

## Alerte sur la dette publique en Europe

■ Prévenir ou attendre pire ?	1
■ Un problème, puis une solution, puis un problème ?	3
■ Comment gérer l'insoutenable ?	6
<i>Encadré</i> - Le cas de la France : une trajectoire probable de réduction des déficits et dettes publics	10
■ Comment faire face au papy krach ?	11
■ Comment éviter l'autre krach ?	14
<i>Encadré</i> - La Banque d'Angleterre installée dans le QE	15
<i>Encadré</i> - La dynamique de la dette	16

### Prévenir ou attendre pire ?

Les économistes sont divisés sur la dette publique et sur ses effets (cf. l'article intitulé « *Un problème, puis une solution, puis un problème ?* » ), pour la bonne raison que la dette publique est en réalité, une addition de dettes spécifiques. Chacune d'elle dépend en effet de ses origines, mais aussi de la force des économies nationales, de la conjoncture, des politiques suivies, des consensus nationaux pour les résorber... Et nous savons que ce qui se passe actuellement ne peut durer.

#### Les cinq dettes publiques

D'abord il y a la « dette fatale ». Elle provient de la chute d'activité et qu'il faut bien accepter pour éviter une crise majeure. Les grandes économies ont subi une récession d'une ampleur sans précédent qu'il a fallu amortir. Des dépenses de fonctionnement fixes (salaires des fonctionnaires et frais liés), des entrées fiscales diminuées, des dépenses de soutien accrues : le déficit croît.

Plus ancienne et problématique, il y a la « dette sociale », dans la lignée de Beveridge et de l'État providence, pour soutenir, aider, réduire les inégalités et permettre une croissance à moyen terme économiquement et socialement stable. Mais on sait que les aides ont des effets pervers, puisqu'il faut les financer, qu'on n'est jamais sûr de leur bonne affectation et moins encore de leurs effets secondaires : l'accoutumance de ceux qui en bénéficient, les coûts croissants de ceux qui les administrent.

Plus grave, il y a la « dette permanente », celle qui vient d'un État qui dépense trop pour sa

sphère publique, d'une « économie qui vit au dessus de ses moyens » pour reprendre l'expression consacrée. Les États-Unis sont toujours cités à cet égard (pour sa dette privée), ce qui évite à la France de l'être pour sa dette publique : la sphère publique y a des frais fixes qui dépassent la capacité contributive de l'économie. Le ratio dette/PIB mesure l'accumulation des retards d'ajustements des dépenses publiques d'un côté, de la faiblesse du PIB potentiel de l'autre. Un concept apparaît alors : la « soutenabilité » de la dette, avant que son poids ne soit jugée « insoutenable » par les experts. Mais ils seront précédés, dans l'ordre, par les marchés financiers, les entrepreneurs, les agences de *rating*, puis viendront les politiques. Comme il y a des dettes publiques, il y a des soutenabilités.

Plus dangereuse, il y a la « dette de crise », qu'on serait tenté d'appeler la « dette Damoclès ». Elle a explosé et vient des garanties données par les pouvoirs publics à leurs systèmes bancaires. Quand une entité est jugée *too big to fail* pour des raisons systémiques, elle bénéficie d'une ga-

rantie implicite de la puissance publique. On a vu ce que ceci voulait dire pour les États-Unis, mais aussi pour l'Angleterre, l'Irlande ou la Suisse. Le ratio dette/PIB y a bondi à 2,4 quand ses autorités ont décidé de garantir, pendant trois ans, les actifs de leurs grandes banques. Inévitable dira-t-on, mais jamais pris en compte jusqu'à présent.

Enfin, il y a la « dette stratégique ». C'est celle qui vient d'une dépense faite aujourd'hui pour permettre plus de croissance demain, donc moins de dette après-demain. On comprend que les pays développés cumulent actuellement ces difficultés, et que la France, avec le Grand emprunt, est un pays de dettes fatale, sociale, permanente, Damoclès, plus stratégique.

### Les risques de la dette

La question est donc de mesurer les risques pris. En théorie, si les agents sont au courant de la montée de la dette, ils s'en inquiètent en se disant qu'il faudra la rembourser. Cette inquiétude les pousse à épargner (effet Ricardo), d'autres à partir vers d'autres pays jugés plus sûrs, mais personne n'est incité à investir et à innover davantage, pour renforcer la croissance et contrer l'effet Ricardo ! C'est plutôt le contraire : l'effet d'éviction est là. L'investissement public se fait en lieu et place du privé, il le freine, en attendant de l'empêcher, et on n'est pas sûr de son effet sur la croissance potentielle, au contraire. Dit autrement, sans perspective stratégique, la dette augmente, jusqu'au jour où survient la crise et montée des taux.

Le danger de cet endettement est qu'il est insidieux et complexe à réduire. La bonne politique pour réduire les déficits est d'étaler les économies publiques (c'est le cas !), de les coupler avec une politique monétaire accommodante (c'est le cas), de mener une politique de nouvelle croissance : innovations, entreprise, flexibilité des marchés (c'est un peu le cas). Car réduire les charges publiques est toujours politiquement coûteux, et certains « experts » nous expliquent que ceci réduit l'emploi et donc la progression du revenu nominal ! En bref, il faudrait attendre que l'économie privée reparte pour faire des économies publiques.

Au fond, la gestion de la dette comporte des logiques de court terme, pour soutenir la demande, et de moyen terme, pour soutenir l'offre. Surtout, les anticipations y ont un rôle essentiel – ce dont on ne parle pas assez. L'effet Ricardo, à savoir l'idée que la dépense publique n'a pas d'effet

multiplicateur car elle devra être payée par de l'épargne privée, suppose un État politiquement faible et peu capable de stimuler une phase d'innovations. On comprend donc le défi du Grand emprunt français : dire que cette dette supplémentaire réduit la dette future, au moment où on entend réduire les autres.

### Les marchés financiers n'aident pas

On entend souvent parler des marchés comme autant de juges des politiques suivies. En l'espèce, tel n'est pas le cas. Les marchés financiers discriminent peu entre les diverses dettes, alors qu'ils hiérarchisent entre pays, selon leurs capacités de croissance et leur crédibilité passée dans la gestion de la dette globale. L'Allemagne sort gagnante du concours de beauté, mais il ne faut pas se cacher qu'elle aide ainsi, avec l'euro, d'autres pays à gagner du temps dans leurs ajustements, c'est-à-dire à accroître leurs dettes. En outre, une *non bail out* clause existe aussi au sein du Pacte de stabilité et de croissance, mais les marchés se disent qu'elle a été signée il y a longtemps, dans un autre contexte, avant la crise, et que la Banque centrale a bien aidé certains pays de l'Est... La fameuse sanction des marchés, qui arrive toujours un jour ou l'autre, prend le risque d'arriver, et tout le monde le sait.

### Le risque du cynisme

Certains font remarquer que c'est la crise de la dette qui permet les ajustements, puisque les décideurs se disent qu'ils n'ont plus le temps d'attendre. Le fameux modèle suédois des années 70 a fait faillite vingt ans plus tard – ce qui a permis des milliers d'économies d'emplois publics, une reprise économique du pays, donc de son modèle, mais en plus efficace. L'Irlande vient de décider de réduire ses emplois publics et les salaires de ses fonctionnaires, mais ceci ne sera pas suffisant. Alors : « après moi le déluge » (mais l'article « Comment gérer l'insoutenable ? » montre qu'il est proche), ou « attendons le déluge pour faire de grands changements » ? Cette politique peut être jugée cynique, elle est surtout irresponsable.

### Pour un *policy mix* augmenté

Le *policy mix* de sortie d'une récession classique consiste à maintenir une politique monétaire accommodante, le temps de faire des économies budgétaires. Peu à peu, les agents économiques comprennent que la croissance va revenir, la dette publique sera contenue, et qu'il n'y a aucune raison d'épargner trop. L'effet Ricardo re-

cule. Cette logique doit se retrouver, en tenant compte de la gravité de la crise.

D'abord, les politiques monétaires doivent rester accommodantes, mais en préparant plus en amont la sortie (*exit strategy*). Il faut qu'elle soit crédible et mesurée. Ceci ne pourra se faire que si, d'un autre côté, les politiques budgétaires deviennent plus restrictives sur la dette récurrente. Actuellement, aux États-Unis et en Angleterre, les banques centrales financent directement le déficit ; en Europe, grâce aux taux bas, ce sont les banques qui achètent des bons du trésor. Le risque d'une réaction violente sur les taux (cf. l'article « *Comment éviter l'autre krach ?* ») existe donc partout, et doit être géré.

Ensuite, ce *policy mix* plus long que de coutume doit être mieux expliqué. L'effet Ricardo doit être combattu par une autre formation des anticipations, insistant sur le contrôle des dépenses publiques.

Mais ceci ne suffit pas si les anticipations d'une croissance plus forte ne se mettent pas en place. L'effet Ricardo compare un déficit anticipé à un PIB anticipé, l'action sur le premier doit être plus forte, celle pour soutenir la croissance beaucoup plus résolue. L'Allemagne surprend quand elle réduit la fiscalité des entreprises, mais c'est cette logique qui est en œuvre. La France combine un moindre prélèvement fiscal sur les entreprises (arrêt de la taxe professionnelle) à une politique industrielle dont les effets seront visibles à dix ans (Grand emprunt). Au-delà des choix de ces deux pays, une politique proprement européenne est donc bienvenue. ■

Jean-Paul BETBÈZE

jean-paul.betbeze@credit-agricole-sa.fr

## Un problème, puis une solution, puis un problème ?

L'histoire a influencé la conception de l'État dans l'économie. La théorie économique a ainsi accompagné de sa réflexion les mouvements historiques, mais sans finalement trancher sur les bienfaits d'un État qui serait omniprésent ou qui brillerait par son absence. La crise financière et la grande récession ne dérogent pas à cette règle : elle consacre un retour en force de l'État qui, de problème, devient solution. Mais, d'une solution de court terme naît un problème de long terme, compte tenu de la nécessité d'assainir les finances publiques pour ne pas obérer la croissance à long terme.

