

POUR DIFFUSION :  
16 juillet 2012

## Affermir la crédibilité sans négliger les risques pour la croissance

*L'assainissement des finances publiques se poursuit comme prévu de manière générale dans les pays avancés, les déficits budgétaires nominaux et sous-jacents se situant globalement aux niveaux projetés dans l'édition d'avril 2012 du Moniteur des finances publiques. En gros, les déficits des pays avancés devraient diminuer de  $\frac{3}{4}$  de point de PIB environ cette année et de près de 1 point de PIB l'année prochaine, tant en termes nominaux qu'en valeur corrigée des variations cycliques; ce taux concilie le rétablissement de la viabilité budgétaire et le soutien à la croissance. Mais à continuer de privilégier des objectifs de déficit nominal, on court le risque d'être contraints à des tours de vis budgétaires excessifs si la croissance fléchit. Il ne faut pas non plus négliger le risque que l'impasse politique aux États-Unis mette la politique budgétaire sur pilote automatique, provoquant une forte et soudaine contraction des déficits, en d'autres termes, le « précipice budgétaire ». Dans la plupart des pays avancés, le rééquilibrage des finances publiques à un rythme régulier et centré sur les mesures à mettre en œuvre plutôt que sur le ciblage de déficits nominaux est préférable, eu égard en particulier à l'exacerbation des risques d'inversion des perspectives. Dans la plupart des pays émergents, les déficits nominaux et corrigés des variations cycliques devraient rester globalement inchangés en 2012-13, ce qui serait indiqué, ces pays présentant en général des positions budgétaires plus fortes et compte tenu des risques de contraction de l'activité économique dans le monde. Il n'en demeure pas moins que certains pays émergents doivent agir avec plus de détermination pour juguler les facteurs de vulnérabilité.*



## Le rééquilibrage sous-jacent est engagé

Les déséquilibres budgétaires se corrigent progressivement suivant les attentes dans la plupart des pays avancés. En données corrigées des variations cycliques, les déficits de 2012-13 devraient tomber autour de 1 % du PIB par an en moyenne dans ces pays – soit le même niveau que l'année dernière et globalement conformes aux projections de l'édition d'avril 2012 du *Moniteur des finances publiques* – les plus fortes réductions étant observées dans

les pays subissant les pressions du marché (Tableau 1, Graphique 1).

Les deux plus grands pays dans cette situation procèdent à un assainissement budgétaire massif sur les deux ans à venir, afin d'améliorer la dynamique de la dette et de regagner la confiance du marché.

- Les turbulences du marché se sont intensifiées en *Espagne* en raison du regain d'inquiétudes concernant la santé du système financier et ses éventuelles incidences budgétaires (Graphique 2).



