

ZONE EURO: HAUSSE DES TAUX D'INTÉRÊT ET SOUTENABILITÉ DE LA DETTE PUBLIQUE

Compte tenu de la récente forte hausse des taux d'intérêt, dans les pays de la zone euro le coût d'emprunt de la dette nouvellement émise est désormais plus élevé, pour une maturité équivalente, que celui de la dette existante. Pour que la dette publique soit soutenable, une telle situation requiert un déficit primaire moindre ou un excédent plus élevé, selon que le coût moyen de la dette est inférieur ou supérieur au taux de croissance nominale à long terme du PIB. Toutefois, l'effet ne se fera pleinement ressentir que lorsque la totalité de la dette aura été refinancée à un taux d'intérêt plus élevé. Compte tenu de la maturité moyenne élevée de la dette existante, l'effort annuel d'ajustement est, pour le moment, limité mais il augmentera à l'avenir. Toutefois, la soutenabilité de la dette englobe plus que simplement assurer la stabilité du ratio de la dette sur PIB dans certains cas. Il s'agit également d'assurer la résilience face aux chocs de taux d'intérêt et de croissance. Plus le ratio d'endettement est élevé, plus il est important d'aller plus loin qu'une simple stabilisation.

Un document de travail du FMI de 2020 posait la question de savoir s'il fallait ou non être rassuré par le différentiel négatif entre le taux d'intérêt implicite sur la dette publique (r) et la croissance du PIB nominal (g), qui prévalait alors dans de nombreux pays depuis la crise financière mondiale de 2008¹. Compte tenu de la très forte hausse des taux d'intérêt intervenue récemment dans de nombreux pays, l'on peut être aussi tenté de se demander s'il n'y a pas lieu de s'inquiéter.

Le graphique 1 montre, pour plusieurs pays de la zone euro, le taux d'intérêt implicite pour la dette publique en circulation (axe horizontal) et le taux d'intérêt actuel pour la dette nouvellement émise, de même maturité que la dette existante (axe vertical)². L'ensemble des points se situent au-dessus de la diagonale, ce qui montre que le coût d'emprunt marginal - le taux d'intérêt pour la dette nouvellement émise - est supérieur au coût d'emprunt moyen, soit le taux pour la dette existante³. Cela implique que le différentiel $r-g$ marginal est supérieur au différentiel $r-g$ moyen⁴. Cette situation crée-t-elle un problème de soutenabilité de la dette, et devons-nous nous en inquiéter ?

1 À partir d'une base de données complète sur les coûts d'emprunt moyens de 55 pays sur 200 ans, les auteurs parvenaient à la conclusion que ce différentiel n'était « pas véritablement » rassurant, car les différentiels entre r et g ne sont pas plus élevés avant des défauts souverains qu'en temps normal. Par ailleurs, « on assiste souvent à une hausse brusque et forte des coûts d'emprunt marginaux (et non moyens) sur la dette publique, mais juste avant un défaut ». Source : Paolo Mauro et Jing Zhou, « $r-g < 0$: can we sleep more soundly », Document de travail du FMI, mars 2020.

2 Du point de vue pratique, le point sur la courbe des taux a été choisi pour la maturité la plus proche de la maturité restante moyenne de la dette en circulation.

3 Cette analyse ne tient pas compte de l'impact de la dette publique inscrite au bilan de la BCE sur le coût effectif de la dette publique. Les achats d'actifs effectués dans le passé par la banque centrale (« QE ») trouvent leur contrepartie au passif du bilan dans les réserves détenues par le système bancaire, qui servent d'intermédiaire entre l'investisseur final et la banque centrale. Si l'on suppose que les coupons sont entièrement remboursés aux gouvernements sous forme de dividendes, le coût effectif de financement est le taux d'intérêt payé sur les réserves excédentaires des banques auprès de la banque centrale.

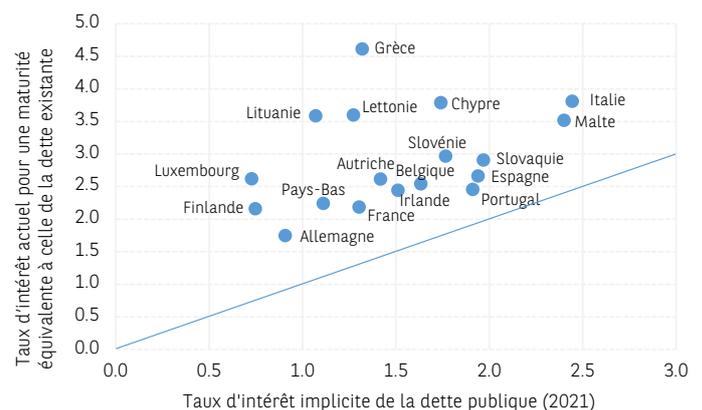
4 Le différentiel $r-g$ marginal utilise le taux d'intérêt sur la dette nouvellement émise, en prenant pour hypothèse une maturité équivalente à celle de la dette existante. Le différentiel $r-g$ moyen utilise le taux d'intérêt implicite sur la dette existante. Dans l'un et l'autre cas, g reste identique dans la mesure où nous nous intéressons uniquement à l'impact de la hausse des taux d'intérêt sur la soutenabilité de la dette.

