

Quelles conséquences de la consolidation insuffisante des déséquilibres budgétaires ?

Nous évaluons quelle sera l'ampleur des déséquilibres budgétaires à horizon 2011, en rapportant la dette aux recettes courantes après charges d'intérêts.

Le creusement des déséquilibres est alarmant au Royaume-Uni, Irlande, Etats-Unis, Japon et Islande ; important en Espagne, France avec le grand emprunt et Grèce ; modéré en Allemagne, Italie, Pays-Bas, Belgique, Portugal, les pays nordiques et le Canada.

La dette publique américaine approchera dans deux ans près de quatre fois le niveau des recettes courantes de l'Etat après charges d'intérêts, seuil au-delà duquel Japon s'était vu retirer sa notation AAA début 2001.

De tels déséquilibres feront irrémédiablement augmenter le coût de financement de la dette publique. Nous estimons le surcoût à 100pb pour le Royaume-Uni, 60 pour l'Irlande, 55 pour les Etats-Unis, 50 pour la France et 30 pour l'Allemagne contre swap.

Les mesures de consolidation budgétaire annoncées pour l'heure (3% du PIB en Irlande, 2 en Allemagne, 1 en Espagne, 0,6 au Royaume-Uni et 0,5 aux Etats-Unis) seront insuffisantes à redresser les déséquilibres, à l'exception de l'Allemagne.

La dégradation budgétaire aura un coût

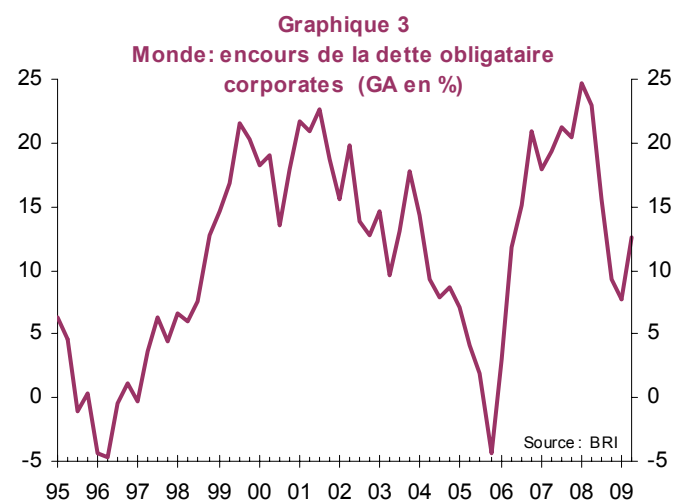
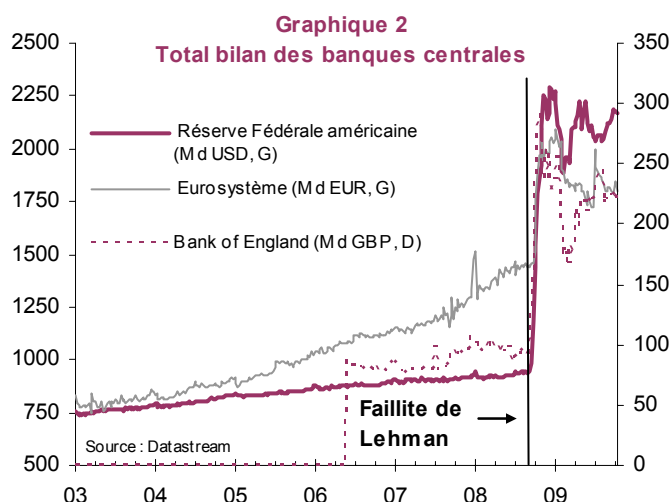
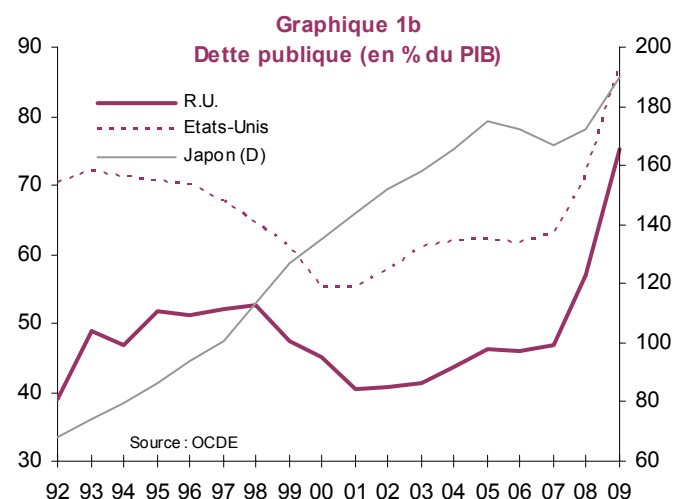
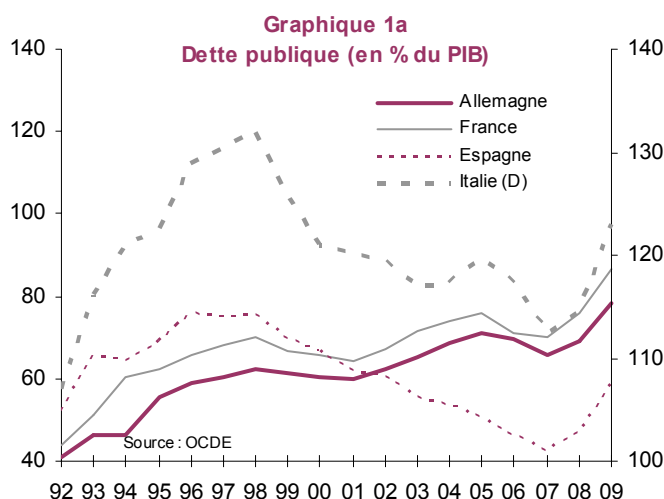
Les dettes publiques sont partout en forte hausse (**graphiques 1a-b**), par le jeu des stabilisateurs automatiques avec la récession économique, mais aussi avec les plans de relance et la recapitalisation publique des systèmes bancaires.