**Tableau 1. Indicateurs budgétaires, 2008-13**  
 (En pourcentage du PIB sauf indication contraire)

	2008	2009	2010	Est. Projections			Écart par rapport à l'édition du <i>Moniteur</i> d'avril 2012 <sup>1</sup>		
				2011	2012	2013	2011	2012	2013
<b>Solde budgétaire global</b>									
Pays avancés	-3,5	-8,8	-7,6	-6,5	-5,8	-4,7	0,0	-0,1	-0,2
États-Unis	-6,7	-13,0	-10,5	-9,6	-8,2	-6,8	0,0	-0,1	-0,5
Zone euro	-2,1	-6,4	-6,2	-4,1	-3,2	-2,5	0,0	0,0	0,2
France	-3,3	-7,6	-7,1	-5,2	-4,5	-3,9	0,1	0,1	0,0
Allemagne	-0,1	-3,2	-4,3	-1,0	-0,7	-0,4	0,0	0,1	0,2
Grèce <sup>2</sup>	-12,2	-15,6	-10,5	-9,2	-7,0	-2,7	0,0	0,2	1,9
Irlande	-7,3	-14,0	-31,2	-13,1	-8,3	-7,5	-3,3	0,2	-0,2
Italie	-2,7	-5,4	-4,5	-3,9	-2,6	-1,5	0,0	-0,2	0,1
Portugal	-3,7	-10,2	-9,8	-4,2	-4,5	-3,0	-0,2	0,0	0,0
Espagne <sup>3</sup>	-4,5	-11,2	-9,3	-8,9	-7,0	-5,9	-0,4	-1,0	-0,2
Japon	-4,1	-10,4	-9,4	-10,1	-9,9	-8,6	0,0	0,1	0,2
Royaume Uni	-5,0	-10,4	-9,9	-8,6	-8,1	-7,1	0,1	-0,2	-0,5
Canada	-0,1	-4,9	-5,6	-4,4	-3,8	-2,9	0,2	-0,2	0,0
Pays émergents	0,2	-4,5	-3,3	-1,7	-1,9	-2,0	-0,1	-0,3	-0,3
Chine	-0,4	-3,1	-2,3	-1,2	-1,3	-1,0	0,0	0,0	0,0
Inde	-8,8	-9,7	-9,4	-8,9	-8,9	-8,8	-0,2	-0,6	-0,6
Russie	4,9	-6,3	-3,5	1,6	0,1	-0,7	0,0	-0,5	-0,4
Turquie	-2,4	-5,6	-2,7	-0,3	-1,7	-2,0	0,0	0,0	0,0
Brésil	-1,3	-3,0	-2,7	-2,6	-1,9	-2,1	0,0	0,5	0,3
Mexique	-1,1	-4,7	-4,3	-3,4	-2,4	-2,2	0,0	-0,1	-0,1
Afrique du Sud	-0,5	-5,3	-4,8	-4,5	-4,4	-3,8	0,1	-0,1	-0,1
Pays à faible revenu	-1,0	-4,0	-2,7	-2,4	-3,0	-2,5	-0,1	-0,1	-0,2
<b>Solde budgétaire des administrations publiques ajusté des variations cycliques (Pourcentage du PIB potentiel)</b>									
Pays avancés	-3,8	-6,0	-6,1	-5,4	-4,7	-3,6	-0,2	-0,2	-0,2
États-Unis <sup>4</sup>	-5,5	-7,9	-8,1	-7,5	-6,3	-5,0	-0,4	-0,4	-0,6
Zone euro	-3,1	-4,5	-4,6	-3,3	-2,0	-1,4	0,0	0,0	0,1
France	-3,1	-5,1	-5,1	-3,8	-3,1	-2,6	0,2	0,1	0,1
Allemagne	-1,3	-1,3	-3,4	-1,2	-0,6	-0,4	0,0	0,0	0,1
Grèce <sup>2</sup>	-16,4	-18,5	-12,5	-9,0	-4,5	0,2	-2,2	0,1	2,9
Irlande	-11,9	-10,6	-9,8	-7,7	-6,0	-5,6	...	...	...
Italie	-3,3	-3,0	-3,1	-2,7	-0,5	0,7	0,0	-0,2	0,0
Portugal	-3,6	-8,8	-9,1	-2,9	-2,1	-0,9	-0,2	-0,1	-0,1
Espagne <sup>3</sup>	-5,6	-9,7	-7,6	-7,3	-5,0	-3,9	-0,4	-1,1	-0,3
Japon	-3,5	-7,4	-7,9	-8,2	-8,8	-7,9	0,0	-0,1	0,1
Royaume Uni	-7,2	-9,7	-8,4	-6,6	-5,5	-4,2	-0,3	-0,4	-0,4
Canada	-0,6	-2,6	-4,1	-3,4	-3,0	-2,2	0,2	-0,2	0,0
Pays émergents	-1,5	-3,6	-3,1	-1,9	-1,7	-1,7	0,0	-0,1	0,0
Chine	0,0	-2,4	-1,5	0,0	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0
Inde	-8,8	-9,8	-9,6	-9,1	-9,0	-8,7	0,0	-0,2	0,0
Russie	3,9	-3,3	-2,2	1,7	-0,2	-1,1	0,1	-0,4	-0,3
Turquie	-3,2	-4,7	-3,4	-1,8	-2,8	-2,8	0,0	0,0	0,0
Brésil	-2,1	-2,2	-3,2	-2,8	-1,5	-2,0	-0,1	0,6	0,3
Mexique	-1,3	-3,8	-3,9	-3,2	-2,4	-2,2	0,0	-0,1	-0,1
Afrique du Sud	-2,3	-5,1	-4,5	-4,1	-3,7	-3,3	0,1	-0,1	-0,1
<b>Dettes des administrations publiques (montant brut)</b>									
Pays avancés	81,6	95,4	101,5	105,6	110,0	112,2	0,0	0,8	1,0
États-Unis	76,1	89,9	98,4	102,8	106,7	110,7	-0,1	0,1	0,5
Zone euro	70,2	80,0	85,8	88,1	91,4	92,4	0,0	1,4	1,4
France	68,3	79,2	82,4	86,1	88,2	90,1	-0,2	-0,9	-0,7
Allemagne	66,9	74,7	83,5	81,2	82,2	80,1	-0,3	3,3	2,7
Grèce <sup>2</sup>	112,6	129,0	144,5	165,4	162,6	171,0	4,6	9,4	10,1
Irlande	44,2	65,1	92,5	108,2	117,6	121,2	3,2	4,4	3,5
Italie	105,8	116,1	118,7	120,1	125,8	126,4	0,0	2,5	2,6
Portugal	71,6	83,1	93,3	107,8	114,4	118,6	1,0	2,0	3,3
Espagne <sup>3</sup>	40,2	53,9	61,2	68,5	90,3	96,5	0,0	11,2	12,5
Japon	191,8	210,2	215,3	229,9	234,5	240,0	0,1	-1,3	-1,1
Royaume Uni	52,5	68,4	75,1	82,3	88,6	92,7	-0,2	0,2	1,3
Canada	71,1	83,6	85,1	84,7	85,4	82,7	-0,3	0,7	0,8
Pays émergents	33,3	35,4	40,1	36,4	34,2	32,7	0,0	0,3	0,5
Chine	17,0	17,7	33,5	25,8	22,0	19,4	0,0	0,0	0,0
Inde	75,2	72,2	67,7	67,1	68,0	68,6	-1,0	0,4	1,8
Russie	7,9	11,3	11,8	12,0	11,5	11,3	2,4	3,1	3,4
Turquie	40,0	46,1	42,2	39,4	36,0	34,6	0,0	0,0	0,0
Brésil	63,5	66,9	65,2	64,9	64,2	61,7	-1,2	-0,9	-1,4
Mexique	43,1	44,5	42,9	43,8	42,7	42,9	0,0	-0,1	0,0
Afrique du Sud	27,4	31,5	35,3	38,7	40,2	41,3	-0,1	0,2	0,5
Pays à faible revenu	40,8	42,5	40,2	39,3	41,6	39,7	0,4	0,9	0,3
<i>Pour mémoire</i>									
<i>pourcentage</i>	2,8	-0,6	5,3	3,9	3,5	3,9	0,0	-0,1	-0,2

Source : estimations et projections des services du FMI.

Note : Toutes les données budgétaires des pays sont des moyennes pondérées sur le PIB nominal converti en dollars EU aux taux moyens du marché durant l'année concernée et sont basées sur les données disponibles. Les projections correspondent à l'évaluation, par les services du FMI, des politiques mises en oeuvre dans les pays.

