

FLASH ÉCONOMIE

RECHERCHE ÉCONOMIQUE

11 mai 2012 – N° 330

La course entre l'excédent budgétaire primaire, le taux de croissance et le taux d'intérêt

Pour qu'une politique budgétaire correctrice soit stabilisante, il faut que la hausse de l'excédent budgétaire primaire qui est mise en place l'emporte d'une part sur la hausse du taux d'intérêt à long terme qui peut être causée par la hausse du taux d'endettement public, tant qu'elle dure ; d'autre part sur la perte de croissance réelle qui peut être causée par la politique budgétaire restrictive.

Nous partons de ce critère simple pour regarder dans quels pays de la zone euro la politique budgétaire aujourd'hui mise en place est stabilisante, dans lesquels elle ne l'est pas. En 2012, elle est déstabilisante en Italie, en France, au Portugal, en Belgique, mais pas en Espagne (la baisse attendue du déficit budgétaire primaire est forte et le taux d'endettement public est bas) ni aux Pays-Bas (avec le faible niveau de taux d'intérêt).

RECHERCHE ECONOMIQUE

Rédacteur :

Patrick ARTUS

RECHERCHE ÉCONOMIQUE

Dynamique du taux d'endettement public

On sait que la dynamique du taux d'endettement public par rapport au PIB s'écrit :

Taux d'endettement public

(en t + 1)

$$= \text{Taux d'endettement public (en t)} \times (1 + \text{Taux d'intérêt à long terme} - \text{croissance en valeur}) + \text{déficit budgétaire primaire \% PIB (en t)}$$

D'une année sur l'autre, le taux d'endettement public croît si le taux d'intérêt est supérieur au taux de croissance et s'il y a un déficit budgétaire primaire (hors intérêts sur la dette).

Nous regardons les pays de la zone euro en difficulté avec leurs finances publiques ou à taux d'endettement public élevé : Espagne, Italie, France Portugal, Belgique, Pays-Bas.

La dynamique ci-dessus du taux d'endettement public montre qu'une politique budgétaire restrictive est stabilisante, c'est-à-dire réduit le taux d'endettement public si la baisse du déficit budgétaire primaire qu'elle entraîne l'emporte :

- sur l'effet de la hausse du taux d'intérêt à long terme que peut entraîner la hausse de l'endettement public ;
- sur l'effet de la perte de croissance que peut entraîner la politique budgétaire restrictive.

Nous réalisons cette comparaison pour les pays de la zone euro cités ci-dessus.

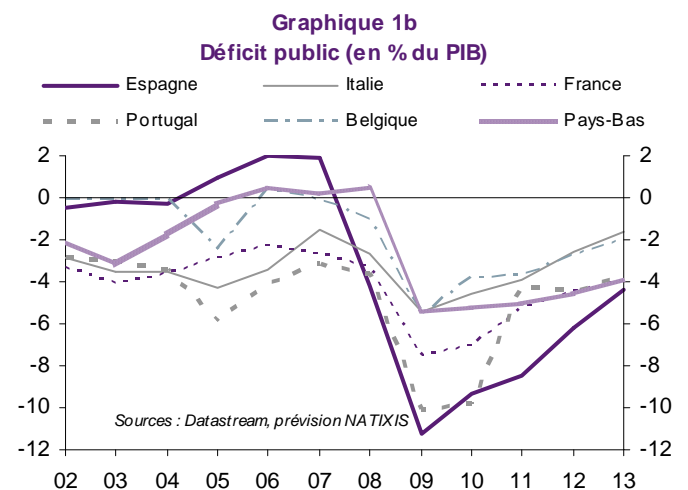
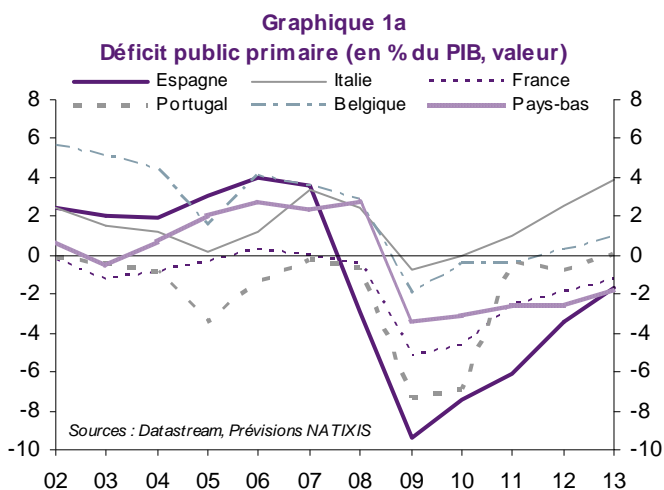
Politique budgétaire stabilisante ou déstabilisante ?