Avant de nous intéresser aux facteurs clés, il est utile de rappeler que la dynamique du ratio de dette publique sur PIB dépend du différentiel $r-g$ et du solde primaire, qui correspond au solde budgétaire hors intérêts sur la dette.

Le ratio d'endettement (D/PIB) sera stable sur une période donnée si le solde primaire est égal à $(r-g)*(D/PIB)$. Lorsque $g > r$, le gouvernement a les moyens de supporter un déficit primaire sans compromettre la stabilité du ratio de la dette. Si en revanche $g < r$, il doit maintenir un excédent primaire. Une hausse du taux d'intérêt moyen (Δr) réduit le déficit primaire « soutenable » à hauteur de $(\Delta r)*(D/PIB)$, ou augmente l'excédent primaire requis dans une même mesure.

Le ratio de dette/PIB initial joue, donc, un rôle important pour évaluer l'impact de la hausse des coûts d'emprunt sur la dynamique de la dette. Plus le taux d'endettement est élevé, plus des mesures correctrices se-

ZONE EURO : TAUX D'INTÉRÊT ACTUEL ET IMPLICITE



GRAPHIQUE 1

SOURCES : COMMISSION EUROPÉENNE, BLOOMBERG, REFINITIV, BNP PARIBAS

Plus le ratio d'endettement est élevé, plus il est important d'aller plus loin qu'une simple stabilisation.



ront nécessaires pour le maintenir à un niveau stable en cas de hausse des taux d'intérêt. Toutefois, plus la maturité moyenne est longue, plus l'ajustement budgétaire peut être étalé dans le temps. Pour un pays affichant au départ un ratio de dette/PIB stable de 120 % et une maturité moyenne de 10 ans, une hausse de 1 % du coût d'emprunt moyen nécessiterait un effort d'ajustement budgétaire de 1,2 % du PIB sur une période de 10 ans, ce qui constitue un effort annuel modeste.

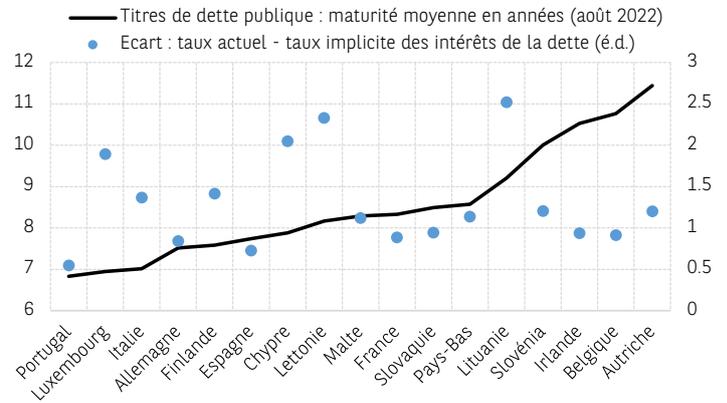
Compte tenu des hausses des taux d'intérêt et de la maturité moyenne de la dette existante (graphique 2), il semble que cela implique, pour les différents pays, un effort d'ajustement annuel très limité. Cette conclusion doit toutefois être assortie de plusieurs réserves. Il est impossible de savoir à quel niveau la hausse des taux d'intérêt s'interrompra, ni comment ils évolueront une fois ce niveau atteint. La hausse des taux d'intérêt devrait peser sur la croissance - c'est justement l'objectif d'un resserrement monétaire visant à juguler l'inflation - ce qui influence la dynamique de la dette à court terme. Cette évolution pourrait augmenter les coûts d'emprunt à travers un accroissement des primes de risque.

Ces exemples nous rappellent que la soutenabilité de la dette va plus loin qu'assurer la stabilité du ratio de la dette dans certains cas. Il s'agit également d'assurer la résilience face aux chocs de taux d'intérêt et de croissance. Comme le montrent les recherches effectuées par le FMI sur un large échantillon d'économies avancées et émergentes, le niveau de la dette publique joue un rôle clé. Les pays les plus endettés ont un différentiel r-g moyen plus élevé, et donc une probabilité plus forte de chocs défavorables (augmentation du différentiel r-g). De plus, ils subissent une augmentation plus importante des coûts d'emprunt liée aux effets de l'accroissement de la prime de risque en réponse à une baisse inattendue de la production et à l'augmentation de la volatilité des marchés financiers internationaux⁵.

Pour conclure, si la très forte hausse récente des taux d'intérêt dans de nombreux pays ne nous a pas empêché de dormir, elle nous contraint à faire preuve de plus de vigilance au réveil. Plus le ratio d'endettement est élevé, plus il est important d'aller plus loin qu'une simple stabilisation.

William De Vijlder

ZONE EURO : TAUX D'INTÉRÊT ET DE LA MATURITÉ MOYENNE DE LA DETTE EXISTANTE



GRAPHIQUE 2

SOURCE : BCE, COMMISSION EUROPÉENNE, BLOOMBERG, REFINITIV, BNP PARIBAS

⁵ Source : Weicheng Lian, Andrea F. Presbitero, et Ursula Wiriadinata, «Public Debt and r - g at Risk», Document de travail du FMI, juillet 2020.