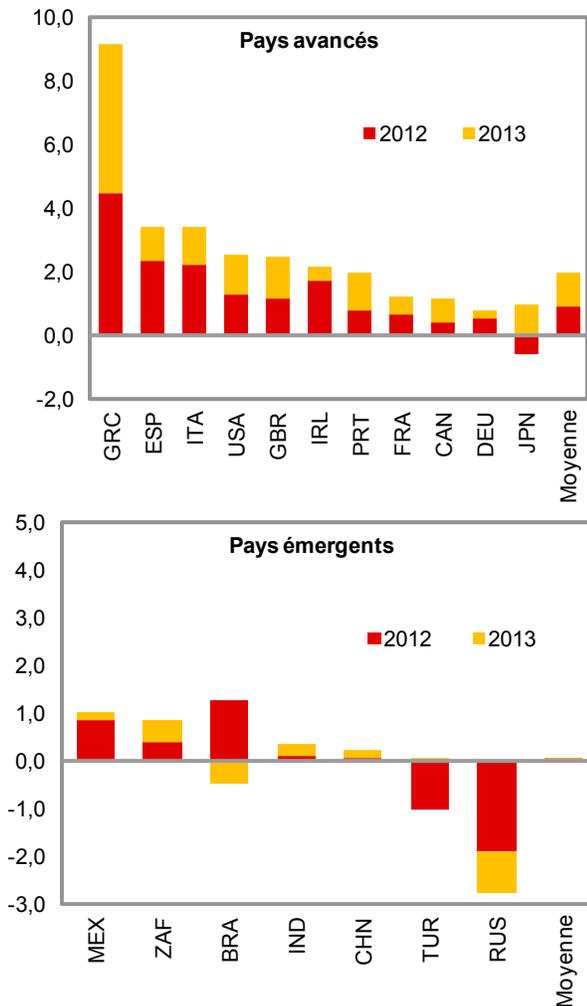
<sup>1</sup> Pour le solde budgétaire global et le solde ajusté des variations cycliques, les valeurs positives dénotent un déficit budgétaire plus réduit; pour la dette brute, les valeurs positives révèlent un accroissement de la dette.

<sup>2</sup> Projectifs à réviser pour la Grèce.

<sup>3</sup> Pour l'Espagne, les projections ne tiennent pas compte des mesures annoncées le 11 juillet 2012.

<sup>4</sup> Concours du secteur financier exclus.

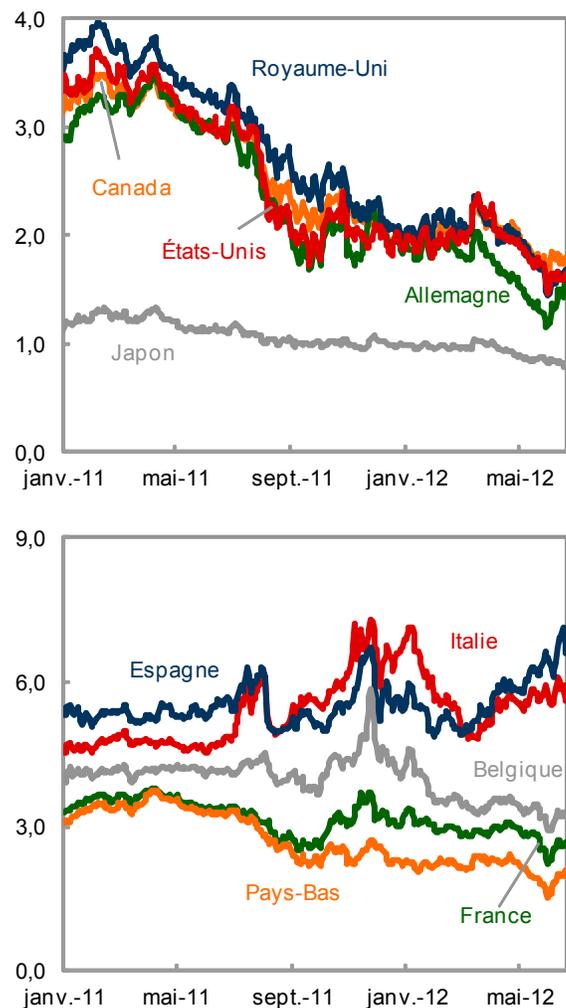
**Graphique 1. Variation du solde ajusté des variations cycliques**  
 (Pourcentage du PIB potentiel)



Source : estimations et projections des services du FMI.  
 Note : Les données sont des moyennes pondérées sur le PIB nominal converti en dollars EU aux taux moyens du marché sur l'année indiquée. Pour plus de détails, voir les notes au bas du tableau 1.

Malgré un ambitieux train de mesures d'assainissement essentiellement axées sur les dépenses, il fallait s'attendre à ce que les résultats médiocres au titre des recettes dus à la récession et aux pressions à la hausse des dépenses liées à l'assurance chômage, aux dépenses de sécurité sociale et aux charges d'intérêts portent le déficit à près de 7 % du PIB cette année, avant l'annonce de nouvelles mesures le 11 juillet. Ceci représente 1 % de PIB de plus que prévu en avril mais quelque 2 points de PIB de moins que l'an dernier. Les

**Graphique 2. Rendements des obligations d'État**



Source : Datastream, Thomson Reuters.  
 Note : Rendements à dix ans des obligations d'État sur les marchés secondaires.

projections du déficit corrigé des variations cycliques ont dû aussi être revues à la hausse. Ceci dénote peut-être l'existence de facteurs qui donnent lieu à un accroissement passager de la sensibilité du solde budgétaire à la production. Les objectifs de déficit ont été portés à 6,3 % du PIB cette année et 4,5 % du PIB l'an prochain dans le cadre de la procédure de déficit excessif de l'Union européenne. Les nouveaux objectifs, respectivement de 1 et 1½ % supérieurs aux précédents intègrent à juste titre les perspectives de faible croissance. Le 11 juillet, le gouvernement a annoncé une série de mesures – incluant la hausse des taux de TVA,

la suppression de la déductibilité des intérêts de prêts hypothécaires de l'impôt sur le revenu et la baisse des salaires de la fonction publique et des indemnités chômage – pour atteindre les nouveaux objectifs. Pour recapitaliser le système bancaire, le fonds espagnol d'appui au secteur bancaire le *Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB)* devrait disposer d'un prêt de recapitalisation du secteur financier du Fonds européen de stabilité financière (FESF) allant jusqu'à 9 % du PIB (100 milliards d'euros) promis par l'Eurogroup, qui figurerait dans la dette brute des administrations publiques. Mais une fois que l'organe unique de supervision sera mis en place dans la zone euro, le mécanisme européen de stabilité (MES) pourra procéder à des injections directes de capitaux dans les banques<sup>1</sup>

