

FLASH ÉCONOMIE

RECHERCHE ÉCONOMIQUE

22 février 2010 – N° 76

Déficits publics dans la Zone euro : comment le problème va-t-il finir ?

Les déficits publics très élevés dans la Zone euro donnent aujourd'hui lieu à deux types d' « histoires » :

- *pour les gouvernements, la Commission Européenne, ils vont être réduits rapidement soit par des politiques budgétaires volontaristes, soit par le retour à la croissance ;*
- *pour les marchés financiers, ils pourraient conduire soit au défaut, soit à la sortie de l'euro de certains pays.*

Probablement, ni l'un ni l'autre des deux scénarios ne vont se réaliser, et on aura plutôt :

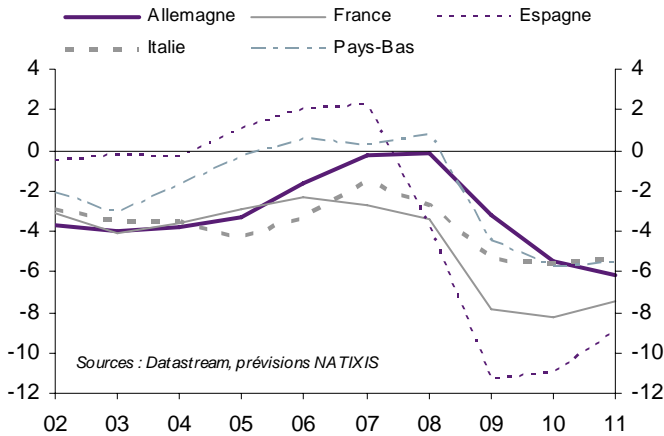
- *une croissance durablement faible, n'aidant pas à réduire les déficits ;*
- *une grande difficulté à réduire les dépenses publiques, avec les résistances sociales, les effets du vieillissement ;*
- *ni défaut, ni sortie de l'euro, compte tenu de leurs conséquences dramatiques ;*
- *l'arrêt de la possibilité de financer les déficits publics par les achats d'obligations par les banques de la Zone euro, donc la nécessité de réduire les déficits publics ;*
- *la seule solution restante est alors la hausse de la pression fiscale, qui sera sans doute forte dans tous les pays européens.*

Que vont devenir les déficits publics très élevés de la Zone euro ?

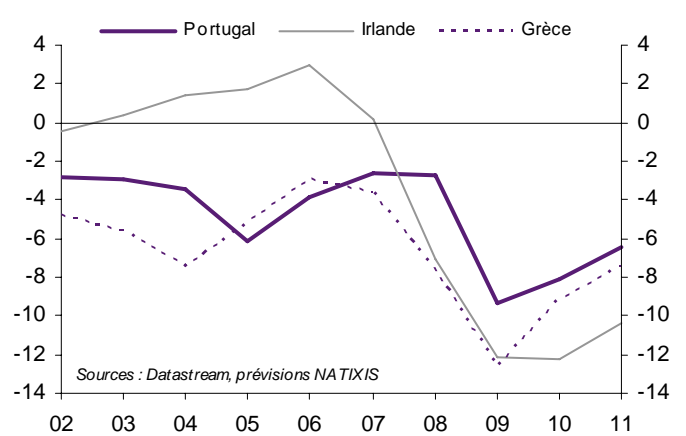
Qu'entend-on au sujet des déficits publics de la Zone euro (graphiques 1a/1b/1c) ?

- les gouvernements disent qu'ils vont être réduits très rapidement (tableau 1), grâce à la reprise de la croissance et grâce aux politiques de consolidation mises en place (tableau 2) ;
- les marchés financiers croient (parfois) qu'il va y avoir défaut de certains pays (d'où l'ouverture des CDS, Italie, Grèce, Irlande, Portugal, graphiques 2a/2b/2c) ou que la Zone euro va éclater (d'où le recul de l'euro depuis la fin de 2009, graphique 3).

