

ANALYSE

La France et l'Europe face à la crise économique

Volet 1. La soutenabilité des finances publiques dans la crise, une analyse internationale

L'histoire financière nous enseigne qu'une crise bancaire internationale a souvent pour conséquence une crise de la dette souveraine. Aujourd'hui encore, le sauvetage du système financier après la crise des subprimes, les plans de relance de l'économie qu'elle a nécessités et la dégradation du potentiel de croissance mettent sous tension les finances publiques de la plupart des pays développés. La rapidité avec laquelle la crise de liquidité sur les marchés financiers se transforme en crise de solvabilité pour les États les plus fragiles fait peser sur les autres un risque de contagion qu'il faut évaluer.

L'étude de la soutenabilité des finances publiques des pays européens à partir de déterminants comme l'effort budgétaire nécessaire pour stabiliser la dette publique, le poids des dépenses sociales supplémentaires liées au vieillissement des sociétés, mais aussi les situations financières plus globales des pays vis-à-vis du reste du monde, permettent de les classer en fonction de ce risque. L'enjeu recouvre en effet la situation financière intrinsèque des administrations publiques et le risque que fait courir à l'État sa position « d'assureur en dernier ressort » en cas de faillite des agents privés.

Dans cette optique, le Centre d'analyse stratégique a mis au point un indicateur synthétique de soutenabilité. Il place la France au 13^e rang des 25 pays de l'OCDE étudiés (et au 11^e rang des 19 pays de l'UE). Il apparaît que l'Irlande et le Portugal, l'Espagne et dans une moindre mesure le Royaume-Uni sont dans une position difficile. La France demeure elle aussi exposée à un risque d'endettement public cumulatif, mais dispose de deux avantages notables qui tempèrent ce risque à long terme : une dynamique démographique qui permet d'envisager l'effet du vieillissement sur l'équilibre des finances publiques de façon relativement plus sereine que d'autres pays ; une situation globale d'endettement contenu des agents résidents qui contraste avec celle d'autres pays.

Comme souvent dans l'histoire financière, la récente crise bancaire internationale a eu pour conséquence une crise de la dette souveraine¹, qui fragilise aujourd'hui l'économie mondiale, et plus particulièrement l'économie européenne. Cet « épisode » fait ainsi figure de troisième étape d'un processus qui commence avec la crise des *subprimes* à partir du second semestre 2006, et qui se diffuse à l'ensemble de la planète à partir du krach de l'automne 2008 par une crise de défiance envers les détenteurs de créances titrisées² et un assèchement induit des liquidités sur le marché interbancaire. Alors que la mise en place de l'euro avait permis la convergence des taux d'intérêt sur la dette des États

¹ Reinhart C. et K. Rogoff (2010), « From financial crash to debt crisis », *NBER working paper* n° 15795, mars.

² Titres financiers émis par des sociétés *ad hoc* qui portent des lots de créances de même nature, cédés par des banques qui dégagent le risque de leur bilan.

membres de la zone, la mutualisation par les États du risque porté à l'excès par les agents privés fait réapparaître une forte discrimination des pays les plus fragiles par les marchés financiers. La crise de liquidité sur le marché monétaire se déplace en effet sur le marché des obligations publiques dès lors que les États ont joué un rôle d'assureur des banques et, à travers elles, du patrimoine des ménages.

La fonction stabilisatrice et le caractère incontournable de la mobilisation massive des États pour compenser les effets du désendettement des agents privés sur l'activité marchande font l'objet d'un assez large accord. Mais **la véritable question aujourd'hui est de mesurer les conséquences de ces impulsions en termes de soutenabilité des finances publiques des différents pays et les risques de transformation d'une crise de liquidité en une crise de solvabilité**. La forte différenciation des primes de défaut³ sur les obligations d'État conduit donc à **s'interroger sur la qualité objective de la signature des différents États et sur le risque pour chacun de voir sa notation dégradée**.

Évaluer le risque attendant à la dette souveraine ne peut se faire comme si l'État était indépendant du reste de l'économie. Les grandes crises rappellent que ce dernier constitue moins un prêteur qu'un assureur en dernier ressort des pertes privées. Cette mutualisation potentielle fait qu'un État ne peut être seulement jugé au regard de sa situation financière propre. Puisqu'il est l'assureur en dernier ressort de l'ensemble des agents résidents, la situation patrimoniale des ménages ou des entreprises financières et non financières influencera la qualité de sa signature. Le cas espagnol en fournit un bon exemple : la dégradation récente de sa notation sanctionne moins l'état présent de la dette ou du besoin de financement public que la faible marge de manœuvre que laisse pressentir la situation d'hyperendettement de certains ménages et de certaines entreprises non financières ou financières (banques locales notamment), dans la mesure où il est très peu probable que tous les agents puissent se désendetter simultanément.

Au-delà de l'évaluation de la soutenabilité des finances publiques au cas par cas, la crise a mis en avant la faible crédibilité des mécanismes de solidarité et de péréquation entre régions de l'Union européenne. La vulnérabilité financière de quelques États de taille intermédiaire laisse entrevoir une extension aussi « catastrophique » que la crise grecque : le durcissement sélectif des conditions de financement de certains pays peut ainsi faire basculer d'autres cas « limites » dans un processus d'endettement cumulatif. Alors que la recherche de placements sans risque a jusqu'ici créé une situation globalement favorable pour répondre aux besoins de financements publics issus de la crise, **une propagation des crises de défaut changerait totalement la physionomie de la reprise en cours** : n'aura-t-elle été qu'une brève accalmie dans un processus de crises en chaîne, de plus en plus rapprochées ?

Cette note tient compte des trois dimensions du risque attendant à la dette souveraine :

- dans un horizon de court et de moyen termes, la situation instantanée des finances publiques et la distance qui sépare le solde primaire (déficit public hors charges d'intérêt) du niveau théorique qui stabiliserait la dette jouent un rôle important dans l'appréciation des risques ;
- à plus long terme, la façon dont les États provisionnent les charges supplémentaires induites par le vieillissement démographique constitue un paramètre clé de leur crédibilité ;
- enfin la solidité financière de l'ensemble des résidents d'une nation (pas nécessairement considérés de manière agrégée) apparaît comme un facteur décisif des marges de manœuvre dont dispose un État pour assurer la soutenabilité des finances publiques.

Le médiocre positionnement français en matière de déficit public apparaît surtout comme un héritage de l'avant-crise

Les conséquences de la crise financière sur les finances publiques transitent par plusieurs canaux. Il faut prendre en compte, tout d'abord, **l'impact mécanique de la dégradation de l'activité sur les comptes publics**. Cette composante, qualifiée de « stabilisateurs automatiques », est due à la combinaison de trois effets : la montée en puissance de certaines dépenses de protection sociale en période de récession (notamment les indemnités de chômage), la rigidité des dépenses de fonctionnement et la baisse des rentrées fiscales avec le repli de la base d'imposition. À cette composante automatique s'ajoute **l'impact des mesures discrétionnaires** destinées à stabiliser la demande, à éviter une destruction des capacités productives efficaces et à soutenir le système financier. Enfin, la diminution ou le **ralentissement de la croissance potentielle** exercent un effet permanent sur le déficit budgétaire, non récupérable en phase haute du cycle de conjoncture. Ce troisième effet accentue sensiblement les efforts

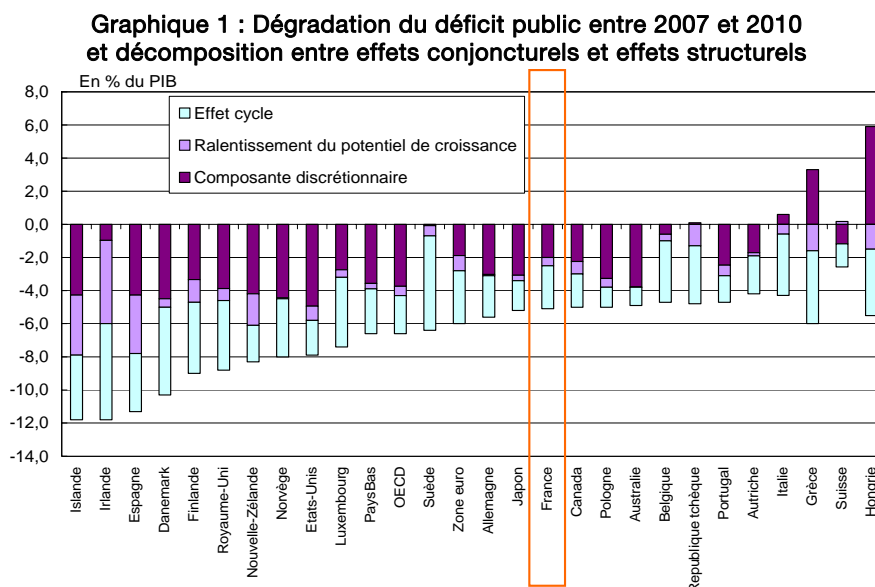
³ Majoration des taux d'intérêt destinée à couvrir l'investisseur contre le risque de défaut.

budgétaires nécessaires en sortie de crise pour stabiliser la dette publique. Les pays sont diversement touchés par ces différents paramètres, dont l'impact dépend aussi de leur position avant le choc.