- En *Italie*, les déficits nominaux et ajustés pour 2012-13 restent globalement conformes aux attentes. L'assainissement budgétaire prévu sur les deux ans à venir permettrait aux autorités de dégager un léger excédent structurel en 2013 (avec l'objectif à moyen terme de budget structurel en équilibre<sup>2</sup>). L'importance accordée aux objectifs de budget structurel a été consacrée par une règle budgétaire récemment inscrite dans la constitution et qui entre en vigueur en 2014. L'amendement à la constitution prévoit aussi la création d'un Conseil budgétaire dont les compétences et le profil institutionnel seront définis dans des textes d'application en cours d'élaboration. Les autorités entendent procéder à des revues des dépenses plus régulières pour déterminer les économies budgétaires; une première phase de législation, approuvée en juillet, fixe les diminutions de dépenses afin de mettre le train de mesures d'assainissement déjà en place à

l'écart des hausses d'impôt.

Dans les trois pays de la zone euro appliquant un programme appuyé par des prêts UE/FMI, l'ajustement budgétaire est en cours mais la récente dégradation du climat politique et économique en Grèce donne le signal du début d'un possible « épuisement de l'ajustement » qui demeure une menace pour la poursuite de la mise en œuvre du programme.

- La situation en *Grèce* reste incertaine. La détérioration du cadre macroéconomique et la mise en œuvre par à-coups des réformes ont pesé sur les recettes cette année tandis que les contraintes de financement provoquent une sous-exécution des dépenses budgétaires. Sans nouveaux changements de politique, le déficit primaire devrait tendre vers 1½ à 2 % du PIB contre 1 % projeté au moment de l'accord au titre du Mécanisme élargi de crédit (MEDC).
- Le rééquilibrage budgétaire se poursuit comme prévu au *Portugal* dont le déficit devrait être ramené à 4½ et 3 % du PIB cette année et l'an prochain respectivement, sous l'effet principalement de la modération des dépenses. L'adoption d'un cadre de dépenses à moyen terme – assorti de plafonds indicatifs de dépenses – devrait renforcer la mise en œuvre du programme. Les autorités doivent aussi injecter des fonds dans trois grandes banques (pour un montant équivalent à 4 % du PIB) afin de respecter les ratios de fonds propres fixés par l'autorité bancaire européenne, augmentant le ratio de la dette au PIB (mais pas le déficit mesuré).
- En *Irlande* les autorités sont en bonne voie pour atteindre les objectifs programmés et celui du seuil de 3 % du PIB d'ici 2015<sup>3</sup> pour le déficit nominal fixé par l'UE. L'objectif de déficit des administrations publiques de 8,6 % du PIB pour 2012 semble réalisable, eu égard en

<sup>1</sup> Les projections actuelles des services du FMI incluent le montant maximum de prêt dans la dette mais pas dans le déficit.

<sup>2</sup> Le solde budgétaire structurel est égal au solde budgétaire corrigé des variations cycliques ajusté des mesures ponctuelles. Celles-ci n'étant pas comprises, en général, dans les projections, les soldes structurels et ajustés devraient être équivalents en 2012-13.

<sup>3</sup> Les changements du déficit de 2011 par rapport aux projections d'avril 2012 du *Moniteur* dénotent une révision pour inclure une partie des recapitalisations bancaires (déjà comptabilisées pour le ratio de la dette) dans le déficit.

particulier à des réalisations budgétaires meilleures que prévu jusqu'au mois de mai.

Dans les pays avancés qui ont un meilleur accès au marché, le rééquilibrage budgétaire prévu pour 2012-13 est bien orienté pour leur permettre d'atteindre leurs objectifs à moyen terme.

- Les contractions budgétaires projetées en *Allemagne* pour 2012 et 2013 sont inchangées depuis avril, à des niveaux relativement bas.
- Au *Royaume Uni*, le déficit ajusté continue de baisser cette année et l'année suivante mais moins que l'année dernière, ce qui est conforme à l'atonie des perspectives de croissance. C'est à juste titre que le gouvernement maintient son engagement à équilibrer le budget structurel de fonctionnement en cinq ans et à faire baisser le budget net, par un rééquilibrage additionnel prévu pour la période 2015-17.
- En *France*, le nouveau gouvernement a pris l'engagement de réduire le déficit nominal d'environ 1 point de PIB cette année et de 1½ % du PIB l'an prochain pour le situer à 3 % du PIB, conformément aux projections initiales (avec un engagement à l'équilibre d'ici 2017, une année plus tard que prévu précédemment)<sup>4</sup>. Pour atteindre ces objectifs, le collectif budgétaire comporte de nouvelles mesures équivalant à 0,3 % du PIB environ, surtout liées aux recettes, pour compenser les manques à gagner à ce titre. L'ajustement sous-jacent implicite à ces objectifs est conforme au scénario de référence. En cas de croissance décevante, ceci pourrait entraîner un ajustement structurel excessif. Un aménagement des objectifs de déficit structurel pourrait être souhaitable.
- La situation budgétaire des *États-Unis* devrait s'améliorer cette année (en gros selon les projections du *Moniteur* d'avril 2012) mais les perspectives pour 2013 restent une

préoccupation majeure<sup>5</sup>. La caducité des mesures fiscales (réductions de l'impôt sur le revenu et des prélèvements à la source, limitant la portée de l'*Alternative Minimum Tax* par un ajustement du seuil minimum de revenu) et les baisses automatiques de dépenses prévues par le *Budget Control Act* de 2011 impliqueraient une contraction budgétaire de plus de 4 % du PIB – appelé «précipice budgétaire» – qui aurait un impact significatif sur la croissance à court terme<sup>6</sup>. Une contraction plus modeste en 2013 – de l'ordre de 1 % du PIB environ en termes structurels – serait préférable. De promptes mesures sur le plafond de la dette fédérale qui deviendrait obligatoire à la fin de l'année ou au début de l'année prochaine permettraient de contenir les risques de perturbation du marché financier et de perte de confiance des consommateurs et des opérateurs économiques.