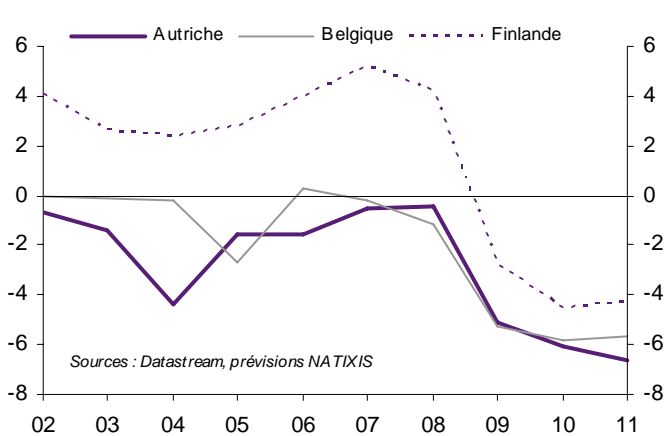
Graphique 1a
Déficit public (en % du PIB)



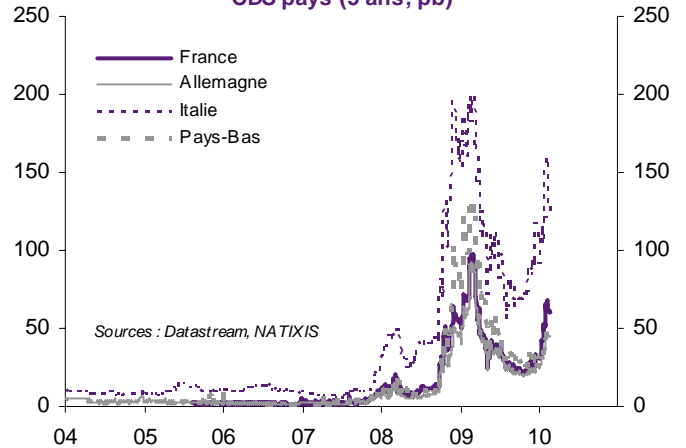
Graphique 1b
Déficit public (en % du PIB)



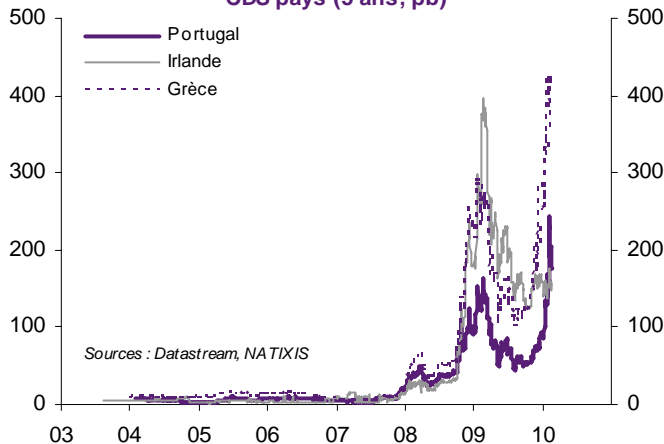
Graphique 1c
Déficit public (en % du PIB)



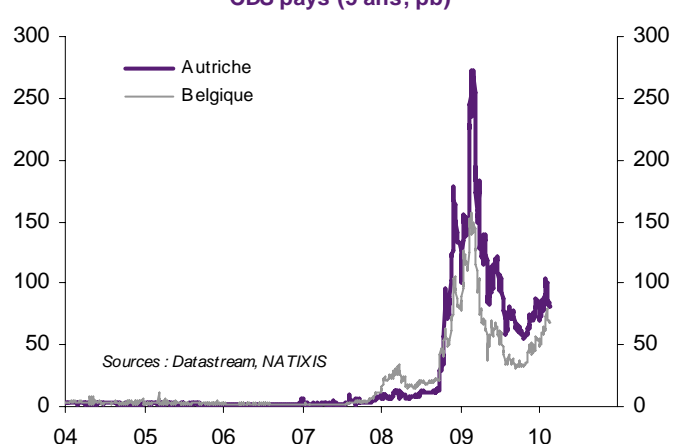
Graphique 2a
CDS pays (5 ans, pb)



