous-jacent reste néanmoins un indicateur imparfait car il repose sur une estimation de l'écart de production, qui n'est pas fiable. Si l'incidence négative à court terme de l'assainissement budgétaire sur la croissance disparaît au fil du temps, certains phénomènes jugés cycliques peuvent se révéler plus persistants ou structurels. Si l'on pense que l'ampleur des écarts de production négatifs est surestimée, alors l'exacte mesure du redressement budgétaire l'est également.

<sup>2</sup> Voir, par exemple, H. Blöchliger, D. Song et D. Sutherland, *Fiscal consolidation: part 4. Case studies of large fiscal consolidation episodes*, document de travail n° 935 du Département des Affaires économiques de l'OCDE, février 2012. Voir également *80<sup>e</sup> Rapport annuel BRI*, juin 2010, tableau V.2.

## Situation budgétaire<sup>1</sup>

Tableau IV.1

	Solde global <sup>2</sup>			Solde primaire sous-jacent public <sup>3</sup>			Endettement brut <sup>2</sup>		
	2009	2013	Variation	2009	2013	Variation	2009	2013	Variation
<b>Économies avancées</b>									
Allemagne	-3,1	-0,2	2,9	0,7	1,4	0,7	77	88	10,4
Autriche	-4,1	-2,3	1,8	-1,4	1,1	2,4	74	87	12,6
Belgique	-5,6	-2,6	3,1	-0,9	1,4	2,3	100	105	4,9
Canada	-4,8	-2,9	1,9	-3,0	-2,0	0,9	82	85	3,6
États-Unis	-11,9	-5,4	6,6	-7,9	-3,1	4,8	89	109	20,3
Espagne	-11,2	-6,9	4,3	-8,1	0,3	8,3	63	98	34,9
France	-7,6	-4,0	3,6	-4,6	0,3	4,9	91	114	22,2
Grèce	-15,6	-4,1	11,5	-11,4	5,5	16,9	138	184	45,4
Irlande	-13,9	-7,5	6,4	-7,7	-0,5	7,3	71	129	58,7
Italie	-5,4	-3,0	2,5	0,3	5,4	5,1	130	144	13,5
Japon	-8,8	-10,3	-1,4	-7,0	-8,5	-1,6	189	228	39,7
Pays-Bas	-5,6	-3,7	1,9	-3,5	-0,1	3,5	68	84	16,6
Portugal	-10,2	-6,4	3,8	-4,9	1,8	6,8	94	143	48,9
Royaume-Uni	-10,8	-7,1	3,8	-7,6	-4,3	3,3	72	109	37,1
Suède	-1,0	-1,6	-0,6	1,9	-0,2	-2,1	52	53	0,5
<b>Économies émergentes</b>									
Afrique du Sud	-5,5	-4,8	0,8	-2,8	-1,5	1,3	31	43	11,4
Brésil	-3,1	-1,2	1,9	2,8	3,3	0,4	67	67	0,2
Chine	-3,1	-2,1	0,9	-2,2	-0,3	1,9	18	21	3,6
Corée	-1,1	1,4	2,5	-1,0	0,8	1,8	34	35	1,5
Inde	-10,1	-8,3	1,8	-5,8	-4,3	1,5	75	66	-8,6
Indonésie	-1,8	-2,8	-1,1	-0,0	-1,4	-1,4	29	24	-5,0
Malaisie	-6,2	-4,0	2,1	-4,0	-2,1	1,9	53	56	3,2
Mexique	-4,7	-3,1	1,6	-1,2	-0,5	0,7	45	44	-1,0
Thaïlande	-3,2	-2,7	0,5	-1,4	-2,5	-1,1	45	46	0,7

<sup>1</sup> Des administrations publiques. <sup>2</sup> En % du PIB. Économies avancées et Corée : estimations de l'OCDE ; autres économies : estimations du FMI. <sup>3</sup> En % du PIB potentiel ; hors paiements d'intérêts nets. Économies avancées et Corée : estimations de l'OCDE (corrigées des variations cycliques et des transactions ponctuelles) ; autres économies : estimations du FMI (corrigées des variations cycliques).

Sources : FMI ; OCDE.

proche de 130 % en Irlande, s'établira aux alentours de 110 % aux États-Unis, au Royaume-Uni et en France, et de 100 % en Belgique et en Espagne. En revanche, il devrait être inférieur à 90 % et proche de la stabilisation au Canada et en Allemagne (tableau IV.1).

La prise en compte des actifs publics dans les chiffres de l'endettement change parfois la donne. Ainsi, au Japon, la dette publique nette est largement inférieure à l'endettement brut, même si elle reste considérable, à 145 % du PIB, tandis que

l'écart est de presque 50 points de pourcentage au Canada. La différence est toutefois bien moindre dans la plupart des autres économies. En outre, la dette nette constitue un indicateur moins fiable que l'endettement brut, en raison des problèmes relatifs à l'évaluation de certains actifs financiers détenus par le secteur public (comme les participations de l'État dans les entreprises publiques).

Au vu du niveau actuel des soldes budgétaires et de la dette publique, il apparaît que la situation budgétaire des pays émergents est meilleure que celle des économies avancées. Lorsqu'elles sont entrées dans la récession mondiale actuelle, nombre d'économies émergentes affichaient un niveau de déficit et d'endettement inférieur à celui des épisodes précédents. Et, grâce à un vif rebond de la croissance de la production et à des conditions de financement favorables, elles ont vu leur déficit nominal se réduire rapidement dès les deux premières années de la reprise. Le niveau d'endettement a déjà reculé dans plusieurs économies, comme l'Inde, l'Indonésie ou le Mexique (tableau IV.1).

Cependant, dans certaines économies émergentes, telles que l'Afrique du Sud, l'Inde et la Thaïlande, les ajustements budgétaires se sont infléchis sous l'effet de l'essoufflement de la demande mondiale. Les prévisionnistes estiment désormais que la dette augmentera ces prochaines années en Afrique du Sud et en Thaïlande. Elle devrait rester supérieure à 66 % du PIB en Inde, un niveau déjà élevé qui laisse peu de latitude en cas de conditions défavorables imprévues.

L'amélioration récente des finances publiques dans la plupart des économies émergentes ne doit pas inciter à un optimisme excessif. Le solde budgétaire nominal s'est certes redressé, mais il reste inférieur à son niveau d'avant la crise dans plusieurs économies émergentes. En outre, dans certaines économies émergentes, les recettes budgétaires ont pu bénéficier jusqu'ici d'une expansion du crédit et d'un renchérissement des actifs qui ne sont pas tenables à moyen terme. Et certains pays pourraient devoir faire face à des engagements implicites non négligeables (une dette potentielle supplémentaire qui se matérialisera si les établissements financiers, les administrations locales ou d'autres entités publiques ont besoin d'être secourus). Enfin, dans certaines économies, les dépenses au titre des retraites et de la santé connaîtront une forte hausse au cours des prochaines décennies.

## Que faire de plus pour assurer la viabilité des finances publiques ?

Malgré leurs récents efforts d'assainissement budgétaire, la plupart des économies avancées et plusieurs économies émergentes devront encore améliorer nettement leur solde primaire sous-jacent, si elles veulent assurer la viabilité de leurs finances publiques.