Cette dette se finance sans difficulté tant que les banques centrales la monétisent (**graphique 2**) et que la croissance des dettes obligataires privées ralentit (**graphique 3**).

Mais au-delà, si aucune consolidation n'est menée, le déséquilibre budgétaire peut avoir des incidences en termes de coût du financement de la dette publique par rapport aux autres taux de marché.

Nous évaluons l'ampleur des déséquilibres budgétaires, les possibles conséquences en termes de notation et le surcoût de financement qu'ils induisent pour les pays développés.

Nous regardons ensuite quels pays ont annoncé des mesures de consolidation budgétaire et s'ils seront suffisants pour effacer ces déséquilibres.



Quelle est l'ampleur des déséquilibres budgétaires ?

Il n'est pas suffisant de regarder les ratios dettes/PIB pour répondre à cette question, car ils ne donnent qu'une idée vague de la nature des déséquilibres budgétaires et donc de la capacité de l'Etat à les redresser.

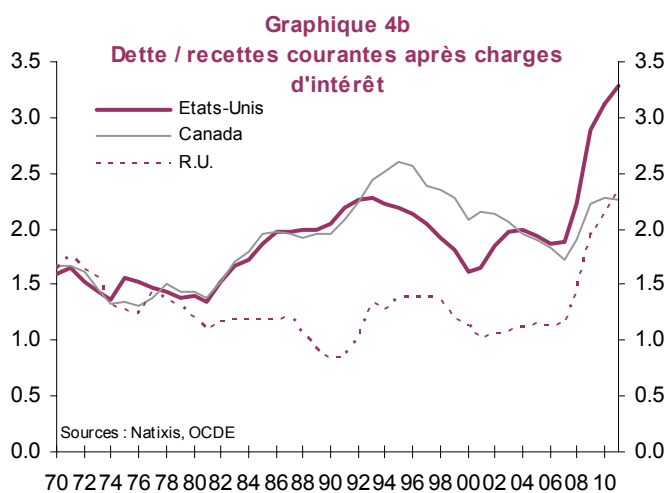
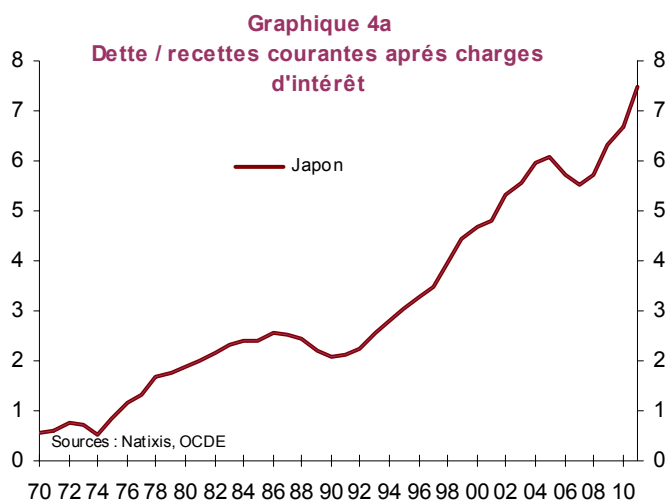
Viennent-ils, côté dépenses, du poids de l'Etat (fonctionnement des administrations), de prestations sociales généreuses, de la charge de la dette en cours ? Expriment-ils, côté recettes, une faible pression fiscale ?

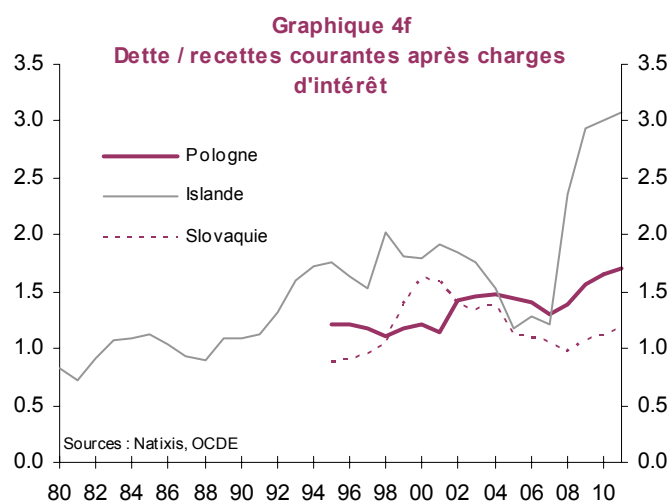
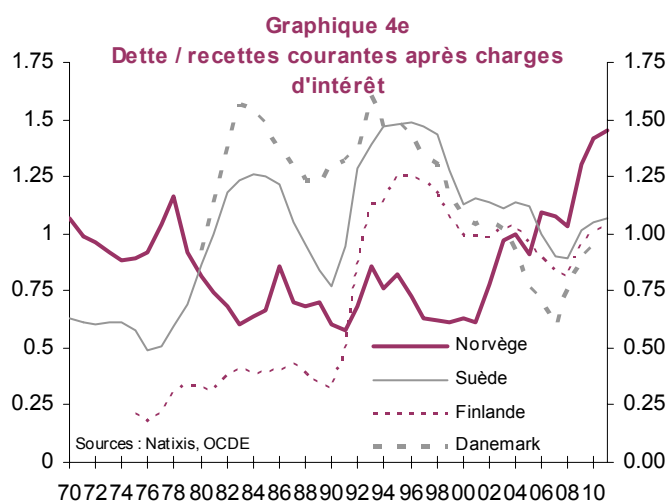
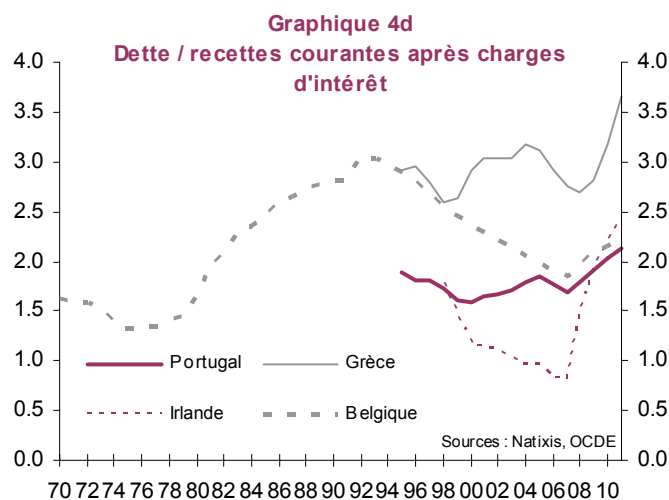
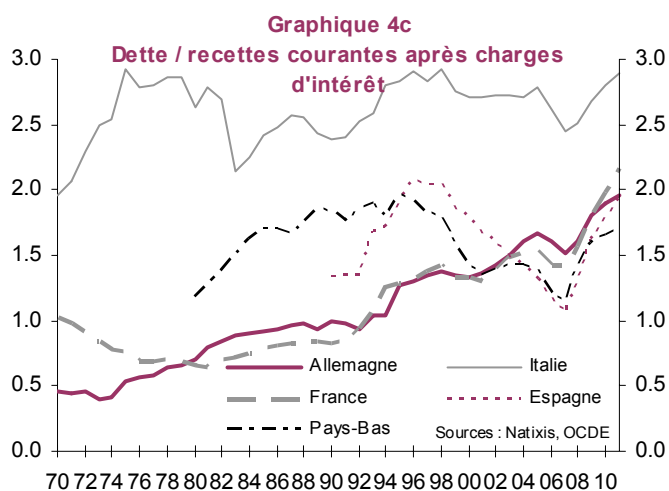
La charge de la dette n'est que marginalement négociable et les dépenses courantes peuvent difficilement être diminuées. La pression fiscale est bien plus aisément modifiable. Ce sont donc les déséquilibres vis-à-vis des recettes qui intéressent particulièrement.