- À la suite de l'accord politique intervenu au *Japon*, le projet de loi multipliant par deux la taxe à la consommation en plusieurs étapes, pour la porter à 10 % d'ici 2015 a été votée par la Chambre basse à la fin juin et a été soumise à la Chambre haute du Parlement. Cette évolution positive envoie un signal positif quant à la détermination à l'ajustement et à la réforme budgétaire. Mais le relèvement de cette taxe demeure toutefois une partie du rééquilibrage nécessaire pour ramener le ratio de la dette sur une pente descendante. Afin de soutenir davantage le rééquilibrage budgétaire et atténuer l'impact économique récessif de la hausse de la taxe à la consommation, les mesures d'ajustement devraient être complétées par de efforts de stimulation de la croissance par des mesures structurelles, un politique monétaire

<sup>4</sup> Les projections des services du FMI figurant au tableau 1 se fondent sur les politiques appliquées et ne tiennent pas compte des mesures additionnelles prévues pour atteindre l'objectif de déficit budgétaire de 3 %.

<sup>5</sup> Variations du solde ajusté pour 2011-12 par rapport à l'édition d'avril 2012 du *Moniteur*, essentiellement dues aux révisions des estimations du PIB potentiel.

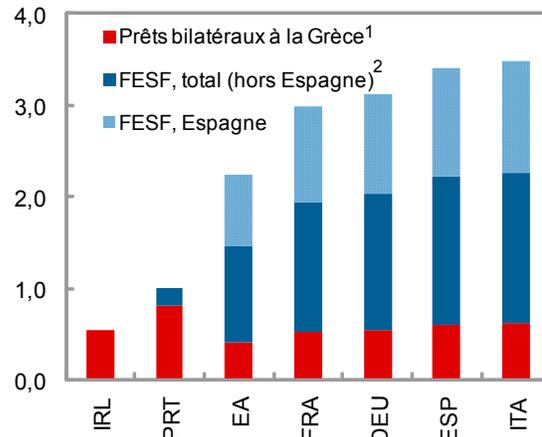
<sup>6</sup> Le scénario de référence des services du FMI comprend une réduction de 1¼ % du PIB du solde primaire structurel en 2013, essentiellement dû à l'expiration des mesures de relance et à certaines réductions des dépenses militaires. Les réductions d'impôt de l'administration Bush et d'autres mesures de recettes devraient être prolongées pour un an au moins tandis que les réductions automatiques de dépenses sont censées être remplacées par d'autres mesures à moyen terme.

d'accompagnement et des réformes de la fiscalité et des dépenses qui soient prudentes au plan budgétaire et propices à la croissance.

La réduction des déficits affecte peu à peu la dynamique de la dette publique. Si le ratio moyen dette/PIB des pays avancés devrait continuer à augmenter au cours des deux ans à venir, selon les projections, et dépasser 110 % du PIB en moyenne en 2013, dans le même temps, les ratios d'endettement auront atteint leur plus haut niveau dans plusieurs pays avancés (Graphique 3). Déjà cette année, un tiers environ des pays avancés auront vu leur ratio d'endettement baisser même si les chiffres resteront encore supérieurs à ceux de 2007 dans la plupart des cas. Dans la zone euro, Grèce exclue, la dynamique de la dette brute en 2012-13 subira un effet négatif (et passage) de la mutualisation des ressources en soutien aux pays en crise (Graphique 4, Encadré). Il est évident que l'acquisition d'actifs qui en est la contrepartie laisse les niveaux de dette nette inchangés.

dégradation de la croissance mondiale.

**Graphique 4. Principaux pays de la zone euro -- Augmentation de la dette brute due à l'exposition aux pare-feux régionaux (En pourcentage du PIB)**



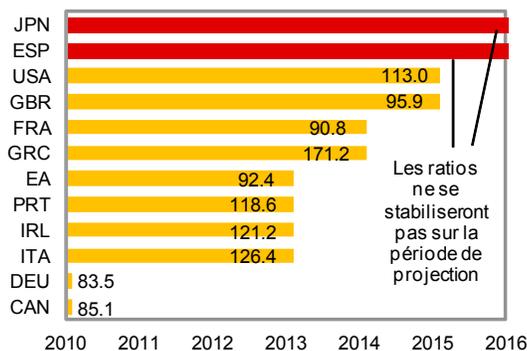
Source s: Facilité européenne de stabilité financière; estimations et projections des services du FMI.

Note: données au 5 juin 2012. EA = moyenne de la zone euro.

<sup>1</sup> Affecte directement la dette étant donné que chaque pays a financé les décaissements par émission d'obligations publiques.

<sup>2</sup> Affecte directement le niveau de la dette une fois que les décaissements des prêts sont effectués à partir de la FESF.

**Graphique 3. Pays avancés -- Quand les ratios d'endettement atteindront-ils leur point culminant?**



Source: estimations et projections des services du FMI.  
 Note: Les barres rouges correspondent aux pays dont les ratios dette/PIB ne se stabiliseront pas dans les cinq ans à venir. Les chiffres figurant dans les barres jaunes indiquent le point culminant projeté des ratios dette/PIB.