Le partage entre composantes automatique, discrétionnaire et permanente n'est pas directement observable ; il est tributaire de la méthode statistique et du jeu d'hypothèses retenues. La principale incertitude réside dans le partage entre ce qui est imputable à un ralentissement ou un décrochage permanent de la production potentielle et ce qui relève du cycle. L'incertitude est maximale en période de forte récession, comme celle que traverse l'économie mondiale depuis deux ans, qui peut enrayer le moteur technologique de la croissance, entraîner un vieillissement des structures ou conduire à une prolifération d'entreprises « zombies »⁴, bancaires ou non bancaires, qui survivent sous assistance.

La crise actuelle fait intervenir les mêmes mécanismes correcteurs en matière de finances publiques que les précédentes : il est logique d'observer une nette dégradation des soldes budgétaires des différents pays. Cependant, en plus des stabilisateurs automatiques qui augmentent les dépenses et réduisent les recettes, force est de constater l'ampleur des mesures discrétionnaires mises en place par certains gouvernements pour éviter une trop forte dégradation de la production qui détruirait les capacités productives et viendrait hypothéquer un retour de la croissance. En moyenne, si l'on se réfère aux données des organismes internationaux, **la dégradation prévue de plus de 6 points de PIB⁵ des déficits publics en zone euro entre 2007 et 2010 serait imputable à 55 % (3,5 points de PIB) à des effets structurels (résultat des mesures discrétionnaires et du ralentissement de la croissance potentielle) pour la Commission européenne, à 48 % (3 points) pour le FMI et à 47 % (2,8 points) pour l'OCDE.** Le reste, soit près ou plus de 50 %, serait récupérable en phase de reprise. Pour les pays développés hors zone euro, la composante structurelle contribuerait majoritairement à la dégradation du besoin de financement public, pour l'OCDE comme pour le FMI.

La France, dont les ajustements automatiques sont historiquement assez puissants, a pu limiter les plans de relance discrétionnaires sans pour autant connaître un trop fort ralentissement de sa croissance. Elle a vu ainsi son solde budgétaire se dégrader dans des proportions relativement limitées avec la crise (*graphique 1*). La dégradation prévisible de l'ordre de 5 points du déficit entre 2007 et 2010, place en effet l'Hexagone légèrement sous la médiane et la moyenne des pays développés ou de l'UE. **La France ne se singularise en définitive ni par l'ampleur des mesures de relance discrétionnaires (de l'ordre de 2 % du PIB) ni par un ralentissement du potentiel de croissance plus prononcé qu'ailleurs ni par une morsure particulièrement importante du cycle d'activité sur le déficit public. Ce premier résultat met *a contrario* en exergue le fait que la France partait d'une situation déjà dégradée avant la crise (*encadré 1*).**



Source : OCDE, *Perspectives économiques*, mai 2010, calculs CAS

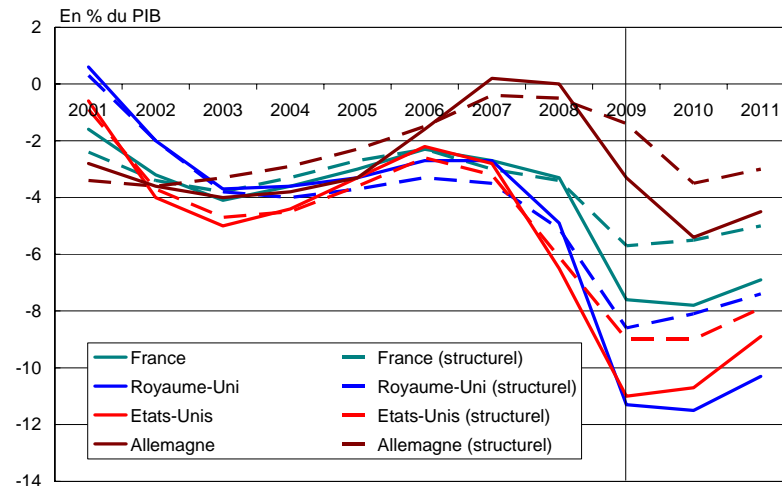
⁴ <http://www.paconsulting.com/introducing-pas-media-site/releases/banks-must-act-now-to-survive-the-new-zombie-reality-of-half-dead-banks-governments-consumers-and-companies-10-november-2009/>.

⁵ De 6 points pour l'OCDE à 6,4 points pour la Commission européenne

Encadré 1 : Le déficit structurel en France avant la crise et en début de crise

La France a subi le début de la crise avec un solde budgétaire déjà dégradé, ce qui souligne la **difficulté récurrente qu'éprouve le pays à retourner à l'équilibre en période haute du cycle économique**. Sur les 25 économies de l'OCDE, la France figure au 18^e rang avec - 3,8 % de déficit public moyen sur la période 2005-2009 (soit la durée moyenne d'un cycle). Elle n'est surclassée parmi les pays de l'UE que par la Grèce, la Hongrie, le Portugal, le Royaume-Uni et la Pologne (par ordre décroissant de déficit). Cette piètre position initiale est corroborée par les classements issus de la comparaison des déficits structurels en pourcentage du PIB, même si ces mesures comportent une marge d'incertitude significative, notamment dans le cas de la France (voir *annexe 1, tableau 1*). Le solde budgétaire structurel permet d'appréhender la situation des finances publiques d'un pays à moyen terme, indépendamment de l'effet transitoire du cycle économique. Si aucune intervention politique n'est mise en place, le solde budgétaire oscillera autour de cette valeur fondamentale. Il faut considérer ces chiffres comme le noyau dur du déficit, nécessitant des mesures discrétionnaires nouvelles pour être résorbé. En 2007, le déficit structurel français avoisinait 3 % pour l'OCDE et le FMI, atteignant même 3,7 % pour la Commission européenne. Pour 2009, l'évaluation du déficit français corrigé du cycle conjoncturel varie ainsi de - 4,9 % pour le FMI à - 6,2 % pour la Commission. Cette dernière part d'une hypothèse de croissance potentielle plus faible pour la France, ce qui tend à minimiser l'impact conjoncturel du ralentissement et à majorer la composante structurelle. Cette incertitude affecte peu la position relative des pays. Lorsque l'on considère la moyenne des différentes évaluations par pays, la France **figure au 16^e rang**, par ordre décroissant, des déficits structurels sur la période 2009-2010 devant, en Europe, l'Islande, la Pologne, le Portugal, l'Espagne, le Royaume-Uni, l'Irlande et la Grèce, pays dont la situation financière structurelle est encore plus dégradée.

Graphique 2 : Évolution des soldes budgétaires effectifs et structurels en % du PIB nominal et potentiel



Source : OCDE, *Perspectives économiques*, mai 2010

L'effort nécessaire pour stabiliser la dette à moyen terme, particulièrement important en France, est modéré à plus long terme par une dynamique démographique favorable relativement à d'autres pays

La dynamique des finances publiques d'un pays révèle un comportement inertiel à bien des égards, résultat d'un compromis institutionnel et de tendances économiques passées qui justifient la dimension rétrospective de l'analyse. Cependant l'évaluation de la soutenabilité d'un État relève aussi des anticipations (1) d'ajustements budgétaires nécessaires pour qu'à l'avenir la dette ne devienne pas explosive ; (2) de l'ensemble des recettes et dépenses que la société devra prendre en charge collectivement. Sans bouleverser les hiérarchies établies préalablement entre pays, il apparaît que même si pour certains l'effort à accomplir à moyen terme pour stabiliser la dette publique est très important, ceux qui ont connu par le passé une forte montée en charge des dépenses socialisées semblent moins contraints par des hausses futures.

Liquidité, solvabilité, soutenabilité

Alors que la santé des banques est évaluée à l'aide des concepts de liquidité et surtout de solvabilité, on privilégie le concept de soutenabilité dans le domaine des finances publiques. La solvabilité est un concept statique : à un instant donné, un agent économique est solvable si ses actifs sont suffisants pour faire face à ses dettes. Un agent peut être solvable mais illiquide (il a suffisamment d'actifs pour couvrir ses dettes, mais ces actifs ne peuvent être vendus assez vite et assez aisément pour faire face à

ses échéances). Il arrive aussi qu'un gouvernement soit insolvable. Dans ce cas, la communauté internationale des prêteurs se réunit pour annuler tout ou partie de la dette.

