

POUR DIFFUSION :  
11h00 (heure de Washington),  
27 janvier 2011

STRICTEMENT CONFIDENTIEL  
JUSQU'À DIFFUSION

## Renforcer la crédibilité des finances publiques

*En dépit de l'amélioration des perspectives mondiales, le rythme du rééquilibrage budgétaire ralentit cette année dans quelques grands pays. Les États-Unis et le Japon adoptent de nouvelles mesures de relance et retardent le rééquilibrage de leur budget par rapport au rythme envisagé dans l'édition de novembre 2010 du Moniteur des finances publiques (Fiscal Monitor). Les perspectives budgétaires se sont détériorées aussi dans quelques pays émergents : plusieurs d'entre eux doivent accroître leur marge de manœuvre budgétaire, en particulier face à la montée des entrées de capitaux, au risque de surchauffe et à une éventuelle contagion des pays avancés. Par contre, il est prévu que les pays avancés d'Europe continueront de durcir leur politique budgétaire tandis que plusieurs d'entre eux font l'objet d'une plus grande attention de la part des marchés. Globalement, les risques souverains restent élevés et, dans certains cas, ils ont augmenté depuis novembre : il est donc urgent de mettre en place des plans de rééquilibrage à moyen terme plus solides et plus concrets.*

### Les résultats budgétaires en 2010 ont été légèrement meilleurs que prévu, sauf dans quelques grands pays émergents

Si, en moyenne, les pays avancés ont poursuivi une politique budgétaire expansionniste en 2010, les résultats ont été en général légèrement meilleurs que prévu dans l'édition de novembre 2010 du Moniteur. Les recettes ont dépassé les prévisions dans la plupart des grands pays — la croissance de la production et, dans certains pays, la sensibilité des recettes à la production ont été plus fortes que prévu — et les dépenses ont été inférieures aux prévisions (tableau 1). Globalement, le déficit moyen des pays avancés a diminué d'environ 1 point de pourcentage par rapport à 2009, pour avoisiner 8 % du PIB (0,3 %

de mieux que prévu). Si l'on exclut l'effet de la croissance et de l'aide au secteur financier, le déficit corrigé des variations cycliques a augmenté légèrement. En Allemagne et aux États-Unis, le déficit a été inférieur aux prévisions du Moniteur de novembre, grâce à la bonne tenue des recettes et à la baisse des dépenses, qui s'explique en Allemagne par la vigueur du marché de l'emploi et, aux États-Unis, par des retards législatifs dans l'approbation des dépenses et une diminution de l'aide au secteur financier. Les pays de la zone euro qui s'étaient fixé comme objectif un rééquilibrage budgétaire substantiel ont généralement réussi à réduire sensiblement leur déficit. Par ailleurs, la dette brute des administrations publiques dans les pays avancés a continué d'augmenter rapidement en 2010, pour atteindre 96 % du PIB.



