

FLASH ÉCONOMIE

RECHERCHE ÉCONOMIQUE

13 Mars 2012 – N° 204

Comment rendre supportable la dette publique totale de la zone euro ?

La dette publique de la zone euro va se stabiliser à un niveau très élevé qui imposera un excédent budgétaire primaire fort (2 points de PIB) et durable, d'où la nécessité d'une baisse des dépenses publiques et d'une hausse de la pression fiscale peut-être insupportables.

Pour rendre supportable la dette publique de la zone euro, il n'y a pourtant que trois possibilités :

- *le défaut ;*
- *le maintien durablement d'une situation où le taux d'intérêt à long terme de la zone euro est inférieur à son taux de croissance ;*
- *le transfert de la dette publique sur le bilan de la Banque Centrale à condition qu'il s'accompagne de l'abandon ultérieur de cette dette, sinon il y a seulement changement de propriété de la dette.*

RECHERCHE ECONOMIQUE

Rédacteur :

Patrick ARTUS

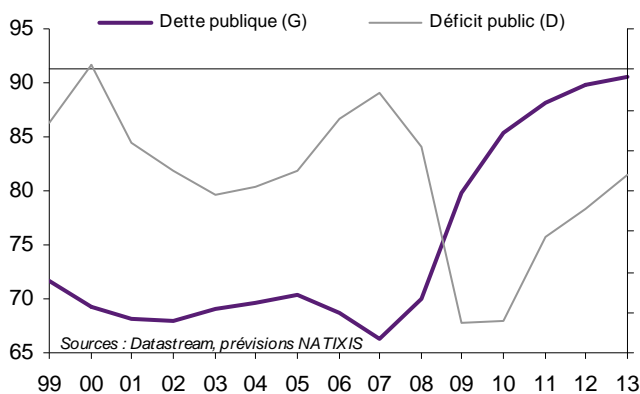
RECHERCHE ÉCONOMIQUE

Le taux d'endettement public très élevé de la zone euro, et son coût

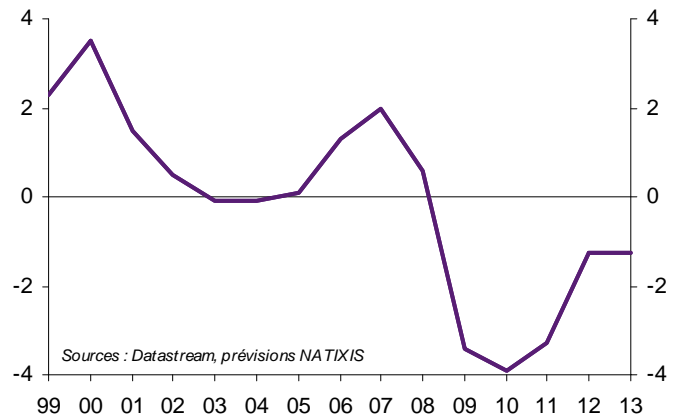
Après la crise des dettes publiques, le taux d'endettement public de la zone euro va se stabiliser à un niveau très élevé (environ 90% du PIB, graphique 1a).

La solvabilité budgétaire de la zone euro rendra donc nécessaire la mise en place d'un excédent budgétaire primaire élevé (graphique 1b) et durable (égal au produit du taux d'endettement public par l'écart entre le taux d'intérêt et le taux de croissance, graphiques 2 a/b), de l'ordre de 2 points de PIB. Par rapport au passé (graphique 1b), il s'agit des niveaux d'excédent primaire atteints en 2000 ou en 2007.

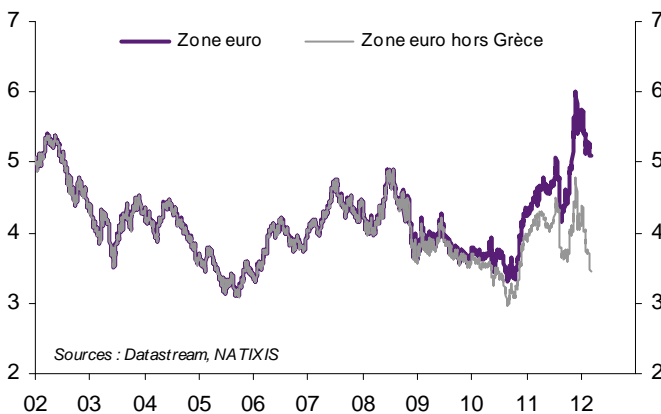
Graphique 1a
Zone euro : dette publique et déficit public (valeur, en % du PIB)