### L'État : de la supériorité de l'initiative privée à l'idée d'une entité publique supérieure

Pendant tout le 19<sup>e</sup> siècle, la supériorité de l'initiative privée prônée par les Classiques n'a laissé que peu de place à l'État, dont le rôle s'est limité à ses fonctions régaliennes. Dans *La richesse des nations* (1776), Adam Smith ne voit ainsi en l'État que le garant de la sécurité nationale, qui fait voter et respecter les lois. David Ricardo (1817) considère pour sa part que l'intervention de l'État doit être aussi neutre que possible pour ne pas entraver la libre concurrence et les mécanismes de marchés. Seul J. S. Mill (1848) reconnaît que le champ d'intervention de l'État peut s'étendre à la fourniture de biens collectifs lorsque les mécanismes de marchés concurrentiels ne sont pas en mesure de le faire. Cette conception d'un État minimal se traduit par de grands principes budgétaires, avec une dépense publique limitée au strict nécessaire, un impôt aussi discret que possible et des finances publiques à l'équilibre. La théorie néoclassique, qui prend la relève à partir de la fin du 19<sup>e</sup> siècle, ne centre pas davantage son analyse sur le rôle de l'État. Il peut tout au

plus intervenir en présence d'imperfections de marchés lorsque la situation qui résulte des choix individuels ne s'avère pas optimale au niveau collectif.

### Une rupture se produit, suite aux événements qui secouent le monde entre les deux guerres.

Les périodes de reconstruction et la crise de 1929 rendent en effet nécessaire l'intervention de l'État pour soutenir les économies et amortir le coût social du chômage. Les gouvernements multiplient les actions à des fins de relance, avec en corollaire le gonflement des dépenses et des dettes publiques. Mais il s'agit là davantage d'une intervention de fait, les États répondant à des situations d'urgence, sans que le corpus théorique n'ait vraiment formalisé les tenants et les aboutissants d'une telle entrée des pouvoirs publics dans l'économie. D'ailleurs, l'endettement public accumulé au cours de ces épisodes a été le plus souvent apuré les années suivantes dans un souci de rectitude budgétaire.

Il faut attendre la fin de la Seconde Guerre mondiale pour que l'État trouve une vraie place en

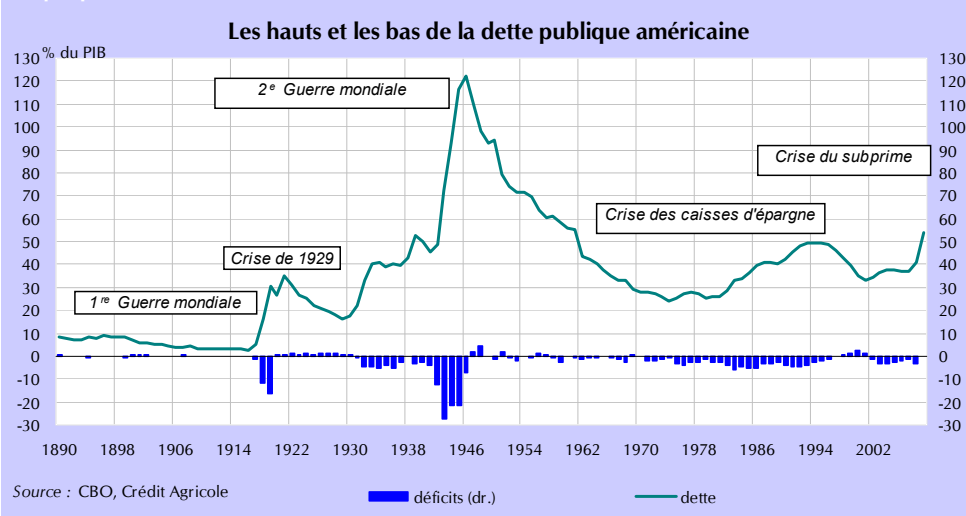
tant qu'acteur économique, sous l'impulsion du célèbre économiste britannique John Maynard Keynes. La mise en évidence de situation d'équilibre comprenant du chômage involontaire s'inscrit ainsi en totale rupture avec les enseignements de la théorie néoclassique : les marchés ne s'équilibrent pas automatiquement. L'insuffisance de demande et le sous-emploi en résultant justifient alors l'intervention de l'État : il se doit de pallier l'insuffisance de la demande privée par la hausse des dépenses publiques qu'il décide. Avec l'expérience traumatisante de la grande dépression, et le risque social et politique qui en résulte, il est ainsi question d'un « État providence » censé protéger les populations fragiles et assurer, plus largement, le bien-être de la collectivité. Cette conception d'un État régulateur de l'activité conjoncturelle et soucieux de l'intérêt général va marquer de son empreinte l'action des gouvernements au cours des deux décennies suivantes. Le poids des dépenses l'État qui ne dépassait guère 10 à 15% du PIB avant les années 30 va progressivement s'alourdir, jusqu'à représenter 30 à 40% de la richesse nationale dans les années 50, en raison surtout du développement des régimes de protection sociale. Cependant, les Trente Glorieuses et ses années de forte croissance ont permis d'absorber sans dérapage des dettes publiques, l'augmentation des dépenses et des transferts publics.

tamment quant à leur capacité à amortir des chocs durables. Naît alors un débat sur de possibles effets d'éviction de la dépense publique qui accaparerait l'épargne privée ou renchérirait le coût du capital avec des conséquences néfastes sur la dynamique d'accumulation de l'investissement productif, source de croissance future. Cette controverse entre effets multiplicateurs (Hicks) et effets d'éviction de la dépense publique (Ecole de Chicago) et de son financement va opposer les camps monétaristes et keynésiens sur l'inefficacité relative de la politique budgétaire. La reformulation de R. J. Barro (1974) du principe de la neutralité budgétaire va également donner du grain à moudre aux partisans du moins d'État. En s'appuyant sur l'hypothèse d'anticipations rationnelles, les théoriciens de la nouvelle école classique vont se rassembler autour de l'idée d'une inefficacité totale de toute politique économique conjoncturelle. Les agents qui anticipent parfaitement les actions gouvernementales en annulent les effets par leur propre action. Pour les finances publiques, ceci implique la neutralité du mode de financement de la dépense publique et l'impossibilité pour l'État d'utiliser cet instrument à des fins régulatrices, l'augmentation compensatrice de l'épargne privée (pour faire face aux impôts futurs) jouant en effet un rôle inhibiteur. Empiriquement, aucun lien ni entre épargne et dépenses de l'État ni entre finances publiques et taux d'intérêt n'a pu être clairement identifié, même si finalement une forme de consensus semble s'être forgé sur l'existence probable d'une dose d'éviction (ou d'une forme d'équivalence ricardienne via la constitution d'une épargne de précaution) en particulier pour les pays à fort endettement public (le ratio de 100% du PIB est souvent évoqué comme une barrière psychologique).

### L'État : un problème plus qu'une solution

Un nouveau tournant s'opère dans les années 70, suite aux chocs pétroliers et au ralentissement tendanciel de la productivité. Les échecs successifs des politiques dites de « relance par la demande » ont mis en doute l'efficacité des interventions régulatrices des pouvoirs publics, no-

Graphique 1



Ces débats font écho aux rudes pressions qui se sont exercées sur les finances des États durant les décennies 70 et 80. Les régimes de protection sociale se sont avérés finalement très coûteux dans un environnement de croissance molle et de chômage de masse, les programmes de relance venant aussi alourdir la facture, sans dynamiser comme espéré la demande globale. L'inflation galopante a, pendant un temps, permis de contenir la progression des ratios de dettes publiques, mais le poids de ce passif

a fini par exploser au tournant des années 80 qui a marqué le début d'une ère de désinflation. **Ainsi, la problématique centrée sur les flux (dans une logique keynésienne) s'est progressivement déplacée vers les effets de stock (dans une logique classique) associés à l'accumulation de dettes publiques, avec en toile de fond la question de sa soutenabilité.** Le sujet fait débat : l'État, comme n'importe quel autre agent économique, fait face à une contrainte de solvabilité – mais la littérature économique ne retient pas qu'une seule définition<sup>1</sup> de la solvabilité et suivant le concept retenu, les politiques dites soutenables diffèrent (et les ajustements requis pour satisfaire cette contrainte de solvabilité sont plus ou moins contraignants). Ensuite des auteurs tels que R. J. Barro ou R. Lucas qui défendent le principe selon lequel l'État ne peut efficacement influencer l'activité sur le court terme, reconnaissent l'utilité de son action sur le long terme. L'État, en finançant des dépenses d'investissement « dites productives » peut créer des conditions d'offre porteuses pour l'avenir et enclencher une dynamique vertueuse de long terme. C'est alors un principe de bonne gestion qui doit être appliqué avec un budget courant équilibré et des dépenses en capital financées par emprunt afin de partager le fardeau de la dette entre les générations susceptibles de bénéficier des retombées de ces investissements.

**Aucun de ces débats sur l'inefficacité relative de la politique budgétaire n'est finalement tranché sur le plan théorique, ce qui laisse une dimension éminemment politique au rôle assigné à l'État dans l'économie.** R. Reagan aux États-Unis ou M. Thatcher au Royaume-Uni ont personnalisé le désengagement de l'État et le retour en force des idées libérales dans le monde anglosaxon à partir du début des années 80 alors que l'Europe, au nom d'un socialisme de marchés, n'a que peu rogné sur les acquis sociaux avec un État resté omniprésent, tout juste teinté d'un peu plus de libéralisme.

## L'État : quand la solution devient un problème

**La crise financière actuelle et la récession globale qui l'a accompagnée ont inversé, au moins temporairement, cette tendance de fond au désengagement des pouvoirs publics.** L'intervention salutaire des États pour sauvegarder l'intégrité du système financier international et éviter l'enclenchement d'une spirale dépressive entre finance et économie a eu valeur de nécessité. **En même temps, la brèche ouverte dans les budgets publics et les projections alarmantes de progression de la**

**dette des États développés posent question, surtout lorsqu'on y ajoute les passifs éligibles au titre du vieillissement de la population** (cf. article « *Comment faire face au papy krach ?* »). A ce problème potentiel de surendettement, existe d'abord et, de ce strict point de vue, une solution indolore : l'inflation qui a pour vertu d'alléger en termes réels le poids des dettes. Mais, l'inflation ne se décrète pas : nous ne sommes plus dans l'économie fermée où la création monétaire demandée par Keynes pouvait opérer une euthanasie des rentiers. Le plus probable est que, dans la période qui s'ouvre, cette dernière brille par son absence, vu l'importance des ressources inemployées héritées de la crise, qu'il va falloir d'abord résorber avant de venir buter sur des contraintes d'offre. Ce remède peut par ailleurs s'avérer pire que le mal, compte tenu des effets connus de distorsions sur l'allocation des ressources associés à une inflation non maîtrisée. Reste alors la solution d'une période de forte croissance pour soulager mécaniquement les finances publiques. Mais là aussi le doute est permis. A court terme en effet, les divers stimuli, monétaire et budgétaire, soutiennent artificiellement l'édifice de croissance, la purge en cours d'une bulle de crédit privé majeure va durablement freiner le processus de reprise. Les pays développés ne pourront donc faire l'économie d'un ajustement budgétaire plus ou moins douloureux (cf. article « *Comment gérer l'insoutenable ?* »), suivant le degré de ponction sur la richesse nationale nécessaire à l'assainissement des bilans publics, ce qui en retour risque de fragiliser la solvabilité des États et ainsi de suite...