Cependant, un gouvernement n'est pas soumis aux mêmes contraintes de solvabilité qu'un agent privé (entreprise ou ménage) parce que sa durée de vie est illimitée et qu'il a le pouvoir de lever des impôts. Dans le cas des États, c'est donc le concept de soutenabilité qui se révèle le plus utile, en raison de son caractère dynamique : **une dette publique sera jugée soutenable si, compte tenu des prévisions de dépenses et de recettes publiques, l'État ne risque pas de se trouver face à un problème d'insolvabilité ou à une obligation d'ajustement irréaliste des finances publiques.** Cette condition, qui n'implique pas nécessairement un solde budgétaire à l'équilibre, se traduit mathématiquement par une dette publique qui doit être égale à la somme actualisée des excédents budgétaires futurs hors intérêts de la dette⁶.

D'où cette constatation : la théorie économique n'est pas capable de définir une limite à partir de laquelle une dette publique serait considérée comme trop élevée. L'horizon retenu pour calculer les excédents primaires futurs est d'ailleurs en théorie infini, et l'on pourrait donc tolérer des niveaux d'endettement très importants, tout en respectant le principe de soutenabilité. Il est néanmoins indispensable, pour orienter l'action publique, de se donner un horizon – et celui-ci a un impact non négligeable sur les résultats.

L'effort budgétaire stabilisant la dette publique

En dépit des controverses sur sa mesure et sa construction, la notion de croissance potentielle se révèle utile pour considérer **l'effort budgétaire nécessaire pour stabiliser la dette publique**⁷ : cet effort étant la différence entre le solde structurel et celui stabilisant la dette publique (*encadré 2*). Son ampleur est largement conditionnée par l'écart entre le taux d'intérêt et le taux de croissance. **Il correspond à l'ajustement budgétaire auquel un pays doit consentir simplement pour éviter un « effet boule-de-neige ».** Il s'avère aujourd'hui conséquent pour la France, à près de 5 points de PIB, mais reste inférieur à celui de grands pays développés comme le Royaume-Uni (8,8 points) et les États-Unis (9,7 points). En ligne avec les déséquilibres structurels constatés en première partie, la France figure au 18^e rang des pays développés au regard du critère de « solde stabilisant ».

Encadré 2 : Quel déficit permet de stabiliser la dette publique ?

La dette se stabilise lorsque le solde public hors charge d'intérêt est égal à l'écart entre le taux d'intérêt et le taux de croissance de l'économie multiplié par la part de la dette publique dans le PIB. Ainsi, pour une dette de 60 % du PIB, un taux d'intérêt réel de 3 % et un taux de croissance de 2 %, le solde primaire stabilisant est égal à $(3\% - 2\%) \times 0,6 = 0,6\%$.

⁶ Cette condition dite de « transversalité » s'obtient lorsqu'on fait l'hypothèse que la dette publique augmentera moins vite que les remboursements des intérêts de la dette. Les économistes parlent alors d'« absence de jeu de Ponzi » : cet escroc fameux qui, dans les années 1920 à Boston, a payé ses dettes, y compris les charges d'intérêts, par l'émission de nouvelles dettes, a connu un regain de popularité lors de la récente affaire Madoff.

⁷ Le financement des dépenses publiques passe aujourd'hui, quand les impôts ne suffisent pas, par l'emprunt. Il s'agit pour le gouvernement de vendre à des investisseurs des titres de créance leur donnant droit, pour une durée spécifiée, à des versements en capital et intérêts précisés par le contrat de dette associé (service de la dette). Le montant B_t de titres émis chaque année par un État correspond à la somme des emprunts arrivant à échéance B_{t-1} , augmentés des intérêts i_t et diminué du solde primaire (c'est-à-dire hors charges d'intérêts) de l'année en cours, S_t . Ainsi, si nous faisons l'hypothèse simplificatrice que l'ensemble des titres publics ont une maturité d'un an :

$$B_t = (1+i)B_{t-1} - S_t$$

Si l'on traduit l'équation en part de PIB, on déduit que :

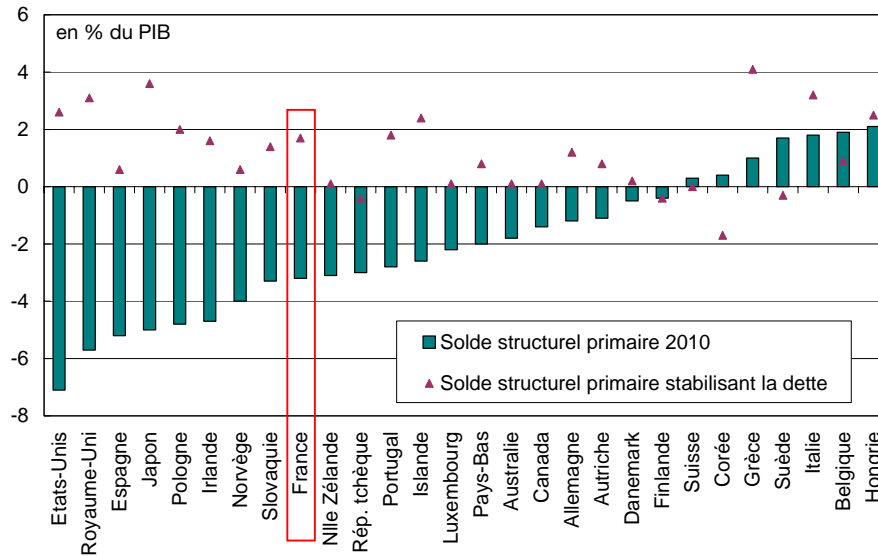
$$b_t = (1+i)/(1+g) b_{t-1} - s_t$$

Les minuscules traduisent des variables en part de PIB. Ainsi, $b_t = B_t / PIB_t$ et $s_t = S_t / PIB_t$. g désigne le taux de croissance et i le taux d'intérêt, tous les deux nominaux. Le solde primaire, s^* , stabilisant la dette à son niveau $b = b_{t-1} = b_t$ par rapport à la production potentielle qui croît au taux g se définit par :

$$s^* = (i-g)/(1+g)b = (i-g)b$$

Cette équation met en évidence l'importance de la variable de taux de croissance potentielle et de taux d'intérêt de la dette publique. En effet, le solde primaire doit être excédentaire si le taux de croissance potentielle g est inférieur au taux d'intérêt i . C'est à partir d'une estimation de ces deux paramètres que l'on détermine le solde primaire qui stabilise la dette publique à un niveau fixé préalablement par convention.

Graphique 3 : Solde structurel primaire actuel et solde structurel primaire stabilisant la dette, 2010

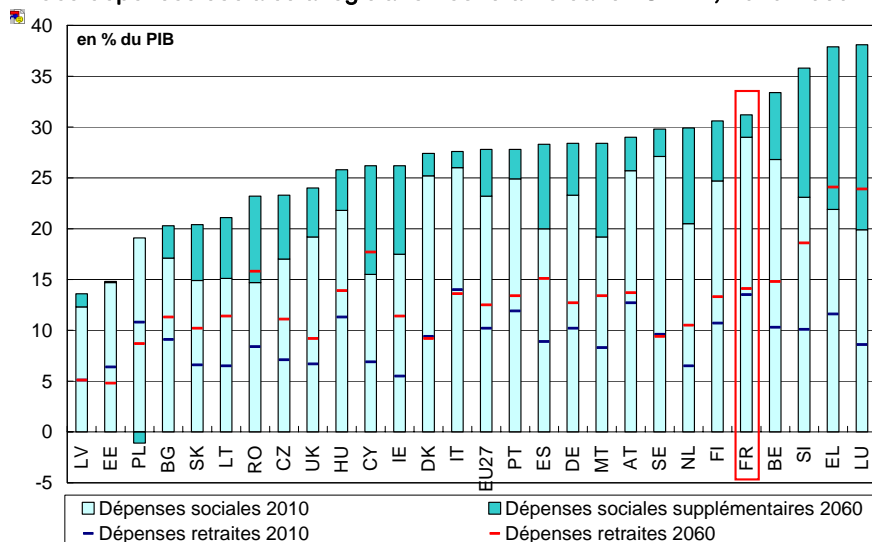


Source : OCDE

L'anticipation des dépenses sociales liées au vieillissement des sociétés

L'évaluation de la soutenabilité des finances publiques nécessite en outre une appréhension des recettes et des dépenses publiques à plus long terme, au-delà du périmètre de dépenses que couvre l'analyse du solde structurel stabilisant. Le potentiel de hausse des dépenses sociales dépend d'une part du **degré de mutualisation des risques** déjà atteint par les grandes économies et, d'autre part, de la **dynamique démographique, notamment des charges futures ou des pertes de recette afférentes au vieillissement**. Plusieurs études permettent d'anticiper les charges futures qui attendent les États développés, en particulier les dépenses sociales supplémentaires liées au vieillissement. Le graphique 4 réalisé à partir des projections de la Commission européenne⁸ souligne que les pays européens sont dans des situations très inégales vis-à-vis du financement de leurs dépenses futures⁹.