**Tableau 1. Indicateurs budgétaires, 2008–12**  
(Pourcentage du PIB)

|  | 2008  | 2009  | Est.  | Projections |       | Écart par rapport à l'édition de novembre 2010 du Moniteur |      |      |
|--|-------|-------|-------|-------------|-------|--|------|------|
|  |       |       | 2010  | 2011        | 2012  | 2010   | 2011 | 2012 |
| <b>Solde budgétaire global</b>   |       |       |       |             |       |  |      |      |
| Pays avancés   | -3,6  | -8,8  | -7,9  | -7,1        | -5,2  | 0,3  | -0,4 | -0,1 |
| États-Unis   | -6,5  | -12,7 | -10,6 | -10,8       | -7,2  | 0,5  | -1,1 | -0,5 |
| Zone euro  | -2,1  | -6,4  | -6,4  | -4,6        | -4,0  | 0,3  | 0,4  | 0,3  |
| France   | -3,3  | -7,6  | -7,7  | -6,0        | -4,9  | 0,3  | 0,0  | -0,2 |
| Allemagne  | 0,0   | -3,0  | -3,5  | -2,6        | -2,3  | 1,0  | 1,1  | 0,7  |
| Italie   | -2,7  | -5,2  | -5,0  | -4,3        | -3,5  | 0,1  | 0,0  | 0,1  |
| Espagne  | -4,1  | -11,1 | -9,3  | -6,6        | -6,0  | 0,0  | 0,4  | 0,3  |
| Japon  | -4,1  | -10,1 | -9,4  | -9,1        | -8,0  | 0,2  | -0,2 | 0,1  |
| Royaume-Uni  | -4,9  | -10,3 | -10,3 | -8,1        | -6,1  | -0,1   | 0,0  | 0,3  |
| Canada   | 0,1   | -5,5  | -5,9  | -4,7        | -3,3  | -1,0   | -1,8 | -1,2 |
| Pays émergents   | -0,7  | -4,8  | -4,1  | -3,2        | -2,8  | 0,1  | 0,0  | 0,0  |
| Chine  | -0,4  | -3,1  | -3,1  | -2,1        | -1,5  | -0,2   | -0,2 | -0,2 |
| Inde   | -7,9  | -10,2 | -9,8  | -9,2        | -8,4  | -0,2   | -0,4 | 0,1  |
| Russie   | 4,3   | -6,2  | -4,2  | -2,9        | -3,0  | 0,6  | 0,7  | -0,1 |
| Brésil <sup>1</sup>  | -1,4  | -3,1  | -2,6  | -3,1        | -3,2  | -0,9   | -1,9 | -1,5 |
| Mexique  | -1,4  | -4,8  | -3,5  | -2,4        | -2,5  | 0,2  | 0,7  | 0,2  |
| Afrique du Sud   | -0,5  | -5,3  | -5,8  | -5,3        | -4,4  | 0,1  | -0,6 | -1,3 |
| Pays avancés du G-20   | -4,2  | -9,4  | -8,3  | -7,8        | -5,6  | 0,3  | -0,5 | -0,2 |
| Pays émergents du G-20   | -0,4  | -4,8  | -3,9  | -3,2        | -2,8  | 0,1  | 0,0  | -0,1 |
| <b>Solde des administrations publiques corrigé des variations cycliques (pourcentage du PIB potentiel)</b> |       |       |       |             |       |  |      |      |
| Pays avancés   | -3,3  | -5,5  | -5,9  | -5,6        | -4,1  | 0,2  | -0,4 | -0,1 |
| États-Unis <sup>2</sup>  | -4,6  | -6,7  | -7,5  | -8,2        | -5,4  | 0,4  | -1,1 | -0,5 |
| Zone euro  | -2,8  | -4,6  | -4,7  | -3,5        | -3,1  | 0,2  | 0,3  | 0,2  |
| France   | -3,2  | -5,6  | -6,0  | -4,6        | -3,8  | 0,3  | 0,0  | -0,1 |
| Allemagne  | -1,0  | -1,0  | -2,8  | -2,3        | -2,2  | 0,5  | 0,6  | 0,3  |
| Italie   | -2,4  | -3,3  | -3,4  | -2,8        | -2,3  | 0,1  | 0,1  | 0,3  |
| Espagne  | -5,2  | -9,7  | -7,5  | -5,0        | -5,0  | 0,0  | 0,3  | 0,3  |
| Japon  | -3,6  | -6,8  | -7,6  | -7,6        | -7,0  | -0,1   | -0,4 | -0,1 |
| Royaume-Uni  | -5,6  | -8,3  | -8,1  | -6,3        | -4,5  | -0,1   | -0,1 | 0,2  |
| Canada   | 0,0   | -3,2  | -4,3  | -3,4        | -2,5  | -0,9   | -1,5 | -0,9 |
| Pays émergents   | -2,4  | -4,6  | -4,3  | -3,6        | -3,3  | -0,2   | -0,2 | -0,3 |
| Chine  | -0,8  | -3,4  | -3,4  | -2,3        | -1,5  | -0,2   | -0,1 | 0,0  |
| Inde   | -10,0 | -10,9 | -10,3 | -9,7        | -8,9  | -0,8   | -0,6 | -0,6 |
| Russie   | 3,0   | -3,4  | -2,4  | -1,9        | -2,4  | 0,5  | 0,6  | -0,1 |
| Brésil <sup>1</sup>  | -2,1  | -2,0  | -2,8  | -3,3        | -3,3  | -1,0   | -2,1 | -1,7 |
| Mexique  | -1,0  | -2,7  | -2,7  | -1,9        | -2,1  | 0,1  | 0,4  | 0,0  |
| Afrique du Sud   | -2,1  | -4,9  | -5,1  | -4,5        | -3,9  | 0,1  | -0,6 | -1,2 |
| Pays avancés du G-20   | -3,4  | -5,5  | -6,1  | -6,1        | -4,4  | 0,2  | -0,6 | -0,2 |
| Pays émergents du G-20   | -2,3  | -4,5  | -4,3  | -3,6        | -3,2  | -0,3   | -0,6 | -0,8 |
| <b>Dettes brutes des administrations publiques</b>   |       |       |       |             |       |  |      |      |
| Pays avancés   | 79,2  | 91,4  | 96,5  | 101,0       | 103,6 | -0,9   | -1,0 | -0,8 |
| États-Unis   | 71,2  | 84,6  | 91,2  | 97,9        | 102,0 | -1,6   | -1,4 | -1,0 |
| Zone euro  | 69,6  | 78,9  | 84,3  | 87,1        | 88,7  | 0,4  | 0,2  | -0,1 |
| France   | 67,5  | 78,1  | 84,0  | 87,4        | 89,4  | -0,2   | -0,2 | -0,1 |
| Allemagne  | 66,3  | 73,5  | 76,6  | 77,1        | 77,1  | 1,2  | 0,6  | 0,1  |
| Italie   | 106,3 | 116,0 | 118,7 | 120,1       | 120,1 | 0,3  | 0,4  | 0,4  |
| Espagne  | 39,8  | 53,2  | 63,1  | 68,4        | 72,6  | -0,4   | -1,8 | -2,4 |
| Japon  | 195,0 | 217,4 | 220,7 | 227,5       | 232,8 | -5,1   | -6,6 | -5,8 |
| Royaume-Uni  | 52,0  | 68,3  | 77,2  | 82,1        | 84,5  | 0,6  | 0,2  | -0,6 |
| Canada   | 71,3  | 82,5  | 83,9  | 85,4        | 84,8  | 2,2  | 4,9  | 6,0  |
| Pays émergents   | 35,4  | 37,2  | 36,9  | 36,8        | 36,4  | -0,5   | -0,5 | -0,5 |
| Chine  | 17,0  | 17,7  | 18,4  | 18,1        | 17,6  | -0,8   | -0,7 | -0,5 |
| Inde   | 74,0  | 77,8  | 75,7  | 75,2        | 74,8  | 0,6  | 1,1  | 1,2  |
| Russie   | 7,8   | 10,9  | 10,4  | 10,8        | 12,1  | -0,6   | -2,0 | -2,4 |
| Brésil <sup>1</sup>  | 70,7  | 67,9  | 65,7  | 67,5        | 66,9  | -1,1   | 0,9  | 0,5  |
| Mexique  | 43,0  | 44,6  | 44,5  | 45,0        | 43,9  | -0,5   | -0,7 | -1,0 |
| Afrique du Sud   | 27,3  | 31,5  | 35,9  | 39,5        | 41,6  | 0,9  | 1,4  | 1,9  |
| Pays avancés du G-20   | 84,5  | 97,6  | 102,7 | 107,4       | 110,2 | -1,1   | -1,2 | -1,0 |
| Pays émergents du G-20   | 35,2  | 36,4  | 35,6  | 35,3        | 34,9  | -0,7   | -0,7 | -0,8 |

