



Soutenabilité de la dette publique européenne : un autre regard à long terme

⊙ Nous avons mis à jour nos prévisions de comptes publics en zone euro sur la base des dernières révisions publiées par Eurostat et des coupes budgétaires anticipées pour les années à venir.

⊙ Tout exercice de simulation de dette est très sensible au point de départ, en l'occurrence le niveau du déficit public primaire et de la dette en 2009 et 2010, et doit donc être considéré avec une extrême prudence. Notre analyse suggère toutefois qu'une poursuite des efforts de consolidation budgétaire au-delà de l'année prochaine permettrait de stabiliser le ratio de dette sur PIB de la zone euro d'ici 2015.

⊙ À long terme, cependant, l'hypothèse-clé concerne le coût du vieillissement, lié aux perspectives démographiques et aux systèmes de protection sociale. Nos projections à l'horizon 2060 suggèrent que les tendances actuelles de dette publique sont pour la plupart insoutenables, en l'absence de nouvelles réformes.

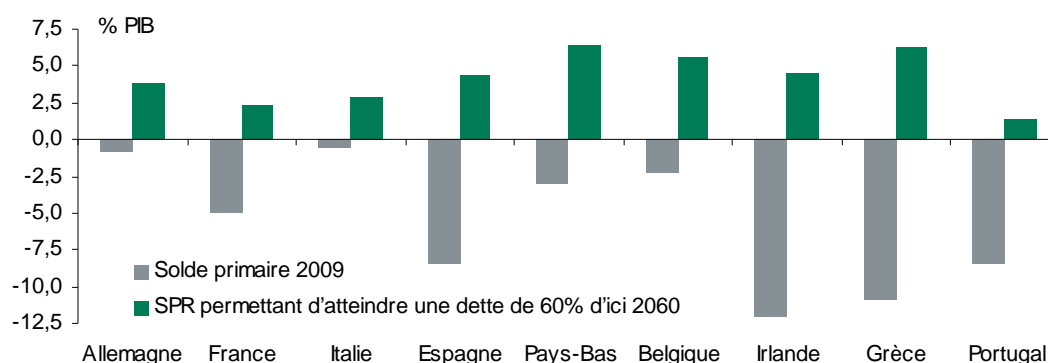
⊙ La Grèce et l'Irlande devraient fournir de nouveaux efforts, au-delà des réformes structurelles récemment adoptées, pour réussir à stabiliser, puis à faire baisser leur ratio de dette. Au contraire, le risque de dérapage des finances publiques semble plus faible en Italie et en Allemagne, malgré une démographie moins favorable.

Face aux évolutions budgétaires, le marché s'est jusqu'ici montré plus sensible aux problèmes de court terme (parmi lesquels les objectifs de réduction des déficits en 2010, le plan de recapitalisation des

banques irlandaises ou l'adoption des budgets pour 2011) qu'aux mesures de soutenabilité des finances publiques à long terme comme celles fournies par la Commission européenne dans son rapport annuel dédié à cette question (Sustainability Report). Or la soutenabilité de la dette dépend à la fois du point de départ (en termes de déficit primaire structurel et de niveau de dette), de l'effort de consolidation à court terme et de l'augmentation des dépenses publiques prévue sur le long terme. Notre analyse, comme la plupart des travaux académiques, suggère que **l'impact projeté du vieillissement de la population sur les finances publiques devrait excéder les effets de la crise, aussi sévères soient-ils.**

Dans cette note, nous mettons à jour nos prévisions à long terme de ratio de dette publique, en nous appuyant sur les estimations du dernier rapport de la Commission européenne sur le vieillissement (Ageing Report de 2009) et en prenant en compte les réformes des systèmes de retraite qui ont été annoncées depuis l'année dernière. Nos estimations suggèrent que le marché évalue correctement les risques à long terme pour la plupart des pays, avec quelques exceptions. L'Italie, en particulier, bénéficie d'une augmentation modeste du coût du vieillissement. Ceci est également vrai au Portugal, même si l'ajustement nécessaire du solde primaire est nettement plus important après la crise.