Graphique 4 : Impact du vieillissement sur les dépenses de retraite et sur l'ensemble des dépenses sociales à législation constante dans l'UE-27, 2010-2060



Source : Commission européenne

La France, qui a en 2010 la part des dépenses sociales dans le PIB la plus élevée des pays considérés, devrait connaître à cause du vieillissement de sa population (et à législation constante), une

⁸ Sustainability Report 2009.

⁹ Les estimations sont réalisées sur la base d'une législation constante et rendent compte de l'impact de la modification de la structure démographique des pays sur les dépenses de retraite, de santé, mais aussi sur celles liées à la dépendance et d'éducation.

augmentation de ses dépenses sociales de 2,2 points de PIB d'ici à 2060, ce qui est parmi les plus faibles¹⁰. L'Italie est dans une situation semblable avec une augmentation globale de moins de 2 points de PIB. En revanche, les dépenses sociales grecques pourraient augmenter de près de 16 points de PIB, dont 12,5 points seraient dus aux charges supplémentaires de pensions. De même, en Espagne et en Irlande, les prévisions laissent penser que les dépenses sociales s'accroîtraient de près de 9 points de PIB, dont plus des deux tiers seraient imputables aux retraites. La situation grecque est néanmoins la plus critique dans la mesure où l'Espagne et l'Irlande atteindraient des niveaux de dépenses sociales proches de la moyenne de l'UE-27, soit 28 % du PIB en 2060, inférieurs d'au moins 10 points de PIB au niveau grec prévu à près de 38 % du PIB.

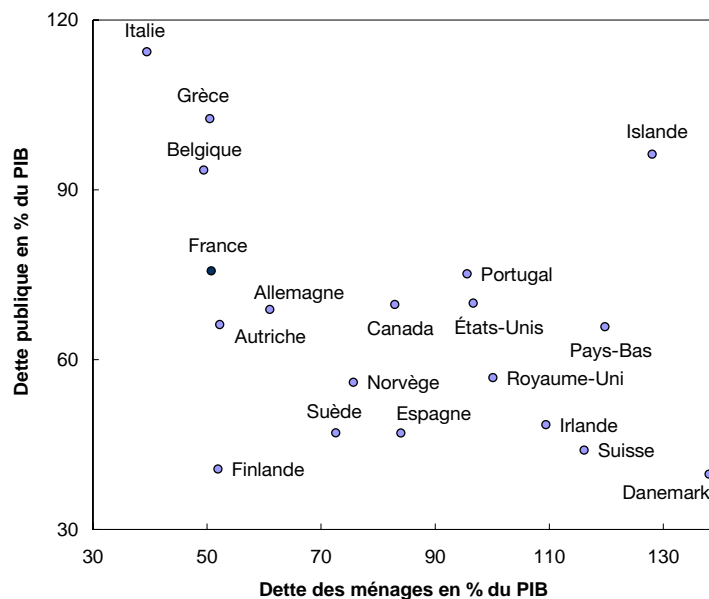
Le risque souverain français doit aussi être relativisé au regard de la situation financière globale du pays

La contrainte budgétaire publique ne saurait pour autant se résumer à la seule analyse de la situation financière intrinsèque des administrations publiques mais nécessite l'appréhension de la situation financière de la nation toute entière, dont l'État serait le garant en dernier ressort. **Il faut en particulier prendre en considération l'interdépendance entre agents privés et publics** : les « effets de ciseau » que l'on observe entre soldes financiers ou dynamiques d'endettements publics et privés (*annexe 2*) est le reflet des mécanismes de substitution entre besoins et/ou capacités de financements public et privé. Ainsi, les pays où l'évaluation de la soutenabilité des finances publiques était plutôt défavorable avant la crise sont souvent aussi ceux où les agents privés sont aujourd'hui les moins contraints par un impératif de désendettement. La France appartient sans ambiguïté à cette catégorie.

Le potentiel de transfert de risque des agents privés vers les États diffère fortement d'un pays à l'autre

La mise sous tension des finances publiques depuis 2007 est d'autant plus forte que les besoins de financement des agents privés ont été importants au cours de la période antérieure. Un faible endettement des États va souvent de pair avec un niveau élevé d'endettement des agents privés (*graphique 5*). Comme le révèle l'état des soldes financiers, la situation des administrations est en particulier négativement corrélée avec celle des ménages (*annexe 2*). Pour être pérenne, le désendettement apparent des administrations publiques ne doit pas ainsi recouvrir une situation de prise de risque excessive des autres agents ; la dette publique considérée isolément peut ainsi être trompeuse, si l'on ne contrôle pas le risque parallèle de surendettement des autres agents privés et de dégradation induite de la qualité des bilans des intermédiaires financiers.

Graphique 5 : Corrélation entre dette des ménages et dette des administrations publiques, 2008

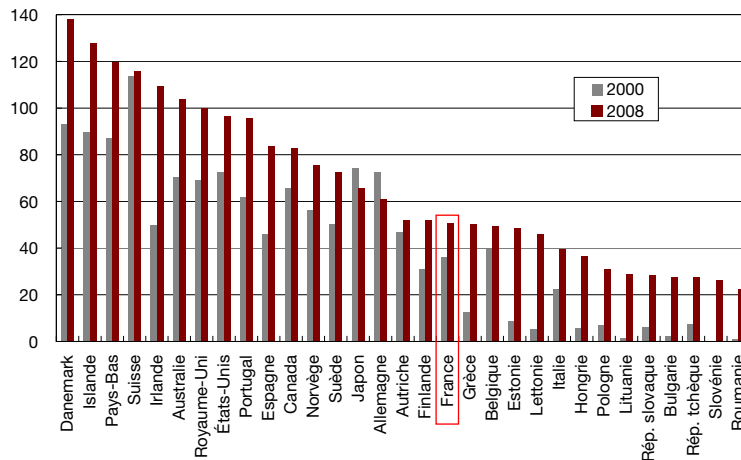


Sources : OCDE, Eurostat

¹⁰ Les dépenses supplémentaires liées aux pensions diffèrent ici des projections effectuées par le Conseil d'orientation des retraites, dans la mesure où la Commission européenne met en avant un peu moins d'un point de PIB de dépenses supplémentaires par an imputables à l'augmentation du nombre de retraités.

Or, au cours des deux derniers cycles, les dynamiques différenciées d'endettement public selon les pays recouvrent des situations également très hétérogènes d'endettement des agents privés, notamment des ménages (en niveau comme en variation, *graphique 6*).

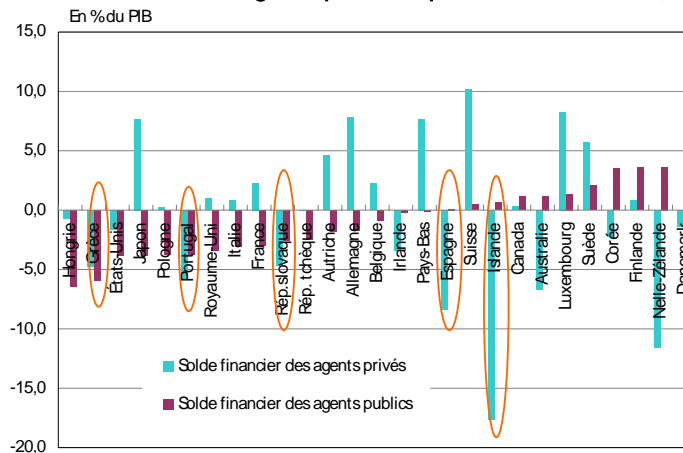
Graphique 6 : Évolution de l'endettement des ménages en % du PIB entre 2000 et 2008



Source : Eurostat, OCDE, Banque centrale d'Islande, Banque centrale de Suisse

Les besoins de financement du secteur privé, dont la moyenne au cours du dernier cycle est présentée dans le graphique 7, ont augmenté considérablement dans des pays comme l'Irlande, l'Espagne et la Grèce à partir de 2003-2004, alors que les administrations publiques dégageaient des excédents, ou de faibles déficits. Dans des pays comme la France, l'Italie et surtout l'Allemagne, les agents privés ont au contraire dégagé chaque année d'importantes capacités de financement tandis que le secteur public rétablissait moins vigoureusement son solde budgétaire à l'équilibre qu'en Irlande ou qu'en Espagne (*annexe 2*). Résultat, un solde du compte courant largement excédentaire pour l'Allemagne, presque à l'équilibre pour la France et l'Italie, et fortement déficitaire pour l'Irlande et l'Espagne, voire très fortement pour la Grèce. La crise de l'automne 2008 et la contraction du crédit font alors remonter significativement les taux d'épargne des ménages et diminuer les taux d'investissement des entreprises, ce qui aurait dû entraîner une chute majeure de la croissance si la demande n'avait pas été soutenue par d'importants déficits publics. La zone euro dans son ensemble¹¹ a néanmoins conservé un solde courant globalement à l'équilibre, même pendant la crise financière. La discrimination des risques au sein de l'espace européen tient compte aujourd'hui de cette double dimension. **Les pays qui combinent depuis plusieurs années des besoins de financement publics et une forte dégradation de la situation financière des agents privés sont particulièrement exposés** (*graphique 7*). Si l'on adopte cette optique large du risque souverain, la France est restée largement en dehors des écarts d'endettement privé observés dans d'autres économies.