Graphique 2b
CDS pays (5 ans, pb)



Graphique 2c
CDS pays (5 ans, pb)



Graphique 3
Taux de change dollar contre euro

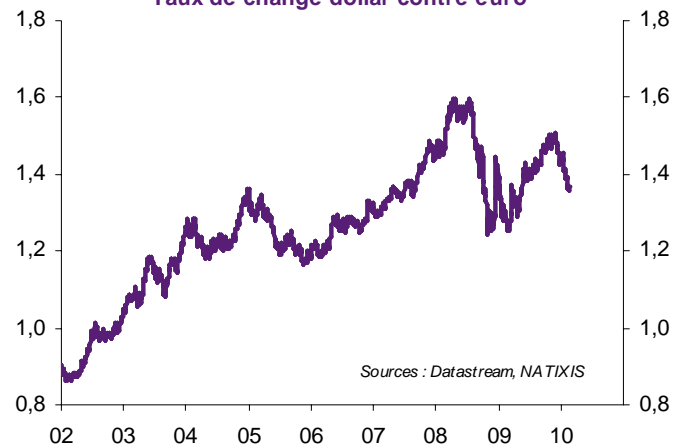


Tableau 1
Prévisions des gouvernements de l'évolution des déficits publics

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Allemagne	-1,6	-0,2	0	-3,2	-5,5	-4,5	-3,5	-3	-	-	-
France	-2,3	-2,7	-3,4	-7,9	-8,2	-6	-4,6	-3	-	-	-
Italie	-1,6	-1,6	-2,7	-5,3	-5	-3,9	-2,7	-2,2	-	-	-
Espagne(*)	2,2	2,2	-3,8	-11,4	-	-	-3	-	-	-	-
Pays Bas	0,6	0,2	0,7	-4,9	-6,1	-5	-4,5	-	-	-	-
Grèce	-2,8	-3,7	-7,7	-12,7	-8,7	-5,3	-2,8	-2	-	-	-
Portugal	-3,9	-2,6	-2,7	-9,3	-8,3	-	-	-	-	-	-
Irlande	3	0,3	-7,2	-11,7	-11,6	-10	-7,2	-4,9	-2,9	-	-
Autriche	-1,7	-0,7	-0,4	-3,5	-4,7	-4	-3,3	-2,7	-	-	-
Belgique	0,3	-0,2	-1,2	-5,9	-4,8	-4,1	-3	-	-	-	-
Finlande	4,0	5,2	4,4	-2,2	-3,6	-3	-2,3	-1,9	-	-	-

(*) Le nouveau programme de l'Espagne 2009-2012 n'annonce plus les déficits intermédiaires. Donc pas de chiffres pour 2010-2011
Sources : Eurostat, NATIXIS

Tableau 2
Pays ayant annoncé un plan de consolidation budgétaire

	Mesures Précises annoncées
Allemagne	Interdiction inscrite à la constitution d'un déficit structurel supérieur à 0,35% du PIB; a partir de 2011, mais exemption à cette règle jusqu'en 2016
France	Limitation à 0,9 % par an de la progression des dépenses publiques
Espagne	Hausse d'impôts (3,3% PIB), baisse des dépenses (0,7% PIB), Fonds d'investissement local (-0,3% PIB) = 1,4% PIB d'ajustement
Grèce	Réforme du système fiscal (1,1% PIB), Recettes exceptionnelles (0,5% PIB), lutte contre la fraude (0,5% PIB), Baisse des dépenses (2,1% PIB) = ajustement de 4,2% PIB
Irlande	Depuis juillet 2008 12 milliards € (soit environ 8 points de PIB) d'ajustements: Baisse des dépenses <ul style="list-style-type: none"> • Réduction en deux temps du salaire des fonctionnaires • Modification du système de retraite des fonctionnaires (âge minimum de départ à la retraite à 66 ans contre 65 ans et âge maximum fixé à 70 ans. Modification du mode de calcul du « salaire final » au « salaire moyen ») • Baisse des prestations sociales • Baisse des dépenses de programmes • Baisse des dépenses d'investissement Hausse des recettes <ul style="list-style-type: none"> • Augmentation du taux marginal de l'impôt sur le revenu • Introduction d'un nouveau prélèvement sur les salaires des fonctionnaires : Public Sector Pension Levy • Introduction d'une nouvelle taxe sur les salaires en octobre 2008 : Income levy (contribution sociale). Doublement du taux de cette contribution sociale en avril 2009. • Augmentation des autres prélèvements sociaux (plafond du Pays Related Social Insurance relevé de 25 000€, doublement des taux de prélèvement du Health Levy) • Fiscalité immobilière alourdie : l'exonération des intérêts hypothécaires liés aux investissements locatifs a été abaissée à 75% et l'exonération des intérêts hypothécaires liée à la résidence principale a été ramenée aux sept premières années du prêt. • Introduction d'une taxe carbone : 15 euros par tonne de CO2. Elle s'applique depuis le 9 décembre aux carburants automobiles (essence et diesel) puis à partir du 1er mai 2010 aux autres carburants fossiles