Solde Primaire Requis (SPR) permettant d'abaisser le ratio de dette à 60% d'ici 2060



Sources : Commission européenne, Crédit Agricole CIB

Plusieurs méthodes existent pour mesurer la soutenabilité des finances publiques, bien que le concept en lui-même soit plutôt intuitif. Selon les propres mots de la Commission européenne, les finances publiques sont soutenables tant que la dette publique n'augmente pas au point de rendre impossible le paiement des intérêts. Cette définition ne prend toutefois pas en compte le refinancement de la dette existante et plusieurs autres variables entrent également en jeu : les taux d'intérêt, le niveau des autres dépenses incompressibles, le niveau des revenus, etc. En pratique, deux types d'indicateurs sont généralement utilisés :

- **Les simulations « à politique inchangée »** qui montrent l'évolution des ratios dette sur PIB, dans l'hypothèse où il n'y aurait ni ajustement du solde primaire, ni réforme structurelle.
- **Le « Solde Primaire Requis » (SPR, ou RPB pour Required Primary Balance)** nécessaire pour atteindre un niveau donné du ratio de dette, sur un horizon de temps fini ou infini.

Les deux approches sont utiles pour estimer le montant de l'ajustement budgétaire nécessaire pour garantir que la contrainte de soutenabilité à long terme des finances publiques sera atteinte une fois pris en compte les effets du vieillissement.

Nous présentons ci-dessous une mise à jour de nos prévisions concernant les finances publiques des pays de la zone euro. Ces prévisions montrent que les ratios de dette peuvent être stabilisés dans les années à venir à condition que toutes les mesures de consolidation prévues dans les programmes nationaux de stabilité et de convergence soient mises en œuvre jusqu'en 2013. De plus, nous examinons les projections de dette jusqu'en 2060 selon différentes hypothèses, en utilisant les estimations des coûts liés au vieillissement données par le rapport dédié de la

Commission en 2009. **Pour les pays qui ont annoncé des réformes de leur système de retraite cette année, nous prenons pour hypothèse que les objectifs officiels seront atteints à moyen terme.** Par exemple, l'augmentation moyenne du coût des retraites en Grèce devrait passer sous la moyenne de la zone euro d'ici 2060 grâce à la réforme mise en œuvre cette année, ce qui aura un impact significatif sur la soutenabilité de la dette grecque.

Projections à court terme : la dette publique de la zone euro peut être stabilisée d'ici 2015

Les révisions opérées par Eurostat sur les comptes publics de la zone euro en 2009 ne comportent aucune surprise majeure. Le changement le plus important est à mettre à l'actif de la dette irlandaise, en lien avec une révision à la baisse du PIB nominal, et les autres changements sont relativement mineurs. Pour la Grèce, la publication des chiffres révisés ayant été reportée à mi-novembre, nous avons retenu l'hypothèse la plus conservatrice mentionnée officiellement par le ministre grec des Finances : un déficit public à 15,5% du PIB en 2009 et un ratio de dette publique de 127%.

Nous prenons également en compte les mesures supplémentaires de consolidation budgétaire qui ont été adoptées cette année par plusieurs gouvernements, bien que dans la plupart des cas ces mesures – qui seront mises en œuvre en 2011 – doivent encore être formellement approuvées par les parlements nationaux. Nous prévoyons par exemple que le gouvernement portugais atteindra son objectif de déficit pour 2010, malgré des chiffres récents pour le moins mitigés, notamment parce que nous envisageons un recours à des mesures ponctuelles telles que le transfert des actifs des fonds de pension de Portugal Telecom.