Sources : PEM de janvier 2011; et estimations des services du FMI. Toutes les moyennes sont pondérées par le PIB PPA à l'aide des coefficients de 2009.

<sup>1</sup>Les soldes budgétaires n'incluent pas les prêts accordés à la banque de développement du Brésil dépassant 3 % du PIB en 2009 et en 2010.

<sup>2</sup>À l'exclusion de l'aide au secteur financier enregistrée au-dessus de la ligne.

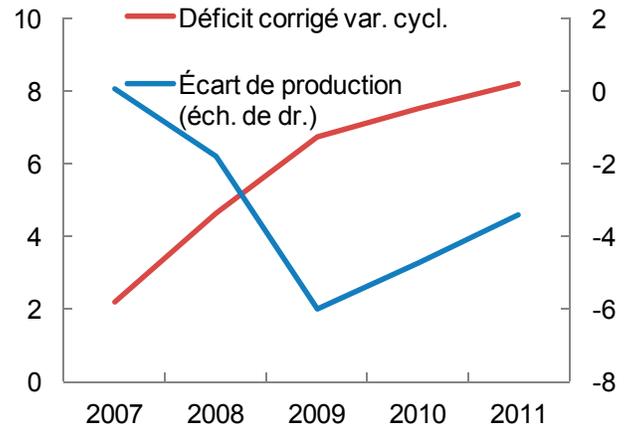
Globalement, les déficits budgétaires des pays émergents ont été plus ou moins conformes aux prévisions de novembre, mais des écarts considérables ont été observés au niveau des pays. Le déficit non corrigé devrait avoisiner en moyenne 4 % du PIB en 2010, soit  $\frac{3}{4}$  de point de pourcentage de moins qu'en 2009, et la dette brute moyenne des administrations publiques devrait être plus ou moins stable, aux environs de 37 % du PIB. Le déficit corrigé des variations cycliques n'a en moyenne presque pas varié en 2010 par rapport à l'année précédente. Comme dans les pays avancés, les recettes ont dépassé les prévisions, en raison principalement de l'accélération de la croissance et de la hausse des cours des produits de base, et dans certains cas de recettes exceptionnelles considérables (notamment la vente de concessions pétrolières au Brésil et l'adjudication de licences de télécommunications en Inde). Cependant, le surcroît de recettes a généralement été utilisé pour financer une hausse des dépenses. C'est en partie pour cette raison que le solde budgétaire de plusieurs grands pays (principalement le Brésil, la Chine et l'Inde) a été plus faible que prévu dans le Moniteur de novembre (tableau 1). Par contre, un petit nombre de pays devrait dégager un déficit (tant corrigé que non corrigé des variations cycliques) plus faible que prévu, grâce principalement à la hausse des cours des produits de base (Russie, Arabie Saoudite) et à des retards dans l'exécution de projets d'équipement (Turquie).