Graphique 7 : Solde financier des agents privés et publics en % du PIB, moyenne 2004-2008

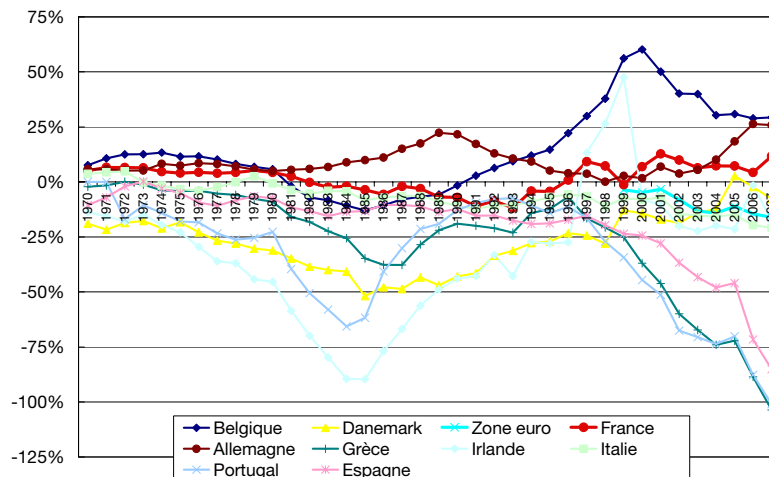


Source : OCDE

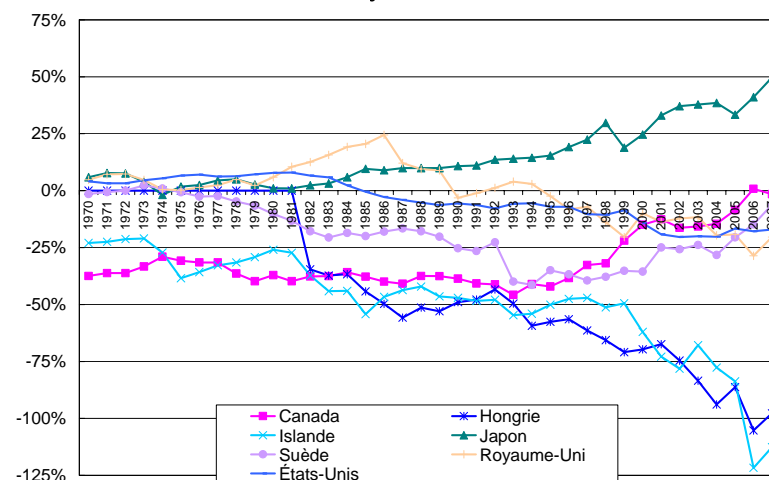
¹¹ Seuls treize pays de la zone euro sont considérés ici : les six mentionnés ci-dessus, l'Autriche, la Belgique, la Finlande, le Luxembourg, les Pays-Bas, le Portugal et la Slovaquie.

Ces considérations plaident pour **une approche globale de la situation patrimoniale d'une économie**. L'ensemble du passif financier, net des actifs financiers, détenus par les résidents du pays, est résumé par la **position extérieure nette**. Là encore, plusieurs pays qui connaissent incontestablement des difficultés de moyen terme propres à la dégradation de leur solde budgétaire structurel, disposent d'atouts non négligeables si l'on s'attache à leur endettement global¹². La France, en particulier, est l'un des rares pays européens, avec l'Allemagne et la Belgique (et, hors zone européenne, le Japon) à occuper une position extérieure nette positive.

Graphique 8 : Position extérieure nette des économies développées
A - Pays de l'UE



B - Pays hors UE



Source : Version mise à jour et étendue de Philip R. Lane et Gian Maria Milesi-Ferretti (2007)¹³

L'indicateur synthétique du CAS place la France en position intermédiaire lorsque l'on synthétise les différents critères de soutenabilité

En regroupant les principales variables considérées dans la note, nous pouvons maintenant construire un **indicateur synthétique** (encadré 3 et tableau 1) permettant de classer les pays en fonction de la soutenabilité de leurs finances publiques¹⁴. L'indicateur présenté ici (tableau 1) note la conjonction

¹² Les divers effets de valorisation empêchent de considérer la dette extérieure nette des pays comme une accumulation des soldes courants présentés dans le graphique en annexe.

¹³ "The external wealth of nations mark II: Revised and extended estimates of foreign assets and liabilities, 1970–2004", *Journal of International Economics*, vol. 73, novembre, p. 223–250.

¹⁴ Ce type d'indicateurs comporte toujours une part d'arbitraire, liée à la sélection des critères et à leur pondération. Une pondération « objective » devrait en principe faire intervenir la probabilité de défaut associée à la déviation de telle ou telle variable. Néanmoins, l'essentiel des défauts observables par le passé concerne des pays en développement, pour lesquels les données mobilisées ici ne sont que très partiellement disponibles.

d'éléments favorisant **le risque de montée cumulative de l'endettement public**. Ce risque est notamment sensible :

- à la situation de départ des finances publiques,
- à l'écart du solde primaire à son niveau stabilisant,
- aux charges futures non provisionnées liées au vieillissement,
- et au risque porté par les autres agents privés, qui peuvent être transférés à l'État en cas de crise.

Encadré 3 : Création d'un indicateur synthétique « CAS » de soutenabilité

Dix critères sont avancés pour classer les 25 pays retenus en fonction de la soutenabilité de leurs finances publiques. Ces critères sont répartis en trois sous-groupes : court terme, moyen-long terme, équilibre financier global.

- Pour rendre compte du court terme, on a retenu la moyenne du solde budgétaire entre 2005 et 2009, le déficit structurel 2009-2010, ainsi que la dette publique brute et nette en 2009.
- Pour le moyen-long terme, ce sont l'effort budgétaire nécessaire en 2010 pour stabiliser la dette publique et les dépenses sociales supplémentaires liées au vieillissement de la population à l'horizon 2060¹⁵ qui ont servi d'indicateur.
- Enfin, la situation financière globale du pays est appréhendée via le déficit courant moyen sur la période 2005-2009, le besoin de financement des agents privés (2000-2009), l'endettement des ménages en 2008 et la dette extérieure nette en 2007.

Pour chaque critère, la position du pays est évaluée par rapport aux 24 autres pays considérés¹⁶. Une moyenne du rang est établie pour chaque sous-groupe, et c'est la moyenne des trois sous-groupes qui détermine l'indicateur composite de soutenabilité.

L'indicateur synthétique (*tableau 1*, « note synthétique moyenne ») **place la France, par ordre croissant de risque, au 13^e rang des 25 pays** de l'OCDE étudiés (et au 11^e rang des 19 pays de l'UE retenus).

Les pays qui appartiennent à la première zone de risque en termes de soutenabilité sont par ordre décroissant : la Grèce, les États-Unis, l'Islande, l'Espagne, l'Irlande et le Portugal, le Japon et le Royaume-Uni. L'hétérogénéité de ces pays en termes de profondeur de marchés financiers ou de degré d'internationalisation de leur devise ne les expose pas à un risque identique de défiance.