Pour mesurer le degré de déséquilibre budgétaire, nous regardons donc la dette rapportée aux recettes courantes de l'Etat après charges d'intérêts.

Les **graphiques 4a-f** montrent de 2008 à 2011 :

- Un **creusement alarmant** des déséquilibres budgétaires (variation >1) aux Etats-Unis, au Royaume-Uni, Irlande, Japon et Islande;
- Une **dégradation sérieuse** (variation >0,5) en Espagne, France avec le grand emprunt et Grèce ;
- Un **creusement modéré** (variation ≤0,5) en revanche en Allemagne, Italie, Pays-Bas, Belgique, Portugal, pays nordiques et Canada.





Des conséquences en termes de notation ?

A noter, la dette publique des Etats-Unis sera en 2011 la seule du G7 à approcher près de quatre fois les recettes courantes hors charges d'intérêts, seuil au-delà duquel le Japon s'était vu retirer sa notation AAA début 2001 (tableau 1).

De ce seul point de vue, les déséquilibres budgétaires prévisibles pour les autres dettes liquides (G7) notées AAA ne semblent pas suffisants pour menacer une telle notation à horizon 2011.

On remarquera dans le tableau 1 que ce ne sera pas forcément le cas des dettes faiblement liquides, notamment certaines dettes de la périphérie européenne vis-à-vis desquelles les agences de notation ont par le passé sanctionné plus rapidement la dégradation des fondamentaux budgétaires.

