

La dette publique dans la zone euro

Lionel Artige

HEC - Université de Liège

14 janvier 2013

Politique économique

La politique économique peut se résumer en deux grands types d'intervention dans l'économie :

- La **politique monétaire** : celle-ci est, depuis le traité de Maastricht (1992), sous la responsabilité de la Banque centrale européenne (BCE) dans la zone euro. On dit que la BCE est indépendante du pouvoir politique.
- La **politique budgétaire** : celle-ci est sous la responsabilité du gouvernement central et des gouvernements décentralisés.

Politique économique

Les trois fonctions de la politique économique :

- L'**allocation** des ressources : fourniture de biens publics comme l'éducation, la protection de l'environnement, la sécurité, les investissements recherche-développement,...
- La **stabilisation** macroéconomique face à des chocs économiques : politiques monétaire et budgétaire contracycliques. (fonction née avec les politiques keynésiennes)
- La **redistribution** entre agents ou entre régions : politique fiscale et transferts sociaux. (fonction née après la II^e GM)

Financement des dépenses publiques

- Prélèvements obligatoires : impôts et cotisations sociales
- Emprunt : émission de dette publique (obligations)
- Création monétaire : émission de monnaie par la banque centrale sans contrepartie

Financement des dépenses publiques en Europe

- Prélèvements obligatoires :

- 1) Impôts directs : Etats-membres

- 2) Impôts indirects (TVA, ...) : Union européenne (car affectent le marché intérieur des biens et des services)

- Emprunt :

Les émissions de dette publique sont réalisées par les Etats-membres y compris au sein de la zone euro. Pas d'euro-obligations.

- Création monétaire :

Dans la zone euro, le Traité de Maastricht interdit le financement des dépenses d'un Etat par la création monétaire.

Prélèvements obligatoires en % du PIB

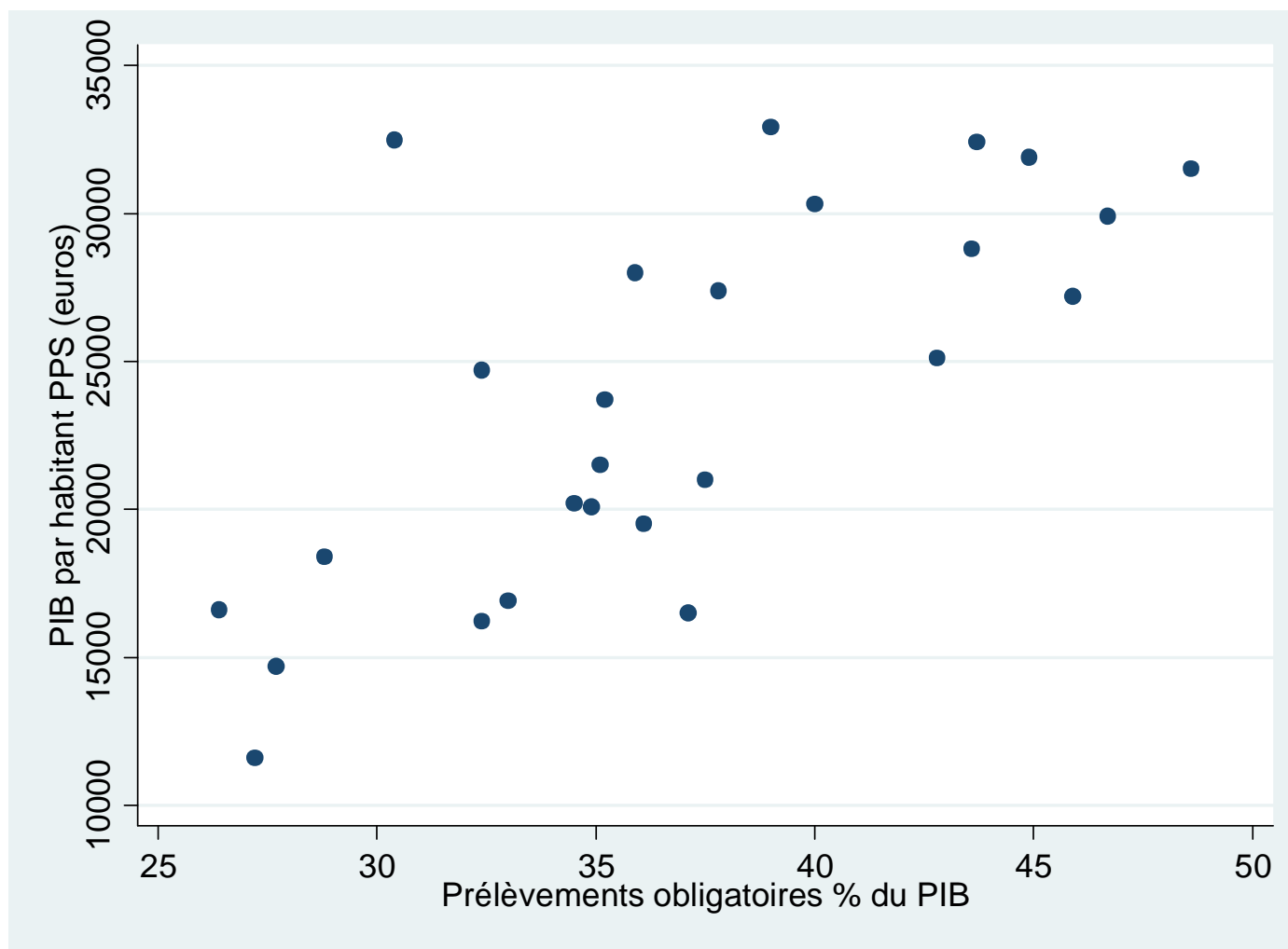
| | % |
|---------------------------------|------|
| Danemark | 48,6 |
| Belgique | 46,7 |
| France | 45,9 |
| Suède | 44,9 |
| Finlande | 43,6 |
| Italie | 42,8 |
| Zone euro (17 countries) | 40,8 |
| Union européenne (27 countries) | 40,1 |
| Allemagne | 40,0 |
| Pays-Bas | 39,0 |
| Portugal | 36,1 |
| Grèce | 34,9 |
| Espagne | 32,4 |
| Irlande | 30,4 |