Cette quadrature du cercle semble aujourd'hui inextricable, mais l'histoire économique nous enseigne que « *patience et longueur de temps font plus que force ni que rage* ». Après une crise économique et financière, il faut en moyenne huit ans pour revenir à la situation initiale en termes de ratio de dette publique, un laps de temps suffisamment long pour lisser le coût de l'ajustement. Il va donc falloir s'armer de patience. La situation n'est pas aussi désespérée qu'il n'y paraît, elle est « juste » un peu compliquée dans un environnement qui manque déjà cruellement de visibilité. Ce n'est en tous les cas pas l'horizon de temps des marchés. Il faut donc que les États se montrent suffisamment crédibles dans les plans de redressement de leur finance, faute de quoi c'est la menace d'un krach obligataire qui risque de planer, et ce pour longtemps (cf. article « *Comment éviter l'autre krach ?* »). ■

<sup>1</sup> La plus couramment utilisée est celle selon laquelle la valeur actualisée de la dette ne doit pas être positive sur le long terme (ce qui revient à considérer l'Etat comme un agent ordinaire). Une autre notion moins contraignante consiste à stabiliser le ratio dette/PIB à long terme (60% par exemple dans le cas du traité de Maastricht).

Isabelle JOB

isabelle.job@credit-agricole-sa.fr

## Comment gérer l'insoutenable ?

La crise financière et la récession économique ont fortement détérioré les perspectives à moyen terme des finances publiques en zone euro. Les déficits et les dettes publics devraient fortement s'accroître en 2009 et 2010. Une partie des effets induits par la récession économique devrait finir par s'estomper, avec la reprise anticipée de l'activité. Mais deux problèmes se posent : 1) il faut ramener à brève échéance les déficits publics dans les normes européennes (3 % du PIB) ; 2) ceci n'est pas forcément suffisant, il faut en effet dégager des soldes primaires à même de stabiliser la dette publique afin d'éviter des dynamiques non soutenables (« effet boule de neige »).

### Une nette dégradation des perspectives de finances publiques

La tendance à l'assainissement des finances publiques en zone euro s'est inversée en 2008, sous l'effet de la récession économique et de l'intensification de la crise financière. Le déficit public de l'ensemble de la zone euro s'est creusé de 1,4 points de PIB, à -2 % en 2008. Une partie de la hausse des dettes publiques en 2008 s'explique aussi par les mesures de soutien au secteur financier.

Cette dégradation des finances publiques dans l'ensemble de la zone euro, que l'on peut juger globalement faible au vu de l'importance du choc, recouvre toutefois des situations hétérogènes entre les différents États membres. Les soldes publics se sont ainsi fortement dégradés en Irlande et en Espagne (respectivement -7,4 et -6 points, à -7,2 % et -4,1 % du PIB fin 2008), soit dans les pays ayant accumulé des déséquilibres internes importants au cours de ces dernières années (immobilier, construction et crédit). En revanche, les soldes publics sont restés stables dans certains pays (Allemagne) et se sont même améliorés dans d'autres (Pays-Bas). L'augmentation du déficit public en 2008 tient surtout à la dégradation du solde conjoncturel (en lien avec le ralentissement de l'activité). En conséquence, les taux d'endettement public sont repartis à la

hausse. La dette publique de l'ensemble de la zone euro est ainsi passée de 66 % du PIB en 2007, son plus bas niveau depuis 1992, à 69,3 % fin 2008.

### Dans nos projections, les finances publiques en zone euro devraient se détériorer très fortement en 2009 et 2010.

La situation des finances publiques s'est clairement dégradée en 2009, en raison de la profondeur de la récession économique. Le déficit public de l'ensemble de la zone euro devrait ainsi s'accroître de 4,7 points, à 6,7 % du PIB en 2009. Plus de la moitié de la hausse prévue du déficit (2,7 points) s'explique par des effets cycliques et le jeu des stabilisateurs automatiques. Les mesures budgétaires discrétionnaires mises en œuvre pour soutenir l'activité ont par ailleurs entraîné une augmentation des dépenses publiques, et dans certains pays une baisse des recettes fiscales (baisse d'impôts). Le déficit structurel devrait donc fortement s'accroître (-2 points de PIB à 5 %).

En 2010, les déficits publics devraient continuer à se creuser, du fait de la faiblesse de l'activité. De plus, les politiques budgétaires resteraient expansionnistes, une partie des mesures de relance étant maintenues. Les dettes publiques poursuivraient donc leur tendance haussière. Pour l'ensemble de la zone euro, la dette publique devrait s'accroître de plus de 10 points en 2009 et 6 points en 2010, pour s'établir respectivement à 79 % et 85,6 % du PIB.

### En 2011, les déficits publics devraient se réduire, une partie des effets induits par la récession économique devant s'estomper.

L'impact cyclique des stabilisateurs automatiques négatifs en 2009 et 2010 devrait redevenir neutre, le PIB de la zone euro progressant à son rythme potentiel. La plupart

Tableau 1

#### Prévisions des soldes et dettes publics en zone euro

% du PIB	Solde public			Solde conjoncturel			Solde structurel			Dette publique		
	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
UEM	-6,7	-7,2	-6,7	-1,7	-1,8	-1,8	-5,0	-5,4	-4,9	79,0	85,6	88,4
Allemagne	-4,1	-5,3	-5,0	-2,2	-1,9	-1,7	-1,5	-1,6	-1,6	73,0	76,0	79,0
France	-8,3	-8,5	-7,7	-1,5	-1,6	-1,6	-3,5	-4,1	-3,1	77,0	85,0	90,0
Italie	-5,5	-6,0	-4,9	-2,0	-1,9	-1,8	-3,5	-4,1	-3,1	115,1	120,3	122,2
Espagne	-12,2	-11,4	-10,8	-2,2	-2,8	-2,7	-10,0	-8,5	-8,1	55,3	67,8	75,1
Pays-Bas	-4,4	-6,1	-5,6	-1,2	-1,6	-1,7	-3,2	-4,4	-3,9	59,6	65,7	69,5
Belgique*	-5,9	-5,9	-5,9	-1,3	-1,5	-1,3	-4,6	-4,3	-4,5	97,2	101,2	104,0
Irlande*	-12,5	-14,7	-14,6	-2,9	-3,1	-2,2	-9,6	-11,5	-12,5	65,8	82,9	96,2
Grèce*	-12,7	-12,3	-12,9	-0,1	-0,9	-1,2	-12,6	-11,3	-11,6	112,6	125,0	135,5

Source : Commission européenne, Crédit Agricole

(\*) Prévisions Commission européenne

des mesures de dépenses des plans de relance ne seront pas reconduites au-delà de 2010, ce qui améliorera mécaniquement les soldes structurels. En revanche, la réduction du déficit ne sera pas suffisante pour stabiliser le ratio de dette publique qui devrait continuer à monter<sup>1</sup>.

## Une nécessaire maîtrise des finances publiques

**Les niveaux des ratios de dettes publiques prévus pour 2009-2010 dans la plupart des pays de la zone euro ne posent pas de problèmes en soi. Des niveaux de dette similaires ont en effet été observés par le passé et les gouvernements ont réussi à les réduire ou à les stabiliser au cours du temps.**

**Néanmoins, ces niveaux des dettes publiques ne doivent pas être ignorés en raison notamment des inquiétudes qu'ils peuvent soulever en termes de soutenabilité des finances publiques à moyen-long terme.** Ceci pourrait notamment entraîner une augmentation des primes de risques, et donc des taux d'intérêt sur les emprunts d'États, ce qui alourdirait davantage le service de la dette (cf. article « *Comment éviter l'autre krach ?* »). Le risque d'enclenchement d'une spirale haussière dite « effet boule de neige » n'est pas exclu. En effet, les niveaux élevés atteints par les ratios de dette conduisent à un alourdissement de la charge de la dette qui, en l'absence de mesures d'assainissement, creuse les déficits qui alimentent en retour les stocks de dettes...

Ainsi, pour l'instant, la réaction des marchés a été relativement modérée (cf. article « *Comment éviter l'autre krach ?* »), même si les rendements des emprunts publics de certains États (Irlande, Grèce et Portugal notamment) se sont quelque peu tendus par rapport aux taux d'intérêt des obligations publiques allemandes. Cela dit, le risque d'un dérapage des finances publiques à moyen et long terme en zone euro n'est pas nul. En effet, le vieillissement démographique (départs en retraite des baby-boomers) devrait fortement peser sur les finances publiques à long terme. Selon les projections de la Commission européenne, les dépenses publiques liées au vieillissement démographiques devraient s'accroître de 5,1 points de PIB entre 2010 et 2060, dont 2,7 points de PIB en prestations retraites et 2,6 points en dépenses de santé<sup>2</sup> (cf. article « *Comment faire face au papy krach ?* »).

La maîtrise des finances publiques est donc un impératif crucial, pour éviter tout risque d'une

défiance des marchés financiers et celui d'un dérapage incontrôlé des dettes publiques à long terme. Les efforts nécessaires pour ramener les dettes publiques sur une dynamique soutenable, voire dans les normes européennes, sont toutefois difficiles à évaluer *a priori*. Plusieurs paramètres rentrent en compte en effet : dynamique de l'activité, taux d'intérêt, priorités des politiques économiques.

## Comment stabiliser les dettes publiques à moyen terme ? Deux scénarii d'encadrement

Plusieurs scénarii d'ajustement des dettes publiques sont envisageables. A titre illustratif, nous avons simulé deux jeux d'évolutions possibles des dettes publiques afin de donner une indication sur l'ampleur des ajustements nécessaires à l'horizon 2015 et 2020 sous plusieurs hypothèses, en partant de la situation initiale de 2010 (les déficits publics 2010 étant déjà largement déterminés par les projets de budgets des différents États)<sup>3</sup>.