Tableau 2 (suite)
Pays ayant annoncé un plan de consolidation budgétaire

	Mesures Précises annoncées
Portugal	Le PLF 2010 prévoit un mixte en 'économie budgétaire (contention des hausses de salaires, hausse d'impôts) et de soutien de la croissance (investissement en infrastructures, prime à la casse) avec un objectif de déficit à 8,3% en 2010 contre 9,3% en 2009)
Pays-Bas	Measures to achieve long-term sustainability of public finances: <ul style="list-style-type: none"> • Alignment de lager en depart à la retracted à 67 ands (0,7% PIB) • Reducing health care expenditures (0,4% PIB) • Moderation malarial dams le secateurs public • Higher taxes on houses (0,2% PIB) Measures to restore public finances from 2011: <ul style="list-style-type: none"> • Lower allowances to municipalities (0,2% PIB) • Municipalities and provinces are bound by the new Deficit Reduction Act (they may not exceed 0.5% of GDP in the EMU deficit) • Other consolidation measures are focused on raising efficiency and aim to reprioritise spending in several areas (0,2% PIB)
Belgique	réduction des dépenses de fonctionnement de l'Etat (baisse de 1,6% des frais de fonctionnement, baisse de 0,7% des dépenses de personnel)
Autriche	• Baisse des dépenses (0,75% PIB par an from 2011 to 2013); details on consolidation measures should be announced by the Austrian government at beginning of June 2010

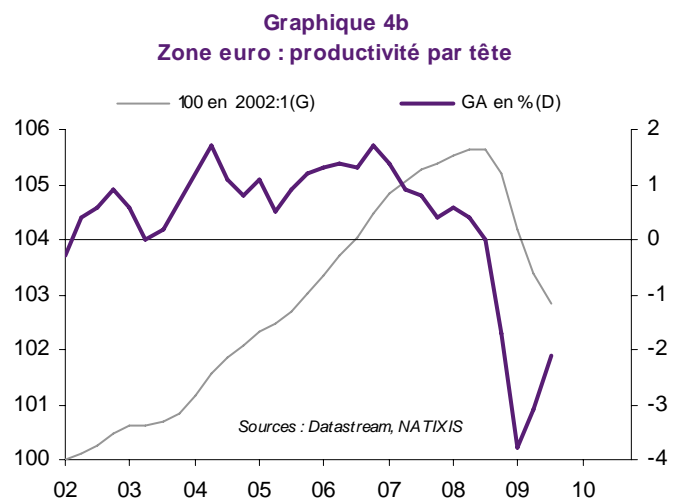
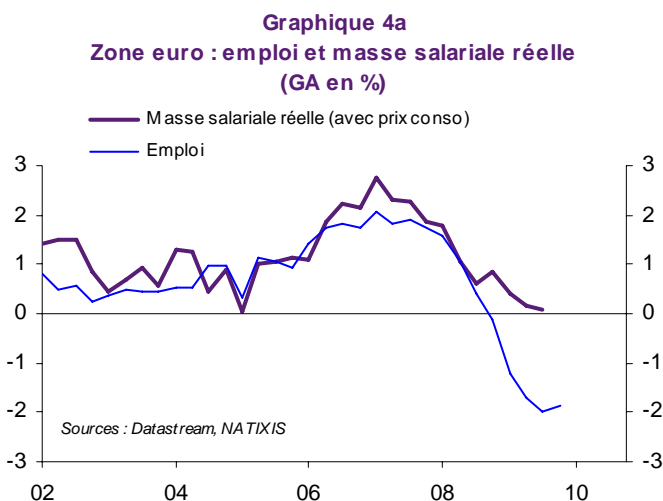
Sources : Eurostat, NATIXIS