en % du PIB	Solde budgétaire				Dettes			
	2008	2009	2010	2011	2008	2009	2010	2011
UEM	-2,0	-6,3	-6,0	-4,9	69,4	78,7	83,0	86,2
Allemagne	0,1	-3,0	-3,9	-2,8	66,3	73,4	75,5	76,3
France	-3,3	-7,5	-7,7	-6,3	67,5	78,1	82,9	86,8
Italie	-2,7	-5,3	-4,8	-4,1	106,3	116,0	117,8	120,0
Espagne	-4,2	-11,0	-9,9	-7,8	39,8	53,2	63,0	70,2
Pays-Bas	0,6	-5,4	-3,9	-3,6	58,2	60,8	64,7	66,4
Belgique	-1,3	-6,0	-5,0	-4,2	89,6	96,2	99,2	100,0
Irlande	-7,3	-14,4	-33,2	-11,9	44,3	65,5	98,7	106,8
Grèce*	-7,7	-15,5	-7,8	-7,5	99,2	127,0	143,7	156,5
Portugal	-2,9	-9,3	-7,2	-5,0	65,3	76,1	82,6	85,1

Sources : Commission européenne, Crédit Agricole CIB

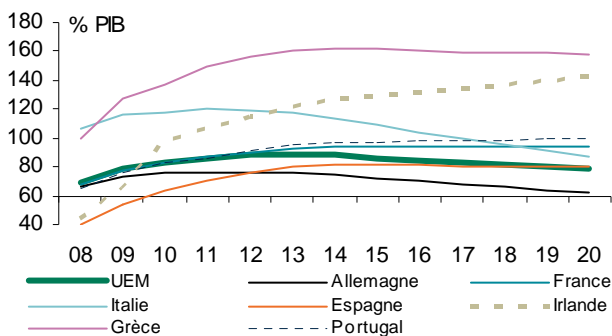
(* les chiffres révisés pour la Grèce seront publiés le 15 novembre, nos prévisions reflètent la déclaration du ministre des Finances du 27 octobre)

Nous calculons ensuite l'évolution du ratio dette sur PIB dans deux scénarios, qui nous semblent crédibles, de réduction annuelle moyenne du déficit primaire des finances publiques des pays de la zone euro. Ainsi, un **ajustement moyen de 1% au cours des cinq prochaines années permettrait de stabiliser le ratio de dette de la zone euro juste en dessous de 89% en 2013**, malgré des performances contrastées d'un pays à l'autre. Cela représenterait un effort budgétaire assez important sur une longue période, sachant que l'amélioration du solde primaire n'a été que de 0,5% environ lors

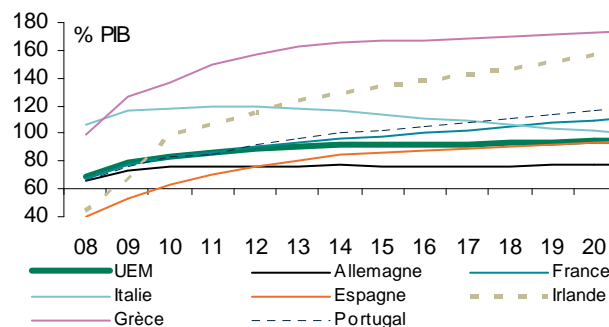
des cinq années précédant la récession (et de seulement 0,25% en données corrigées des variations cycliques).

A l'opposé, dans l'hypothèse où la réduction du déficit primaire ne dépasserait pas 0,5% pendant les cinq prochaines années, la tendance des finances publiques deviendrait insoutenable dans la majorité des pays de la zone euro – dans la mesure où le ratio de dette ne ferait qu'augmenter – ce qui signifie que des mesures supplémentaires devraient être prises.

Trajectoires "agressives" du ratio dette sur PIB
(amélioration du solde primaire de 1% entre 2011 et 2015)



Trajectoires moins ambitieuses du ratio dette sur PIB
(amélioration du solde primaire de 0,5% entre 2011 et 2015)



Sources : CE, Crédit Agricole CIB

Sources : CE, Crédit Agricole CIB

Projections à long terme : les conséquences économiques et budgétaires du vieillissement

Bien que la dette et le déficit aient augmenté très rapidement au cours des dernières années, l'impact projeté du vieillissement de la population sur les finances publiques devrait excéder les effets de la crise. En effet, les tendances démographiques auront un impact significatif sur les finances publiques dès 2020 *via* une baisse de la population active (ce qui se traduira par une croissance

économique plus faible toutes choses égales par ailleurs) et par une augmentation des dépenses liées au vieillissement.