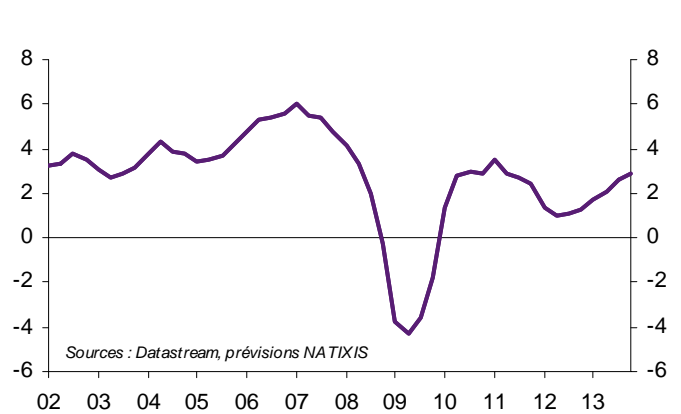
Graphique 1b
Zone euro : déficit primaire (en % du PIB)



Graphique 2a
Taux d'intérêt à 10 ans sur les Emprunts d'Etat



Graphique 2b
Zone euro : PIB en valeur (GA en %)



Il faudra donc à la fois une hausse de la pression fiscale et une baisse des dépenses publiques (graphique 3), dont l'ampleur (3 points de PIB au total par rapport à 2011) risque d'être insupportable.

Il se pose alors la question des moyens disponibles pour rendre supportable l'endettement public de la zone euro, pour éviter la pression constante sur l'économie qui viendrait du besoin de stabiliser une dette publique très élevée.

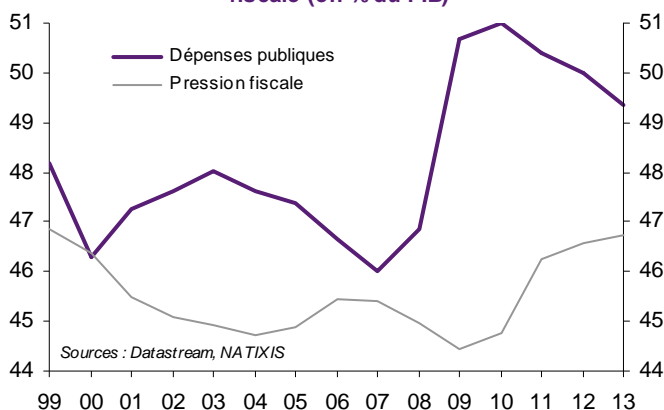
Comment rendre la dette publique supportable ?

Si l'excédent budgétaire primaire qui assure la solvabilité budgétaire à un niveau d'endettement public très élevé est insupportable, il n'existe que trois solutions pour rendre la dette publique supportable.

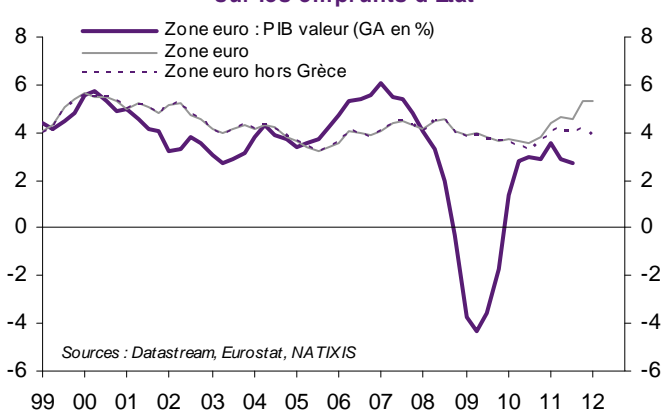
(1) Le défaut partiel, ce qui ne se produira probablement que pour la Grèce.

(2) La réduction du taux d'endettement public par une situation où durablement le taux d'intérêt à long terme (de l'ensemble de la zone euro) et inférieur au taux de croissance de la zone euro (graphique 4).