Mais nous pensons que ces deux « histoires » des gouvernements et des marchés financiers au sujet des déficits publics ne sont pas crédibles, et qu'un autre enchaînement va se produire :

- croissance faible ;
- impossibilité de réduire les dépenses publiques ;
- ni défaut, ni sortie de l'euro ;
- dans le futur, nécessité de réduire les déficits ;
- d'où l'utilisation de la seule solution restante : la hausse des impôts.

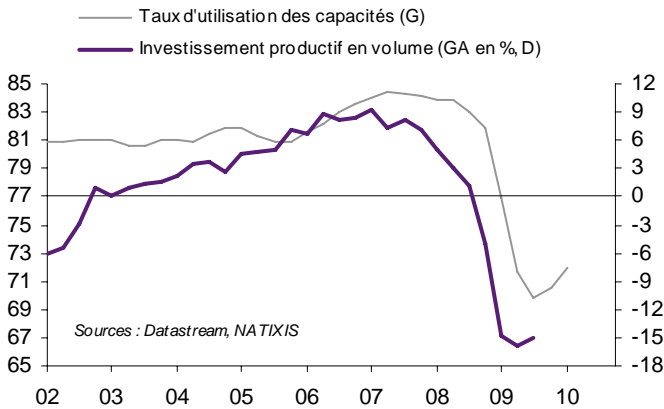
L'enchaînement vraisemblable

1. Nous pensons que **la croissance de la Zone euro va rester faible** pour les raisons connues : faiblesse des revenus salariaux (**graphique 4a**), avec le freinage des salaires et la poursuite de l'ajustement de l'emploi pour corriger le déficit de productivité (**graphique 4b**) ; faiblesse de l'investissement des entreprises avec le bas niveau de l'utilisation des capacités (**graphique 5**) ; absence de reprise réelle des exportations et du commerce mondial (**graphiques 6a/6b**) ; poursuite du désendettement du secteur privé (**graphique 7**).