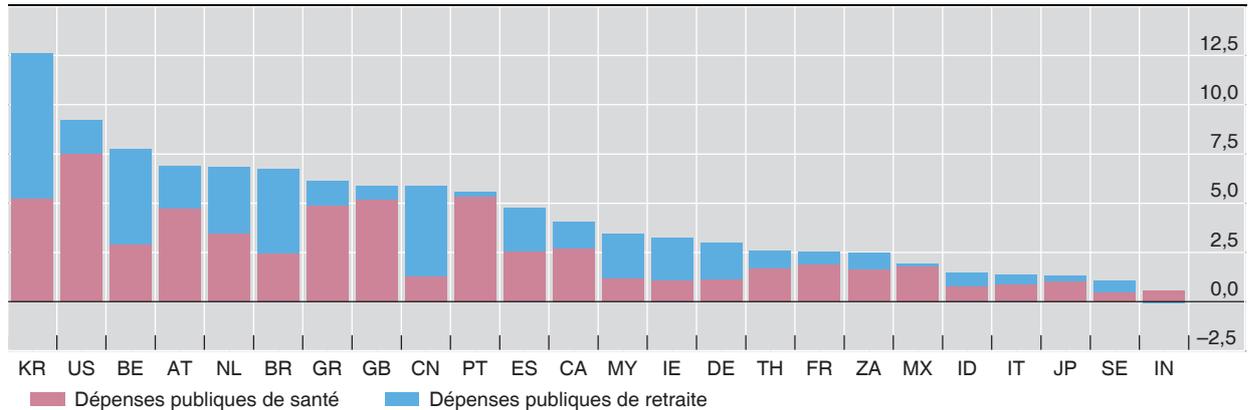
Pour évaluer ces besoins, il importe de déterminer le niveau d'endettement réellement supportable. La simple stabilisation de la dette ne suffira probablement pas pour parvenir à assurer la solvabilité à long terme. La dette a déjà atteint des niveaux sans précédent en temps de paix dans plusieurs économies avancées, et tout événement majeur imprévu (nouvelle crise financière, par exemple) pourrait la faire repartir à la hausse, et compromettre rapidement la viabilité de soldes budgétaires apparemment tenables.

Même en l'absence de telles évolutions, la persistance d'un niveau d'endettement élevé peut coûter cher, et ce pour plusieurs raisons. Premièrement, la probabilité accrue de défaut ou de financement inflationniste qui pourrait suivre un nouveau choc négatif de grande ampleur risque de faire augmenter les primes de risque exigées des emprunteurs souverains comme du secteur privé par les

## Dépenses liées au vieillissement démographique : projections, 2013–2040<sup>1</sup>

En pts de % du PIB potentiel

Graphique IV.1



AT = Autriche ; BE = Belgique ; BR = Brésil ; CA = Canada ; CN = Chine ; DE = Allemagne ; ES = Espagne ; FR = France ; GB = Royaume-Uni ; GR = Grèce ; ID = Indonésie ; IE = Irlande ; IN = Inde ; IT = Italie ; JP = Japon ; KR = Corée ; MX = Mexique ; MY = Malaisie ; NL = Pays-Bas ; PT = Portugal ; SE = Suède ; TH = Thaïlande ; US = États-Unis ; ZA = Afrique du Sud.

<sup>1</sup> Niveau des dépenses liées au vieillissement démographique en 2013 : interpolation linéaire entre (a) le niveau observé en 2010 des dépenses de retraite et de santé et (b) le niveau attendu des dépenses de santé en 2015 et des dépenses de retraite en 2020.

Sources : B. Clements, D. Coady, F. Eich, S. Gupta, A. Kangur, B. Shang et M. Soto, *The challenge of public pension reform in advanced and emerging economies*, IMF Occasional Papers, n° 275, janvier 2013 ; M. Soto, B. Shang et D. Coady, « New projections of public health spending, 2010–50 », in B. Clements, D. Coady et S. Gupta (sous la direction de), *The economics of public health care reform in advanced and emerging economies*, avril 2012 ; calculs BRI.

prêteurs. Deuxièmement, un endettement élevé restreint la marge de manœuvre permettant d'appliquer des politiques contracycliques, favorisant ainsi la volatilité de l'économie. En outre, il suscite des incertitudes quant à la fiscalité et aux dépenses publiques à venir, qui peuvent rendre les entreprises et les ménages peu enclins à la dépense. Enfin, une dette en augmentation constante entraîne un accroissement des paiements d'intérêts, qui pourraient devoir être financés par des majorations d'impôts, sources de distorsion. Tous ces facteurs peuvent grever la croissance.

Plusieurs études empiriques étayent cette conclusion et montrent que la croissance moyenne a tendance à s'essouffler lorsque la dette publique brute dépasse 80 % du PIB environ (encadré). Le franchissement de ce seuil n'entraîne pas automatiquement un ralentissement de la croissance, mais si la dette se maintient au-dessus de ce taux, le risque de fléchissement de la croissance tendancielle augmente. Étant donné que des amortisseurs budgétaires sont nécessaires pour faire face à des chocs d'envergure, la cible d'endettement devrait être bien inférieure à cette limite. Même s'il n'existe pas de règle absolue en la matière, on l'établira ici par prudence à 60 % du PIB pour les économies avancées et à 40 % pour les économies émergentes<sup>3</sup>.

Les engagements existants en matière de dépenses futures pour les retraites et la santé (non pris en compte par les indicateurs actuels de la dette publique) s'ajoutent aux besoins d'ajustement budgétaire. D'après le graphique IV.1, entre 2013 et 2040, ces engagements mesurés en pourcentage du PIB devraient

<sup>3</sup> La cible d'endettement brut du Japon est fixée à 200 % du PIB.

## Ajustement budgétaire nécessaire<sup>1</sup>

En pts de % du PIB potentiel

Tableau IV.2

	Taux d'intérêt corrigé de la croissance <sup>2</sup> = niveau 2013		Taux d'intérêt corrigé de la croissance <sup>2</sup> = niveau 2013 convergeant vers 1 % sur 5 ans		Taux d'intérêt 2013 corrigé de la croissance (en %) <sup>2</sup>
	Hors DLV <sup>3</sup>	Avec DLV <sup>4</sup>	Hors DLV <sup>3</sup>	Avec DLV <sup>4</sup>	
<b>Économies avancées</b>					
Allemagne	0,6	3,4	0,6	3,3	1,1
Autriche	1,0	7,7	0,9	7,6	1,1
Belgique	1,8	9,0	1,6	8,8	1,3
Canada	4,3	8,1	4,2	8,1	1,1
Espagne	7,8	10,4	3,7	7,3	4,7
États-Unis	4,8	14,1	6,9	16,1	-1,0
France	3,6	5,4	3,3	5,2	1,3
Italie	4,2	4,0	2,0	1,9	4,1
Japon	13,3	14,9	17,9	19,6	0,2
Pays-Bas	2,4	8,9	2,2	8,8	1,2
Royaume-Uni	7,4	13,2	8,5	14,0	0,2
Suède	0,2	1,3	0,6	1,7	0,3
<b>Économies émergentes</b>					
Afrique du Sud	0,9	3,3	2,1	4,6	-1,9
Brésil	.	5,0	.	4,8	1,4
Chine	.	2,5	.	5,9	-7,3
Corée	.	11,9	.	12,0	0,7
Inde	3,3	3,7	6,4	6,6	-5,0
Indonésie	.	0,2	1,2	2,7	-5,3
Malaisie	2,2	5,6	3,5	6,8	-1,7
Mexique	0,1	2,3	1,1	3,2	-1,2
Thaïlande	1,3	3,9	3,3	5,8	-3,5