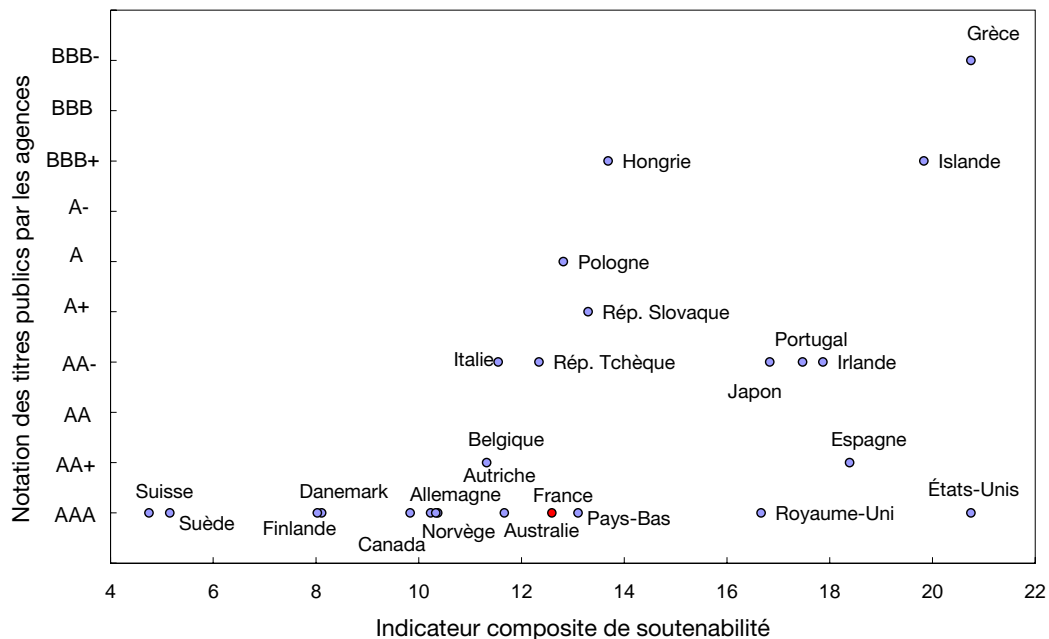
La France apparaît vulnérable au regard des critères qui touchent aux risques de dérive de l'endettement public à court et moyen termes. Sur ce registre, elle se positionne au 19^e rang, devant l'Irlande, la Pologne, la Grèce, le Royaume-Uni, le Japon, les États-Unis, et proche de l'Espagne qui part d'un niveau d'endettement plus faible.

Les risques de dérive de long terme sont en revanche tempérés par des fondamentaux démographiques et une situation financière des agents résidents relativement favorable. Sur ce registre, la France figure au 3^e rang des 25 pays étudiés.

Il est intéressant d'examiner plus précisément certains pays et les critères qui les distinguent des autres. Par exemple, la dette des ménages grecs est encore à l'heure actuelle une des plus faibles d'Europe, mais cela ne suffit pas à compenser les autres critères très défavorables par rapport aux autres pays. Les États-Unis ont quant à eux un indicateur de soutenabilité aussi dégradé que celui de la Grèce, sans pour autant connaître de tension sur une possible dégradation de leur note, reflet du « privilège exorbitant » que leur confère leur monnaie notamment. L'Espagne, de son côté, a une dette publique encore assez faible, mais les autres indicateurs sont plus critiques. L'Irlande est un peu moins contrainte du fait d'une position extérieure nette plus favorable. Le Royaume-Uni subit lui de fortes tensions conjuguant un impératif de désendettement des ménages et un effort budgétaire considérable pour stabiliser sa dette. **La France se distingue de ces pays notamment par d'assez bons fondamentaux : la faible ampleur des dépenses sociales supplémentaires projetées à l'horizon 2060, une position extérieure nette positive et enfin des ménages relativement peu endettés. Cependant, des indicateurs de court et moyen termes lourds, tenant compte de l'état des déséquilibres présents et de l'effort budgétaire pour stabiliser la dette publique, viennent entamer cette soutenabilité et rendent les ajustements budgétaires nécessaires, même s'ils peuvent être graduels.**

¹⁵ Ce critère n'étant renseigné que pour les pays européens, le rang moyen du sous-groupe est déterminé de telle sorte que la hiérarchie entre les pays européens n'est pas modifiée.

¹⁶ Le classement effectué est donc relatif. L'imperfection d'un tel indicateur tient aussi au fait qu'une unité, le classement des pays pour chaque critère, peut sous-estimer de profondes différences entre deux pays (l'unité sera considérée comme relativement trop petite) ou sous-estimer une proximité des chiffres (elle sera alors considérée comme relativement trop grande).

Graphique 9 : Notation des titres publics¹⁷ et indicateur de soutenabilité

Source : Eurostat, OCDE, Fitch Ratings, Commission européenne, FMI, calculs des auteurs

Un aperçu global du lien entre l'indicateur synthétique et la notation de la dette souveraine (*graphique 9*) montre à la fois les tensions qui peuvent s'exercer sur la notation et les limites d'un tel instrument. **L'indicateur de soutenabilité ne suffit pas à lui seul à caractériser la probabilité de défaut d'un État.** Le cas des États-Unis est emblématique : le risque attaché à la dette américaine n'est pas aussi grand que sa position le laisserait penser. **Le poids de l'histoire est décisif dans la confiance que les marchés accordent à un émetteur souverain.** En effet, les pays dont l'indicateur est fort et où la note est pourtant très bonne, comme le Royaume-Uni ou les États-Unis, sont des pays dont le développement financier et fiscal est ancien et dont le dernier défaut remonte à très longtemps. Ces pays ne sont pas invulnérables pour autant et le concept de « *too big to fail* » comporte des limites, comme en témoigne la notation de dette souveraine du Japon, pourtant pays premier créancier du monde. De même, les pays dont l'indicateur est médian, telles les Républiques tchèque et slovaque, la Pologne ou la Hongrie, qui sont au même niveau que la France ou les Pays-Bas, et dont les notations sont assez dégradées, appartiennent tous à l'ancien bloc communiste. **L'état de profondeur des marchés financiers, le statut international de la devise (notamment pour motif de réserve), la gestion active de la dette constituent aussi des critères décisifs pour la notation d'un pays.** Sur ces points, et notamment le dernier, la France dispose d'atouts reconnus¹⁸. Les conditions de liquidité dont bénéficient les États-Unis¹⁹ ou dans une moindre mesure le Royaume-Uni, minimisent leur risque d'endettement cumulatif passant par une hausse des *spreads* et, en définitive, leur risque de défaut.

Le classement médian de la France recouvre deux caractéristiques contrastées : d'une part des forces jouant en faveur d'une dégradation de la situation financière de court et moyen termes ; d'autre part des fondamentaux de long terme particulièrement solides.

Ce classement montre aussi que les tensions apparues sur le coût de financement de certains États ne sont pas nécessairement déconnectées des fondamentaux. La crainte de diffusion d'une crise de défaut en Europe est renforcée par le fait que les pays les plus exposés sont de taille grande ou intermédiaire : Espagne, Irlande, Portugal ou Royaume-Uni. Parmi eux, seul le dernier dispose de la souplesse que confère la flexibilité du change. Ce groupe de pays « en situation limite » totalise une dette représentant 24,5 % de la dette publique de l'UE. Ce constat explique en grande partie le volontarisme affiché par ces pays en matière d'ajustement budgétaire.

> Thomas Brand et Olivier Passet, Département Économie Finances

¹⁷ La notation retenue est celle effectuée par l'agence de notation Fitch Ratings, fin mai 2010.

¹⁸ La gestion active de la dette et de la trésorerie par l'Agence France Trésor (AFT), mise en place en 2001, constitue en particulier un point fort de la France puisqu'elle permet de minimiser le coût net de financement de l'État.

¹⁹ Elle ne protège pas du risque de défaut au niveau local comme en témoignent les crises de liquidité récurrentes de la Californie.