Nos projections concernant les dépenses publiques reposent sur les prévisions de dépenses et de recettes publiques de la Commission européenne. Dans ce cadre, nous avons supposé que les systèmes nationaux de protection sociale resteraient inchangés et que presque toutes les recettes et les dépenses de l'État non liées au vieillissement resteraient constantes en pourcentage du PIB. Par

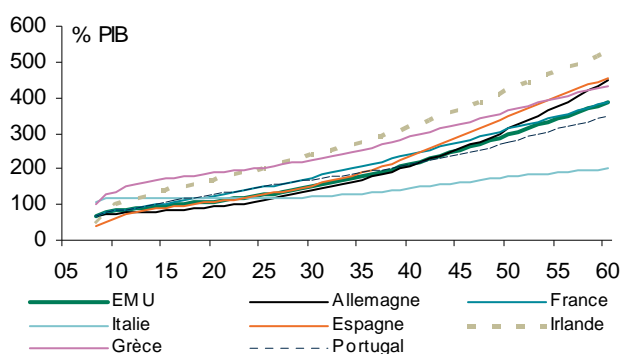
ailleurs, les dépenses liées au vieillissement sont estimées à l'aide de cinq catégories de dépenses : les retraites, les dépenses de santé, les soins de longue durée, l'éducation et l'assurance chômage¹. Enfin, nous avons fait des hypothèses raisonnables sur le coût des retraites, en Grèce en particulier, pour prendre en compte les récentes réformes du système de retraite, l'impact des réformes précédentes ayant déjà été pris en compte dans la plupart des autres pays.

Le danger du statu quo

La dynamique de la dette « à politique inchangée » peut fournir un premier aperçu de l'ajustement budgétaire nécessaire pour garantir la soutenabilité

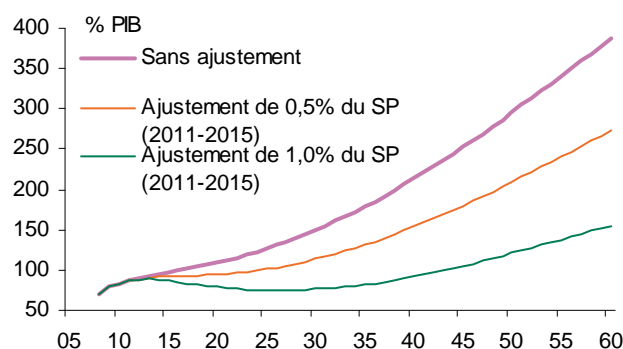
de la dette publique une fois pris en compte les effets du vieillissement. Nous utilisons nos propres prévisions de déficit pour 2011 comme point de départ, afin d'éviter des distorsions trop importantes entre les pays qui ont affiché des performances particulièrement fortes ou particulièrement faibles pendant la crise. **Si aucune mesure de consolidation ambitieuse n'était prise au-delà de 2011, le poids de la dette excéderait probablement 200% du PIB en 2040 dans presque tous les pays, sauf en Italie.** De plus, même si les gouvernements parvenaient à stabiliser leur ratio de dette d'ici 2015 comme dans le scénario mentionné ci-dessus, nos simulations suggèrent que des efforts supplémentaires devront être effectués par la suite pour éviter une nouvelle augmentation à partir de 2030.

Trajectoires des ratios dette sur PIB « à politique inchangée » (c.-à-d. sans ajustement du solde primaire après 2011)



Sources : CE, Crédit Agricole CIB

Un effort budgétaire plus important sera nécessaire d'ici 2030 pour garantir la soutenabilité de la dette en zone euro



Sources : CE, Crédit Agricole CIB

Quelle sera l'ampleur de l'effort à long terme ?