Source : Eurostat

Prélèvements obligatoires en Europe

- Les quatre derniers pays du tableau précédent ont les taux de prélèvements obligatoires les plus faibles. Ce sont aussi les pays qui connaissent le plus de difficultés sur le marché de la dette.
- Il ne faut pas en conclure qu'un faible taux de prélèvements obligatoires peut être la cause de la crise de la dette.
- Le graphe suivant montre que plus un pays est riche, plus le taux de prélèvements obligatoires est élevé.

Prélèvements obligatoires et PIB par habitant en 2011



Source des données : Eurostat

Secteur public

- Les dépenses publiques ne concernent pas seulement les dépenses de l'Etat mais également des Etats fédérés, des collectivités locales et organismes de sécurité sociale.
- Le périmètre des dépenses publiques dans l'Union européenne est celui des **administrations publiques** (secteur public ou secteur non marchand dont les ressources sont essentiellement des prélèvements obligatoires).
- Notre exposé portera donc sur l'équilibre financier de l'ensemble des administrations publiques.

Dépenses des administrations publiques en pourcentage du PIB en 2011

| | % |
|-----------------------------------|-------------|
| Danemark | 57,9 |
| France | 56,0 |
| Finlande | 54,8 |
| Belgique | 53,3 |
| Grèce | 51,8 |
| Suède | 51,1 |
| Italie | 49,9 |
| Pays-Bas | 49,8 |
| Zone euro (17 pays) | 49,5 |
| Portugal | 49,4 |
| Union européenne (27 pays) | 49,1 |
| Irlande | 48,1 |
| Allemagne | 45,3 |
| Espagne | 45,2 |

Source : Eurostat

Solde budgétaire

- Le solde budgétaire est la différence entre recettes et dépenses.
- Le solde budgétaire qui nous intéresse est le solde budgétaire des administrations publiques.