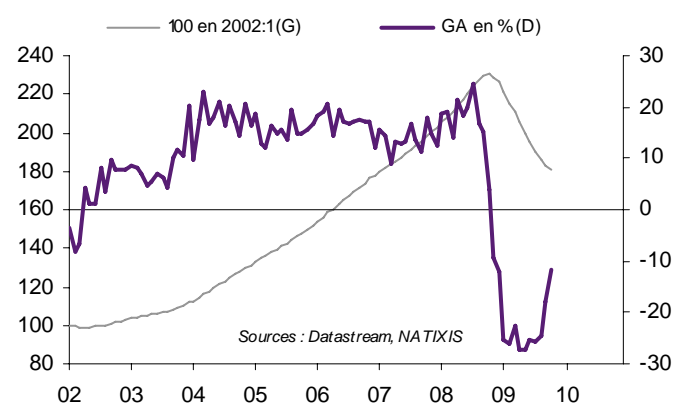
Graphique 5

Zone euro : taux d'utilisation des capacités et investissement productif



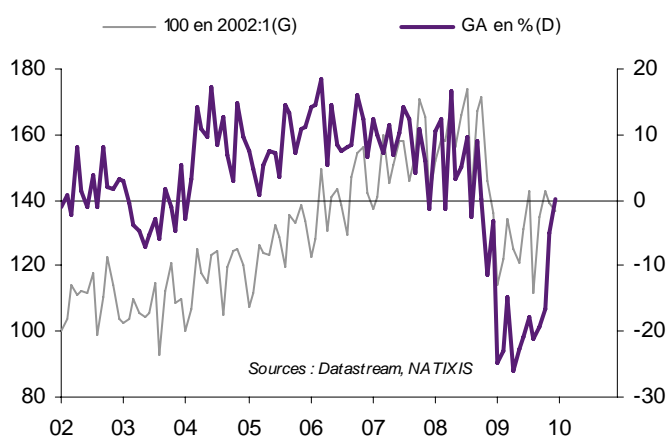
Graphique 6a

Monde hors Russie et OPEP : exportations en valeur (en monnaie locale)



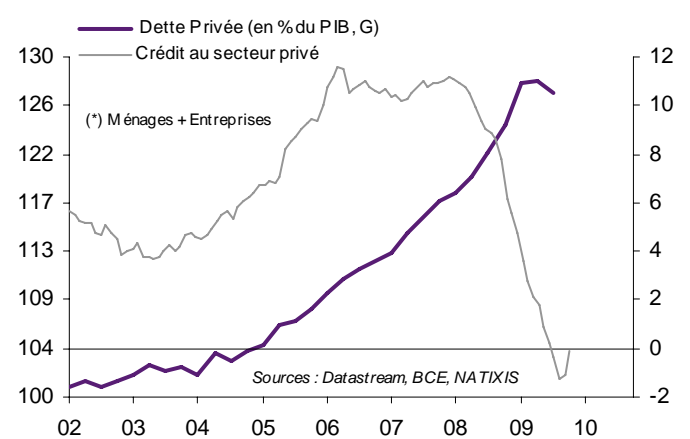
Graphique 6b

Zone euro : exportation en valeur



Graphique 7

Zone euro : crédit et dette du secteur privé*



Il ne faudra donc pas compter sur la croissance pour réduire les déficits publics dans la Zone euro.

2. Nous pensons **qu'il sera très difficile de réduire les dépenses publiques** dans la Zone euro (**graphique 8**), avec la résistance politique et sociale, avec les effets du vieillissement sur les dépenses de santé, de retraite (**tableaux 3a/3b**).

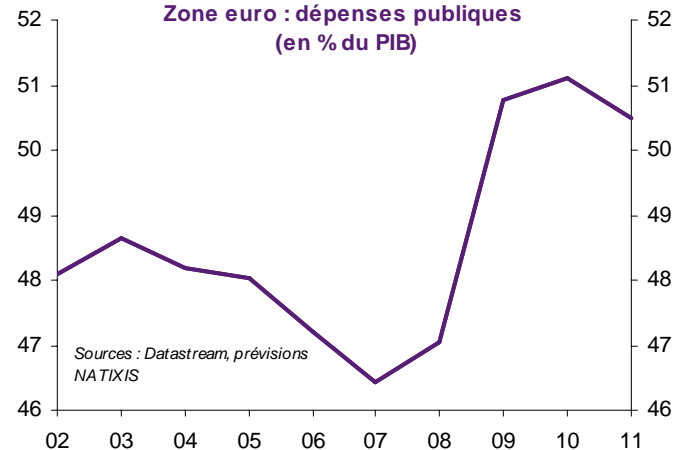
Graphique 8
Zone euro : dépenses publiques (en % du PIB)

Tableau 3 a
Dépenses publiques de retraite (en % du PIB)

	2000	2005	2010	2020	2030
Allemagne	11,8	11,5	11,2	12,6	15,5
France	12,1	12,2	13,1	15	16
Italie	14,2	14,1	13,9	14,8	15,7
Espagne	9,4	8,8	8,9	9,9	12,6
Pays Bas	7,9	8,3	9,1	11,1	13,1
Portugal	9,8	10,8	12	14,4	16
Belgique	9,3	8,7	9	10,4	12,5
Grèce	12,6	12,6	12,6	15,4	19,6
Autriche	14,5	14,7	14,9	16	18,1
Irlande	4,6	4,8	5	6,7	7,6
Finlande	11,3	11,45	11,6	12,9	14,9
Luxembourg	7,4	7,45	7,5	8,2	9,2