Un indicateur intéressant est le « Solde Primaire Requis » ou SPR, qui mesure l'ajustement du solde primaire des finances publiques nécessaire pour atteindre une dette de 60% du PIB à un horizon donné, dans le même esprit que l'indicateur S1 de la Commission européenne (CE)². Notre SPR simulé donne le niveau d'excédent primaire requis pour atteindre l'objectif de 60% de dette d'ici 2060. Comme l'indicateur de la CE, le SPR peut être décomposé de la manière suivante :

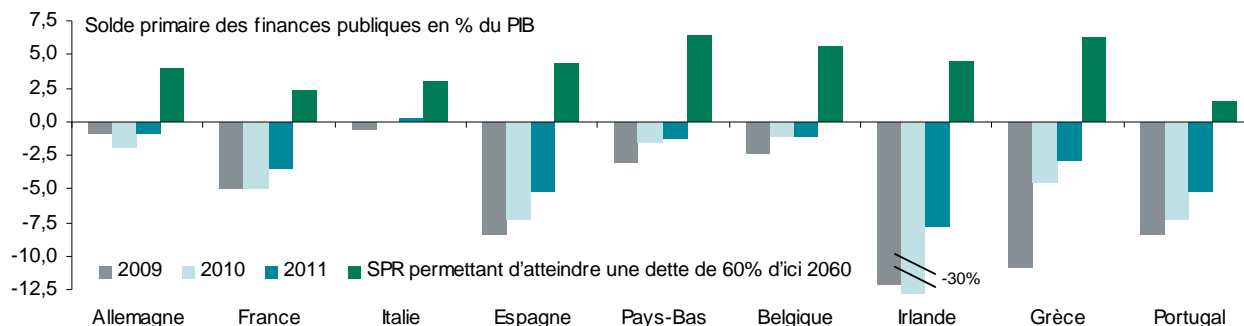
- l'ajustement requis compte tenu de la position budgétaire initiale (PBI) ;
- l'ajustement requis pour atteindre l'objectif de dette de 60% d'ici 2060 (OD) ;
- l'ajustement requis en raison des changements à long terme du solde primaire (CLT)

Dans le graphique ci-dessous, nous faisons figurer le niveau actuel du déficit primaire ainsi que nos prévisions pour 2010 et 2011 à côté du SPR, afin de montrer l'ampleur totale des ajustements nécessaires.

¹ - En ce qui concerne les recettes : les revenus tirés de la taxation des retraites et de l'épargne sont modélisés sous l'hypothèse de rendements nominaux constants pour les actifs détenus par l'État (obligations, actions et capital d'entreprises), tandis que la part des revenus immobiliers tirés de ces actifs diminuerait, en pourcentage du PIB.

² - L'écart entre nos estimations et celles de la Commission européenne vient de la différence des points de départ (la CE utilise une estimation des soldes primaires ajustés des variations conjoncturelles pour 2009 tandis que nous partons des soldes primaires non ajustés attendus pour 2010) ainsi que d'hypothèses macro-économiques différentes, parmi lesquelles la croissance nominale et les taux d'intérêt jusqu'en 2015.

Solde Primaire Requis (SPR) permettant d'abaisser le ratio de dette à 60% d'ici 2060



Sources : Commission européenne, Crédit Agricole CIB

Sans surprise, **l'Irlande et la Grèce sont dans la situation la moins enviable** en termes d'ajustement nécessaire cumulé, vis-à-vis des autres pays, compte tenu de leur situation initiale. Des mesures plus audacieuses seront probablement requises, au-delà des mesures d'austérité récentes, pour assurer la soutenabilité de la dette de ces deux pays sur longue période.

Alors que la dynamique constatée en Irlande résulte très largement du coût des retraites (composante CLT), qui est au dessus de la moyenne, l'augmentation prévue de la dette grecque est beaucoup plus liée à la position budgétaire initiale (PBI), étant donné que la récente réforme des retraites devrait limiter la croissance des dépenses publiques à long terme.

Résultat plus surprenant à première vue, **les Pays-Bas et la Belgique comptent parmi les pays « risqués », malgré leurs positions budgétaires relativement saines aujourd'hui**. Dans les deux cas, ceci résulte d'un impact budgétaire à long terme du vieillissement plus élevé que la moyenne européenne, comme l'a souligné la Commission européenne dans son rapport de 2009. Ceci plaide pour de nouvelles réductions des dépenses publiques à l'avenir, et en particulier pour une réforme du système de sécurité sociale néerlandais.