Nous comparons donc :

- l'évolution du déficit budgétaire primaire ;
- l'évolution du taux d'intérêt à long terme ;
- l'évolution du taux de croissance.

1 – Déficit budgétaire primaire

Il s'agit du déficit budgétaire hors paiements d'intérêts sur la dette publique (graphiques 1a/b/c, tableau 1).



Graphique 1c
Intérêts payés sur la dette publique (en % PIB)

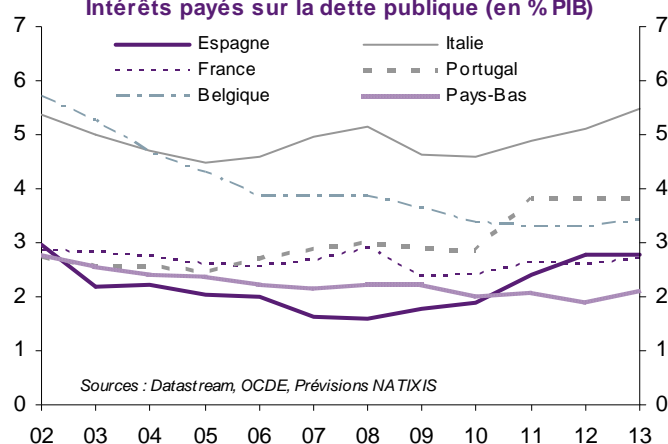


Tableau 1
Déficit public primaire (en % du PIB)

	Espagne	Italie	France	Portugal	Belgique	Pays-Bas
2008	-2,89	2,45	-0,42	-0,61	2,84	2,71
2009	-9,41	-0,78	-5,13	-7,32	-1,95	-3,38
2010	-7,43	-0,02	-4,68	-6,96	-0,44	-3,08
2011	-6,11	0,99	-2,59	-0,37	-0,41	-2,63
2012	-3,43	2,50	-1,90	-0,74	0,30	-2,60
2013	-1,67	3,90	-1,30	0,03	0,90	-1,80

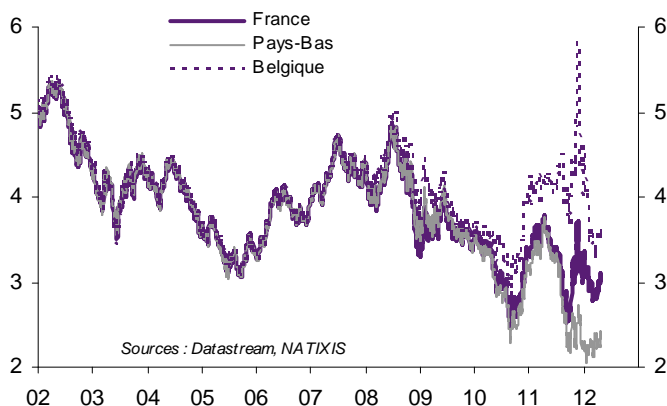
Sources : Datastream, prévisions NATIXIS

Sa réduction avec la politique budgétaire restrictive est affaiblie par l'effet négatif sur la croissance de cette politique, ce que nous prenons en compte dans nos prévisions. En 2012, les déficits primaires les plus élevés s'observent en Espagne, et aux Pays-Bas ; l'Italie, et la Belgique ont des excédents budgétaires primaires.