<sup>1</sup> Ajustement du solde primaire sous-jacent (défini comme l'écart entre le pic du solde primaire sous-jacent pour la période 2014–2040 et son niveau projeté pour 2013) nécessaire pour ramener d'ici 2040 le ratio endettement brut/PIB à 60 % pour les économies avancées (200 % pour le Japon) et à 40 % pour les économies émergentes. Les points indiquent que le ratio endettement/PIB cible peut être atteint sans amélioration du solde primaire sous-jacent relativement à son niveau de 2013. <sup>2</sup> Défini comme  $(1 + r) / (1 + g) - 1$ , où  $r$  = taux d'intérêt effectif nominal et  $g$  = croissance du PIB nominal. Taux d'intérêt effectif nominal de chaque année : charges d'intérêts de l'État pour cette année divisées par le niveau de la dette publique à la fin de l'année précédente. <sup>3</sup> Sans tenir compte de l'évolution projetée des dépenses liées au vieillissement (DLV) en % du PIB. <sup>4</sup> En tenant compte de l'évolution projetée des DLV en % du PIB.

Sources : FMI ; OCDE ; calculs BRI.

fortement augmenter dans plusieurs pays<sup>4</sup>. Parmi les économies avancées, c'est aux États-Unis que l'on anticipe la hausse la plus vive (plus de 9 points de pourcentage), essentiellement du fait de l'augmentation des dépenses de santé. L'Autriche, la Belgique, l'Espagne, la Grèce, les Pays-Bas, le Portugal et le Royaume-Uni devraient, eux aussi, enregistrer de fortes hausses (d'à peu près 5 à 8 points de pourcentage).

<sup>4</sup> Ces projections ne tiennent pas compte des réformes adoptées après décembre 2011. Par conséquent, elles peuvent surestimer les augmentations attendues en matière de dépenses liées au vieillissement pour les pays qui ont, depuis, modifié leur législation.

L'augmentation attendue est également substantielle dans plusieurs économies émergentes, en particulier en Corée (plus de 12 points de pourcentage), au Brésil (environ 7 points) et en Chine (environ 6 points), principalement du fait des retraites<sup>5</sup>.

Le tableau IV.2 présente des estimations de la variation du solde primaire sous-jacent nécessaire pour ramener, d'ici 2040, les niveaux d'endettement aux cibles énoncées ci-dessus. Le calcul se fonde sur les hypothèses suivantes. Premièrement, les projections de la dette et du déficit sont effectuées à partir de leurs valeurs prévisionnelles pour fin 2013. Deuxièmement, on suppose que le solde primaire sous-jacent s'améliorera de 1 point de pourcentage par an jusqu'à ce que la dette s'inscrive sur une tendance de baisse régulière. L'ajustement nécessaire correspond ainsi à la différence entre le solde primaire de 2013 et l'excédent primaire sous-jacent le plus élevé requis sur la période 2014–2040. Troisièmement, on suppose que l'écart de production se résorbera au cours des cinq prochaines années de sorte que le solde primaire converge progressivement vers le solde primaire sous-jacent sur la même période. Enfin, on considère qu'une dette élevée est sans incidence sur les taux d'intérêt ou la croissance économique.

La première colonne du tableau IV.2 indique l'ajustement du solde primaire sous-jacent requis dans l'hypothèse où les dépenses liées au vieillissement démographique restent constantes, en pourcentage du PIB. La deuxième montre l'amélioration que le solde primaire sous-jacent, net des dépenses liées au vieillissement, devrait enregistrer dans l'hypothèse où rien n'est fait pour endiguer la hausse de ces dépenses. Les troisième et quatrième colonnes présentent la même information, dans l'hypothèse où le taux d'intérêt nominal, déflaté du taux de croissance du PIB, converge progressivement vers 1 % sur cinq ans, en partant de son niveau actuel. Les estimations présentées dans ces deux colonnes constituent une évaluation plus prudente des besoins d'ajustement budgétaire des pays qui affichent actuellement des taux d'intérêt faibles, et probablement plus réaliste pour ceux dont les taux sont très élevés et la croissance de la production faible. Si ce dernier ensemble de pays progresse sur la voie de l'assainissement de leurs finances publiques, leurs coûts d'emprunt devraient diminuer sensiblement et leur croissance augmenter sur la durée.

Dans les économies avancées, les ajustements budgétaires rendus nécessaires ne sont pas négligeables, en particulier lorsque les projections d'augmentation des dépenses liées au vieillissement sont prises en compte. Ces besoins sont particulièrement importants dans certains des pays qui affichent jusqu'ici des taux longs très faibles. Au Japon, même dans le cadre du scénario le plus modéré, qui se fonde sur le faible niveau des taux d'intérêt actuels, déflatés du taux de croissance, et en dépit d'une cible d'endettement élevée, l'ajustement nécessaire du solde primaire sous-jacent est supérieur à 13 points de pourcentage du PIB potentiel.

Le solde primaire sous-jacent doit s'améliorer de 7,4 points au Royaume-Uni et de près de 5 points aux États-Unis (colonne 1). S'ils ne font rien pour diminuer les dépenses liées au vieillissement (colonne 2), le Royaume-Uni et les États-Unis devront procéder à un ajustement massif de la part du budget primaire sous-jacent qui n'est pas liée au vieillissement (respectivement 13 et 14 points de pourcentage du PIB). Au vu de leur ampleur, ces ajustements ont peu de chances de voir le jour : les gouvernements préféreront vraisemblablement réformer les droits à prestation.

<sup>5</sup> La viabilité des finances publiques peut également être compromise par des engagements qui peuvent se matérialiser lorsque l'État doit sauver des établissements financiers privés ou des entités publiques. Malheureusement, leur évaluation ne va pas sans un fort degré d'incertitude en raison de la rareté des informations. Nos calculs n'en tiennent pas compte explicitement, mais l'utilisation de cibles d'endettement fondées sur des hypothèses prudentes constitue un moyen de les intégrer.

## Un niveau d'endettement public élevé constitue-t-il un frein à la croissance ?

On peut intuitivement penser que l'endettement public a un impact négatif sur la croissance moyenne du PIB à long terme, et ce, pour au moins trois raisons.

Premièrement, lorsque la dette augmente, la charge d'intérêts augmente également. Or, la hausse du service de la dette entraîne, à terme, un relèvement des impôts et une baisse des dépenses publiques productives. Lorsqu'une part importante de la dette publique est détenue par des investisseurs étrangers, l'État dispose de moins de ressources pour l'investissement et la consommation intérieure. Conséquence plus dommageable, le relèvement des taux d'imposition rendu nécessaire par l'augmentation du service de la dette engendre des distorsions, qui affaiblissent un peu plus l'activité économique et, éventuellement, la croissance<sup>①</sup>.

Deuxièmement, l'accroissement de la dette entraîne une hausse des primes de risque souverain. Pour des raisons à la fois économiques et politiques, il existe une limite au relèvement des taux d'imposition. Lorsque les taux d'imposition nécessaires à la soutenabilité de la dette excèdent ce niveau maximum, le pays est contraint de faire défaut, soit explicitement, soit par le biais de l'inflation. La probabilité d'atteindre ces limites augmente avec le niveau d'endettement<sup>②</sup>. Par ailleurs, l'augmentation des primes de risque souverain entraîne une hausse des coûts d'emprunt, une baisse de l'investissement privé et un ralentissement de la croissance à long terme.