Sources : OFCE-DREES, Bureau Fédéral du Plan Belge, Eurostat

Tableau 3 b
Dépenses publiques de santé (en % du PIB)

	2000	2050
Etats-Unis	4,2	6,6
Royaume-Uni	9,1	11,3
Japon	7,6	13,4
Allemagne	10,3	13,6
France	9,8	13
Italie	7,5	10,7
Espagne	7,3	10,9
Pays Bas	10,6	14
Portugal	9,2	12,6
Belgique	9	12,4
Grèce	9,2	11
Autriche	7,5	10,7
Irlande	6,3	9,8
Finlande	8,1	11,9
Luxembourg	6	9,4

Sources : OFCE-DREES, Bureau Fédéral du Plan Belge, Eurostat

3. **Nous excluons qu'il y ait un défaut d'un pays de la Zone euro ou une sortie de l'euro.** Les dettes publiques des pays de la Zone euro sont surtout détenues dans la Zone euro (**le tableau 4** montre l'exemple de la Grèce), **et un défaut causerait de fortes pertes en particulier aux banques de la Zone euro, ce qui incitera les autres pays à mettre en œuvre des mécanismes d'aide pour éviter un défaut.** La sortie de la Zone euro conduirait à **une hausse énorme des taux d'intérêt à long terme pour le pays qui le réaliserait** (qu'on se rappelle les niveaux de taux d'intérêt à long terme des pays du sud de la Zone euro au début des années 1990, **graphique 9**), **destructrice pour leur économie.**

Tableau 4
Détenition de la dette Grecque

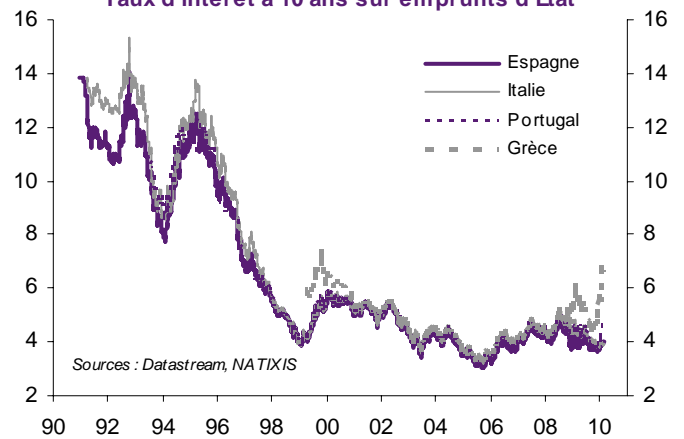
Pays/Région	En %
Etats-Unis	3
Asie	2
Espagne/Portugal	1
Grèce	29
Royaume-Uni/Irlande	23
France	11
Allemagne/Suisse et Autriche	9
Italie	6
Benelux	6
Autres	6
Scandinavie	3

Source: Public Debt Management Agency

Détenteur	En %
Banque Centrale/Etats	5
Hedge Funds	5
Asset Management Gérants d'actif	10
Assurance/ Fonds de Pension	14
Fund Managers Gérants de Fonds	19
Banques	45
Autres	4

Graphique 9

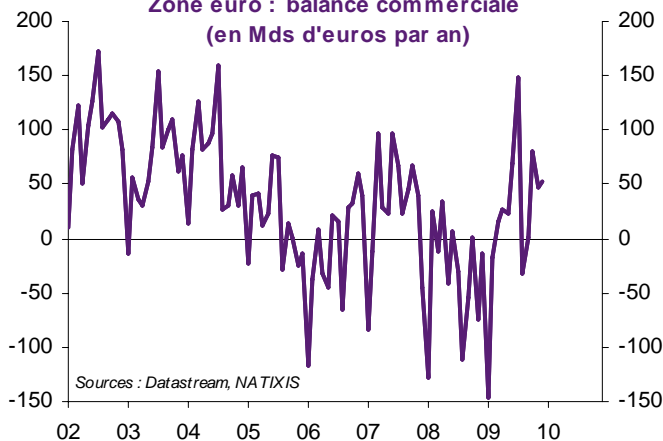
Taux d'intérêt à 10 ans sur emprunts d'Etat