Tableau 1 - Historique de la notation souveraine S&P (principaux points)

	Pays	Date	Not.	Ratio	Date	Not.	Ratio	Date	Not.	Ratio	Date	Not.	Ratio			
G	Etats-Unis	1992-2009	AAA	2.0												
	Japon	03/95-01/01	AAA	3.8	02/01-10/01	AA+	4.8	11/01-3/02	AA	5.3	4/02-3/07	AA-	5.7			
	Allemagne	1982-2009	AAA	1.0												
	France	1975-2009	AAA	1.1												
	R.U.	1993-2009	AAA	1.3												
	Canada	1992-2009	AAA	2.2												
	Italie	12/92-2-93	AA+	2.6	3/93-6/04	AA	2.8	7/04-9/06	AA-	2.7	10/06-10/09	A+	2.5	4/07-10/09	AA	6.0
R e s t e O C D E	Pologne	4/96-5/99	A-	1.2	6/99-5/00	A	1.1	5/00-6/02	A+	1.1	7/02-10/03	A-	1.4	11/03-3/07	A	1.5
	Nelle-Zélande	1992-2009	AAA	0.9												
	Suède	1993-2009	AAA	1.2												
	Rep Tchèque	11/02-8/04	A+	0.9	9/04-9/07	A	0.9	10/07-10/09	A+	0.9						
	Norvège	1995-2009	AAA	0.9												
	Suède	1993-2009	AAA	1.0												
	Finlande	7/82-4/98	AAA	0.7	5/98-8/99	AA	1.1	9/99-1/02	A+	1.0	2/02-10/09	AAA	0.9			
	Danemark	1992-2009	AAA	1.1												
	Portugal	5/93-4/98	AAA	1.8	5/98-12/08	AA-	1.7	1/09-10/09	A+	1.7						
	Australie	1992-2009	AAA	0.7												
	Espagne	11/92-4/98	AAA	1.8	5/98-2/99	AA	1.9	3/99-11/04	AA+	1.6	12/04-1/09	AAA	1.3	1/09-10/09	AA+	1.6
	Grèce	3/97-2/01	A-	2.7	3/01-5/03	A	3.0	6/03-10/04	A+	3.1	11/04-12/08	A	2.9	Jan-09	A-	2.9
	Irlande	1/93-4/98	AAA	1.9	5/98-09/01	AA+	1.45	10/01-2/09	AAA	1.3	6/09-11/09	AA	1.6			
	Pays-Bas	1995-2009	AAA	1.5												
	Belgique	11/92-4/98	AAA	2.8	5/98-10/09	AA+	2.1									
	Corée	Oct-97	AA	0.2	Feb-98	BBB+	0.6	11/01-10/09	A+	0.8						
	Islande	3/96-11/06	AA+	1.7	12/06-9/08	A+	2.4	10/08-10/09	BBB+	2.9						
Slovaquie	4/96-8/98	A	0.9	9/98-09/01	BBB+	1.6	10/01-10/08	A	1.2	11/08-10/09	A+	1.0				

Sources: Bloomberg, Natixis

Ratio = moyenne de la dette / recettes courantes après charges d'intérêt

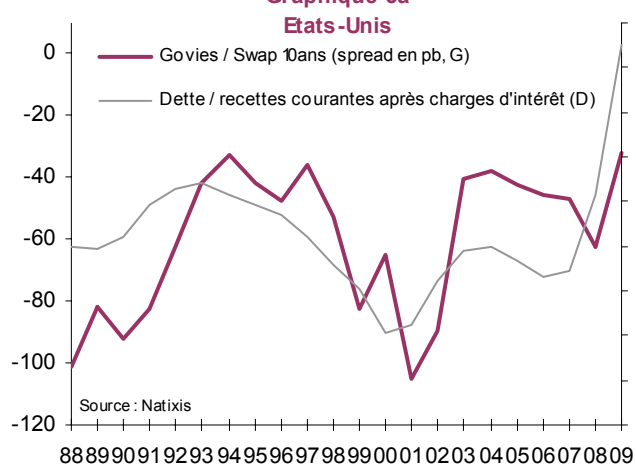
Quel surcoût de financement représentent les déséquilibres budgétaires ?

Indépendamment de la notation, le creusement des déséquilibres budgétaires peut impacter le coût de financement de la dette publique.