Troisièmement, lorsque la dette augmente, les autorités en charge de la politique budgétaire ne disposent plus de la même marge de manœuvre pour engager des mesures contracycliques. Il en résulte une plus grande volatilité du cycle économique, une incertitude accrue et, partant, un tassement de la croissance.

Des travaux empiriques confirment le lien négatif entre endettement public et croissance tendancielle, notamment l'étude de Reinhart et Rogoff (2010)<sup>③</sup>. Ces travaux peuvent être répartis en deux groupes : les premiers examinent la corrélation simple, à deux variables, entre endettement et croissance<sup>④</sup>, tandis que les seconds analysent les relations plus complexes qui peuvent exister entre les deux paramètres, en tenant compte des différences de croissance démographique, de vieillissement, de capital humain, de degré d'ouverture de l'économie et de profondeur du marché financier, entre autres.

Pour réduire l'incidence des variations du cycle économique et se concentrer sur les déterminants des tendances à long terme, la majorité de ces études prennent comme point de départ les moyennes pluriannuelles des taux de croissance par tête. Les résultats, récapitulés dans le tableau IV.A, sont cohérents et univoques : une augmentation de 10 points de pourcentage du ratio dette/PIB entraîne une baisse de 0,13 à 0,17 point de pourcentage de la croissance tendancielle du PIB par habitant lorsque le ratio d'endettement dépasse environ 80 %. L'étude la plus récente (Baum *et al.*, 2012), qui se limite aux pays de la zone euro et prend en compte la dernière crise financière, obtient des estimations beaucoup plus élevées, mais avec un seuil de ratio d'endettement supérieur<sup>⑤</sup>.

### Études multivariées consacrées aux effets de l'endettement sur la croissance

Tableau IV.A

Étude	Échantillon	Seuil	Effet d'une augmentation de 10 pts de % du ratio dette/PIB
Kumar et Woo (2010) <sup>1</sup>	38 économies avancées et émergentes, 1970–2007	90 %	–0,17 pt de %
Caner, Grennes et Koehler-Geib (2010) <sup>2</sup>	79 économies avancées et en développement, 1980–2008	77 %	–0,17 pt de %
Cecchetti, Mohanty et Zampolli (2011) <sup>3</sup>	18 économies de l'OCDE, 1980–2006	84 %	–0,13 pt de %
Baum, Checherita-Westphal et Rother (2012) <sup>4</sup>	12 économies de la zone euro, 1990–2010	96 %	–0,59 pt de %

<sup>1</sup> M. Kumar et J. Woo, *Public debt and growth*, IMF Working Papers, n° WP/10/174 du FMI, juillet 2010. <sup>2</sup> M. Caner, T. Grennes et F. Koehler-Geib, *Finding the tipping point – when sovereign debt turns bad*, Banque mondiale, Policy Research Working Papers, n° 5391, juillet 2010. <sup>3</sup> S. Cecchetti, M. Mohanty et F. Zampolli, « The real effects of debt », in *Achieving maximum long-run growth*, actes du colloque organisé par la Banque de Réserve fédérale de Kansas City à Jackson Hole en août 2011, pp. 145–196. <sup>4</sup> A. Baum, C. Checherita-Westphal et P. Rother, *Debt and growth: new evidence for the euro area*, ECB Working Paper Series, n° 1450, juillet 2012.

En outre, comme le montrent Reinhart *et al.* (2012)<sup>③</sup>, les problèmes de surendettement public persistent généralement pendant de nombreuses années. Lorsqu'il perdure, l'accroissement de l'endettement ne peut pas être considéré comme la conséquence d'un phénomène défavorable imprévu tel qu'une récession ou une crise financière : c'est nécessairement le résultat d'une politique délibérée. La question consiste dès lors à savoir si les politiques qui autorisent cette dérive sont judicieuses. Même si c'est la faible croissance qui est responsable de l'augmentation de la dette, une telle dynamique n'en est pas moins dangereuse. Si la croissance reste atone et que rien n'est fait pour remédier aux causes premières du problème (causes que les critiques attribuent à des facteurs autres que la dette en tant que telle), la solution consistant à augmenter encore le niveau d'endettement ne pourra être que provisoire, sa poursuite risquant d'amener l'économie tout près de ses limites budgétaires.

Pour résumer, de solides arguments théoriques et empiriques portent à croire qu'un endettement public élevé réduit la croissance réelle tendancielle future. Les données disponibles montrent que cette incidence est substantielle et qu'elle commence à se matérialiser à un niveau d'endettement de l'ordre de 80 % du PIB. Par conséquent, pour promouvoir une croissance soutenue et durable, les économies avancées doivent viser un niveau d'endettement bien inférieur à ce seuil. Pour y parvenir, certaines devront faire plus que stabiliser leur endettement : elles devront le réduire.

① On peut supposer que les effets des impôts sur la croissance sont non linéaires et qu'ils sont plus importants lorsque les taux d'imposition sont déjà élevés. Voir par exemple N. Jaimovich et S. Rebelo, *Non-linear effect of taxation on growth*, NBER Working Papers, n° 18473, octobre 2012. ② Voir H. Bi et E. Leeper, *Analyzing fiscal sustainability*, avril 2013. Voir également la note 7 dans le texte principal. ③ C. Reinhart et K. Rogoff, « Growth in a time of debt », *American Economic Review*, vol. 100, n° 2, mai 2010, pp. 573-578. La version originale de cette étude comporte une erreur de calcul et n'intègre pas les données qui n'étaient pas encore disponibles au moment de sa rédaction. Ces problèmes, malgré tout, n'infirment pas la conclusion selon laquelle la croissance est corrélée négativement à l'endettement. Avant que ces problèmes ne soient connus, l'article avait déjà été remplacé par C. Reinhart, V. Reinhart et K. Rogoff, « Public debt overhangs: advanced-economy episodes since 1800 », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 26, n° 3, juin 2012. ④ Voir, par exemple, B. Egert, *Public debt, economic growth and nonlinear effects: myth or reality?*, document de travail n° 993 du Département des Affaires économiques de l'OCDE, octobre 2012 ; A. Minea et A. Parent, *Is high public debt always harmful to economic growth? Reinhart and Rogoff and some complex non-linearities*, Association française de cliométrie, Working Papers, n° 8, février 2012. ⑤ Voir aussi l'étude d'U. Panizza et A. Presbitero, *Public debt and economic growth in advanced economies: a survey*, Money and Finance Research Group, Working Papers, n° 78, janvier 2013, qui observe également une relation négative mais conclut que la causalité joue dans l'autre sens – c'est l'anticipation d'une faible croissance future qui, selon ces auteurs, explique le niveau élevé de l'endettement actuel.

Ces besoins d'ajustement se fondent sur des taux d'intérêt actuels, déflatés du taux de croissance. L'hypothèse d'une convergence progressive des niveaux présents vers 1 % permet une évaluation plus prudente : l'ajustement nécessaire augmenterait d'environ 2,1 points de pourcentage, à 6,9, pour les États-Unis et de plus de 1 point, à 8,5, pour le Royaume-Uni (colonne 3). Si rien n'est fait pour maîtriser les dépenses liées au vieillissement, l'ajustement requis devrait augmenter, à 14,0 et 16,1 points de pourcentage, respectivement (colonne 4).