Tableau 1 : Décomposition de l'indicateur synthétique de soutenabilité(Rang de chaque pays sur chaque critère, par ordre décroissant de performance, voir données en annexe 1 : tableaux 1 et 2)

	Indicateurs de court terme					Indicateurs de moyen-long terme			Équilibre financier global					Note synthétique moyenne (1), (2), (3)	rang	dont		dont	
	Déficit moyen 2005-2009	Déficit structurel 2009-2010	Dette publique brute 2009	Dette publique nette 2009	Rang moyen (1)	Effort budgétaire pour stabiliser la dette 2010	Dépenses sociales supplémentaires 2010-2060	Rang moyen (2)	Déficit courant moyen 2005-2009	Dette externe nette 2007	Dette ménages 2008	Besoin de financement des agents privés (2000-2009)	Rang moyen (3)			Risque de dérive de court et moyen terme, moy.	rang	Risque de dérive de long terme	rang
	a	b	c	d	e	f	g	h	i	j	k	l	m	moy. (e, h, m)		moy (e,f)		moy. (g,m)	
Allemagne	11	7	15	17	12,5	11	14	12	5	5	11	2	5,8	10,2	6	11,8	12	9,8	10
Australie	6	11	1	4	5,5	9	nc	9	19	20	20	23	20,5	11,7	11	7,3	5	20,5	22
Autriche	10	8	14	15	11,8	10	10	10	9	13	10	6	9,5	10,4	8	10,9	9	9,6	9
Belgique	12	10	21	22	16,3	2	19	11	10	4	6	8	7,0	11,3	9	9,1	7	13,2	12
Canada	7	6	16	11	10,0	8	nc	8	11	8	15	12	11,5	9,8	5	9,0	6	11,5	11
Danemark	2	4	6	5	4,3	6	4	5	8	10	25	17	15,0	8,1	4	5,1	4	9,6	8
Espagne	13	21	9	13	14,0	20	21	20	22	21	16	24	20,8	18,4	22	17,0	16	20,8	23
Etats-Unis	23	23	18	20	21,0	25	nc	25	18	11	18	18	16,3	20,8	24	23,0	25	16,3	19
Finlande	3	3	4	2	3,0	4	17	10	7	16	9	11	10,8	8,0	3	3,5	2	13,7	15
France	18	16	19	18	17,8	18	6	12	12	6	8	7	8,3	12,6	13	17,9	19	6,9	3
Grèce	25	25	22	23	23,8	14	25	20	24	24	7	21	19,0	20,8	25	18,9	22	22,0	24
Hongrie	24	5	20	21	17,5	5	11	8	20	22	4	16	15,5	13,7	17	11,3	10	13,3	14
Irlande	15	24	11	9	14,8	21	22	22	17	12	21	19	17,3	17,9	21	17,9	20	19,7	21
Islande	9	17	23	14	15,8	19	nc	19	25	25	24	25	24,8	19,8	23	17,4	18	24,8	25
Italie	16	9	24	25	18,5	7	3	5	15	15	5	10	11,3	11,5	10	12,8	14	7,0	5
Japon	19	18	25	24	21,5	23	nc	23	6	3	12	3	6,0	16,8	19	22,3	24	6,0	1
Norvège	1	12	10	1	6,0	17	nc	17	1	2	14	15	8,0	10,3	7	11,5	11	8,0	7
Pays-Bas	8	13	13	12	11,5	13	24	18	4	7	23	4	9,5	13,1	15	12,3	13	16,6	20
Pologne	20	19	8	10	14,3	22	1	12	16	18	3	13	12,5	12,8	14	18,1	21	6,9	4
Portugal	22	20	17	19	19,5	15	8	12	23	23	17	22	21,3	17,5	20	17,3	17	14,8	17
Rép. slovaque	17	15	2	7	10,3	16	15	16	21	19	2	14	14,0	13,3	16	13,1	15	14,6	16
Rép. tchèque	14	14	3	6	9,3	12	18	15	13	17	1	20	12,8	12,3	12	10,6	8	15,4	18
Royaume-Uni	21	22	12	16	17,8	24	13	18	14	14	19	9	14,0	16,7	18	20,9	23	13,3	13
Suède	4	2	7	3	4,0	1	7	4	3	9	13	5	7,5	5,2	2	2,5	1	7,2	6
Suisse	5	1	5	8	4,8	3	nc	3	2	1	22	1	6,5	4,8	1	3,9	3	6,5	2

Note : chaque grandeur classée est rapportée au PIB du pays concerné.

L'information est incomplète pour la colonne g (dépenses sociales supplémentaires imputables au vieillissement). Le classement sur 18 a été multiplié par une constante (25/18) pour ne pas créer de distorsion avec les autres classements. Les indicateurs composites des pays hors UE sont légèrement biaisés par l'absence de données sur les charges futures imputables au vieillissement démographique. Ce biais concernant les pays hors UE ne modifie en rien la position relative des pays de l'UE.

Sources : OCDE, FMI, Eurostat, calculs CAS

Annexe 1 : Évaluations des soldes budgétaires structurels des économies développées
par les organismes internationaux, printemps 2010

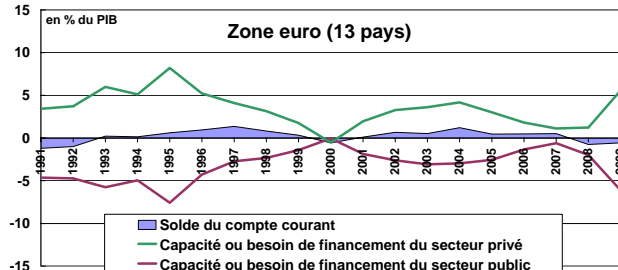
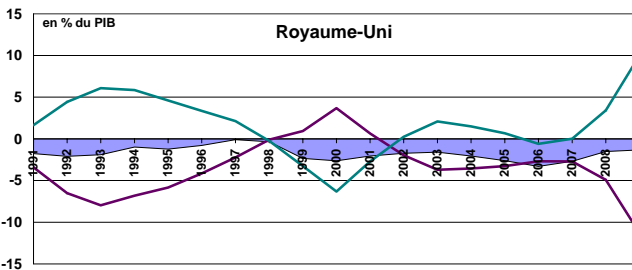
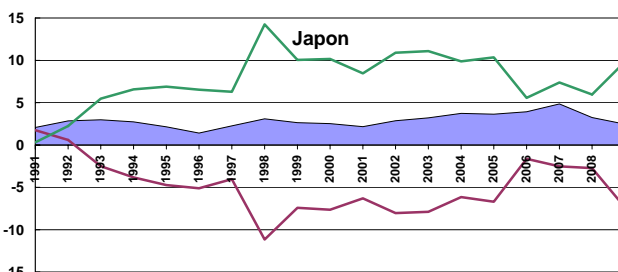
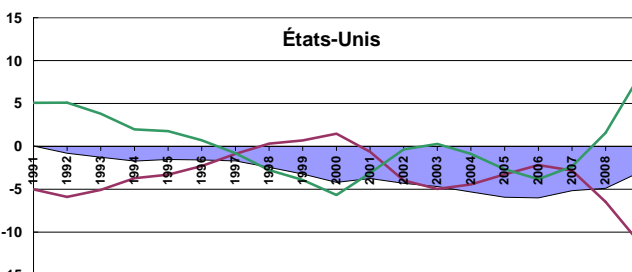
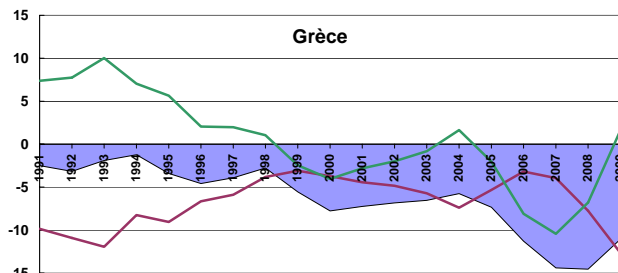
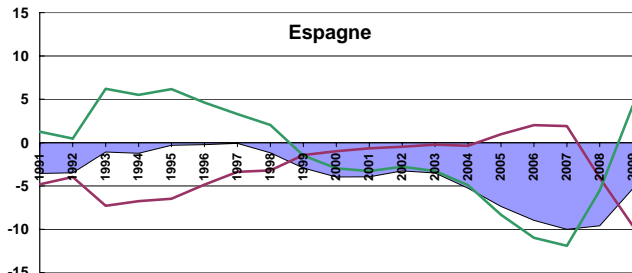
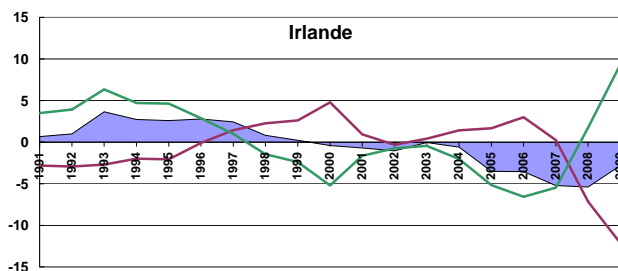
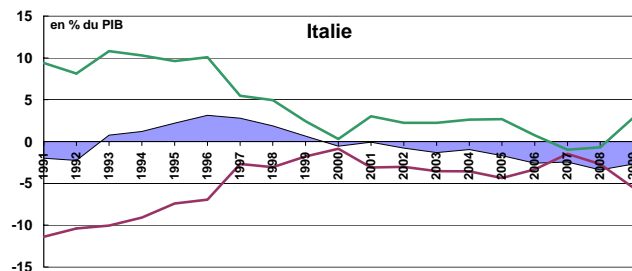
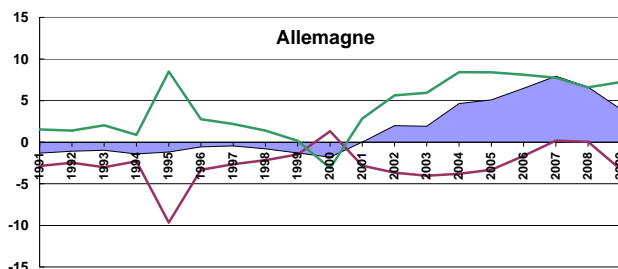
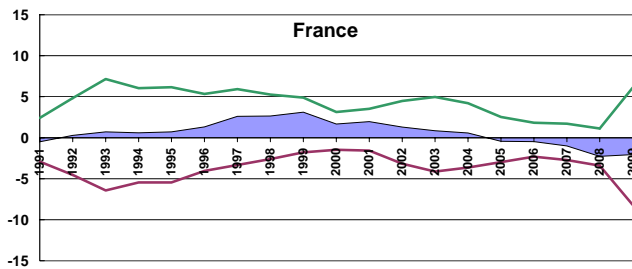
2009		2010		2009		2010		2009		2010	
OCDE		FMI		Commission		OCDE		FMI		Commission	
Grèce	-11,7	Grèce	-13,1	Grèce	-14,1	Etats-Unis	-9,0	Etats-Unis	-9,2	Royaume-Uni	-10,4
Irlande	-9,9	Irlande	-10,0	Irlande	-11,4	Royaume-Uni	-8,1	Grèce	-8,9	Irlande	-8,7
Etats-Unis	-9,0	Espagne	-8,4	Royaume-Uni	-9,7	Irlande	-7,3	Irlande	-7,9	Grèce	-8,2
Royaume-Uni	-8,6	Etats-Unis	-7,9	Espagne	-9,6	Pologne	-6,9	Royaume-Uni	-7,6	Espagne	-7,8
Espagne	-8,3	Royaume-Uni	-7,8	Portugal	-8,3	Japon	-6,4	Japon	-7,5	Portugal	-7,5
Islande	-7,4	Portugal	-7,8	Pologne	-6,9	Espagne	-6,2	Norvège	-7,3	France	-6,6
Portugal	-7,4	Japon	-7,4	France	-6,2	Portugal	-5,7	Espagne	-7,3	Pologne	-6,5
Pologne	-7,3	Norvège	-6,8	Rep. Tchèque	-5,1	France	-5,5	Portugal	-7,1	Pays-Bas	-4,9
France	-5,7	France	-4,9	Belgique	-4,5	Grèce	-4,2	Pays-Bas	-5,2	Rep. Tchèque	-4,7
Japon	-5,5	Belgique	-4,8	Pays-Bas	-3,6	Pays-Bas	-4,2	Australie	-4,9	Belgique	-3,7
Rep. Tchèque	-4,6	Pays-Bas	-4,5	Italie	-3,3	Islande	-4,0	France	-4,6	Allemagne	-3,6
Pays-Bas	-4,5	Australie	-4,0	Autriche	-2,4	Rep. Tchèque	-3,9	Autriche	-4,3	Autriche	-3,6
Australie	-3,3	Italie	-3,9	Hongrie	-2,2	Allemagne	-3,5	Belgique	-4,3	Italie	-3,6
Canada	-3,2	Autriche	-3,0	Allemagne	-1,8	Autriche	-3,0	Allemagne	-3,8	Danemark	-3
Belgique	-2,8	Canada	-2,0	Finlande	0,3	Australie	-2,5	Italie	-3,5	Hongrie	-2,1
Italie	-2,7	Allemagne	-1,1	Danemark	0,6	Nlle-Zélande	-2,5	Canada	-3,0	Finlande	-1,4
Autriche	-2,4	Suède	-0,6	Luxembourg	1,2	Italie	-2,3	Nlle-Zélande	-2,0	Luxembourg	-1,4
Hongrie	-1,6	Finlande	-0,1	Suède	1,9	Canada	-1,8	Finlande	-1,9	Suède	-0,2
Allemagne	-1,4	Danemark	0,0			Hongrie	-1,7	Danemark	-1,7		
Nlle-Zélande	-1,4	Nouvelle-Zélande	0,4			Belgique	-1,4	Suède	-0,8		
Norvège	-0,8					Danemark	-1,4				
Danemark	0,1					Luxembourg	-1,2				
Luxembourg	1,0					Norvège	-0,9				
Finlande	1,1					Finlande	-0,3				
Suisse	1,3					Suisse	0,0				
Suède	2,3					Suède	0,8				