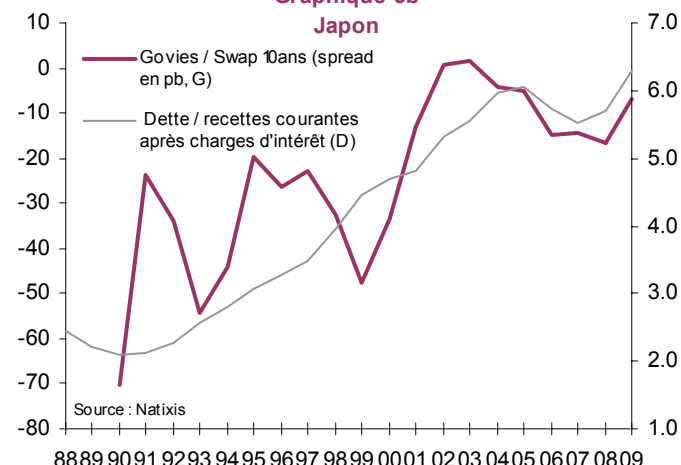
Pour la plupart des dettes liquides, on observe une relation assez étroite entre notre mesure de déséquilibre et l'écart des taux souverains par rapport au taux swap de marché (**graphiques 5a-h**).

L'observation pour l'Allemagne doit être nuancée du rôle manifeste de valeur refuge (baisse du swap spread) que prend la dette allemande en période de forte aversion pour le risque (2001, 2009). Le prix de marché de la dette italienne ne vérifie aucune relation stable avec les fondamentaux budgétaires.