Solde budgétaire

Il y a plusieurs manières de calculer le solde budgétaire :

- Le solde financier : c'est la différence entre les recettes et les dépenses (qui incluent les intérêts de la dette)
- Le solde primaire : c'est le solde budgétaire avant le paiement des intérêts de la dette

On juge de l'orientation d'une politique budgétaire à partir du solde primaire.

Déficit/surplus des administrations publiques en pourcentage du PIB

| | 2011 | 2012* |
|-----------------------------------|-------------|-------------|
| Danemark | -1,8 | -3,9 |
| France | -5,2 | -4,7 |
| Finlande | -0,6 | -1,3 |
| Belgique | -3,8 | -2,9 |
| Grèce | -9,1 | -7,5 |
| Suède | 0,1 | -0,2 |
| Italie | -3,8 | -2,7 |
| Pays-Bas | -4,6 | -3,6 |
| Zone euro (17 pays) | -4,1 | -3,3 |
| Portugal | -4,2 | -4,9 |
| Union européenne (27 pays) | -4,4 | -3,9 |
| Irlande | -12,7 | -8,3 |
| Allemagne | -0,8 | -0,4 |
| Espagne | -8,9 | -7,0 |

Source : FMI; 2012 : prévisions FMI

Dette publique

- Dette publique : accumulation des déficits financés par des obligations

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

- Le stock de dette B_t dépend du déficit primaire D_t financé par des obligations, du stock de dette passé B_{t-1} et des intérêts sur la dette.
- Le stock de dette dépend donc de trois variables : déficit primaire, maturité de la dette et du taux d'intérêt.

Dettes publiques

- Dette publique : accumulation des déficits financés par des obligations

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

- Le stock de dette B_t dépend du déficit primaire D_t financé par des obligations, du stock de dette passé B_{t-1} et des intérêts sur la dette.
- Le stock de dette dépend donc de trois variables : déficit primaire, maturité de la dette et du taux d'intérêt.

Dette brute des administrations publiques en pourcentage du PIB

| | 2011 | 2012* |
|-----------------------------------|--------------|--------------|
| Danemark | 44,1 | 47,1 |
| France | 86,0 | 89,9 |
| Finlande | 49,1 | 52,5 |
| Belgique | 97,8 | 99,0 |
| Grèce | 165,4 | 170,7 |
| Suède | 37,9 | 37,1 |
| Italie | 120,1 | 126,3 |
| Pays-Bas | 65,1 | 68,2 |
| Zone euro (17 pays) | 87,9 | 93,6 |
| Portugal | 107,8 | 119,0 |
| Union européenne (27 pays) | 82,0 | 87,2 |
| Irlande | 106,4 | 117,7 |
| Allemagne | 80,5 | 83,0 |
| Espagne | 69,1 | 90,7 |

Source : FMI; 2012 : prévisions FMI

Dette publique

- On mesure la dette publique en la rapportant au PIB : c'est donc un ratio.
- L'objectif n'est pas de ramener ce ratio à 0 mais de stabiliser le ratio dette/PIB. En effet, un Etat a une durée de vie infinie par conséquent il n'est pas nécessaire de ramener le ratio à 0 mais de s'assurer que la dette est soutenable.
- Le Traité de Maastricht fixe un taux d'endettement de 60% du PIB comme critère d'adhésion à l'UEM. Il s'élève à plus de 90% en moyenne dans la zone euro en 2012.

Dette publique

- Dans le tableau précédent, il s'agit de la dette brute.
- On peut calculer la dette nette :

Dette nette = dette brute – actifs publics

Exemple :

Belgique : dette brute : 99%; dette nette : 80%

France : dette brute : 90%; dette nette : 59%

Allemagne : dette brute : 83%; dette nette : 52%

Japon : dette brute : 236%; dette nette : 120%

Etats-Unis : dette brute : 107%; dette nette : 68%

Les actifs publics ne sont pas toujours faciles à vendre. Ex: patrimoine immobilier ou industriel.