2 – Taux d'intérêt à long terme

Le taux d'endettement public élevé peut conduire à une hausse du taux d'intérêt à long terme, qu'il faut que la politique budgétaire restrictive au moins compense. Les graphiques 2a/b et le tableau 2 montrent la forte hausse des taux longs avec la crise en Espagne, en Italie et au Portugal jusqu'en 2012.

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



Graphique 2b
Taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat

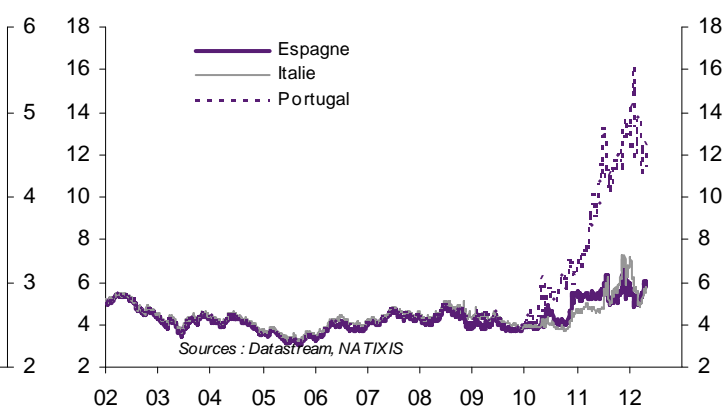


Tableau 2
Taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat de 2008 à 2013

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
France	4,19	3,62	3,10	3,29	3,27	3,25
Pays-Bas	4,23	3,69	2,99	2,98	1,78	2,43
Belgique	4,40	3,89	3,43	4,22	3,40	3,45
Espagne	4,34	3,95	4,26	5,46	5,82	4,88
Italie	4,61	4,22	3,99	5,31	5,38	4,63
Portugal	4,46	4,16	5,28	10,17	10,38	7,46

Sources : Datastream, Prévisions NATIXIS

3 – Croissance

Les politiques budgétaires très restrictives que les pays veulent mettre en place (tableau 3) affaiblissent la croissance. Puisque tous les pays européens mettent en place simultanément des politiques budgétaires restrictives, le multiplicateur fiscal (effet de la baisse du déficit public sur la croissance) peut être élevé.

Tableau 3
Prévisions des gouvernements pour les déficits publics (en % du PIB)

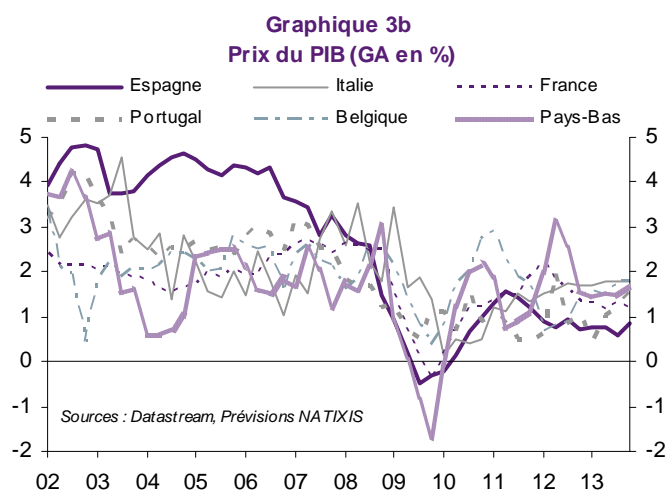
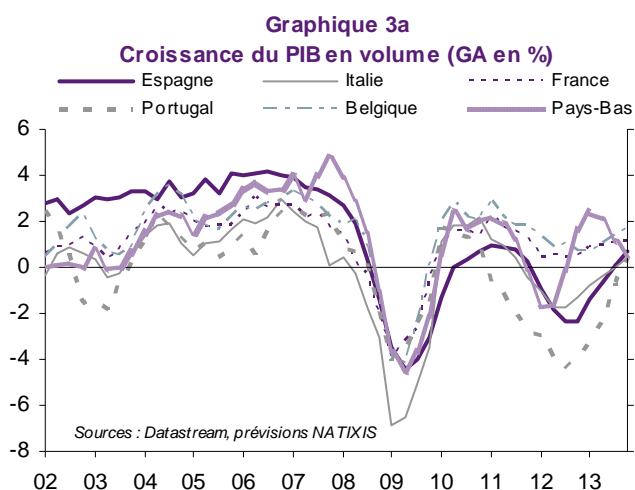
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
France	-3,3	-7,5	-7,0	-5,2	-4,5	-3,0	-2,0	-1,0	0,0
Pays Bas	0,6	-5,4	-5,1	-4,2	-2,9	-	-	-	-
Belgique	-1,3	-5,9	-4,1	-3,6	-2,8	-1,8	-0,8	-	-
Espagne	-4,2	-11,2	-9,3	-8,5	-5,3	-3,0	-	-	-
Italie	-2,7	-5,2	-5,0	-3,9	-1,7	-0,5	-0,1	-	-
Portugal	-3,5	-10,0	-9,1	-4,2	-4,5	-3,0	-1,8	-0,5	-