### Le rythme moyen du rééquilibrage budgétaire en 2011 devrait être plus lent et plus varié

Le rythme global de la réduction du déficit dans les pays avancés en 2011 sera inférieur aux estimations antérieures. En moyenne, le rééquilibrage budgétaire dans les pays avancés du G-20, corrigé des variations cycliques, devrait être de moins de  $\frac{1}{4}$  % du PIB, contre une projection de 1 % du PIB en novembre. Leur ratio d'endettement devrait augmenter de près de 5 points de pourcentage, pour dépasser 107 % du PIB.

- Le Congrès américain a approuvé en décembre un train de mesures de relance qui prévoit des baisses des impôts sur les revenus et les salaires ainsi qu'une prolongation des allocations de

Graphique 1. États-Unis : solde corrigé des variations cycliques et écart de production (pourcentage du PIB potentiel)



Sources : *Mise à jour des Perspectives de l'économie mondiale* de janvier 2011; et estimations des services du FMI.

chômage (tableau 2). Si certaines mesures qui visent spécifiquement à s'attaquer aux carences des marchés de l'emploi et de l'immobilier sont justifiables, la composition de ce train de mesures signifie que son effet de relance sera faible par rapport à son coût (voir *Mise à jour des Perspectives de l'économie mondiale* de janvier 2011). Conjuguées aux résultats meilleurs que prévu en 2010, ces nouvelles mesures signifient que le déficit devrait *augmenter* légèrement cette année, alors qu'une *baisse* de  $1\frac{1}{2}$  % du PIB était prévue en novembre. Les États-Unis seront le seul grand pays avancé à mener une politique budgétaire procyclique cette année, quoique face à un écart de production encore considérable (graphique 1). Par ailleurs, pour être en bonne voie de réduire leur déficit de moitié d'ici 2013, comme ils se sont engagés à le faire dans la déclaration de Toronto, les États-Unis devront opérer un ajustement considérable l'an prochain. À cet égard, la prévision du déficit pour 2012 est conforme aux objectifs énoncés dans l'examen récent du budget («Mid-Session Review»). Par ailleurs, les progrès dans l'établissement d'un plan de rééquilibrage à moyen terme sont lents : la Commission budgétaire du Président a présenté dans son rapport final une stratégie globale prévoyant des baisses des dépenses discrétionnaires, ainsi que des réformes des impôts et des prestations sociales, mais elle n'a pas obtenu le soutien de la majorité qualifiée nécessaire pour soumettre officiellement son rapport au Congrès.

- Au Japon, la baisse déjà modeste du déficit global prévue pour 2011 a été réduite après que la Diète a approuvé des augmentations de dépenses. La baisse de l'impôt sur les sociétés qui est proposée devrait être compensée par d'autres mesures portant sur les recettes (tableau 2). Une réduction du déficit d'environ 1 % du PIB est prévue pour 2012.
- Par contre, les plus grands pays européens rééquilibreront tous leurs budgets en 2011, plus ou moins conformément aux plans antérieurs. Le retrait de l'impulsion budgétaire en Allemagne et en France, conjugué à des mesures discrétionnaires et à une accélération de la croissance, contribueront à réduire notablement le déficit. La réduction du déficit en Espagne sera la plus prononcée parmi les grands pays européens, et reposera principalement sur des compressions de dépenses, notamment des salaires, des retraites et de l'investissement public. Au Royaume-Uni, outre un durcissement considérable de la politique budgétaire en 2011, le gouvernement a annoncé des mesures détaillées visant à réduire les dépenses publiques au cours des quatre prochaines années. Tous ces pays devraient encore améliorer leur situation budgétaire en 2012.