4. Aujourd'hui, **les déficits publics de la Zone euro sont** (à l'exception des difficultés de la Grèce) **financés sans difficultés** : la Zone euro n'a pas besoin de l'épargne du reste du Monde (**graphique 10a**), et les banques de la Zone euro financent les déficits publiques (**graphique 10b**), puisqu'elles n'ont pas d'autre usage de la liquidité abondante qu'elles détiennent (**graphique 10c**).

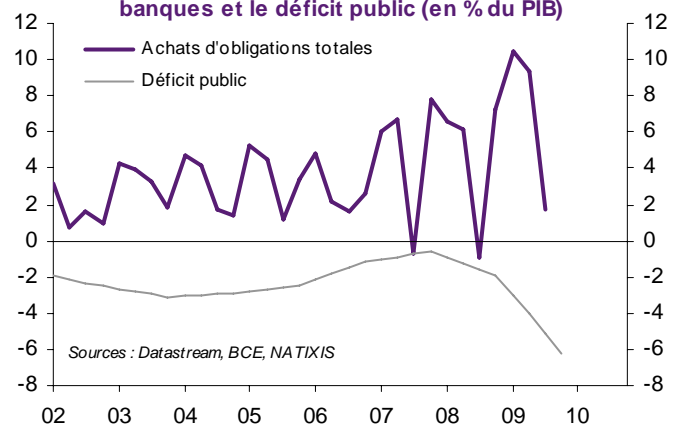
Graphique 10a

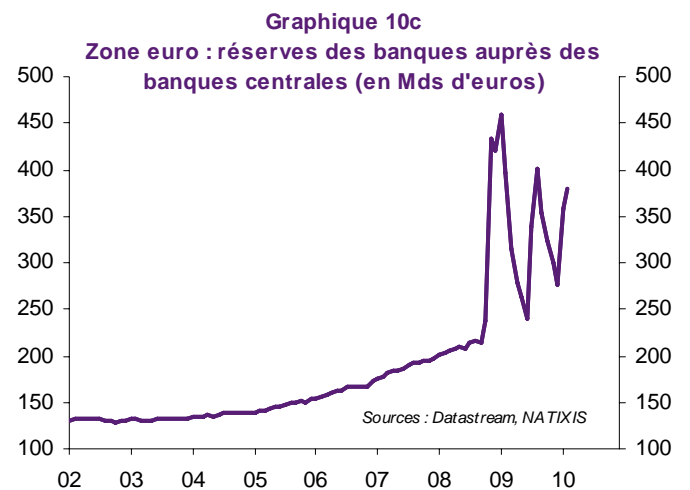
Zone euro : balance commerciale
(en Mds d'euros par an)



Graphique 10b

Zone euro : achats nets d'obligations par les
banques et le déficit public (en % du PIB)





Mais **cet équilibre ne peut pas persister dans le long terme** :

- si le crédit au secteur privé redémarre dans la Zone euro, les banques financeront la demande de crédit et arrêteront de financer les Etats ;
- les banques ou les régulateurs des banques voudront à un certain stade **limiter la position de transformation** (le duration gap) qu'implique l'accumulation d'obligations publiques à l'actif des banques.

Lorsque ceci se produira, les **Etats de la Zone euro seront dans l'obligation de réduire les déficits publics**.

Pour réduire les déficits si la croissance est modeste, si un défaut est impossible, si les dépenses publiques ne peuvent pas être réduites, la seule solution sera d'accroître la pression fiscale (graphique 11), qui baisse depuis 2007.

Il s'agit bien sûr d'une perspective décourageante, puisque, pour réduire fortement les déficits publics, les impôts utilisables sont essentiellement la TVA (d'où baisse de la consommation) et les cotisations sociales (d'où baisse de l'emploi, **graphique 12**), **d'où un risque majeur de retour en récession.**