Les déficits des pays émergents devraient être légèrement inférieurs aux projections du mois d'avril, certains ayant réduit leur marge de manœuvre budgétaire face au ralentissement de l'activité économique. Aucun rééquilibrage budgétaire significatif n'est attendu en 2012-13, dénotant des situations budgétaires en général plus fermes que dans les pays avancés et les risques de

- Au *Brésil*, le solde global de 2012 devrait être de ½ point de PIB plus élevé qu'initialement prévu, surtout en raison de la baisse des paiements d'intérêts. Malgré les mesures annoncées récemment en soutien à certains secteurs industriels et à des investissements (estimés à 0,4 % du PIB environ), les autorités continuent de viser un objectif d'excédent du budget primaire de 3,1 % du PIB.
- L'assainissement budgétaire projeté au *Mexique* en 2012-13 progresse selon les projections initiales. En 2013, il est prévu que les autorités reviennent à leur objectif d'équilibre budgétaire.
- En *Chine*, le rééquilibrage des finances publiques devrait être mis en suspens cette année – ce qui est opportun, eu égard au ralentissement de la croissance et à la fermeté de la situation budgétaire (déficit nominal de l'ordre de 1¼ de point de PIB) – avant de reprendre lentement en 2013.
- En *Afrique du Sud*, l'amélioration des résultats des recettes et le repli progressif de la relance

budgétaire devraient permettre une baisse du déficit budgétaire ajusté des variations cycliques de 0,9 % du PIB sur les deux années à venir, conformément aux projections précédentes.

Ceci dit, certains pays émergents gagneraient à mener des stratégies d'assainissement budgétaire plus ambitieuses, dénotant des considérations macroéconomiques ou budgétaires.

- En *Russie*, la politique budgétaire continue de présenter une forte tendance pro-cyclique. La manne pétrolière permettant de financer la hausse des dépenses, cette année, le déficit hors pétrole devrait s'accroître d'environ 1 point de PIB pour atteindre 10½ % du PIB, malgré le comblement du déficit de production. Dans l'intervalle, le budget à moyen terme 2012-14 ne donne pas de signes d'une amélioration significative du déficit hors pétrole, ce qui rend les finances publiques très vulnérables à l'évolution du marché pétrolier.
- En *Turquie*, la contraction des recettes due au ralentissement de l'activité devrait accroître le déficit global de 1½ % du PIB cette année, laissant le déficit primaire structurel inchangé globalement. Pour 2013 et au-delà, une orientation budgétaire plus restrictive serait indiquée pour réduire l'important déficit extérieur courant.
- En *Inde*, les déficits globaux de 2012-13 ont été revus à la hausse à 9 % du PIB, soit plus de ½ point de plus que prévu en avril 2012 par le *Moniteur*, essentiellement en raison de la hausse des subventions des produits pétroliers et de la baisse des recettes. Une réduction volontariste de ces subventions coûteuses donnerait un signal fort attestant de la crédibilité de l'assainissement budgétaire. Il permettrait aussi de lever les restrictions financières et de stimuler l'investissement privé et la croissance.

## Concilier crédibilité et croissance

Il incombe aux gouvernements de traiter de façon crédible l'assainissement budgétaire considérable qui s'impose dans un contexte de croissance ralentie

et incertaine. Il n'est certes pas aisé de concilier ces impératifs, mais il serait indiqué d'appliquer quelques principes budgétaires fondamentaux (à adapter à chaque cas)<sup>7</sup> :

- Pour ancrer les attentes du marché, les autorités des pays doivent élaborer des plans à moyen terme précis et détaillés, visant à abaisser les ratios de la dette, adossés à des textes législatifs ou à des cadres budgétaires contraignants. Des grands pays avancés, les États-Unis et le Japon sont ceux qui n'en sont pas encore dotés.
- Pour autant que les taux de financement du marché restent viables, ces plans devraient prévoir des mesures autorisant un assainissement à rythme régulier, défini en termes ajustés de variations cycliques. En moyenne, un rythme d'ajustement annuel de l'ordre de 1 % du PIB – comme dans les pays avancés en 2011-13 – serait globalement indiqué pour concilier la nécessité de relever le défi du rééquilibrage des finances publiques tout en gérant les risques pour la croissance, bien que le rythme approprié à chaque pays devrait tenir compte de l'ampleur du déséquilibre budgétaire global. Déterminer les objectifs en termes corrigés des variations cycliques permet aux stabilisateurs automatiques de fonctionner et, partant, d'amortir d'éventuels chocs. En Europe, plusieurs pays ont adopté explicitement des objectifs de solde structurel, y compris l'Allemagne, l'Italie et le Royaume Uni; la Commission européenne utilise davantage la souplesse inhérente au dispositif correctif du Pacte de stabilité et de croissance pour formuler des recommandations en termes structurels, sauf pour les pays appliquant un programme, dont l'accès limité aux financements rend les objectifs nominaux nécessairement plus contraignants.

<sup>7</sup> À l'évidence, d'autres mesures doivent aller de pair avec la politique budgétaire pour atténuer les risques d'inversion de la croissance et doper l'activité et l'emploi sur le long terme. Ces mesures sont analysées de façon plus détaillée dans les mises à jour du *WEO* et du *GFSR*.

### Incidence des pare-feux de l'UE sur les ratios de la dette publique brute

La mutualisation des ressources dans le cadre du FESF et les contributions au capital libéré du SME expliquent largement les révisions à la hausse des niveaux d'endettement brut projetés pour l'année en cours et la prochaine dans l'édition du *Moniteur* d'avril 2012 pour plusieurs pays de la zone euro, notamment l'Allemagne (3 % du PIB) et l'Italie (2½ % du PIB)<sup>1</sup>.