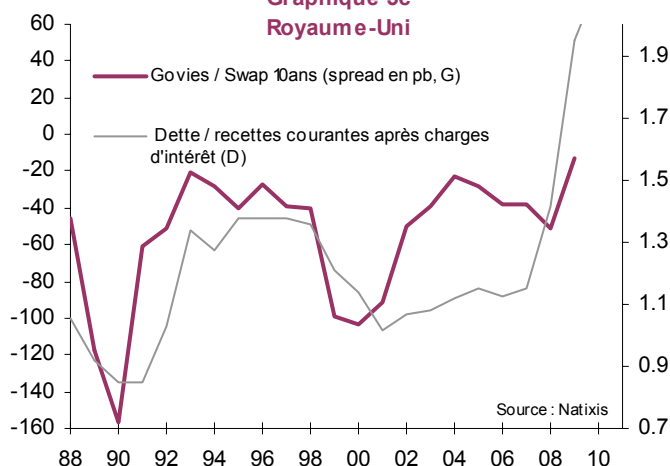
Graphique 5a
Etats-Unis



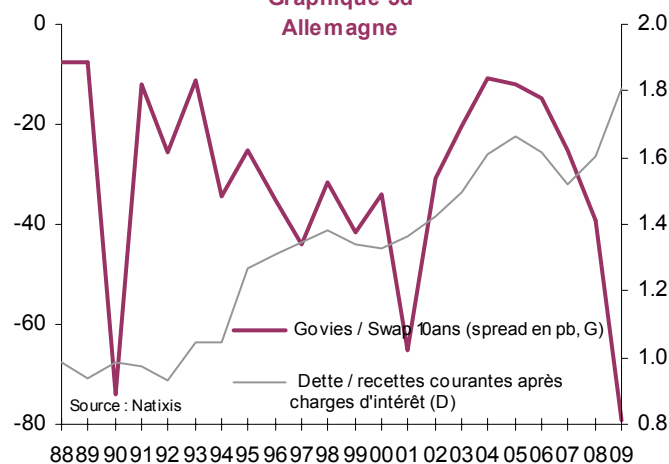
Graphique 5b
Japon



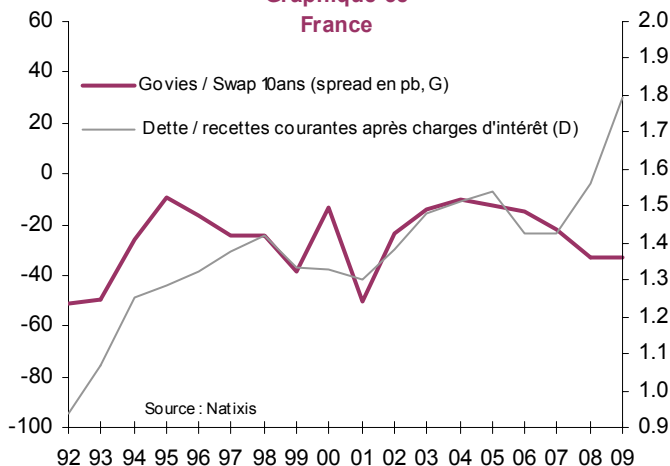
**Graphique 5c
Royaume-Uni**



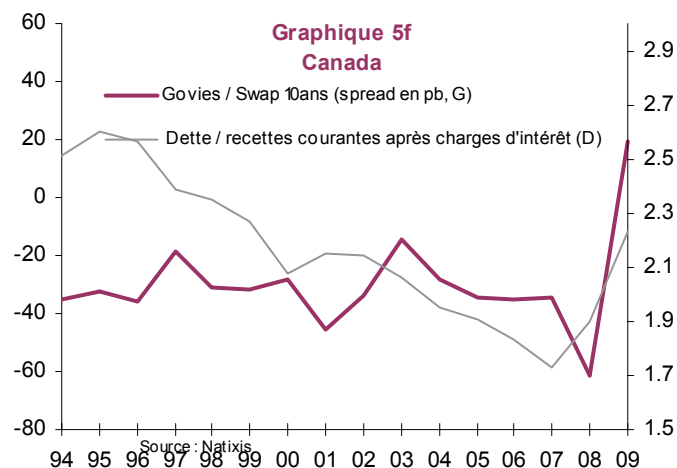
**Graphique 5d
Allemagne**



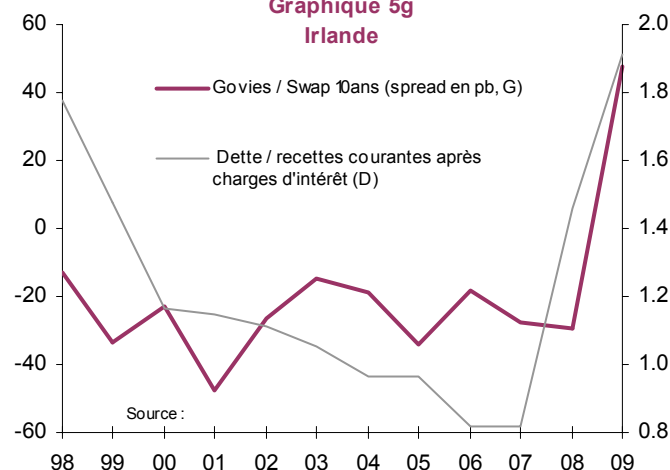
**Graphique 5e
France**



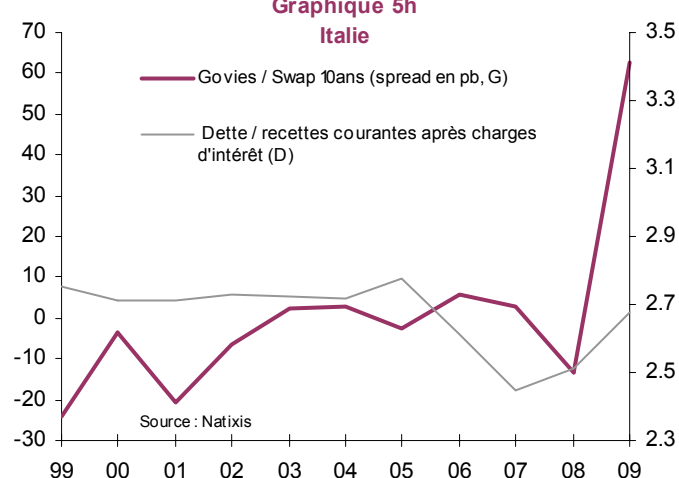
**Graphique 5f
Canada**



**Graphique 5g
Irlande**



**Graphique 5h
Italie**



Cette relation permet par une économétrie simple (expliquant 30 à 50% de la variance du swap spread selon les cas) d'estimer le surcoût de financement de la dette publique que représente le creusement des déséquilibres budgétaires (**tableau 2**).