### Scénario 1 : à la recherche d'un déficit primaire stabilisant la dette publique dès 2011<sup>4</sup>

Un premier scénario consiste à évaluer les niveaux des soldes primaires requis pour stabiliser les ratios de dettes publiques à leur niveau de sortie de crise (2010)<sup>5</sup>. Les estimations indiquent qu'il faudrait, en moyenne, un excédent primaire de l'ordre de 0,4 % du PIB en zone euro pour stabiliser la dette publique à son niveau de 2010. Le niveau requis peut paraître faible dans l'absolu mais, pour l'atteindre, les efforts budgétaires à mettre en œuvre sont très importants pour la plupart des pays, compte tenu du niveau de déficit primaire en 2010 (-3,7 % en moyenne dans la zone euro). Il faudrait donc une augmentation du solde primaire de plus de 4 points de PIB en un

1. Ces prévisions reposent sur des hypothèses de croissance du PIB réel de 1,7 % en 2011 en moyenne en zone euro.

2. Voir Le rapport de la Commission européenne : « Sustainability Report », 2009.

3. Les simulations supposent que les mesures de soutien mises en œuvre depuis 2008 sont retirées progressivement à l'horizon 2011, et complètement en 2012. En outre, les projections incluent nos prévisions de croissance de PIB réel, d'inflation et de taux d'intérêt jusqu'en 2010. Au-delà, pour chaque pays, la croissance du PIB réel est fixée à 2 %, le taux d'inflation à 2 % et le taux d'intérêt à long terme à 4,5 %. Par ailleurs, les simulations ne tiennent pas compte des effets des finances publiques sur la croissance.

4. Le calcul du solde stabilisant est présenté dans l'encadré.

5. Le solde primaire correspond à la différence entre les recettes et les dépenses (hors charges d'intérêts de la dette).

Tableau 2

### Scénario 1 : déficit primaire stabilisant la dette publique

% du PIB	Solde primaire		Effort budgétaire (b-a)
	prévu en 2010 (a)	stabilisant le ratio de dette (b)	
<b>UEM</b>	-3,7	0,4	4,1
<b>Allemagne</b>	-2,2	0,4	2,5
<b>France</b>	-5,4	0,4	5,8
<b>Italie</b>	-0,6	0,6	1,2
<b>Espagne</b>	-7,6	0,3	7,9
<b>Pays-Bas</b>	-3,7	0,3	4,0
<b>Belgique</b>	-1,8	0,5	2,3
<b>Irlande</b>	-11,3	0,4	11,7
<b>Grèce</b>	-6,6	0,6	7,2

Source : Commission européenne, calculs Crédit Agricole

**Tableau 3**
**Scénario 2 : réduction rapide des ratios de dette publique**

% du PIB	Solde primaire			Effort budgétaire	
	prévu en 2010	ramenant le ratio au niveau de 2008 en 2015	ramenant le ratio à 60% en 2020	Scénario ratio 2008 en 2015	Scénario ratio à 60% en 2020
	(a)	(b)	(c)	(b-a)	(c-a)
<b>UEM</b>	-3,7	3,6	2,9	7,3	6,6
<b>Allemagne</b>	-2,2	2,4	1,9	4,5	4,1
<b>France</b>	-5,4	3,9	2,9	9,3	8,2
<b>Italie</b>	-0,6	3,5	6,5	4,0	7,1
<b>Espagne</b>	-7,6	5,9	1,1	13,5	8,7
<b>Pays-Bas</b>	-3,7	1,8	0,9	5,5	4,5
<b>Belgique</b>	-1,8	2,7	4,5	4,5	6,3
<b>Irlande</b>	-11,3	8,1	2,6	19,4	14,0
<b>Grèce</b>	-6,6	5,7	7,0	12,3	13,6

Source : Commission européenne, calculs Crédit Agricole

6. Ce scénario retient les mêmes hypothèses de croissance, d'inflation et de taux que le scénario 1.

an. Pour certains pays, tel que l'Irlande, le solde primaire doit augmenter de plus de 10 points de PIB par rapport aux niveaux de 2010.

**Scénario 2 : des réductions plus ou moins rapides des ratios de dette publique**

Le **tableau 3** présente deux sous-scénarii de réduction des ratios de dettes publiques. L'un donne les soldes primaires permettant de ramener les ratios de dettes publiques à leurs niveaux de fin 2008 à l'horizon 2015. L'autre, moins contraignant, donne les niveaux des soldes primaires requis pour réduire les dettes publiques à 60 % du PIB à l'horizon 2020.

Pour l'ensemble de la zone euro, l'excédent primaire requis pour réduire le ratio de dette publique à son niveau de 2008 devrait s'élever à 3,6 % du PIB en 2015, soit un effort budgétaire de l'ordre de 7 points par rapport à 2010. Parmi les États membres, l'Irlande et l'Espagne devraient dégager les soldes primaires les plus élevés (respectivement +8 % du PIB et +6 % du PIB). L'effort budgétaire requis pour atteindre ce niveau de solde primaire en 2015 par rapport à la situation initiale (2010) est considérable, voire peu probable dans certains cas, en particulier pour l'Irlande (+19,4 points), l'Espagne (+13,5 points) et la Grèce (+12,4 points).

Dans le second sous-scénario, les pays ayant initialement les ratios de dettes publiques les plus élevés devraient dégager les excédents les plus importants pour ramener leurs finances publiques dans les normes européennes à l'horizon 2020. Pour réussir à ramener leurs ratios de dettes publiques sous le seuil de 60 % du PIB à l'horizon 2020, la Grèce et l'Italie devraient ainsi maintenir en moyenne un excédent primaire de l'ordre de

7 % du PIB sur l'ensemble de la période. L'ampleur de l'effort budgétaire dépendant du niveau initial du solde primaire, l'Irlande et la Grèce, (respectivement -11,3 % et -6,6 % du PIB de déficits primaires en 2010), devraient les améliorer d'environ 14 points de PIB à l'horizon 2020, un effort qui semble insupportable.

**Au total, les projections de stabilisation et de réduction de l'endettement public (niveau d'avant crise ou seuil des 60 % du PIB à moyen terme) indiquent que le processus d'assainissement des finances publiques en zone euro sera très long et nécessitera des efforts extrêmement importants et durables. Ceci impliquera certainement**

**des baisses importantes des dépenses publiques et/ou des hausses d'impôts.** Néanmoins, on peut imaginer des cibles de réduction d'endettements moins contraignants, en stabilisant les ratios à des niveaux plus élevés ce qui réduirait à proportion le degré d'effort requis. Il est en effet très difficile de déterminer le taux d'endettement « limite » au-delà duquel les effets « boules de neige » s'enclenchent.

**Comment rétablir les finances publiques ? Un scénario d'efforts crédible, mais volontariste**

En l'absence d'efforts budgétaires plus ou moins importants selon les situations initiales des États, les dettes publiques vont donc continuer à augmenter à moyen terme. De plus, une reprise cyclique, même forte, ne sera pas suffisante à elle seule pour éviter une poursuite de la progression de l'endettement public vers des niveaux élevés, voire des dynamiques insoutenables dans certains cas au cours des prochaines décennies. Dans ce contexte, quelles sont les trajectoires plausibles des finances publiques à moyen terme ? Les **graphiques 1 et 2** présentent des trajectoires crédibles des dettes publiques, avec une réduction du déficit primaire de l'ordre de 1 point de PIB par an à partir de 2011<sup>6</sup>.

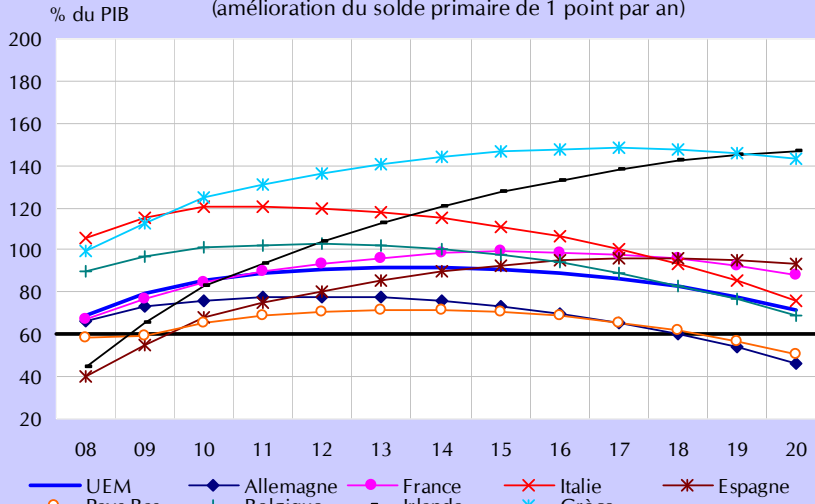
Avec une telle trajectoire, le ratio de dette publique de l'ensemble de la zone euro atteindrait un pic en 2014 et se réduirait ensuite peu à peu. Parmi les grands pays, la dette publique se réduirait très rapidement en Italie (dès 2012) et en Allemagne (2013). Dans ce schéma, la dette publique continuerait à augmenter en Espagne et en Grèce jusqu'en 2017. En Irlande, le maintien



Graphiques 1 & 2

**Dynamiques crédibles des dettes publiques**

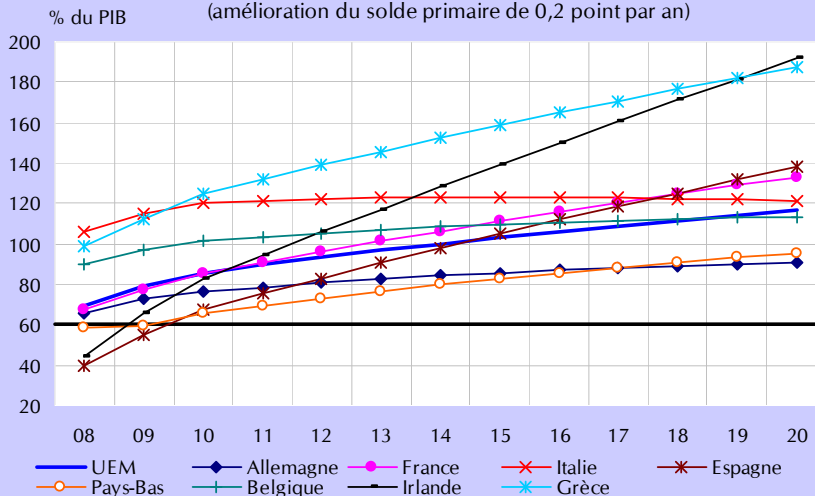
(amélioration du solde primaire de 1 point par an)



Source : Commission européenne, simulations Crédit Agricole

**Dynamiques des dettes publiques**

(amélioration du solde primaire de 0,2 point par an)



Source : Commission européenne, simulations Crédit Agricole

d'un tel effort sur longue période ne permettrait pas d'arrêter la spirale haussière de la dette, qui continuerait à monter au-delà de 2020. L'amélioration régulière du solde primaire permettrait de ramener la dette publique sous les 60 % du PIB en Allemagne et aux Pays-Bas avant 2020. Pour l'ensemble des pays de la zone euro, la dette publique s'établirait autour de 70 % du PIB à l'horizon 2020.