(*) hors capitalisation des banques

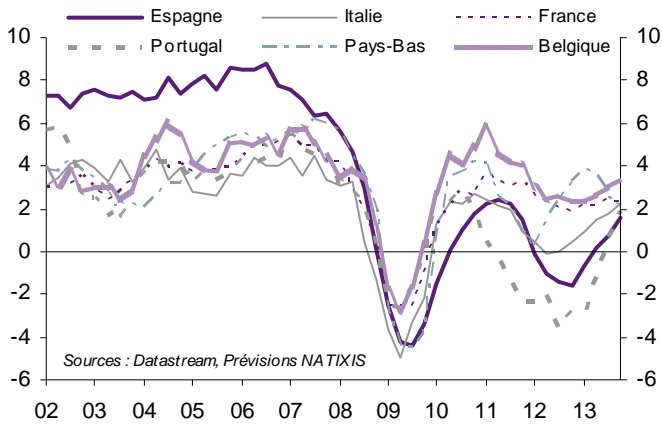
Sources : Sources Nationales, NATIXIS

Les graphiques 3a/b/c et les tableaux 4a/b montrent que la croissance est particulièrement déprimée en 2012 en Espagne, en Italie, au Portugal.

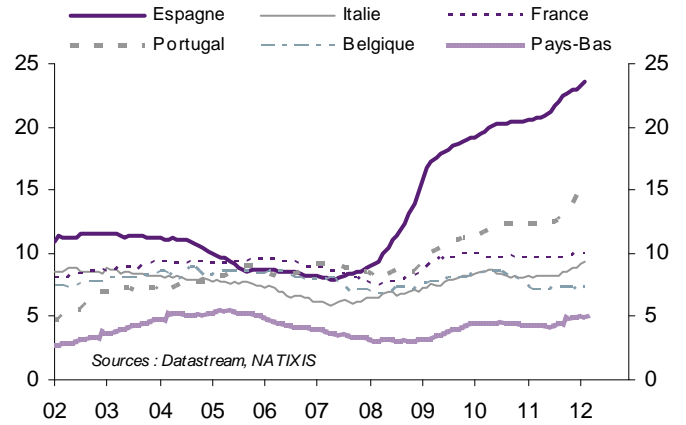
La croissance des pays souffre d'autant plus que le marché du travail se dégrade (graphique 4a), que les salaires réels reculent (graphique 4b), que l'investissement des entreprises recule (graphique 4c), que les exportations sont faibles (graphique 4d).