**Tableau 2. Pays avancés : mesures adoptées ou annoncées depuis l'édition de novembre 2010 du Moniteur**  
(Effet annoncé sur le solde des administrations publiques en 2011, en pourcentage du PIB)

| Pays   | Recettes   | Dépenses   | Total |
|--|--|--|-------|
| <b>Durcissement de la politique budgétaire</b> |  |  |       |
| Grèce  | Accélération du recouvrement des arriérés d'impôt et des amendes fiscales, lutte contre la contrebande de carburants, amélioration de l'efficacité du recouvrement, renouvellement des licences de télécommunications, prolongation des concessions aéroportuaires (1,0 % du PIB)  | Baisse des salaires et hausse des tarifs dans les entreprises publiques, économies et augmentation des tickets modérateurs dans les hôpitaux, mise sous conditions de ressources des allocations familiales, réduction des transferts et des dépenses opérationnelles, des contrats à court terme dans le secteur public et des livraisons militaires (1,2 % du PIB) | 2,2   |
| Irlande  | Révisions des tranches de l'impôt sur le revenu des personnes physiques et des crédits d'impôts, intégration des prélèvements de santé et de l'impôt sur le revenu dans le nouveau prélèvement social universel, réduction des allègements fiscaux sur les contributions aux retraites privées et réduction des dépenses fiscales (0,9 % du PIB) | Réduction des dépenses salariales dans le secteur public et des dépenses discrétionnaires, des prestations sociales non progressives et des dépenses d'équipement (2,4 % du PIB)   | 3,5   |
| Portugal <sup>1</sup>                          | Relèvement de 2 points de pourcentage de la TVA et réduction des dépenses fiscales (0,8 % du PIB)  | Réduction des salaires publics, des retraites et des transferts sociaux (2,2 % du PIB)   | 3,0   |
| Espagne <sup>2</sup>                           | Relèvement des droits d'accise sur le tabac et privatisation partielle de la loterie nationale et de la société de gestion des aéroports   | Réduction des subventions aux producteurs d'énergie éolienne et des allocations de chômage   | ...   |
| <b>Relance budgétaire</b>                      |  |  |       |
| Japon <sup>3</sup>                             | Réduction de l'impôt effectif sur les sociétés de 5 points de pourcentage, à 35 %, compensée par une réduction des déductions pour les taxes sur le revenu et les droits de succession, et un relèvement des taxes sur les carburants (0,1 % du PIB)   | Augmentation des dépenses d'équipement en faveur des collectivités locales et des transferts aux PME, des programmes de soutien à l'emploi, des soins aux enfants et des soins de santé (1,0 % du PIB)   | 1,0   |
| États-Unis <sup>4</sup>                        | Prolongation pour deux ans des baisses d'impôts de 2001 et de 2003, réduction de 2 points de pourcentage de l'impôt sur les salaires pendant un an, prolongation du régime des droits de succession de 2009 et amortissement accéléré (0,8 % du PIB)   | Prolongation des allocations de chômage d'urgence pour 13 mois (0,1 % du PIB)  | 0,9   |

<sup>1</sup>En dépit de l'adoption de ces nouvelles mesures, l'objectif fixé pour le déficit en 2011 (4,6 % du PIB) est inchangé.

<sup>2</sup>Aucune estimation de l'effet de ces mesures sur le solde budgétaire n'est disponible.

<sup>3</sup>Les recettes ayant été plus élevées que prévu, le déficit ne devrait augmenter que de 0,2 % du PIB en 2011 par rapport à la prévision de novembre 2010.

<sup>4</sup>Effet sur le déficit fédéral de l'exercice par rapport aux hypothèses antérieures des services du FMI.

- La Grèce, l'Irlande et le Portugal continueront d'axer sur le court terme leur effort massif de rééquilibrage des finances publiques. Ces mesures devraient se traduire par une nette amélioration tant des soldes non corrigés que des soldes corrigés des variations conjoncturelles (respectivement de 2 et 2¾ points de PIB en moyenne), au moyen essentiellement de réductions des dépenses (notamment de la masse salariale publique, des pensions et/ou des transferts). D'après les projections, la baisse des déficits devrait aussi se poursuivre dans ces pays en 2012.

Le rééquilibrage des finances publiques devrait continuer dans les pays émergents du G-20, mais les écarts entre les pays de ce groupe sont aussi en train de devenir plus prononcés. En 2011, le déficit moyen devrait diminuer d'environ ¾ de point de PIB, ce qui est suffisant pour maintenir à un niveau constant le ratio moyen d'endettement brut des administrations publiques. Bien que celui-ci soit à peu près au même niveau que dans l'édition de novembre du Moniteur, les écarts entre pays se sont considérablement accentués. Certains pays exportateurs de produits de base (Russie, Arabie Saoudite) vont probablement obtenir de meilleurs résultats que prévu grâce à un montant substantiel de recettes exceptionnelles. Les déficits budgétaires de certains des principaux pays émergents devraient néanmoins être plus élevés qu'indiqué dans l'édition de novembre du Moniteur en raison du report de dépenses engagées pendant le second semestre de 2010 (Brésil et, dans une moindre mesure, Chine) ou de la non-récurrence de certaines recettes engrangées l'année dernière (Brésil, Inde). La détérioration des comptes budgétaires du Brésil est particulièrement marquée et l'on s'attend désormais à ce que le gouvernement reste très en-deçà de son objectif budgétaire (un solde primaire d'environ 3 % du PIB).