**Même si ce dernier scénario apparaît comme étant le plus plausible, il reste extrêmement volontariste, puisqu'il suppose un effort marqué et continu de réduction des déficits structurels (de l'ordre de 0,7 point par an).** Or, sur la période 2001-2007, l'effort moyen d'amélioration

déjà très élevé des taux de prélèvements obligatoires en Europe, en particulier en France et en Belgique (cf. graphique 3). La seconde est techniquement envisageable, mais se heurte à des choix plus politiques : importance accordée aux services publics (éducation, transport, énergie, etc.) et aux dépenses sociales (retraite, santé, chômage, etc.).

**Quatre conclusions :**

- En l'absence de mesures d'assainissement, la tendance des finances publiques va devenir insoutenable dans plusieurs pays de la zone euro.
- La dégradation des soldes et des dettes publics est structurelle.
- L'arrêt des mesures de relance et la reprise de

du solde structurel pour l'ensemble de la zone euro a été limité à 0,2 point de PIB par an. En supposant le maintien d'un tel effort budgétaire au cours des prochaines années, le ratio de dette publique de l'ensemble des États continuerait à monter. Pour l'ensemble de la zone euro, le ratio de dette s'établirait autour de 110 % du PIB à l'horizon 2020. Ceci montre combien le rétablissement des finances publiques est synonyme d'efforts douloureux.

Il y a deux façons d'opérer cette réduction structurelle : hausse des prélèvements obligatoires ou baisse des dépenses publiques. La première se heurte au niveau

## Encadré 1 Le cas de la France : une trajectoire probable de réduction des déficits et dettes publics

### Des déficits publics record en 2009 et 2010, - 8,3 % et -8,5 % du PIB

Le ratio déficit public/PIB devrait atteindre des niveaux extrêmement élevés en 2009 et 2010, -8,3 % et -8,5 %, après - 3,4 % en 2008. Les dynamiques à l'œuvre ne sont toutefois pas les mêmes en 2009 et en 2010.

En 2009, le déficit devrait se creuser violemment du fait de la récession économique. Trois éléments se combinent.

- La chute de l'activité affecte fortement le solde conjoncturel. Celui-ci, qui reflète l'impact du cycle conjoncturel sur les finances publiques, est approximé par  $0,45 \times (\text{PIB} - \text{PIB potentiel}) / \text{PIB potentiel}$ , i.e.  $0,45 \times \text{output gap}$ . En 2009, avec un PIB en recul de 2,3 % et un PIB potentiel en hausse d'environ 1,8 %, l'output gap se dégrade de 4,1 points de PIB et le solde conjoncturel de 1,9 points de PIB.

- L'élasticité des recettes fiscales aux revenus est nettement plus marquée qu'en régime normal. On constate une contraction marquée des recettes de TVA et surtout d'impôt sur les sociétés. En effet, les résultats de certaines sociétés semblent avoir été grevés davantage que ne l'aurait suggéré le cycle d'activité, via notamment des provisions et pertes sur les actifs dépréciés. L'impact de cette « sur-réaction » sur le déficit public est estimé à 1,6 points de PIB.

- Les mesures de relance mises en œuvre pour amortir le creux cyclique aggravent le déficit structurel. Un plan de relance de 26 milliards d'euros a été mis en place fin 2008, visant un soutien marqué à l'investissement, une amélioration à court terme de la trésorerie des entreprises, des aides à l'emploi et des mesures ciblées en faveur de l'automobile et du bâtiment. De nouvelles mesures en faveur des « populations les plus menacées par la crise » ont été annoncées en février 2009, pour un montant de 2,6 milliards. Ces plans de soutien aggravent le déficit structurel (déficit qui serait atteint si le PIB était égal à son niveau potentiel) à hauteur de 1,4 points de PIB.

En 2010, le déficit se stabiliserait à un très haut niveau, à -8,5 % du PIB (hors effet Grand emprunt), malgré le redressement attendu de la conjoncture.

- Le solde conjoncturel va en effet continuer à se détériorer. La croissance, prévue à 1,3 %, reste en deçà de son rythme potentiel, 2 % environ. L'output gap va donc se creuser encore, de 0,5 %, et le solde conjoncturel est ainsi amené à se dégrader d'environ 0,2 % du PIB. Ceci sera notamment perceptible à travers la hausse du déficit de l'assurance chômage.

- Le déficit structurel devrait rester du même ordre qu'en 2009 avec simultanément la poursuite de mesures de relance et un effort de maîtrise des dépenses publiques. Les dépenses de l'État stagneraient en volume (hors mesures de relance). Les dépenses publiques seraient en hausse de 1,3 % en volume (soit un net freinage, après + 4 % en volume en 2009). Certaines mesures du plan de relance sont temporaires et ne joueront donc plus sur les comptes publics de 2010, ce qui tend à améliorer le solde structurel. Mais d'autres mesures sont reconduites, au moins en partie : prime à la casse, exonérations de cotisations sociales dans les TPE, remboursement anticipé du crédit impôt recherche. Surtout, la taxe professionnelle serait supprimée et remplacée par une contribution économique territoriale assise en partie sur les bases foncières, en partie sur la valeur ajoutée, et plafonnée au total à 3 % de la valeur ajoutée. En sens inverse est créée la taxe carbone.

### Quels impacts attendre du Grand emprunt ?

Un grand emprunt va être mis en place début 2010. Son montant est prévu à 35 milliards d'euros. Sachant que les 13,4 milliards € d'aides de l'État remboursés par les banques<sup>1</sup> seront affectés à cet emprunt, 22 milliards environ seraient levés sur les marchés financiers. Cet emprunt est destiné à financer des dépenses d'investissement dans les secteurs d'avenir, à même de renforcer la compétitivité de la France et sa croissance potentielle : enseignement supérieur et recherche, énergies renouvelables, bio-économie, économie numérique...

Le problème est qu'à court terme cet emprunt va alourdir les déficits et la dette. Les dépenses d'investissement seront en partie des dotations en capital, qui n'impactent pas les déficits publics. De plus, les

dépenses seront probablement lissées sur plusieurs années. Elles auront donc un impact limité sur les déficits publics. La dette publique 2010 va être *a priori* alourdie de 22 milliards, soit 1 % du PIB. Elle atteindrait 85 % du PIB (84 % prévu initialement).

### Trajectoire de réduction des déficits publics en 2011-2016

Au-delà de 2010 est réaffirmée la priorité à la réduction des déficits. Le retour à l'équilibre sera toutefois très difficile à atteindre à court terme. Dans le projet de loi de finances (PLF) 2010, le gouvernement a annoncé une trajectoire de réduction des déficits en 2011-2013. L'idée est de revenir vers des déficits modérés, mais graduellement, et nécessite un pilotage fin. En effet, une réduction rapide des déficits supposerait des hausses de prélèvements obligatoires et/ou une réduction significative des dépenses publiques, qui compromettraient la reprise économique et donc la réduction des déficits. En sens inverse, le maintien de déficits élevés alimente les inquiétudes des ménages et peut affecter leur consommation, donc la croissance.

Le PLF 2010 prévoit une croissance de 2,5 % par an à partir de 2011 et une hausse des dépenses publiques limitée à 1 % par an en volume. Ceci permettrait de réduire le déficit public d'environ 1 point de PIB par an (-0,5 % sur le solde structurel et -0,5 % sur le solde conjoncturel). Les déficits se réduiraient donc, mais assez lentement, à -7 % du PIB en 2011, -6 % en 2012 et -5 % en 2013. Le Premier ministre a par ailleurs évoqué une poursuite, voire une intensification de l'effort au-delà de 2013, ce qui permettrait de retrouver un niveau de déficit proche de 3 % du PIB en 2014, et d'atteindre l'équilibre en 2016. La Commission européenne plaide pour une réduction plus rapide, permettant d'atteindre 3 % dès 2013.

Ces plans, très ambitieux, sont-ils réalisables ? L'hypothèse d'une croissance moyenne de 2,5 % sur la période 2011-2016 paraît très optimiste. Entre 1991 et 2008, la croissance a atteint 1,8 % par an en moyenne, et la croissance potentielle ne devrait guère dépasser ce rythme sur les prochaines années. En matière de dépenses publiques, l'objectif paraît atteignable, mais suppose que certaines réformes structurelles annoncées aboutissent : réforme des collectivités territoriales, réforme des retraites, modernisation du système de santé... Au total, sauf à mettre en place des mesures plus restrictives (hausses d'impôts, privatisations de certaines dépenses), cet objectif de rééquilibrage des finances publiques semble très difficile à atteindre. En 2011, le déficit public, prévu à 7 % du PIB, serait en fait plutôt proche de 7,7 %.

### Une sensible remontée de la dette publique

Le ratio dette publique/PIB, qui atteignait 67 % en 2008, va s'accroître fortement en 2009 et 2010, à respectivement 77 % en 2009 et 85 % en 2010 (y. c. effet grand emprunt).

Ceci reflète le cumul de déficits publics extrêmement élevés. A ces déficits s'ajoute le financement des mesures de recapitalisation du secteur bancaire (SPPE) et des prêts accordés au secteur automobile. Toutefois, la SFEF (Société de financement de l'économie française), qui effectue des prêts aux établissements bancaires, initialement classée dans les administrations centrales, a finalement été classée par Eurostat dans les sociétés financières et ne rentre donc pas dans le champ de la dette publique.