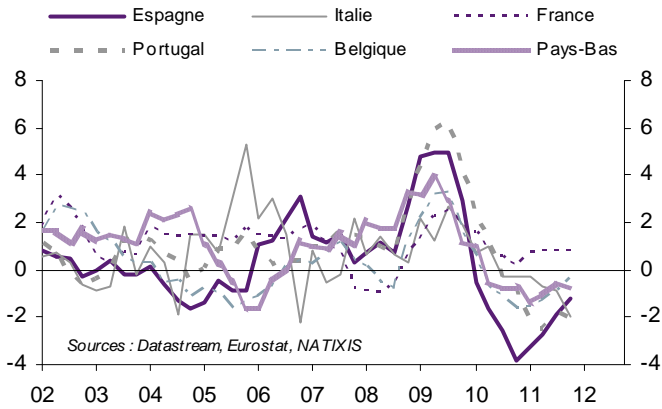
Graphique 3c
PIB valeur (GA en %)



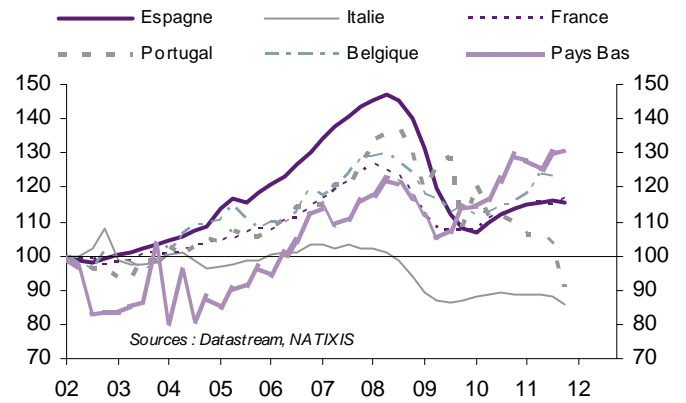
Graphique 4a
Taux de chômage



Graphique 4b
Salaires réels par tête
(déflaté par le prix conso, GA en %)



Graphique 4c
Investissement productif
(volume, 100 en 2002:1)



Graphique 4d
Exportations (volume, 100 en 2002:1)

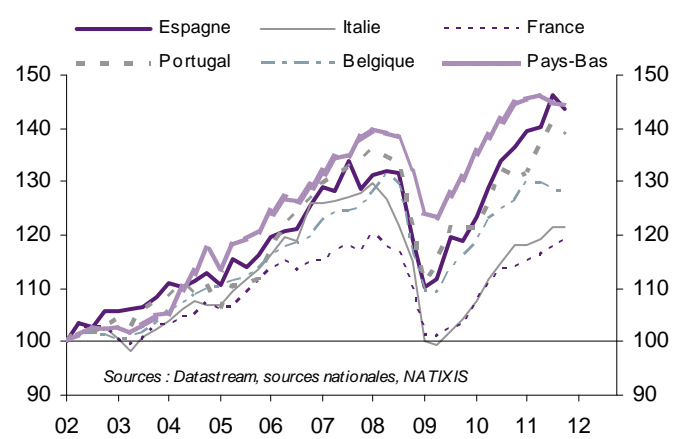


Tableau 4a
Prévisions de croissance du PIB en volume (en % par an)

Pays	Espagne	Italie	France	Portugal	Belgique	Pays-Bas
2008	0,87	-1,16	-0,20	0,00	0,86	1,77
2009	-3,74	-5,50	-2,63	-2,90	-2,64	-3,52
2010	-0,14	1,76	1,38	1,40	2,26	1,63
2011	0,68	0,54	1,71	-1,61	2,20	1,27
2012	-1,86	-1,45	0,44	-3,79	0,97	-0,49
2013	-0,27	-0,17	0,99	-1,46	1,21	1,51

Sources : Datastream, Prévisions NATIXIS

Tableau 4b
Prévisions de croissance du PIB en valeur (en % par an)

	Espagne	Italie	France	Portugal	Belgique	Pays-Bas
2008	3,32	1,36	2,36	2,09	3,01	3,94
2009	-3,67	-3,52	-2,16	-1,70	-1,51	-3,91
2010	0,34	2,16	2,21	2,47	4,10	2,96
2011	2,10	1,86	3,31	-0,90	4,19	2,43
2012	-1,05	0,18	2,22	-2,70	1,95	1,81
2013	0,46	1,60	2,25	-0,42	2,88	3,06

Sources : Datastream, Prévisions NATIXIS

En Espagne, il y a forte hausse du chômage, recul du salaire réel et de l'investissement, mais forte progression des exportations ; au Portugal, la seule composante dynamique de la demande sont les exportations, ce qui n'est pas vrai en Italie.