Graphique 3
Zone euro : dépenses publiques et pression fiscale (en % du PIB)

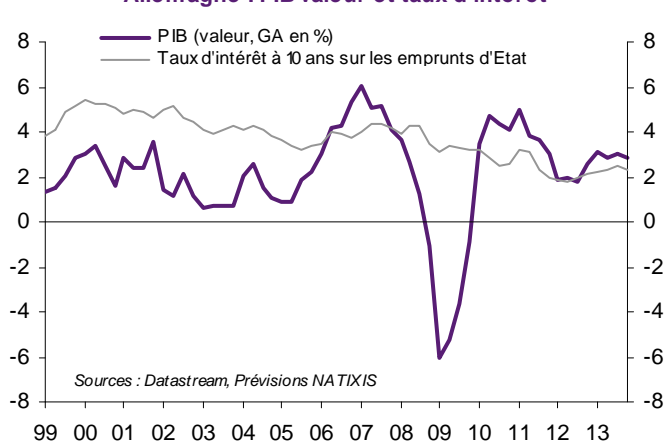


Graphique 4
Zone euro : PIB valeur et taux d'intérêt sur les emprunts d'Etat

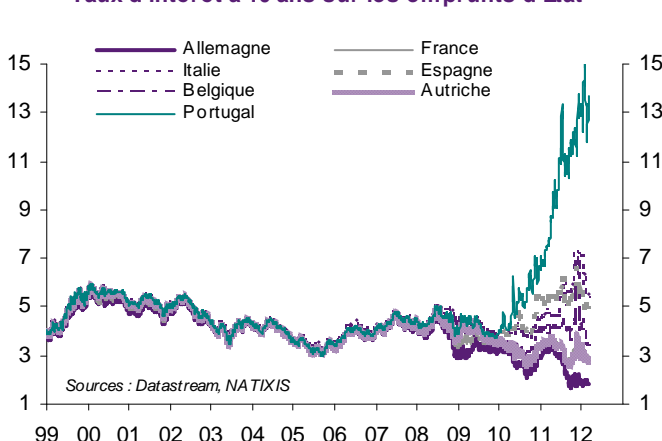


Il faut que la croissance soit supérieure au taux d'intérêt à long terme non seulement en Allemagne (graphique 5) mais aussi dans l'ensemble des pays de la zone euro, y compris ceux touchés par la crise des dettes publiques (graphique 6), ce qui nécessiterait évidemment la résolution de cette crise.

Graphique 5
Allemagne : PIB valeur et taux d'intérêt



Graphique 6
Taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat



(3) Le transfert des dettes publiques sur le bilan de la BCE, qui a effectivement partiellement eu lieu (graphique 7).

Mais ce transfert ne suffit pas : il s'agit d'un simple transfert de propriété de la dette publique qui ne change pas la solvabilité des Etats, puisqu'il ne change ni le montant de la dette ni les intérêts payés sur la dette.

Pour que le transfert de la dette publique sur le bilan de la BCE rende supportable le niveau de la dette publique, il faudrait qu'il s'accompagne d'une annulation progressive de cette dette, ce qui n'est évidemment pas le cas.

Synthèse : quel scénario est probable ?

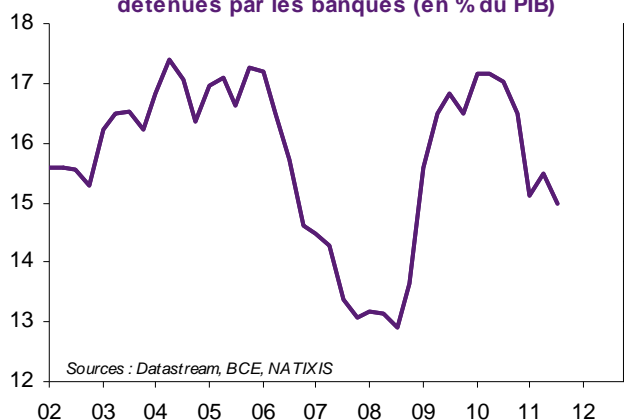
Nous sommes partis de l'idée que **le niveau de l'endettement public dans la zone euro va être insupportable** en raison de l'excédent budgétaire primaire qu'il imposera.

Pour réduire le taux d'endettement public, on peut :

- **organiser un défaut partiel sur les dettes publiques, mais il est très peu probable que ceci concerne d'autres pays que la Grèce ;**
- **faire acheter puis annuler les dettes publiques par la BCE (les achats seuls ne modifient pas la solvabilité des Etats), ce qui est très improbable.**

Il ne subsiste alors que la possibilité de maintenir les taux d'intérêt à long terme de la zone euro en dessous du taux de croissance, ce qui nécessite une politique monétaire très expansionniste (du Quantitative Easing, direct ou indirect au travers des banques et des LTRO). Il faut donc s'attendre à la poursuite de l'expansion du bilan de la BCE (**graphique 8**).

Graphique 7
Zone euro : encours d'obligations publiques détenues par les banques (en % du PIB)



Graphique 8
Zone euro : Base monétaire* (en % du PIB)