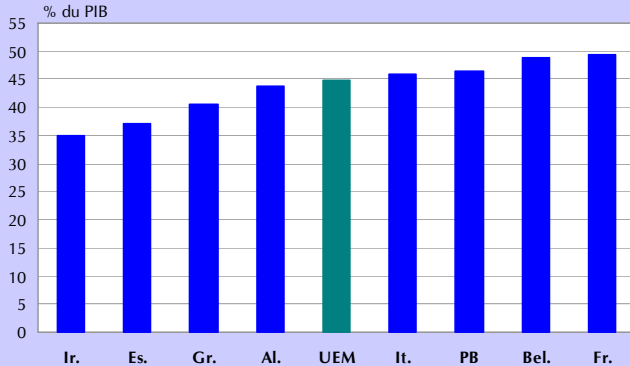
Le ratio de dette se dégrade d'autant plus que la croissance du PIB est en baisse marquée en volume en 2009 et en léger repli en valeur, ce qui affecte fortement le niveau de solde public permettant de stabiliser la dette. En 2009, il faudrait un solde public excédentaire, à hauteur d'environ 0,6 % du PIB, pour stabiliser le ratio de dette. Avec un déficit/PIB de 8,2 %, le ratio de dette remonte donc très fortement. En 2010, le ratio de dette publique augmente encore sensiblement, le déficit stabilisant étant de 1,5 %, alors que le déficit prévu est de 8,5 %. Au-delà, le ratio de dette continuera à s'accroître. Toutefois, si se concrétisent la réduction attendue des déficits et l'hypothèse d'une croissance de 2,5 % en volume, le ratio de dette publique se stabiliserait vers 92 % environ en 2012-2013.

Olivier ELUÈRE

olivier.eluere@credit-agricole-sa.fr

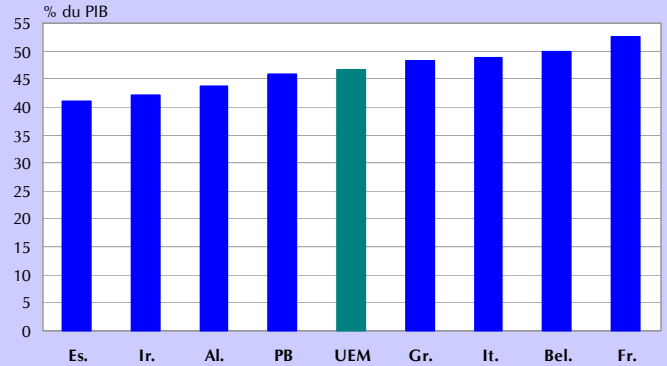
1/ Ces remboursements concernent les prises de participation de la SPPE (société de prise de participation de l'Etat) dans les banques françaises.

Recettes fiscales en pourcentage du PIB en 2008



Source : Commission européenne, Crédit Agricole

Dépenses publiques en pourcentage du PIB en 2008



Source : Commission européenne, Crédit Agricole

l'activité ne seront pas suffisants pour permettre un assainissement des finances publiques. Des mesures plus structurelles à court et moyen terme seront donc nécessaires (en particulier une réduction graduelle des dépenses totales et un arrêt des baisses d'impôt).

- Vu le contexte de vieillissement démographique et son impact négatif sur les dépenses publiques et sur la croissance potentielle, des réformes

structurelles plus larges (marché du travail, systèmes de santé, retraites, marché des biens) sont nécessaires pour assurer la soutenabilité des finances publiques à plus long terme. ■

Olivier BIZIMANA

[olivier.bizimana@credit-agricole-sa.fr](mailto:olivier.bizimana@credit-agricole-sa.fr)

Olivier ELUÈRE

[olivier.eluere@credit-agricole-sa.fr](mailto:olivier.eluere@credit-agricole-sa.fr)

## Comment faire face au papy krach ?

L'Espagne, l'Italie, la Grèce et le Portugal font face à des perspectives démographiques défavorables et relativement convergentes : baisse importante du taux de fécondité et allongement de l'espérance de vie qui se traduisent par une hausse spectaculaire de la part des personnes âgées dans la population totale. Le vieillissement de la population affecte les finances publiques à la fois en diminuant les recettes et en accroissant les dépenses, particulièrement de retraites. Ces effets assombrissent les perspectives de finances publiques à long terme sauf à imaginer un programme ambitieux de réformes des régimes de retraite.

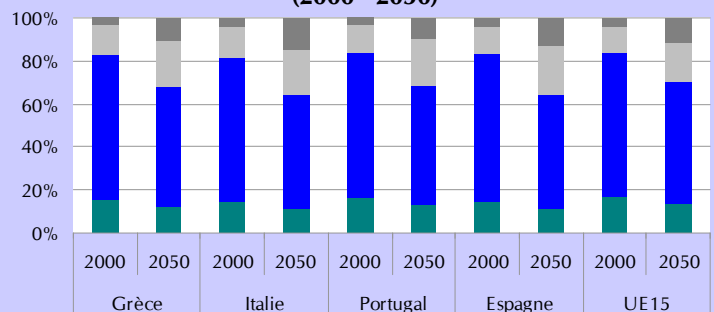
### Une démographie en cours de transformation

La part des seniors dans la population européenne ne cesse d'augmenter sous les effets concomitants d'un allongement de l'espérance de vie et d'une diminution du taux de fécondité. Dans les pays d'Europe du Sud, ces mutations démographiques sont encore plus marquées que dans les autres pays européens en raison surtout de la chute du taux de fécondité. Ces taux sont parmi les plus faibles de l'Union européenne, ce qui ne permet plus à ces pays d'assurer le renouvellement naturel des générations (1,36 enfants par femme au Portugal en 2006, 1,35 en Italie, 1,38 en Espagne, et 1,40 en Grèce contre 1,53 en moyenne dans l'Union européenne 25). Dans le même temps, ces quatre pays ont vu leur espérance de vie augmenter, notamment en Italie (78,5 ans en Italie en 2006 contre 77,32 ans pour

l'ensemble de la zone euro). Selon les projections démographiques retenues par Eurostat, dans ces pays d'Europe du Sud, la part des personnes âgées de plus de 65 ans et surtout celle des personnes de plus de 80 ans dans la population to-

Graphique 1

Changement de la structure de la population (2000 - 2050)



Source : OCDE, Crédit Agricole S.A.

■ 0-14 ■ 15-64 ■ 65+ ■ 80+

tale va inexorablement aller en augmentant ces prochaines années. En 2050, un peu plus d'un tiers de la population aura plus de 65 ans (contre 29,5% UE15) et entre 10 et 14 % auront plus de 80 ans (contre 11,7% en UE15). S'il est vrai que ces quatre pays suivront tous les mêmes tendances démographiques, des différences subsistent entre eux quant à l'ampleur du phénomène et son échéance. Le vieillissement est notamment déjà visible en Italie (où 18,5% de la population a plus de 65 ans, contre 16,4% en UE15), qui va conserver ce statut de plus vieux pays d'Europe dans les prochaines décennies.

**Un double impact sur les finances publiques**

**En diminuant les recettes de l'État et en augmentant sensiblement leurs dépenses, le vieillissement démographique a un double impact sur les finances publiques.**

**Du côté des recettes, une population vieillissante pénalise la croissance économique d'un pays (qui est approximativement la somme de la croissance de la main-d'œuvre et des gains de productivité), en raison de la réduction de la population active avec des effets mécaniques sur les recettes de l'État qui baissent en phase.** En effet, en Europe, la taille de la population active (15-64 ans) devrait diminuer de manière signifi-

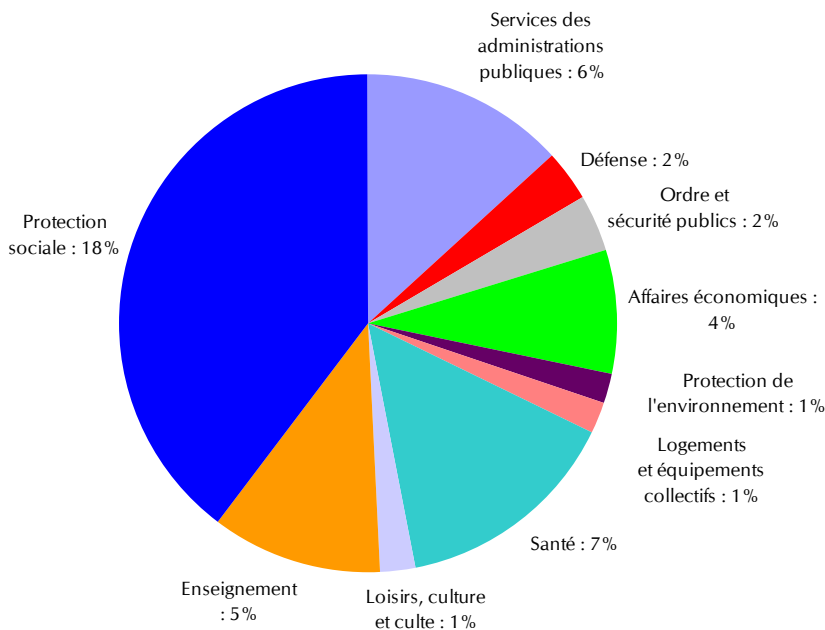
cative d'ici le milieu du siècle. De nouveau, ce recul est plus marqué dans les pays du Sud qui devraient connaître un repli de 14,2 % de leur population active d'ici 2050 (contre 10,1% pour l'UE 25). Ces projections sont d'autant plus préoccupantes qu'elles prennent en compte la contribution positive d'importants flux migratoires nets, particulièrement en Espagne et en Italie. Selon un rapport du Conseil économique et sociale espagnol, si la hausse de la population immigrée accroît mécaniquement l'assiette des impôts, la base imposable de cette population est structurellement plus faible. De plus, les projections de la Commission européenne tablent sur une baisse des flux migratoires nets de ces pays d'ici 2060, particulièrement en Espagne (de 1,4% de la population en 2008 à 0,3% en 2060). Seule l'augmentation significative de la participation des femmes dans la population active pourrait jouer un rôle compensateur, du moins en partie. Toujours selon la Commission européenne, le taux de participation des femmes entre 2007 et 2060 augmenterait en moyenne de 5% en Italie, Portugal et Grèce, et 11% en Espagne (contre 6% pour l'ensemble de la zone euro).