D'autres pays devront aussi procéder à des ajustements significatifs : l'Espagne (7,8 points de pourcentage), le Canada (4,3 points), l'Italie (4,2 points) et la France (3,6 points) (colonne 1). En l'absence de réformes des droits à prestation, l'ajustement nécessaire progresse de quelques points de pourcentage dans tous ces pays, sauf en Italie (colonne 2)<sup>6</sup>. En Espagne et en Italie, les besoins d'ajustement (colonne 3) régresseront si le taux d'intérêt corrigé de la croissance (colonne 5), actuellement élevé (plus de 4 %), diminue.

Si l'on ne tient pas compte des dépenses liées au vieillissement, les besoins d'ajustement seront globalement modérés dans d'autres économies avancées (Autriche, Belgique et Pays-Bas). Cependant, si elles ne font rien pour freiner la hausse projetée de ces dépenses, ces économies devront procéder à des ajustements beaucoup plus substantiels (8 à 9 points).

<sup>6</sup> Les besoins de l'Italie en matière d'assainissement budgétaire sont légèrement inférieurs si l'on tient compte de l'évolution prévue des dépenses liées au vieillissement (en pourcentage du PIB), ces dernières devant diminuer au début de la période de simulation, avant d'augmenter à nouveau.

Le faible déficit nominal d'un grand nombre d'économies émergentes leur permet d'afficher des besoins d'ajustement faibles, lorsque les dépenses liées au vieillissement ne sont pas prises en compte (colonne 1). L'Inde fait figure d'exception car elle a besoin d'un ajustement de plus de 3 points de PIB. Dans de nombreuses économies émergentes, outre la faiblesse du déficit, la viabilité des finances publiques bénéficie de taux d'intérêt effectifs inférieurs à la croissance du PIB, ce qui s'explique notamment par le moindre développement des marchés financiers. Cette situation devrait toutefois changer à mesure que ces derniers se développent et vont devenir de plus en plus intégrés aux marchés de capitaux internationaux. Le faible niveau des coûts d'emprunt dans les économies émergentes est également imputable au très bas niveau des taux d'intérêt dans les économies avancées. Cependant, même dans l'hypothèse prudente d'une convergence progressive vers un taux d'intérêt déflaté d'un taux de croissance du PIB égal à 1 %, les besoins d'assainissement des finances publiques demeurent relativement faibles dans la plupart des pays (colonne 3).

Cette évaluation favorable de la situation budgétaire dans les économies émergentes se modifie lorsque l'on tient compte des projections reflétant une augmentation des dépenses liées au vieillissement. Dans ce cas, la Corée devra améliorer son solde primaire sous-jacent de 12 points de pourcentage, et l'Afrique du Sud, le Brésil, la Chine, la Malaisie et la Thaïlande de 4 à 7 points (colonne 4). Ainsi, pour assurer la viabilité de leurs finances publiques, ces pays devront limiter leurs futures dépenses liées au vieillissement ou les financer en comprimant d'autres dépenses ou en augmentant les recettes fiscales.

## Taux d'intérêt et viabilité

Dans plusieurs grandes économies, l'État se finance actuellement à des taux historiquement bas. Cela étant, la montée des niveaux d'endettement accroît l'exposition des finances publiques à une hausse des taux d'intérêt. Or, une telle hausse compromettrait davantage la viabilité des comptes publics<sup>7</sup>, si elle n'était compensée par une croissance équivalente du PIB.

Bien qu'il soit difficile de prévoir le moment et l'ampleur de la correction des taux à long terme, il est possible d'en étudier l'incidence potentielle sur la viabilité des finances publiques. Comme l'a déjà montré la section précédente, les besoins d'assainissement des pays qui bénéficient actuellement de taux d'intérêt bas seraient plus importants en cas de hausse des taux d'intérêt déflatés du taux de croissance du PIB. Afin d'apporter un éclairage sur les risques résultant de cette normalisation des taux à long terme, le graphique IV.2 présente les résultats d'un certain nombre de simulations effectuées sur les ratios endettement/PIB aux États-Unis, au Japon et au Royaume-Uni.

Ces simulations partent des prévisions actuelles des niveaux de dette et des soldes budgétaires pour 2013, et effectuent des projections sur la base de plusieurs hypothèses. Premièrement, elles supposent que le solde primaire évoluera conformément aux projections les plus récentes réalisées par les autorités nationales

<sup>7</sup> Des données montrent que les pays dont la dette publique dépasse 80 % du PIB et qui affichent un déficit courant persistant sont exposés à cette dynamique négative des taux d'intérêt. Voir D. Greenlaw, J. Hamilton, P. Hooper et F. Mishkin, *Crunch time: fiscal crises and the role of monetary policy*, document préparé pour l'US Monetary Policy Forum, New York, février 2013.

## Endettement brut des administrations publiques : projections selon différents scénarios

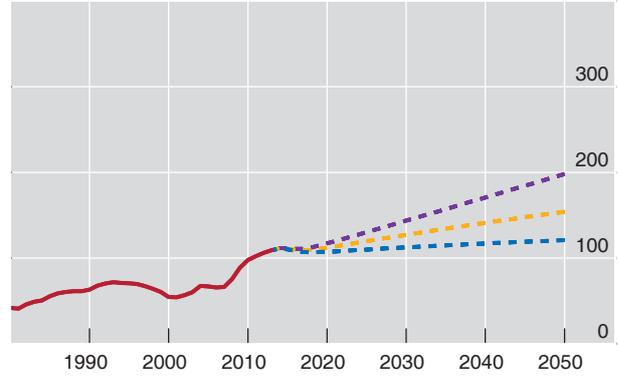
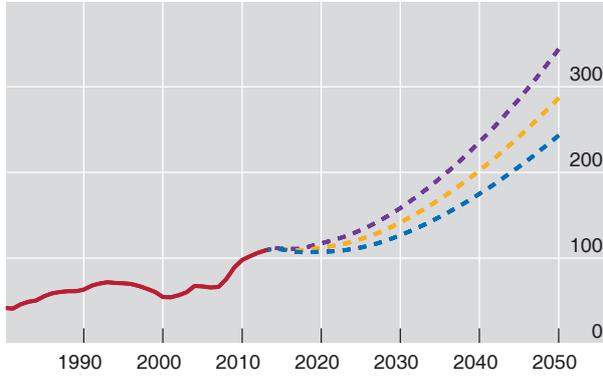
En % du PIB

Graphique IV.2

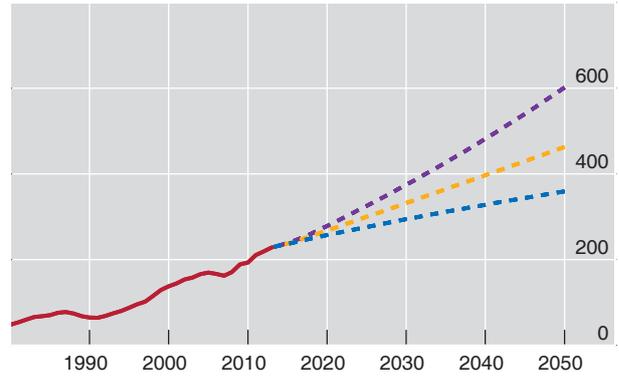
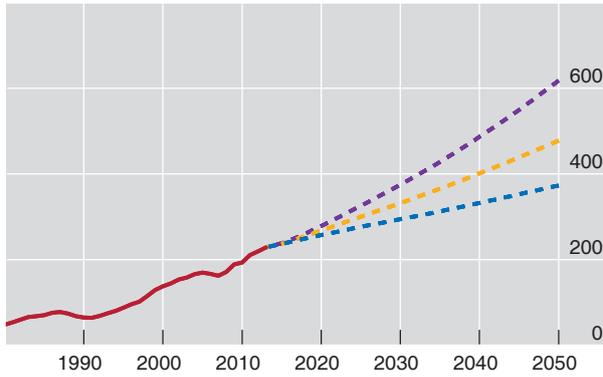
Dépenses liées au vieillissement démographique :  
prise en compte de l'augmentation projetée