Les décaissements du FESF augmentent directement les passifs bruts des pays qui garantissent la dette du FESF par rapport aux parts de capital que détiennent ces pays à la Banque centrale européenne (BCE) ajustées de manière à exclure les pays appliquant un programme appuyé par les ressources de l'UE/FMI. L'encours des prêts représente un peu plus de 1 % du PIB de la zone euro à la mi-2012, avec une hausse correspondante de la dette du garant au titre du FESF. Pour l'Italie, et l'Espagne, cela représente 1,6 % du PIB. La récente annonce du financement de la recapitalisation bancaire en Espagne sera transmise dans un premier temps par un prêt du FESF à l'État, augmentant la dette de la zone euro de l'équivalent de ¾ de point de PIB. Bien évidemment ces ajouts aux dettes publiques sont par nature passagers et équivalent à une accumulation d'actifs.

Précédant la création du FESF, le premier programme de la Grèce a été largement financé par un prêt consorcial de 80 milliards d'euros d'apports bilatéraux assemblés par la Commission européenne (CE) proportionnel aux parts des pays membres au capital de la BCE. Les décaissements à la Grèce s'élèvent à ½ % du PIB de la zone euro et constitués de prêts de l'Italie, du Portugal et de l'Espagne d'où la proportion plus élevée de leur PIB.

<sup>1</sup> Un second pare-feu, le Mécanisme européen de stabilisation financière (MESF) autorise la Commission européenne à emprunter jusqu'à 60 milliards d'euros pour le compte de l'Union européenne. Les émissions obligataires correspondantes n'affectent pas les niveaux des dettes publiques nationales. Les pays de la zone euro doivent aussi capitaliser le MES, qui doit devenir opérationnel en juillet 2012, une fois ratifié par les Parlements nationaux. Le MES aura une capacité initiale de prêt de 500 milliards d'euro et un capital souscrit de 700 milliards d'euros, dont 80 milliards sous forme de capital libéré échelonné en cinq paiements au maximum. Une partie de ces apports de capital a déjà été intégrée aux projections d'endettement comme indiqué précédemment.

- Le rythme de l'ajustement budgétaire sous-jacent ne devrait pas varier face à des changements relativement modiques des perspectives de croissance. Cette position est conforme au principe de longue date selon lequel la politique budgétaire n'est pas un instrument efficace de réglage fin du cycle économique. Mais face à un choc massif contre la reprise, les politiques budgétaires peuvent devoir être reparamétrées dans les pays qui ont une marge de manœuvre budgétaire, dans le cadre d'un réexamen général des politiques macroéconomiques. Pour garantir une réaction budgétaire rapide, des plans d'urgence doivent être prêts à être actionnés, donnant la priorité aux mesures ponctuelles de recettes et de dépenses dont les retombées sont immédiates pour l'activité économique (voir *Moniteur des finances publiques*, avril 2012).

La composition de l'ajustement devrait obéir avant tout à l'impératif de réalisation du potentiel de croissance économique sur le long terme et aux spécificités du pays. La priorité doit aller en particulier à la réduction des dépenses dans les pays où celles-ci sont d'ores et déjà élevées et où la charge fiscale correspondante limite les possibilités d'accroissement des recettes sans nuire à l'efficacité et à la croissance de l'économie. Idéalement, les réductions devraient viser les dépenses non productives identifiées au terme de revues exhaustives des dépenses. Le graphique 5 montre que dans la plupart des pays avancés, la modération des dépenses est une composante intrinsèque de leurs plans d'assainissement. Lorsqu'il est possible d'augmenter les recettes comme aux États-Unis et au Japon, l'occasion doit être saisie pour élargir la base d'imposition en éliminant les exonérations et les régimes

spéciaux prévus au Code des impôts plutôt qu'en relevant les taux. La politique budgétaire de nombre de pays peut aussi être aménagée par un meilleur appui à l'emploi – notamment par une réduction du biais fiscal de l'emploi à effet neutre sur les recettes – qui aurait aussi pour effet de doper le potentiel de croissance<sup>8</sup>. Certains pays émergents (Égypte, Inde, Indonésie et Arabie saoudite par exemple) gagneraient à éliminer les subventions pétrolières et autres<sup>9</sup>, tandis que la Turquie, la Russie et l'Afrique du Sud devraient prendre des dispositions pour éviter une expansion des dépenses découlant d'une augmentation sans commune mesure avec la capacité à moyen terme de l'économie à générer des revenus.

- Les réformes qui affectent les tendances à long terme de la dépense restent importantes pour renforcer la crédibilité budgétaire<sup>10</sup>. Pour les pays avancés d'Europe, la CE a récemment publié le *Rapport 2012 sur le vieillissement de la population* qui réaffirme les risques que font peser les mutations démographiques sur la viabilité budgétaire. Le rapport estime que sur la période 2010-30, le coût des retraites augmentera de 0,5 % du PIB et celui des soins de santé de 0,7 % du PIB. Si les projections des retraites sont en gros conformes à celles des services du FMI<sup>11</sup>, l'augmentation des dépenses

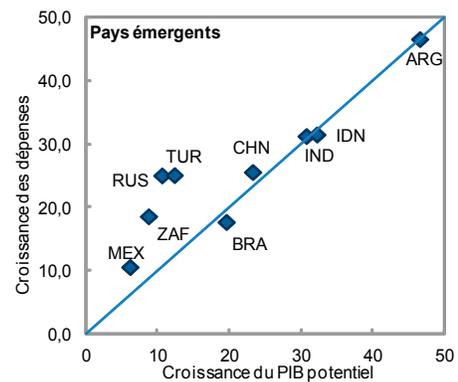
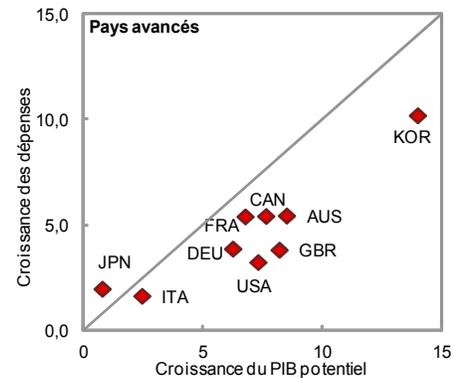
<sup>8</sup> Voir FMI, *Politique budgétaire et emploi dans les pays avancés et émergents* (à paraître).