La crise financière

- Crise du marché immobilier aux Etats-Unis (2007) mais aussi en Irlande et en Espagne.
- Crise bancaire aux Etats-Unis en 2008 qui a des répercussions immédiates sur les banques européennes
- Crise économique : récession

De la crise financière à la crise des dettes souveraines

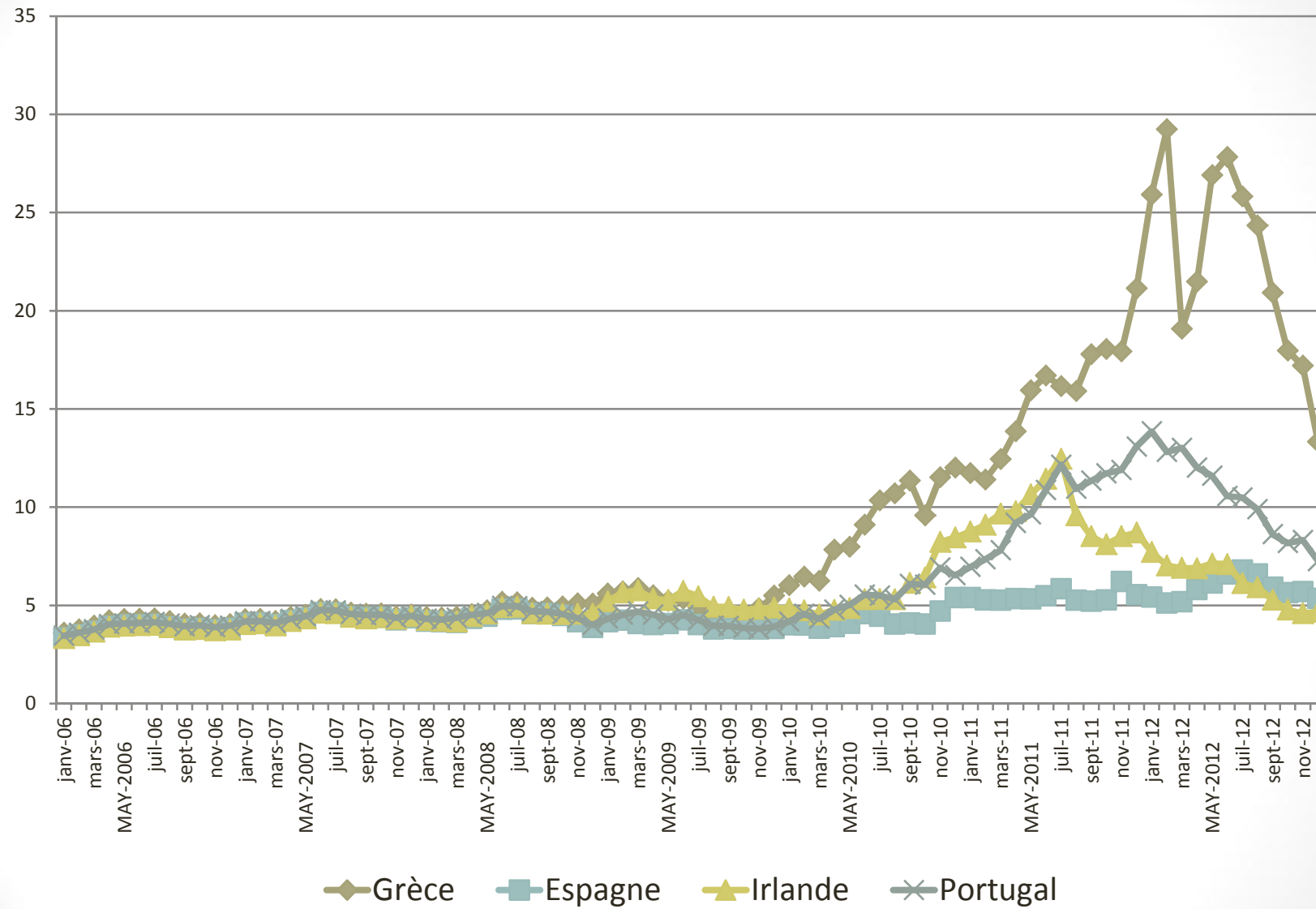
Plusieurs scénarios ont conduit à une crise de la dette souveraine dans la zone euro :