Dépenses liées au vieillissement démographique :  
niveau maintenu constant en proportion du PIB

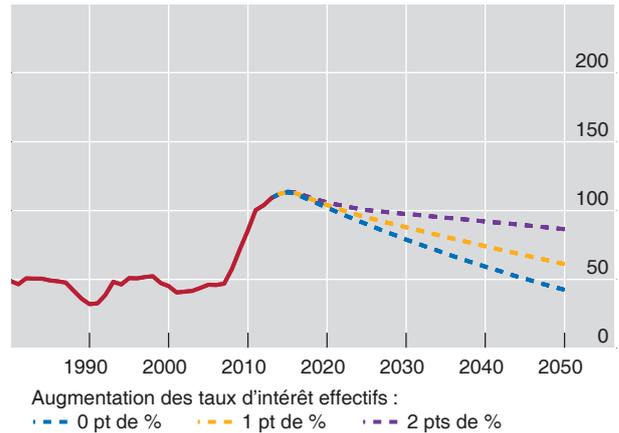
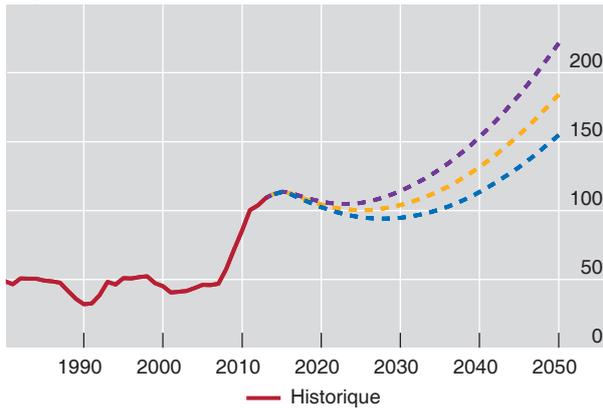
États-Unis



Japon



Royaume-Uni



— Historique

Augmentation des taux d'intérêt effectifs :  
 - 0 pt de % (bleu pointillé)  
 - 1 pt de % (orange pointillé)  
 - 2 pts de % (violet pointillé)

Les soldes primaires sont basés sur des projections de l'OCDE (pour 2013 et 2014) et des projections nationales (États-Unis et Japon : de 2015 à 2022 ; Royaume-Uni : de 2015 à 2017). Pour 2023–2050 (États-Unis et Japon) et 2018–2050 (Royaume-Uni), les recettes et les dépenses non liées au vieillissement sont maintenues constantes en proportion du PIB, tandis que les dépenses liées au vieillissement sont fondées sur des projections des sources citées au graphique IV.1 ou maintenues constantes aux niveaux de 2022 (États-Unis et Japon) ou de 2017 (Royaume-Uni). La croissance du PIB nominal est basée sur des projections nationales jusqu'à 2022 (États-Unis et Japon) ou 2017 (Royaume-Uni) ; elle est supposée demeurer constante aux chiffres de 2022 (États-Unis et Japon) ou 2017 (Royaume-Uni) jusqu'en 2050. Les taux d'intérêt effectifs nominaux (OCDE), définis au tableau IV.2, sont supposés demeurer à leur niveau de 2013 entre 2014 et 2050 ou augmenter progressivement de 1 ou 2 pts de % (à un taux annuel égal à l'inverse de la durée résiduelle moyenne, en années, des emprunts d'État).

Sources : FMI ; OCDE ; Bureau du gouvernement du Japon ; Office for Budget Responsibility du Royaume-Uni ; Congressional Budget Office des États-Unis ; calculs BRI.

jusqu'à la dernière année civile complète pour laquelle elles sont disponibles<sup>8</sup>. Pour les années suivantes, le solde primaire net des dépenses liées au vieillissement restera constant en proportion du PIB, si bien que l'évolution du solde primaire global dépendra des variations projetées des dépenses liées au vieillissement. Deuxièmement, ces simulations supposent que toute augmentation des taux d'intérêt interviendra au début de la période couverte, et qu'elle se traduira par une augmentation progressive du taux d'intérêt effectif payé sur la dette. En effet, sur tout exercice donné, les pays ne refinancent en général qu'une fraction de l'encours de leur dette (en plus d'un éventuel déficit courant). À des fins de simplicité, on suppose que l'augmentation du taux d'intérêt effectif se fait sur une période dont la durée correspond à l'échéance moyenne de l'encours de la dette au début de la période de simulation<sup>9</sup>.

Les scénarios envisagés varient en fonction de l'ampleur de l'augmentation effective des taux d'intérêt et de l'évolution des dépenses liées au vieillissement en proportion du PIB (soit elles continuent d'augmenter, soit elles restent constantes). Le graphique IV.2 montre que, pour les États-Unis, une hausse du taux d'intérêt effectif pourrait produire un effet significatif sur les trajectoires de la dette. Deux points méritent d'être soulignés. Premièrement, les dépenses liées au vieillissement finiront par placer la dette sur une trajectoire ascendante, indépendamment du taux d'intérêt. Cependant, avec un taux d'intérêt en hausse, la dette augmentera beaucoup plus tôt. Deuxièmement, même si les dépenses liées au vieillissement restent constantes en proportion du PIB, les programmes d'ajustement actuels ne permettront pas de stabiliser la dette dans l'hypothèse de scénarios tablant sur une hausse des taux d'intérêt.

Dans le cas du Japon, les simulations montrent qu'avec les programmes actuels, le ratio de la dette continuera également d'augmenter, et ce en dépit de la hausse modérée des dépenses liées au vieillissement démographique. Comme on peut s'y attendre, plus les taux d'intérêt sont élevés, plus cette augmentation est rapide.

Pour le Royaume-Uni, on s'attend à ce que les ratios d'endettement culminent au milieu de la décennie. Puisque l'encours de la dette se caractérise par une échéance moyenne très longue (14 ans environ), les trois scénarios de taux d'intérêt produisent des trajectoires analogues jusqu'à la fin de la décennie. Ce facteur protège efficacement l'économie contre de fortes hausses des taux d'intérêt. Néanmoins, si rien n'est fait pour les maîtriser, les dépenses liées au vieillissement exerceront à plus long terme des pressions supplémentaires sur les ratios d'endettement<sup>10</sup>.

<sup>8</sup> Pour les États-Unis, les projections établies par le Congressional Budget Office (bureau du budget du Congrès américain, CBO) vont jusqu'en 2022, pour le Japon, celles du Bureau du gouvernement vont également jusqu'en 2022 et, pour le Royaume-Uni, celles de l'Office for Budget Responsibility (l'organe britannique de surveillance des finances publiques) courent jusqu'en 2017. Le CBO communique le solde primaire de l'administration centrale tandis que les soldes primaires utilisés dans les projections renvoient à toutes les administrations publiques. On suppose que ces dernières varient autant que le premier sur l'ensemble des exercices pour lesquels elles sont disponibles.