En revanche, **l'Italie est confrontée à une situation budgétaire beaucoup moins contraignante du point de vue des trois composantes du SPR**, ce qui montre qu'un niveau de dette initialement élevé ne conduit pas nécessairement à une croissance exponentielle de la dette par la suite. La raison principale de cette bonne surprise concernant l'Italie est que les coûts liés au vieillissement sont attendus en baisse entre 2030 et 2060.

En Allemagne, la dernière réforme des retraites a également eu un impact significatif sur la soutenabilité de la dette, comme le montrent le niveau somme toute modéré du SPR allemand et le fait que ce dernier a été obtenu sous une hypothèse de croissance potentielle de seulement 1%. La France, enfin, bénéficie d'une démographie favorable et d'une croissance potentielle plus forte, alors que l'impact budgétaire du vieillissement de la population devrait rester inférieur à la moyenne de l'Union européenne. Cependant, le coût des retraites augmenterait fortement à partir de 2020 en l'absence de réforme structurelle.

Analyse de sensibilité et stress tests

Les projections à 2060 doivent être considérées avec beaucoup de prudence, tant la sensibilité aux hypothèses retenues dans les premières années conditionne l'évolution de la dette publique à long terme, mais elles permettent également des comparaisons entre pays dans des configurations macroéconomiques variées. Nous calculons ainsi les SPR avec un objectif de dette de 60% à atteindre dès 2030, la différence entre le SPR à différents horizons résultant des changements prévus du coût du vieillissement au fil des années. Plus la différence entre les SPR de 2030 et de 2060 est importante, plus le pays est incité à mettre en place des réformes structurelles de manière progressive, avec pour objectif de concentrer la baisse des coûts liés à la démographie sur le très long terme – entre 2030 et 2060. De ce point de vue, **l'Italie, le Portugal et la France en particulier pourraient être tentés de répartir la réduction des coûts liés au vieillissement sur le très long terme** (bien que le niveau élevé du SPR signifie que des efforts supplémentaires doivent être effectués à court terme dans tous les cas), **tandis que l'Espagne, les Pays-Bas, l'Irlande et l'Allemagne seraient incités à se concentrer davantage sur des réductions de dépenses à « court » terme.**

Enfin, notre approche d'ensemble nous permet d'effectuer des simulations de dette sous différentes hypothèses concernant l'ampleur de la consolidation budgétaire et les grandeurs macro-économiques sous-jacentes telles que la croissance nominale et

les taux d'intérêt. Les principaux résultats de ces stress tests sont présentés dans le tableau ci-dessous, avec nos hypothèses macro-économiques générales.

Analyse de sensibilité des SPR et stress scenarios

	Allemagne	France	Italie	Espagne	Pays- Bas	Belgique	Irlande	Grèce	Portugal
SPR permettant d'atteindre une dette de 60% d'ici 2060	3,9	2,3	2,9	4,4	6,5	5,5	4,5	6,2	1,4
SPR permettant d'atteindre une dette de 60% d'ici 2030	2,6	2,4	3,5	0,5	2,9	4,5	2,8	6,2	1,2
Ratio de dette en 2060 à politique inchangée	448	386	200	453	474	469	526	433	348
croissance faible	623	529	289	559	601	630	657	562	451
taux élevés	609	567	397	747	605	738	1495	3591	1383
Ratio de dette en 2060 avec une réduction du SP de 1%	143	166	0	295	245	185	379	275	178
croissance faible	262	323	96	443	335	296	519	433	354
taux élevés	253	350	158	592	343	356	839	3042	1119
Solde primaire (en % du PIB)									
2009	-0,8	-5,0	-0,5	-8,4	-3,0	-2,3	-12,1	-10,9	-8,4
2010	-2,0	-5,0	0,0	-7,3	-1,5	-1,2	-29,6	-4,6	-7,3
2011	-0,9	-3,4	0,2	-5,2	-1,2	-1,2	-7,8	-2,8	-5,2
Hypothèses macro-économiques à long terme									
Croissance potentielle	1,0	1,8	1,4	1,6	1,3	1,7	2,0	1,4	1,4
taux d'intérêt	4,0	4,2	4,4	4,2	4,2	4,3	4,4	4,6	4,3
"croissance faible"	0,0	0,8	0,4	0,6	0,3	0,7	1,0	0,4	0,4
"taux élevés"	5,0	5,4	6,3	6,5	5,2	5,8	8,5	11,5	8,0