Les efforts entrepris pour promouvoir la stabilité budgétaire au moyen d'institutions conçues à cette fin ont donné des résultats contrastés et, dans certains cas, les structures existantes ont même été affaiblies. Aux États-Unis, la Chambre des Représentants nouvellement élue a adopté des règles de procédure qui limitent la croissance des dépenses mais laissent la porte ouverte à des baisses d'impôts et des dépenses fiscales financées par le déficit.

Inversement, le renforcement du cadre budgétaire de la zone euro se poursuit à un rythme soutenu, avec l'adoption de procédures qui se traduiront par une amélioration du Pacte de stabilité et de croissance et la mise en œuvre du semestre européen conformément au calendrier prévu. Le Conseil européen a ouvert la voie à la création d'un mécanisme permanent de gestion et de résolution des crises, le Mécanisme européen de stabilité (MES). Dès juin 2013, le MES comportera à la fois une fonction d'apport de liquidités semblable à celle du Fonds européen de stabilité financière (FESF) et une procédure de résolution des crises qui rendra obligatoire la participation des détenteurs d'obligations au sauvetage de tout pays jugé insolvable. En Hongrie, le gendarme budgétaire indépendant des partis politiques a été supprimé, ce qui compromet la transparence et affaiblit l'équilibre entre les pouvoirs.

### **Malgré la hausse des rendements des obligations souveraines et l'érosion des cadres budgétaires dans certains pays, la pression des marchés n'a continué à s'exercer avec force que sur un petit nombre de pays de la zone euro**

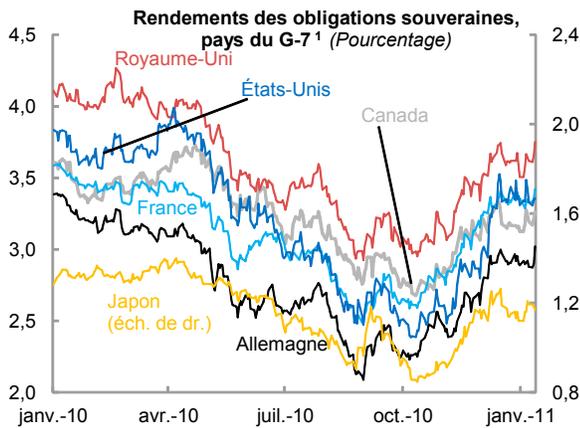
Dans tous les grands pays avancés, les rendements des obligations publiques ont augmenté. Depuis début novembre, les rendements nominaux des effets publics des États-Unis ont grimpé de 80 points de base pour les échéances à 10 ans, augmentation suivie par des hausses similaires dans d'autres pays (hormis au Japon, où l'existence d'une base étendue et stable d'investisseurs nationaux ainsi que la persistance d'une croissance atone et de la déflation ont sans doute contribué à une évolution plus modérée) (graphique 2, panneau 1). Ces poussées des rendements se sont produites alors que les achats d'obligations publiques par les principales banques centrales étaient en hausse (graphique 2, panneau 2; graphique 3, panneau 2). Aux États-Unis, il est probable que cette évolution soit surtout le résultat de la normalisation progressive des taux d'intérêt réels (graphique 2, panneau 3), suscitée par l'amélioration des perspectives de croissance et la hausse des prix des actions. Les anticipations inflationnistes y sont ainsi restées généralement bien ancrées et les écarts de taux sur les CDS pratiquement inchangés

(graphique 2, panneau 4). On observe une situation similaire en Allemagne et en France, même si une certaine poussée des écarts de taux sur les CDS souverains de ces pays signale peut-être un regain d'inquiétude des marchés quant au coût budgétaire d'un soutien additionnel au secteur bancaire et aux engagements conditionnels que ces pays pourraient avoir à assumer dans le contexte du FESF. Entre-temps, l'intensification de la pression des marchés est jusqu'à présent restée limitée à un petit nombre d'États membres de la zone euro (graphique 3, panneau 1).