- **Grèce** : stock de dette élevé avant la crise, sauvetage des banques et récession ont fait exploser les déficits et la dette publique. Les difficultés de l'Etat grec ont été amplifiées par son incapacité à collecter les impôts, économie peu productive, ...
- **Irlande** : éclatement de la bulle immobilière qui a fragilisé le système bancaire.
- **Portugal** : manque de productivité, marché du travail rigide, faible potentiel de croissance.
- **Espagne** : éclatement de la bulle immobilière qui a fragilisé le système bancaire, problème de productivité de l'économie.

Conséquences de la crise

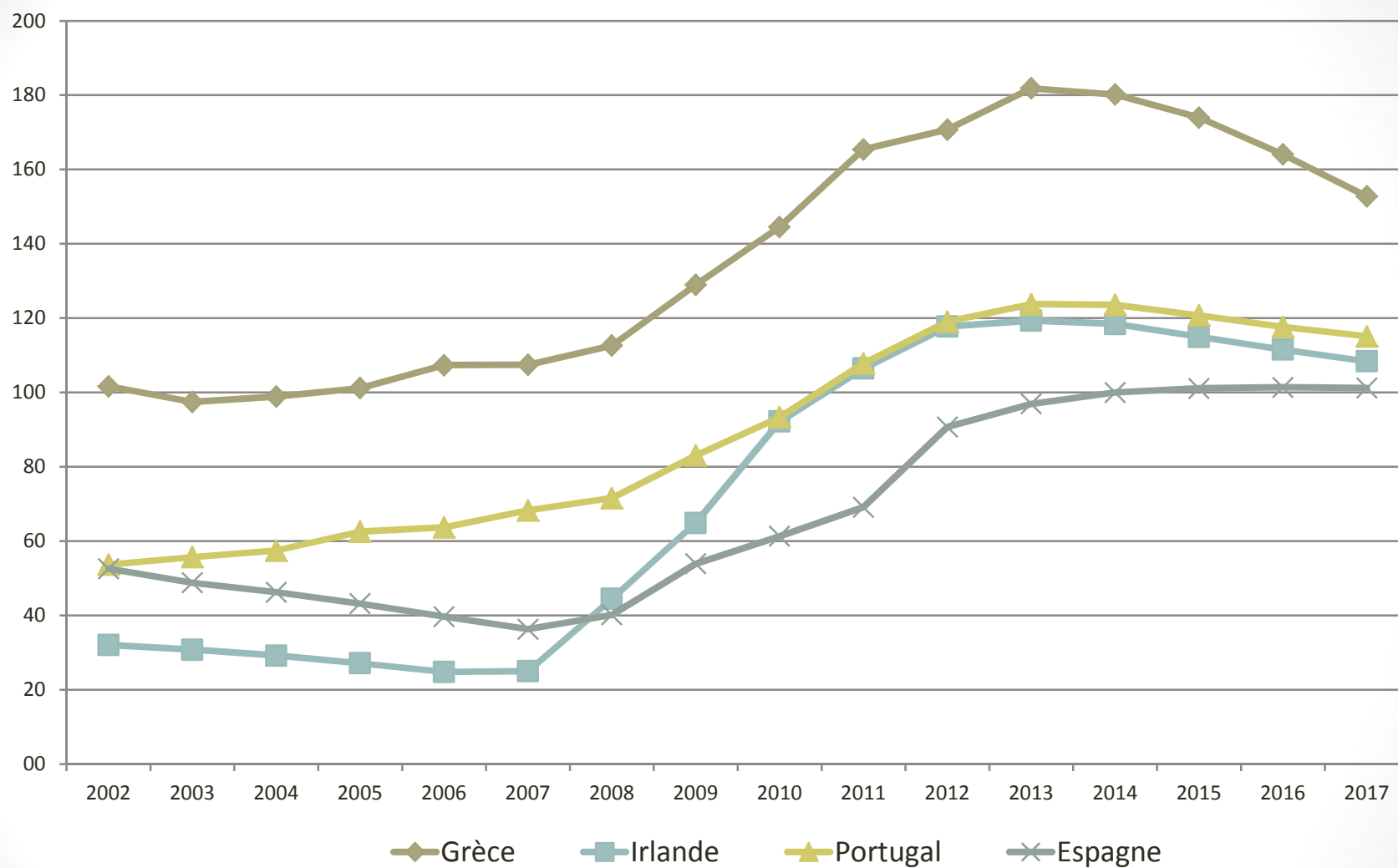
- Prime de risque sur les taux d'intérêt des obligations souveraines augmentent fortement pour les 4 pays. La prime de risque augmente quand la probabilité de défaut de paiement de la dette augmente.
- Les taux d'endettement augmentent également très rapidement.