Sources : Commission européenne, Eurostat, Crédit Agricole CIB

Annexe : méthodologie et hypothèses

Dynamique de la dette

L'exercice de simulation de dette que nous avons effectué est basé sur la formule d'accumulation habituelle du ratio de dette exprimé en termes nominaux. À partir de la contrainte budgétaire, on peut déterminer les variables-clés qui influencent la dynamique de la dette, c'est-à-dire la croissance nominale et le coût du service de la dette. Si le coût du service de la dette divisé par le montant de la dette dépasse la croissance nominale, alors avec un budget primaire (c'est-à-dire avant la prise en compte de la charge d'intérêt) équilibré, la dette augmente plus rapidement que le PIB, du fait de la charge d'intérêt. Cet effet cumulatif est souvent appelé « l'effet boule de neige ». Pour stabiliser le ratio dette sur PIB, l'État doit tôt ou tard générer un excédent primaire, qui devra être d'autant plus important que l'écart entre le coût de la dette et la croissance du PIB sera élevé et/ou que la taille de la dette sera élevée. C'est dans ce cadre que le

solde primaire permettant de stabiliser la dette est calculé.

Contrainte des comptes publics :

$$D t = (1 + i t) D t - B p t$$

En termes de croissance du PIB :

$$d t = [(1 + i t) / (1 + g)] d t - 1 - B p t$$

Niveau du solde primaire stabilisant la dette publique :

$$B p = [(i - g) / (1 + g)] d$$

où D = stock de dette, i = taux d'intérêt, g = taux de croissance du PIB et Bp = solde primaire

Hypothèses macro-économiques

La croissance nominale est calculée à partir des projections de croissance réelle de la CE et de nos prévisions d'inflation. Ces prévisions de croissance prennent en compte l'impact du vieillissement sur la population active et sur la productivité, ainsi que les flux migratoires. Après 2020, la croissance annuelle du PIB devrait baisser fortement en raison de la baisse de la population active. La croissance réelle du PIB devrait en conséquence être d'environ 1,3% par an entre 2041 et 2060. Nous utilisons la moyenne historique du déflateur du PIB pour estimer la croissance nominale à long terme. Pour chaque pays, le taux nominal de la dette publique a été supposé égal au taux moyen observé au cours des quinze dernières années.

Deux scénarios alternatifs sont simulés pour pallier les limitations du scénario de base : un « scénario de croissance faible », qui suppose une baisse des taux de croissance nominaux par rapport au scénario de base et un « scénario de taux élevés », qui suppose une hausse des taux nominaux à long terme par rapport au scénario de base. Dans le premier scénario (croissance faible), la croissance nominale est inférieure de 1% à celle du scénario de base. Dans le second scénario (taux élevés), les taux d'intérêt à long terme augmentent progressivement à mesure que la dette publique s'accroît, jusqu'à atteindre en moyenne en 2015 la valeur donnée par la formule suivante : taux allemand de 5% + *spread* Allemagne-pays concerné observé au 31 septembre 2010. ■

Crédit Agricole S.A. — Direction des Études Économiques

75710 PARIS Cedex 15 — Fax: +33 1 43 23 58 60

Directeur de la Publication : Jean-Paul Betbèze

Secrétariat de rédaction : Fabienne Pesty

Contact: publication.eco@credit-agricole-sa.fr

Internet : <http://www.credit-agricole.com> - Etudes Economiques

Abonnez-vous gratuitement à nos publications électroniques

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