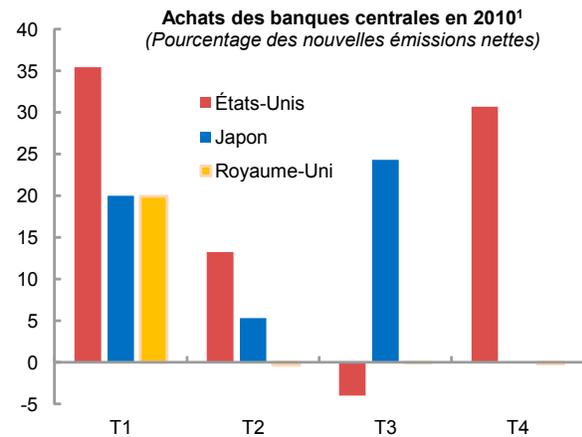
Dans les pays émergents, l'afflux massif de capitaux et l'assouplissement correspondant des conditions de

crédit risquent de décourager l'accumulation de marges de manœuvre budgétaires suffisantes. Comme l'expliquent la *Mise à jour des Perspectives de l'économie mondiale* et celle du Rapport sur la stabilité financière dans le monde, l'intensité et la nature de ces entrées de capitaux s'accompagnent de risques. Sur le plan budgétaire, l'on sait que la persistance de conditions de crédit plutôt favorables et l'apparition d'une certaine exubérance sur les marchés d'actifs encouragent l'augmentation procyclique des dépenses publiques, le dynamisme des recettes fiscales et la baisse des paiements d'intérêt créant provisoirement un espace budgétaire.

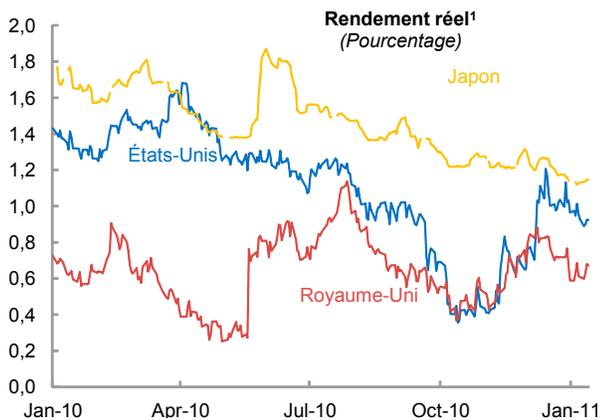
Graphique 2. Évolution récente des marchés d'obligations souveraines



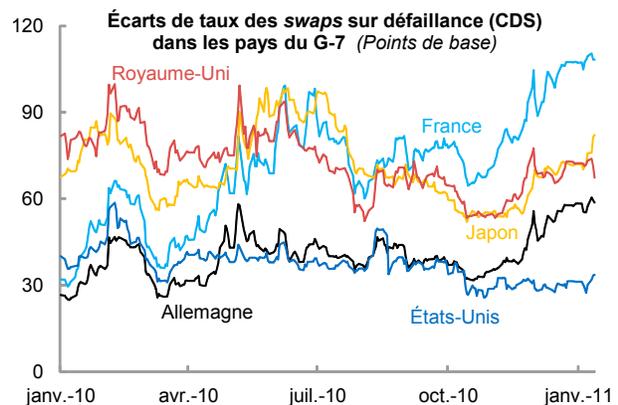
Source : Datastream.  
<sup>1</sup>Rendements des obligations souveraines à 10 ans.



Source : Haver Analytics; dans le cas du Royaume-Uni, les nouvelles émissions nettes concernent uniquement les fonds d'État.  
<sup>1</sup> Achats de titres publics par les banques centrales sur le marché secondaire.

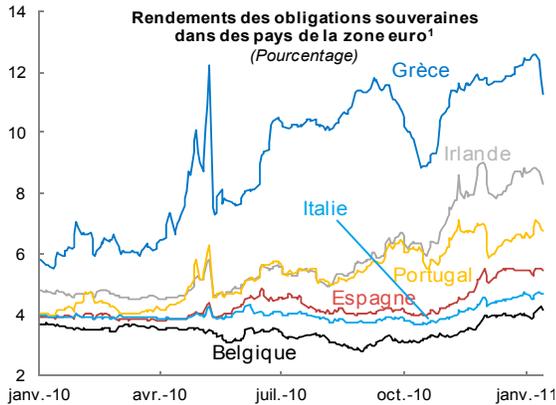


Source : Bloomberg.  
<sup>1</sup>Japon : obligations à 8 ans indexées sur l'inflation; Royaume-Uni et États-Unis : obligations à 10 ans.