Sources : OCDE, FMI, DG ECFIN

Tableau 2 : Données incorporées dans l'indicateur synthétique

	Indicateurs de court terme				Indicateurs de moyen-long terme		Équilibre financier global			
	Déficit moyen 2005-2009	Déficit structurel 2009-2010	Dette publique brute 2009	Dette publique nette 2009	Effort budgétaire pour stabiliser la dette 2010	Dépenses sociales supplémentaires 2010-2060	Déficit courant moyen 2005-2009	Dette externe nette 2007	Dette ménages 2008	Besoin de financement des agents privés (2000-2009)
	a	b	c	d	f	g	i	j	k	l
Allemagne	0,2%	-2,5%	77%	50%	2,4%	5,1%	6,2%	26%	61%	7,8%
Australie	-1,6%	-3,7%	16%	-6%	1,9%	nc	-5,1%	-65%	104%	-6,7%
Autriche	-2,0%	-3,1%	73%	38%	1,9%	3,3%	2,8%	-18%	52%	4,6%
Belgique	-0,1%	-3,6%	101%	81%	-1,0%	6,6%	0,8%	29%	49%	2,3%
Canada	-3,1%	-2,5%	83%	29%	1,5%	nc	0,4%	-2%	83%	0,3%
Danemark	-3,5%	-0,9%	45%	-4%	0,7%	2,2%	3,0%	-8%	138%	-1,4%
Espagne	3,1%	-7,9%	59%	33%	5,8%	8,3%	-8,3%	-85%	84%	-8,4%
Etats-Unis	2,7%	-8,8%	84%	56%	9,7%	nc	-5,0%	-17%	97%	-1,6%
Finlande	-3,8%	-0,4%	44%	-52%	0,0%	5,9%	3,3%	-29%	52%	0,8%
France	-1,6%	-5,6%	85%	53%	4,9%	2,2%	-1,3%	12%	51%	2,3%
Grèce	-7,1%	-10,0%	115%	86%	3,1%	16,0%	-11,8%	-104%	51%	-4,7%
Hongrie	-6,0%	-1,9%	85%	59%	0,4%	4,0%	-5,5%	-98%	36%	-0,7%
Irlande	-1,2%	-9,2%	66%	25%	6,3%	8,7%	-4,1%	-18%	109%	-3,4%
Islande	-3,4%	-5,7%	118%	35%	5,0%	nc	-15,7%	-113%	128%	-17,6%
Italie	-3,4%	-3,2%	124%	97%	1,4%	1,6%	-2,7%	-21%	39%	0,9%
Japon	-4,0%	-6,7%	189%	96%	8,6%	nc	3,7%	50%	66%	7,7%
Norvège	-0,8%	-4,0%	60%	-140%	4,7%	nc	16,0%	59%	76%	-0,5%
Pays-Bas	16,0%	-4,5%	71%	31%	2,9%	9,4%	7,1%	0%	120%	7,7%
Pologne	-4,1%	-6,9%	58%	26%	6,8%	-1,1%	-3,1%	-58%	31%	0,2%
Portugal	-5,0%	-7,3%	84%	56%	4,6%	2,9%	-10,2%	-101%	96%	-5,9%
Rép. slovaque	-2,1%	-5,3%	27%	7%	4,7%	5,5%	-5,9%	-61%	28%	0,0%
Rép. tchèque	1,7%	-4,6%	37%	0%	2,6%	6,3%	-1,7%	-45%	28%	-4,6%
Royaume-Uni	1,0%	-8,7%	71%	47%	8,8%	4,8%	-2,3%	-20%	100%	1,0%
Suède	-5,0%	0,6%	53%	-17%	-2,0%	2,7%	7,9%	-6%	73%	5,7%
Suisse	-5,2%	0,7%	44%	10%	-0,4%	nc	9,7%	141%	116%	10,2%
Source	Eurostat, OCDE	Moyenne FMI, OCDE, Commission	OCDE	OCDE	OCDE	Commission	OCDE, Eurostat	FMI	OCDE, Eurostat	OCDE

Annexe 2 : Soldes financiers des agents publics et privés



Source : OCDE

Centre d'analyse stratégique
18, rue de Martignac
75700 Paris cedex 07
Téléphone 01 42 75 61 00
www.strategie.gouv.fr

Directeur de la publication :
Vincent Chriqui, directeur général
Rédactrice en chef de La Note de veille :
Nathalie Bassaler, chef du Service Veille,
Prospective, International