<sup>9</sup> Les simulations ne tiennent compte, ni des éventuelles répercussions de la dette sur la croissance et les taux d'intérêt, ni des éventuels effets dissociés à court et à long terme que les rythmes différents d'assainissement pourraient produire sur la croissance et les taux d'intérêt.

<sup>10</sup> Les trajectoires hypothétiques présentées sur le graphique IV.2 se fondent sur l'échéance moyenne de l'encours (non consolidé) de la dette des administrations publiques. En réalité, l'échéance moyenne du bilan consolidé de l'État (incluant à la fois les engagements de l'autorité budgétaire et ceux de la banque centrale) est plus faible en raison des échéances très courtes de la dette de la banque centrale. Tenir compte de ces échéances plus courtes rendrait les trajectoires de l'endettement un peu moins favorables pour une augmentation donnée des taux d'intérêt.

## Coûts et avantages de l'assainissement des finances publiques

Les plans d'assainissement des finances publiques freinent incontestablement la croissance depuis quelques années. De plus, constatant que la croissance est plus faible qu'attendu dans de nombreuses économies avancées, certains préconisent d'étaler davantage l'ajustement budgétaire dans le temps, ou d'en retarder les principales dispositions. Ils reprochent aux autorités de n'avoir pas pris la mesure des effets délétères de l'assainissement sur la croissance, et d'avoir sous-estimé l'incidence des contraintes de financement sur les ménages et les entreprises, surestimé l'efficacité de la politique monétaire alors que les taux directeurs sont quasi-nuls, et omis de tenir compte de la simultanéité de l'assainissement dans de nombreux pays. Ils affirment également qu'en ralentissant le rythme de l'assainissement budgétaire, on laisserait aux économies le temps nécessaire pour se rétablir et s'adapter, et que l'assainissement coûterait moins cher, une fois la croissance revenue à un rythme soutenu et autonome.

Il existe des raisons d'accueillir ces arguments avec scepticisme. Premièrement, même si les effets délétères à court terme de la politique budgétaire sur la production (ou multiplicateurs budgétaires) se révèlent un peu plus marqués qu'avant la crise, leur ampleur demeure encore largement incertaine et aucune donnée ne prouve de manière incontestable qu'ils sont suffisamment élevés pour rendre l'assainissement des finances publiques plus difficile, voire contre-productif. Au contraire, l'ampleur de ces multiplicateurs dépend de la crédibilité et de la qualité de l'ajustement budgétaire (voir section suivante) ainsi que des mesures structurelles qui l'accompagnent, dont celles destinées à remettre le système financier en état.

Deuxièmement, d'autres facteurs ont très probablement contribué à une croissance plus faible que prévu. Dans la zone euro, en particulier, les inquiétudes des investisseurs à propos de la viabilité des finances publiques et de la liquidité ont tiré à la hausse les rendements des obligations d'État, exerçant des tensions sur les bilans des banques et des émetteurs souverains et entraînant des conditions de crédit encore plus restrictives. Certains pays ont perdu leur accès au marché et ont dû emprunter auprès de créanciers publics. En pareils cas, un plan d'assainissement budgétaire vaste et massivement concentré sur sa phase initiale constituait un remède nécessaire, sans lequel le repli de la production aurait été pire encore.

Troisièmement, ce n'est pas parce que les multiplicateurs sont élevés qu'il faut forcément renoncer à un ajustement immédiat ou relativement rapide. On préconise de ralentir les réformes budgétaires ou de les retarder lorsque l'on s'attend à ce que les multiplicateurs budgétaires s'atténuent à l'avenir ou à ce que la croissance reparte significativement à la hausse. Cependant, si ces anticipations ne se concrétisent pas, repousser l'essentiel du programme d'assainissement à une date ultérieure ne ferait qu'alourdir la dette et le coût de son service, tout en renchérissant et en prolongeant l'ajustement à venir.

La crédibilité des plans de redressement budgétaire joue aussi un rôle dans la décision de différer ou non l'essentiel des réformes. Les gouvernements en place devront prendre des engagements pour le compte des gouvernements futurs. Toutefois, il est possible que le cadre institutionnel et les règles budgétaires ne soient pas assez solides pour lier effectivement les mains des dirigeants élus de demain. En outre, le ralentissement de la réforme des finances publiques pourrait se traduire par une forme de lassitude, en portant à croire que les réformes ne produisent pas les résultats escomptés et devraient donc être abandonnées. Il est peut-être plus coûteux à court terme de s'attaquer aux problèmes sans attendre, mais cela peut au moins contribuer à ce que les réformes essentielles soient mises en œuvre.

Enfin, l'effet de l'assainissement des finances publiques sur la croissance dépasse l'horizon du court terme. En rétablissant des conditions financières saines, en éliminant les risques liés à un endettement élevé et en réduisant le coût du service de la dette, l'assainissement se traduira par une croissance économique durable et plus soutenue. Ses avantages à long terme compenseront largement ses coûts à court terme.

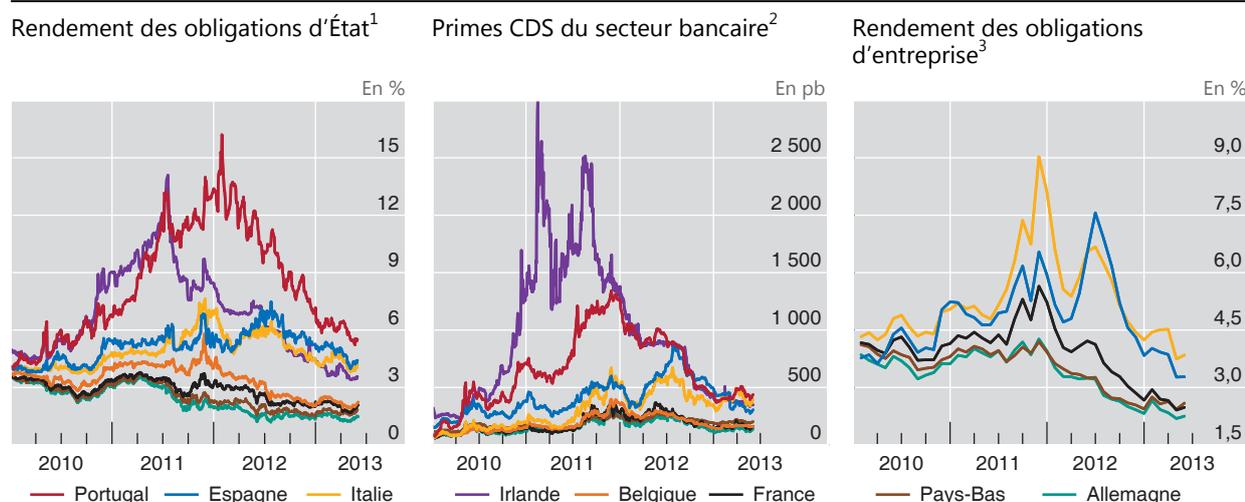
Dans les pays ayant procédé à des ajustements d'envergure, l'assainissement budgétaire commence déjà à porter ses fruits sous la forme d'une amélioration des conditions financières. Au sein de la zone euro, l'Espagne, l'Irlande, l'Italie et le Portugal ont vu le rendement de leurs obligations (graphique IV.3, cadre de gauche) et les primes des CDS (*credit default swaps*, contrats dérivés sur défaut) reculer substantiellement au cours de l'année dernière. En Irlande, les rendements, qui culminaient à approximativement 14 % à la mi-2011, étaient retombés à moins de 4 % fin mai 2013, et le pays a pu de nouveau s'adresser aux marchés en émettant des obligations d'échéances variées. Le Portugal a, lui aussi, retrouvé l'accès aux marchés récemment.