**Du côté des dépenses, le vieillissement va peser lourdement sur les finances publiques en raison surtout du coût des retraites.** La taille du budget dédié aux retraites est intrinsèquement liée aux

changements démographiques car il dépend, à la fois, du nombre de cotisants, du nombre de retraités, et de la longueur de leur retraite (période de paiement). La part des dépenses publiques consacrées aux retraites dépend aussi de la structure et de la générosité des régimes d'assurance vieillesse. En particulier, les systèmes qui offrent des niveaux de prestation élevés par rapport aux niveaux de contribution des assurés accusent un écart important entre les dépenses de retraite et leur financement, un problème récurrent dans les pays du Sud. Comme cela se prati-

Graphique 2

**UE 15 : Type de dépenses des Administrations Publiques (2007) en % du PIB**



Source : OCDE, Crédit Agricole SA

que en zone euro, les pays du Sud ont un âge de départ à la retraite relativement bas en comparaison de leur espérance de vie. Par ailleurs, la majeure partie de la population a la possibilité de partir en retraite avant l'âge légal. En effet, les chiffres montrent que l'âge effectif de départ à la retraite est en moyenne nettement plus bas que l'âge légal allant jusqu'à 4,5 années en deçà cette limite légale. De plus, le système de retraite de ces pays (à l'exception du Portugal) est caractérisé par des durées de cotisations très courtes (35 ans contre 40 ans minimum dans la plupart des pays en Europe). Parallèlement à cela, les systèmes de retraite en Europe du Sud sont particulièrement généreux avec un niveau de prestation étonnamment élevé eu égard au revenu moyen de ces pays (73% en Grèce, 68% en Italie, 58% en Espagne, 46% au Portugal, comparé à la moyenne de 50,4 pour les pays de la zone euro).

**Ce déséquilibre entre financement et dépenses des systèmes de retraite est tel que le poids des dépenses de protection sociale est largement supérieur aux autres dépenses publiques dans tous les pays de la zone euro** (en moyenne pour la zone euro près de quatre fois plus que les dépenses d'enseignement, et deux fois plus que la santé). **En 2007, le budget « retraite » représentait 12,7% du PIB en Grèce, 12,3% en Italie, 10% en Portugal et 6,3% en Espagne.** Par ailleurs, le vieillissement démographique entraînera également une augmentation des dépenses publique sur la santé.

### Les perspectives à long terme : bons et mauvais élèves

Le vieillissement démographique étant inévitable il faut s'y préparer afin de relâcher la pression sur des finances publiques déjà sous fortes pressions depuis l'éclatement de la crise économique et financière. Les pays d'Europe du Sud, mais plus généralement tous les pays, vont devoir mettre en place des réformes structurelles adaptées à l'ampleur des problèmes de vieillissement qu'ils vont rencontrer. Tous les pays d'Europe du Sud ont réformé leurs systèmes de retraite ces quinze dernières années. Cependant, certains pays ont fait plus d'efforts que d'autres.

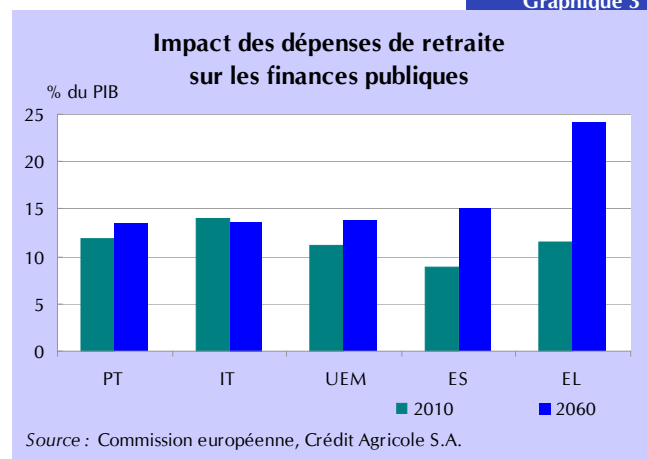
**Ainsi, le Portugal se situe parmi les meilleurs élèves en matière de réforme :** en 2006, le gouvernement a rénové son système de retraite, en introduisant un concept de soutenabilité avec une valeur des pensions qui évolue en fonction de l'espérance de vie à partir de l'âge de départ à la retraite.

**L'Italie a également transformé son système de retraite,** en introduisant le concept des « comptes notionnels », chaque

assuré acquiert un capital virtuel de droits à retraite qui reflète les cotisations versées, l'espérance de vie, et l'âge de départ à la retraite de l'individu.

Ces deux pays ont également introduit des mesures de rééquilibrage entre leurs niveaux de prestation et de cotisation (changement de nombre d'années sur lequel la pension est calculée ; report de l'âge de retraite légale ; introduction de mesures d'incitation pour rester sur le marché du travail ; augmentation de la durée de cotisation, etc.). **En revanche, l'Espagne et la Grèce n'ont pas encore introduit des mesures suffisamment convaincantes pour amortir le choc du vieillissement démographique.**

Au vue de ces efforts plus ou moins importants, la Commission européenne prévoit qu'à l'horizon 2060, **les dépenses de retraites augmenteront le plus en Grèce (+12,5% du PIB) et en Espagne (+6,2% du PIB). Au Portugal, la hausse des dépenses serait moins prononcée (+1,5% du PIB) et baisserait en Italie (-0,4% du PIB),** mais à partir d'un niveau déjà très élevé. Au total, les projections de la Commission européenne indiquent qu'avec des efforts soutenus en matière de réformes des régimes de retraites, le vieillissement ne devrait pas grever à long terme les finances publiques). **La volonté est là et la nécessité fait loi, de quoi forger quelque optimisme sur la poursuite voire l'intensification des processus de réformes des retraites dans tous les pays d'Europe du Sud.** ■



Sandrine BOYADJIAN  
sandrine.boyadjian@credit-agricole-sa.fr

Bénédicte KUKLA  
benedicte.kukla@credit-agricole-sa.fr

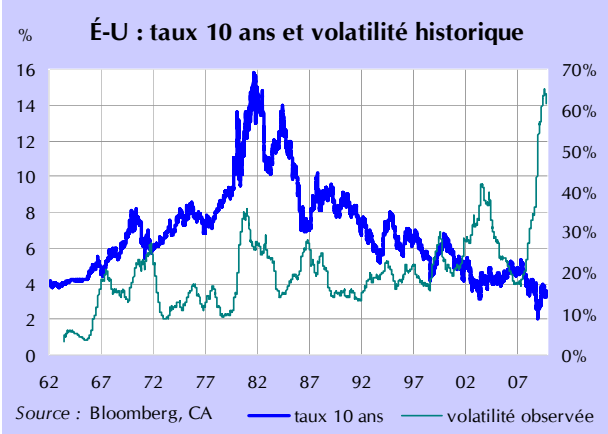
## Comment éviter l'autre krach ?

Quel est aujourd'hui le véritable risque d'une hausse rapide et non anticipée des taux longs, autrement dit d'un krach obligataire ? Le niveau élevé de volatilité observé sur le marché depuis le début de la crise financière et les craintes sous-jacentes de dérives des finances publiques suggèrent qu'un choc exogène isolé, comme une menace de dégradation d'une notation souveraine, pourrait suffire à pousser les taux longs à la hausse. A l'inverse, un resserrement rapide et non anticipé de la politique monétaire nous semble peu probable, ce qui exclurait un scénario « à la 1994 ».

### L'anatomie d'un krach obligataire

Quinze ans après, le spectre du krach obligataire de 1994 hante toujours les esprits des responsables de politique économique. Entre le 1<sup>er</sup> janvier et le 31 mars 1994 aux Etats-Unis, le taux sans risque à 10 ans est remonté de 5,80% à près de

Graphique 1



1. « The anatomy of the bond market turbulence of 1994 », C. Borio and R. McCauley (BIS 1995).

7%, soit une hausse de 120 pdb concentrée sur une période de temps relativement courte. Le marché obligataire a connu simultanément un accès de volatilité, observée comme implicite, jusqu'à des niveaux records. Enfin, la hausse des taux longs a été commune à l'ensemble des pays industrialisés, en particulier en Europe où la mise en œuvre des mécanismes du SME a entraîné un accroissement des flux de capitaux internationaux, avec toutefois des écarts dans l'ampleur du mouvement.

Cette forte baisse des prix des obligations n'est pas unique dans l'histoire de l'après-guerre puisque les taux longs s'étaient déjà fortement tendus après le second choc pétrolier de 1979, ou encore en amont du krach boursier d'octobre 1987. **Si le krach obligataire de 1994 a été vécu comme un épisode particulièrement douloureux, c'est en partie parce qu'il semble « entaché » d'une erreur de politique économique.**

Avec du recul, la majorité des observateurs attribue la hausse des taux longs au premier trimestre 1994 au relèvement du taux directeur de la Fed de 25 pdb, le 4 février. Cette hausse de taux, non anticipée par les marchés, aurait été sinon une erreur de politique économique, du moins une erreur de communication. Or, si la décision de la Fed fait partie des éléments déclencheurs du

krach, elle s'inscrit dans une séquence d'événements qui ont probablement tous contribué à créer les conditions du krach, puis à l'amplifier. Les premiers signes d'un changement de cap de politique économique ont été perçus au Japon, courant janvier 1994. Sur fond de rallye boursier, la Banque du Japon a surpris une partie des observateurs en laissant son taux directeur inchangé ; dans la foulée, le ministère des Finances s'est montré réticent à poursuivre ses interventions sur le marché obligataire.

Le fait même que les taux longs japonais ont amorcé leur remontée avant les taux américains amène ainsi à relativiser l'argument d'une Fed responsable de tous les maux. Par ailleurs, dans les deux semaines qui ont suivi la décision de la Fed, le dollar s'est rapidement déprécié contre le yen (suite à la rupture des négociations commerciales entre les deux pays) et le Deutsch Mark (suite à la décision de la Bundesbank de ne pas baisser son principal taux directeur pour le troisième mois consécutif). Ces évolutions de marché, confortées par des indicateurs économiques encourageants, un retournement des anticipations de politique monétaire et l'élargissement des déficits publics, ont conduit les investisseurs à liquider massivement leurs positions acheteuses sur le marché obligataire.