<sup>9</sup> Voir FMI, *Évolution récente des prix pétroliers et incidences budgétaires* (à paraître).

<sup>10</sup> Il importera tout autant de ne pas revenir sur les réformes déjà exécutées. La France par exemple a récemment ramené l'âge de la retraite à 60 pour certains travailleurs de longue date, pour un coût estimé à 0,1 % du PIB d'ici 2017, entièrement couvert par des taxes sur l'emploi.

<sup>11</sup> Voir FMI, *Le défi de la réforme des retraites dans les pays avancés et émergents*, IMF Policy Paper (Washington, 2011), disponible sur le site <http://www.imf.org/external/pp/longres.aspx?id=4626>

**Graphique 5. Croissance du PIB potentiel et des dépenses, 2011-13**  
 (Pourcentage; variation cumulée prix courants)



Source : estimations et projections des services

publiques de santé sont probablement sous estimées d'environ 1 % du PIB, les coûts liés aux progrès technologiques ne sont pas encore entièrement pris en compte<sup>12</sup>.

Il n'empêche que la politique budgétaire ne peut stabiliser à elle seule les conditions du marché dans la zone euro. Les écarts des taux souverains actuels sont nettement supérieurs à ce qui serait

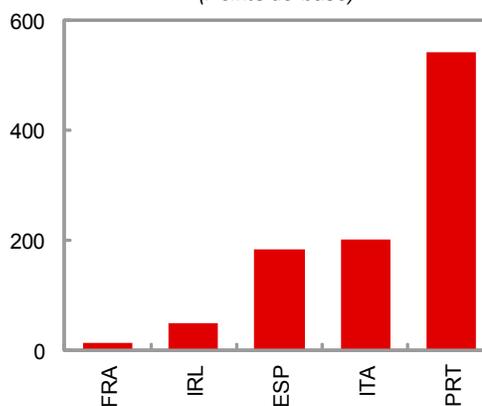
<sup>12</sup> La question a déjà été soulevée dans le cadre du précédent *Rapport sur le vieillissement*, voir document sous la direction de B. Clements, D. Coady et S. Gupta, *The Economics of Public Health Care Reform in Advanced and Emerging Economies* (Washington: IMF 2012), voir <http://www.imf.org/external/pubs/ft/books/2012/health/healthcare.pdf>

justifié à partir des fondamentaux budgétaires et autres à long terme (graphique 6), ce qui indique que des réformes de grande envergure, ayant une influence durable sur les attentes – examinées en détail dans les mises à jour des *Perspectives de l'économie mondiale (WEO)* et du *Rapport sur la stabilité financière dans le monde (GFSR)* – s'imposent. Il s'agira notamment de dissocier les bilans des États de ceux des banques. Les dirigeants européens se sont accordés, à leur Sommet de juin dernier, sur des mesures importantes visant à traiter la crise actuelle, qui, si elles sont entièrement appliquées, aideront à rompre ces liens négatifs. De façon plus particulière, une fois l'organe unique de supervision créé, le MSE serait en mesure de prêter directement aux établissements bancaires. Ces initiatives sont autant de pas dans la bonne direction mais elles devront être complétées par d'autres progrès vers une intégration financière approfondie et une union bancaire complète. Dans l'intervalle, des progrès sensibles sont observés sur les initiatives engagées pour renforcer la gouvernance durant les derniers mois. Pour l'heure, 10 des 25 pays membres de l'UE ont ratifié le traité dit du Pacte budgétaire qui impose l'adoption d'ici 2014, de cadres budgétaires nationaux fondés sur des règles pour plafonner les déficits structurels. La récente adoption par le Parlement européen de deux projets de règlement visant à renforcer davantage la coordination de la politique budgétaire au sein de la zone euro (appelée «two-pack») est la bienvenue; sa prompte approbation par le Conseil serait également souhaitable. Entre autres propositions, le projet «two-pack» impose des règles budgétaires nationales harmonisées, un dispositif de supervision indépendant, prévoit des calendriers d'élaboration budgétaire communs et renforce la surveillance par la Commission.

Ces mesures seraient néanmoins utilement complétées par des plans d'intégration budgétaire comme le laissait entendre le rapport des «Quatre Présidents» remis au Sommet. Il est

encourageant de noter que les dirigeants ont demandé au Président du Conseil de préparer des propositions en vue d'une union plus complète dans les trois mois à venir.

**Graphique 6. Principaux pays de la zone euro Écarts des obligations d'État non expliqués par les fondamentaux à long terme (Points de base)**



Sources : estimations et projections des services du FMI.  
 Note : écarts des obligations à 10 ans par rapport à l'Allemagne (moyenne de janvier à juin 2012) que n'expliquent ni les agrégats budgétaires clés ni les éléments fondamentaux généralement utilisés dans la littérature spécialisée, obtenus au moyen d'un modèle de correction d'erreur de panel qui explique l'évolution des rendements des obligations publiques sur le long terme de 21 pays avancés sur la période 1980-2010.

Enfin, ceci pourrait signifier qu'il y a au cœur du dispositif, des ressources en quantités suffisantes, complétées par des organes de contrôle et de supervision démocratiques adéquats. L'instauration d'une forme limitée de dette mutualisée assortie de sauvegardes de gouvernance appropriées pourrait être une étape intermédiaire vers une intégration financière plus poussée. L'émission de titres de cette nature serait, dans un premier temps, d'assez faible ampleur et à échéances courtes, et serait soumise à un contrôle plus centralisé (limité par exemple aux pays qui respectent leurs engagements de politique; avec droit de veto sur les déficits nationaux; affectation des recettes fiscales nationales). Le financement par émissions d'obligations ou de titres communs par exemple serait utilisé comme soutien aux cadres communs prévus dans le projet d'union bancaire (voir mise à jour du *GFSR*).