Le secteur privé a également bénéficié de ces mesures. Les primes des CDS des banques et autres intermédiaires financiers se sont nettement repliées au cours de l'année passée, ce qui a fait notablement reculer les coûts d'emprunt des banques (graphique IV.3, cadre du milieu). De même, en Espagne et en Italie, les rendements des obligations des entreprises non financières se sont considérablement réduits par rapport à leur point haut (cadre de droite).

À l'évidence, cette amélioration générale des conditions financières résulte non seulement de la réduction des déficits budgétaires, mais aussi des mesures engagées dans toute la zone euro, comme les opérations de refinancement à plus long terme (LTRO sur 3 ans) de la Banque centrale européenne (BCE) et l'annonce de son nouveau programme d'opérations monétaires sur titres (OMT). Néanmoins, pour s'inscrire dans la durée, ces programmes dépendent des nécessaires mesures d'ajustement budgétaire entreprises par les pays, mesures auxquelles ils ne se substituent pas mais qu'ils complètent.

## Zone euro : conditions financières

Graphique IV.3



<sup>1</sup> 10 ans. <sup>2</sup> Moyenne arithmétique des primes CDS 5 ans sur dette *senior* d'un échantillon d'établissements financiers locaux. <sup>3</sup> Moyenne des rendements des obligations d'entreprise, pondérée sur la base de la valeur de marché.

Sources : Barclays ; Markit ; données nationales.

## La qualité de l'ajustement budgétaire

Les modalités de l'ajustement budgétaire revêtent une importance vitale si l'on veut en atténuer les effets négatifs à court terme sur la croissance, renforcer le potentiel de croissance des économies et, *in fine*, assurer le succès des programmes d'ajustement de grande ampleur.

Les données existantes montrent que les vastes programmes de redressement qui portent leurs fruits privilégient en général la réduction des dépenses (et particulièrement de la consommation publique et des transferts) plutôt que les hausses d'impôts. Les dépenses tendent à avoir des effets multiplicateurs budgétaires plus élevés que la fiscalité, mais les revoir à la baisse dégage des ressources, ce qui permet à terme de diminuer les impôts. Elles sont aussi généralement plus difficiles à supprimer, donc lorsqu'on les réduit sans attendre, on concourt à la crédibilité de l'ensemble du plan de redressement budgétaire. En revanche, les programmes d'assainissement s'appuyant sur les recettes sont en général moins coûteux à court terme, mais induisent des distorsions plus marquées, et donc un moindre potentiel productif à l'avenir, à moins que les majorations d'impôts ne viennent s'ajouter à des taux d'imposition faibles. Dans les pays à la fiscalité élevée, il est donc moins probable que les plans de stabilisation s'appuyant sur les impôts conduisent à une réduction durable des ratios d'endettement<sup>11</sup>.

Les niveaux d'imposition et les dépenses publiques diffèrent notablement d'une économie à l'autre. Sur la période 2008–2012, le taux de prélèvements obligatoires (somme des cotisations sociales et des impôts directs et indirects) aux États-Unis figure parmi les moins élevés au sein des grandes économies avancées : à 25 % du PIB en moyenne, il se situait approximativement au même niveau qu'au début des années 1960. À environ 17 %, les chiffres les plus récents de la consommation publique dans le pays n'affichent guère de variations par rapport à cette époque, mais les transferts ont triplé, pour atteindre 15 %. Au Japon également, le poids des prélèvements obligatoires est relativement modéré, à 29 % du PIB, mais la consommation publique est passée de 12 % à 21 %, et les transferts de 2 % à 15 %.

Ailleurs, en particulier en Europe, le poids des prélèvements s'est alourdi, parallèlement à la dette publique, à la consommation publique et aux transferts. Il s'établit actuellement à 33 % en Espagne, à 36 % au Portugal et à 37 % au Royaume-Uni. Il atteint 40 à 46 % en France, en Allemagne et en Italie. Ce dernier groupe de pays dispose donc de moins de marge de manœuvre pour continuer d'augmenter les impôts et cotisations sociales. Si le niveau et la composition des dépenses publiques dépendent des préférences de la société, compte tenu de l'étroitesse des marges de manœuvre, plusieurs économies devront s'attacher à réduire leurs dépenses<sup>12</sup>.

On peut envisager d'agir sur différentes composantes des dépenses et des recettes agrégées pour réduire le plus possible les coûts à court terme de l'assainissement des finances publiques et stimuler le potentiel productif. Les impôts fonciers et les taxes indirectes sur les ventes ont tendance à induire moins de distorsions que la fiscalité pesant sur le travail et sur le capital. De même,

<sup>11</sup> Voir par exemple FMI, *From stimulus to consolidation: revenue and expenditure policies in advanced and emerging economies*, avril 2010, et OCDE, *Consolidation budgétaire : quelle ampleur, quel rythme et quels moyens ?*, OECD Economic Policy Papers, n° 1, avril 2012.

<sup>12</sup> Une tentative d'estimation des taux d'imposition les plus élevés qu'il soit possible d'atteindre laisse à penser que certains de ces pays n'auront pas beaucoup de marge pour relever encore leurs impôts. Voir M. Trabandt et H. Uhlig, *How do Laffer curves differ across countries?*, NBER Working Papers, n° 17862, février 2012.

habituellement, la réduction des transferts sociaux porte moins atteinte à la croissance à court terme que la diminution de la consommation publique.

Pour améliorer les perspectives de croissance, les pouvoirs publics peuvent aussi engager sans tarder une réforme plus incisive des droits à prestation. Ces mesures ne sont pas destinées à produire des effets avant de nombreuses années, mais elles ont le mérite de renforcer immédiatement la viabilité des finances publiques et la confiance des marchés, ce qui peut avoir d'emblée des répercussions bienvenues sur le taux d'intérêt payé sur la dette.

## Conclusion

Dans de nombreuses économies avancées, la dette publique a atteint des niveaux sans précédent en temps de paix et continue de se creuser. L'alourdissement de la dette, avec son corollaire, l'augmentation des charges d'intérêt et, partant, de la fiscalité, représente à l'évidence une vulnérabilité pour ces pays. Il en résulte une moindre marge de manœuvre pour les politiques budgétaires contracycliques. En outre, cette évolution conduit les investisseurs à se préoccuper des dérives de l'inflation ou du risque de défaut, et, partant, les incite à exiger des primes de risque plus élevées. Cette crainte de défaut renchérit les coûts d'emprunt pour les établissements financiers qui détiennent des titres d'État, tout en réduisant l'offre de crédit pour les entreprises et les ménages.

Si l'on observe des avancées sur la voie de la réduction des déficits budgétaires, nombre d'économies doivent encore améliorer significativement leur solde primaire si elles veulent inscrire leur endettement sur une trajectoire baissière, qui serait plus prudente. Les mesures destinées à freiner les hausses à venir des dépenses de santé et de retraite seront déterminantes dans le succès de ces efforts.

Sur la plupart des marchés émergents, en revanche, l'endettement affiche un niveau stable, voire en baisse. La préservation de finances publiques saines dans les économies émergentes nécessitera prudence budgétaire et maîtrise des dépenses liées au vieillissement.