S'il est important d'identifier les causes d'un krach, il l'est au moins autant de comprendre les mécanismes par lesquels les mouvements de taux peuvent s'amplifier et persister, comme cela a été le cas en 1994. **Un point essentiel réside dans l'évolution des flux de capitaux étrangers sur les principaux marchés obligataires.** La BRI estime en effet que les ventes d'obligations souveraines domestiques par les investisseurs étrangers au 1<sup>er</sup> trimestre 1994 expliquent environ la moitié du pic de volatilité sur le marché<sup>1</sup>, en lien avec les effets de levier importants mis en place pendant le rallye obligataire du début des années 90.

### Quel risque aujourd'hui ?

Aujourd'hui, le risque de krach obligataire n'est pas de même nature qu'en 1994. Les autorités fiscales et monétaires ont gagné en crédibilité et

**Encadré 2**

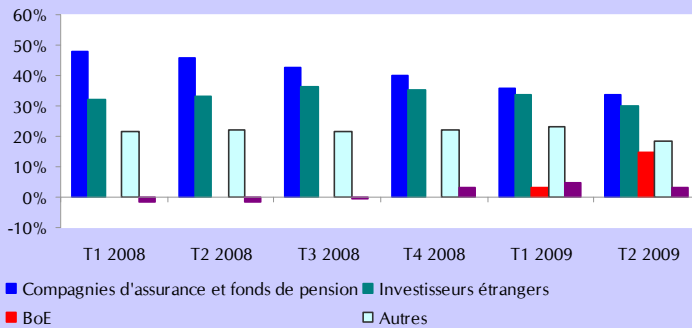
**La Banque d'Angleterre installée dans le QE**

L'année 2009 restera marquée par des injections massives de liquidité de la part de la Banque d'Angleterre (BoE), à travers son programme d'achats de titres (*Asset Purchase Facility*, APF) dont la taille s'élève aujourd'hui à 200 Mds de £. Cette facilité vise essentiellement à faire baisser les taux des *Gilts* et à détourner l'intérêt des investisseurs au profit des actifs plus risqués et, *in fine*, au financement de l'économie. Fin juin 2009, les investissements de la BoE représentaient 15% du marché des *Gilts* (cf. graphique), soit le troisième acteur le plus important après les compagnies d'assurance et fonds de pension (34%) et les investisseurs étrangers (30%). Fin octobre, son poids a grimpé jusqu'à 25% et devrait atteindre les 30% une fois le programme APF achevé.

Dans ce contexte, une sortie brutale de la BoE de ce marché pourrait déclencher une hausse rapide des rendements des *Gilts* si la

demande de la part des autres investisseurs n'arrive pas à compenser la baisse de la demande de la BoE. Cependant, deux facteurs essentiels suggèrent qu'un scénario de krach obligataire n'est pas le plus probable. La première raison se trouve dans l'objectif principal de politique monétaire de la BoE qui consiste à assurer la stabilité des prix. Tandis que la BoE pourrait arrêter d'acheter des titres supplémentaires, elle ne commencerait à en revendre que lorsqu'elle jugera nécessaire de ramener l'inflation à sa cible, autrement dit lorsque le marché sera capable d'absorber l'offre de *Gilts* excédentaire sans que cela n'occasionne de choc important. La deuxième raison repose dans la réglementation propre aux institutions financières au Royaume-Uni, à savoir les nouvelles règles de liquidité pour les banques que la *Financial Services Authority* (FSA) a publiées le 5 octobre. Ces dispositions exigent de la part des banques de détenir une proportion plus importante d'actifs de meilleure qualité, hautement liquides et de réduire leur dépendance aux financements à court terme. Les titres éligibles, tels que définis par la FSA, sont limités aux obligations gouvernementales, aux réserves de banque centrale et aux dettes supranationales. La date de mise en place de ces dispositions n'est pas encore clairement définie, mais l'autorité insiste sur le fait qu'elles ne rentreront en jeu qu'après la fin de la récession, ce qui coïnciderait avec les stratégies de sortie de la BoE. La FSA estime qu'au cours de la première année de l'application du nouveau régime, les banques devront augmenter leurs avoirs de titres d'État de 110 milliards de £. Cela signifie qu'une partie significative des titres vendus par la BoE sera absorbée par les banques dans le but de répondre aux nouvelles exigences réglementaires.

**Répartition du marché des Gilts**



Source : Datastream, Crédit Agricole S.A.

Slavena NAZAROVA  
slavena.nazarova@calyon.com

surtout, leur mode de communication a profondément changé. Dans la plupart des pays du G7, et malgré des contraintes propres, les banques centrales se sont engagées à maintenir une politique accommodante tant que la soutenabilité de la reprise ne serait pas assurée. Certes, les taux d'intérêt finiront pas être relevés, probablement avant que la politique fiscale ne commence à être resserrée, mais les banques centrales commenceront par préparer le terrain, afin d'éviter toute surréaction du marché. Enfin, les fondamentaux économiques (anticipations de croissance et d'inflation à long terme) plaident plutôt pour des taux longs bas en tendance. Une étude récente montre ainsi que 75% des intervenants de marché n'anticipent pas la formation d'une bulle sur le marché obligataire (enquête Reuters d'octobre 2009).

Le risque de krach obligataire n'est pas nul pour autant. D'abord, les banques centrales qui ont eu recours au *Quantitative Easing* sont devenues des investisseurs-clés sur ces marchés, rendant leur stratégie de sortie d'autant plus délicates (cf. encadré). Ensuite, tous les indicateurs disponibles suggèrent que la situation des finances publiques est nettement plus préoccupante aujourd'hui que dans les années 90. L'OCDE estime que la

situation budgétaire des principaux pays développés ne s'améliorera que très lentement, et que le déficit public structurel sous-jacent devrait se maintenir autour de 8% du PIB ou plus aux États-Unis, au Japon et au Royaume-Uni jusqu'en 2011 (-4,3% en zone euro).

Dans ce contexte, plusieurs facteurs pourraient potentiellement déclencher un mouvement de hausses des taux longs. Le choc pourrait être *a priori* exogène (placement d'un grand pays noté AAA en « Watch Negative » par une agence de notation) comme endogène (inadéquation offre-demande lors d'une émission souveraine importante d'un État). Ces craintes sont toutefois réapparues à plusieurs occasions en 2009 sans être amplifiées par des mouvements de liquidation massive comme cela avait été le cas en 1994, malgré un niveau de volatilité nettement plus élevé. Au total, le bon fonctionnement du marché obligataire est donc encourageant, mais l'incertitude globale sur les stratégies de sortie appelle à la prudence, d'autant que le processus ne fait que commencer. ■

Frederik DUCROZET  
frederik.ducrozet@calyon.com

**Encadré 3**
**La dynamique de la dette**

**Contrainte budgétaire de l'État :**

$$D_t = (1 + i_t)D_{t-1} - Sp_t$$

**Soit en variables rapportées au PIB :**

$$d_t = \frac{(1 + i_t)}{(1 + g)} d_{t-1} - sp_t$$

**Le solde primaire requis pour stabiliser le ratio dette/PIB :**

$$sp = \frac{(i - g)}{(1 + g)} d$$

où  $D$  = stock de dette,  $i$  = taux d'intérêt,  $g$  = taux de croissance et  $Sp$  = le solde primaire

À chaque période, l'État doit faire face à une contrainte d'ordre purement comptable : l'encours actuel de sa dette doit être égal à la dette de la période précédente augmentée du déficit nominal (qui inclut les charges d'intérêts). Cette contrainte budgétaire, dans sa version dynamique, indique que le stock de dette à une certaine date équivaut au montant du stock initial auquel s'ajoute la valeur actualisée des déficits. Définir un critère de solvabilité pour un État revient alors à imposer une contrainte à son endettement de long terme. Il semble naturel de juger solvable un agent ordinaire eu égard à sa capacité financière à apurer ses dettes avant la fin de sa vie, ce qui revient à imposer un endettement nul à long terme. En revanche pour ce qui est d'un État qui a virtuellement une durée de vie infinie, il convient de relâcher quelque peu cette contrainte en lui demandant simplement de stabiliser son ratio d'endettement. Cette notion de solvabilité est la plus couramment utilisée, comme en témoigne notamment les critères de Maastricht.

À partir de la contrainte budgétaire de l'État, on peut en déduire les variables clés influençant la dynamique de la dette à savoir le taux de croissance nominale du PIB et les intérêts servis sur la dette. Si le taux apparent (qui est égal à la charge d'intérêts rapportée à l'encours de la dette) est supérieur à la croissance nominale alors, à budget primaire équilibré (hors charges d'intérêts), la dette augmente du seul fait des charges d'intérêts, à un rythme supérieur à la richesse nationale. Cet effet cumulatif d'endettement est couramment appelé effet boule de neige. Dans ce cas, pour stabiliser le ratio dette/PIB, l'État devra tôt ou tard dégager des excédents primaires d'autant plus élevés que l'écart entre le coût de la dette et la croissance de l'économie est important et/ou que le poids de la dette est déjà élevé. C'est dans cette optique que l'on définit le solde primaire requis pour stabiliser la dette

**Directeur de la publication : Jean-Paul Betbèze**  
**Rédaction en chef : Jean-Paul Betbèze — Isabelle Job**  
**Réalisation et secrétariat d'édition : Véronique Champion-Faure**

**Crédit Agricole S.A. – Direction des Études Économiques**  
**75710 PARIS cedex 15 — Fax : +33 1 43 23 24 68**  
**Copyright Crédit Agricole S.A. — ISSN 1248 - 2188**  
**Contact : publication.eco@credit-agricole-sa.fr**

**Internet : <http://www.credit-agricole.com> - Etudes Economiques**  
**Abonnez-vous gratuitement à nos publications électroniques**

Cette publication reflète l'opinion de Crédit Agricole S.A. à la date de sa publication, sauf mention contraire (contributeurs extérieurs). Cette opinion est susceptible d'être modifiée à tout moment sans notification. Elle est réalisée à titre purement informatif. Ni l'information contenue, ni les analyses qui y sont exprimées ne constituent en aucune façon une offre de vente ou une sollicitation commerciale et ne sauraient engager la responsabilité du Crédit Agricole S.A. ou de l'une de ses filiales ou d'une Caisse Régionale. Le Crédit Agricole S.A. ne garantit ni l'exactitude, ni l'exhaustivité de ces opinions comme des sources d'informations à partir desquelles elles ont été obtenues, bien que ces sources d'informations soient réputées fiables. Ni Crédit Agricole S.A., ni une de ses filiales ou une Caisse Régionale, ne sauraient donc engager sa responsabilité au titre de la divulgation ou de l'utilisation des informations contenues dans cette publication.