Taux d'intérêt à 10 ans



Source : Banque centrale européenne

Evolution des taux d'endettement en Grèce, Irlande, Portugal et Espagne



Source : FMI

Comment gérer une crise de la dette ?

- Demander l'assistance du FMI
- Renégociation de la dette avec les créanciers :
 - Rééchelonnement : modification des échéances de paiement sans modifier la valeur actualisée des paiements futurs;
 - Restructuration : réduction de la valeur actualisée des paiements futurs.
- Monétisation de la dette : possible que si la dette est libellée en monnaie nationale.

La gestion de la crise des dettes souveraines dans la zone euro

- Banque centrale européenne : interventions sur le marché secondaire des dettes souveraines. Elles respectent la lettre du Traité de Maastricht mais pas vraiment l'esprit : ces interventions contribuent à refinancer les Etats mais sans création monétaire pure.
- 6 septembre 2012 : la BCE annonce un programme (Outright Monetary Transactions) illimité de rachat de dettes secondaires. Déterminant pour annihiler toute spéculation.
- Interventions des Etats-membres de la zone euro via des mécanismes temporaires puis le Mécanisme européen de stabilité (permanent) qui peut acheter de la dette primaire. Dotation : 700 milliards d'euros

La gestion de la crise des dettes souveraines dans la zone euro

- Interventions du FMI conjointement avec les Etats-membres de la zone euro. L'Allemagne avait exigé que le sauvetage des pays touchés par cette crise implique le FMI.

La gestion européenne de la crise des dettes souveraines va-t-elle réussir ?

- Le pari des dirigeants européens :

1) stabiliser les ratios d'endettement par des politiques d'austérité (réduction des dépenses et augmentations des impôts et ventes d'actifs publics) pour regagner la confiance des marchés et assurer le refinancement des Etats par le marché.

2) Interventions de la BCE pour réduire les taux d'intérêts des obligations souveraines afin d'assurer un coût de refinancement des Etats raisonnable.

3) Récession assumée dans un premier temps pour retrouver plus tard de la croissance économique qui ne soit pas tirée par l'endettement.

C'est une politique de long terme qui repose essentiellement sur des efforts nationaux.

La gestion européenne de la crise des dettes souveraines va-t-elle réussir ?

- Problème de cette politique de long terme :

Politique de réduction des dépenses et d'augmentation des impôts a des effets contradictoires :

- 1) Réduction des déficits
- 2) Récession qui réduit les recettes fiscales et donc ... augmente les déficits.
- 3) Récession qui réduit le PIB. Or le taux d'endettement est : dette/PIB

La gestion européenne de la crise des dettes souveraines va-t-elle réussir ?

- Solution alternative : « Européaniser » l'effort de la gestion des crises de dettes souveraines ?
 - 1) « Européaniser » des recettes fiscales pour soutenir les budgets publics des Etats en crise.
 - 2) Prise en charge européenne de la réduction des dettes (comme pour les pays en développement)
 - 3) Emission d'euro-obligations

En échange d'un contrôle de la politique économique de ces pays.

- Problèmes de cette politique : déresponsabilisation, atteinte à la souveraineté, aléa moral.