4 – Bilan

Nous regardons si la politique budgétaire des six pays analysés ici est **stabilisante ou non**. Il faut donc comparer l'effet sur la dynamique de la dette publique des politiques budgétaires restrictives, de l'évolution des taux d'intérêt à long terme et de celui des taux de croissance.

Le **tableau 5** permet de faire cette comparaison :

- **que, en 2012, la politique budgétaire est au total déstabilisante en Italie, en France, au Portugal, en Belgique ; stabilisante en Espagne** (avec l'hypothèse d'une forte baisse du déficit primaire et grâce au taux d'endettement public faible) et **aux Pays-Bas** (grâce à la baisse des taux d'intérêt) ;
- **que, en 2013, la politique budgétaire serait stabilisante partout, grâce au retour d'une croissance plus forte.**

Tableau 5

	Taux d'endettement public en % PIB valeur 2011 (1)	Déficit budgétaire primaire* (en % du PIB)		Taux d'intérêt à 10ans sur les emprunts d'Etat		Variation de taux d'intérêt à 10 ans * taux d'endettement public 2011	
		Variation de 2012 par rapport à 2011 (2a)	Variation de 2013 par rapport à 2012 (2b)	Variation de 2012 par rapport à 2011 (3a)	Variation de 2013 par rapport à 2012 (3b)	2012 par rapport à 2011 (4a) = (3a)*(1)/100	2013 par rapport à 2012 (4b) = (3b)*(1)/100
Espagne	70,70	-2,67	-1,76	0,35	-0,94	0,25	-0,67
Italie	119,54	-1,51	-1,40	0,07	-0,76	0,09	-0,91
France	85,80	-0,69	-0,60	-0,03	-0,02	-0,02	-0,01
Portugal	107,80	0,37	-0,77	0,21	-2,92	0,23	-3,15
Belgique	95,52	-0,71	-0,60	-0,82	0,05	-0,78	0,05
Pays-Bas	65,14	-0,03	-0,80	-1,20	0,64	-0,78	0,42

	Croissance nominale PIB valeur (% par an)		Variation de croissance nominale * taux d'endettement public 2011		Effet total sur la dette publique	
	Variation de 2012 par rapport à 2011 (5a)	Variation de 2013 par rapport à 2012 (5b)	Variation de 2012 par rapport à 2011 (6a) = (5a)*(1)/100	Variation de 2013 par rapport à 2012 (6b) = (5b)*(1)/100	2012 = (2a)+(4a)-(6a)	2013 = (2b)+(4b)-(6b)
Espagne	-3,15	1,51	-2,23	1,07	-0,20	-3,49
Italie	-1,68	1,43	-2,01	1,71	0,59	-4,01
France	-1,09	0,03	-0,94	0,03	0,23	-0,64
Portugal	-1,80	2,28	-1,94	2,45	2,53	-6,37
Belgique	-2,24	0,93	-2,14	0,89	0,65	-1,44
Pays-Bas	-0,62	1,25	-0,40	0,82	-0,40	-1,20

(*) signe négatif signifie réduction des déficits
Sources : Datastream, Prévisions NATIXIS

Synthèse : où la politique budgétaire restrictive est-elle stabilisante ?

Pour qu'une politique budgétaire restrictive soit stabilisante (réduise le taux d'endettement public) il faut que la baisse du déficit budgétaire primaire qu'elle implique l'emporte sur les effets négatifs de la hausse des taux d'intérêt (due à la dette publique élevée) et de la perte de croissance (due à la restriction budgétaire).

Analysant les situations de l'Espagne, de l'Italie, de la France, du Portugal, de la Belgique, des Pays-Bas, nous voyons que c'est l'année 2012 qui est la plus difficile si on croit à l'hypothèse d'une reprise de l'activité en 2013.