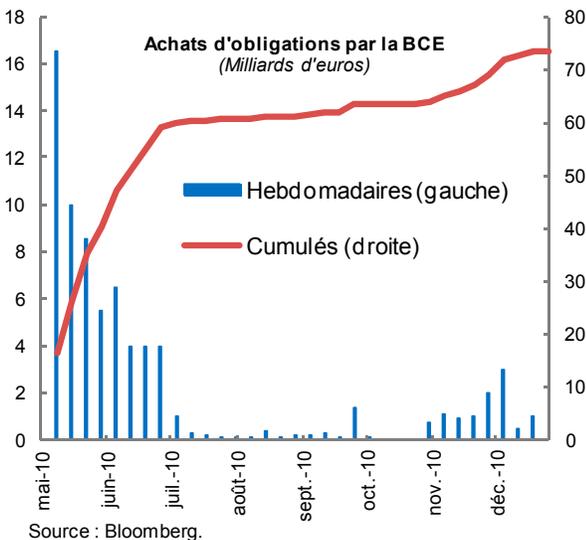


Source : Markit.

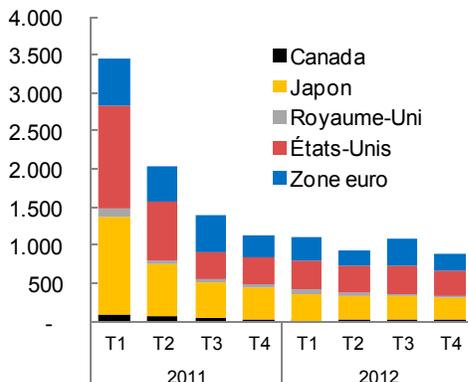
**Graphique 3. Rendements des obligations souveraines dans la zone euro et achats d'obligations par la BCE**



<sup>1</sup>Rendements des obligations souveraines à 10 ans.  
Source : Datastream.



**Graphique 4. Refinancement des obligations souveraines des pays avancés<sup>1</sup> (milliards de dollars EU)**



Source : Bloomberg.

<sup>1</sup>Comprend les paiements en principal et en intérêts sur les titres à court terme et les obligations à plus long terme. Contrairement à 2011, 2012 ne comprend pas encore les dettes à court terme. Dans la mesure où ces dernières seront refinancées avec de nouvelles dettes à court terme, le chiffre du refinancement pour 2012 augmenterait d'autant.

Les projections laissent prévoir d'importants besoins de refinancement en 2011 pour les dettes du secteur public et du secteur privé. Les tensions seront particulièrement prononcées au premier semestre de l'année, période pendant laquelle les pays de la zone euro entreront en concurrence avec d'autres pays avancés cherchant à refinancer environ 5.000 milliards de dollars d'emprunts souverains (graphique 4). Ces tensions seront exacerbées par les importants besoins de financement de groupes financiers dans un grand nombre de pays (voir la *Mise à jour du Rapport sur la stabilité financière dans le monde* de janvier 2011).

### **Compte tenu de la vigilance accrue des marchés et des retards dans le rééquilibrage budgétaire, il est d'autant plus essentiel que les gouvernements donnent un signal clair de l'importance qu'ils attachent à la viabilité à long terme des finances publiques**

Il convient de résister aux tentatives visant à assouplir les arrangements institutionnels. En effet, des institutions fiscales et budgétaires à la fois solides et transparentes seront indispensables pour soutenir l'ajustement nécessaire à moyen terme et rehausser la crédibilité de l'action des pouvoirs publics.

Dans certains pays avancés, le regain de pression de la part des marchés exige que les autorités réaffirment leur détermination d'atteindre les objectifs fixés en matière de déficit et qu'elles conçoivent des plans d'urgence pour garantir la réalisation des objectifs d'ajustement. Dans la zone euro, une approche plus globale de la gestion des crises s'impose qui pourrait rompre l'enchaînement des difficultés budgétaires et financières et réduire les risques de contagion entre pays. Dans les pays avancés où la viabilité des finances publiques ne préoccupe pas particulièrement les marchés, des plans crédibles dont l'horizon s'étend bien au-delà de 2011 doivent être mis en place d'urgence pour pérenniser la bonne disposition actuelle des marchés à l'égard de ces pays. Les États-Unis et le Japon, où l'ajustement budgétaire est désormais retardé par rapport au rythme envisagé dans l'édition de novembre 2010 du Moniteur, doivent en particulier renforcer leur crédibilité en matière d'ajustement en précisant les mesures qu'ils entendent adopter pour

honoré leurs engagements de réduire les déficits et la dette.

- Un grand nombre de pays émergents doivent reconstituer plus rapidement leurs marges de manœuvre budgétaires pour contrer les craintes de surchauffe, se doter des moyens de réagir à un

ralentissement éventuel de la croissance, ou éviter de retomber dans des politiques procycliques qui mettraient à mal leur crédibilité. Il convient de résister aux pressions en faveur d'une augmentation des dépenses et d'épargner intégralement tout surcroît de recettes.