Le besoin de consolidation budgétaire est urgent pour le Royaume-Uni, l'Irlande et les Etats-Unis, sérieux pour la France, modéré pour l'Allemagne et le Japon.

Tableau 2 - Coût de la dégradation budgétaire 2008-2011 sur la dette publique (en pb contre swap)

R.U.	104
Irlande	60
Etats-Unis	55
France	50
Allemagne	29
Japon	18
Canada	6

Source: Natixis

Les politiques annoncées permettront-elles de résorber les déséquilibres budgétaires ?

Plusieurs pays ont annoncé des mesures de consolidation budgétaire (**tableau 3**).

Parmi ceux-ci se trouvent les pays pour lesquels notre analyse a mis en évidence un besoin sérieux de consolidation budgétaire.

Néanmoins, l'ampleur de la consolidation annoncée sera insuffisante pour infléchir le ratio dette / recettes courantes, même en Irlande. **Le surcoût de financement des dettes publiques américaines, anglaises et irlandaises est donc durable.**

Tableau 3 - Mesures de consolidation budgétaire annoncées

Pays	Mesures	Années	Montant (en % PIB)
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	2.0
Pays-Bas	Baisse des dépenses, Allongement de l'âge de départ à la retraite à 67 ans, modération salariale dans le secteur public	2011	0.3
Italie	Pas de consolidation prévue	-	-
Espagne	Hausse de l'impôt sur le patrimoine, suppression de la défiscalisation sur la TRPP, hausse de la TVA	2010	1.0
Etats-Unis	Coupes dans les dépenses de défense et d'éducation, taxes sur l'industrie pétrolière, hausse de l'IR pour les tranches élevées, lutte contre l'évasion fiscale	2010 et 2011	0.5
Japon	Pas de consolidation prévue	-	-
France	Levées d'une taxe carbone et d'une cotisation économique territoriale, mais parallèlement suppression de la taxe professionnelle. Croissance zéro volume des dépenses et réduction du nombre de fonctionnaires	2010	0.0
Royaume-Uni	Augmentation des taxes sur les carburants et le tabac; hausse de l'impôt additionnel sur les revenus de plus de 150 000£ (à 50%) et augmentation à 50% du taux d'imposition des revenus provenant d'une fiducie; retrait des allocations personnelles pour les	2009 à 2011	0.6
Irlande	Doublement du taux d'IS et abaissement des tranches d'imposition; moindre exonération des intérêts hypothécaires; baisse des dépenses courantes (diminution des salaires des fonctionnaires, réduction des effectifs, retraite anticipée) et des investissements	2009	3.2

Source: Natixis

Par ailleurs, le tableau 3 suggère que l'Allemagne veut faire un effort violent de consolidation budgétaire. Or, notre analyse n'a pas fait montre d'un creusement important des déséquilibres budgétaires pour ce pays. Par rapport aux autres pays, **il n'est donc pas exclu que la dette allemande se renchérisse.**

Synthèse : le surcoût de financement induit par les déséquilibres budgétaires sera durable

Nous évaluons quelle sera l'ampleur des déséquilibres budgétaires à horizon 2011, en rapportant la dette aux recettes courantes après charges d'intérêts.

Le creusement des déséquilibres est alarmant au Royaume-Uni, Irlande, Etats-Unis, Japon et Islande ; important en Espagne, France avec le grand emprunt et Grèce ; modéré en Allemagne, Italie, Pays-Bas, Belgique, Portugal, les pays nordiques et le Canada.

La dette publique américaine approchera dans deux ans près de quatre fois le niveau des recettes courantes de l'Etat après charges d'intérêts, seuil au-delà duquel Japon s'était vu retirer sa notation AAA début 2001.

De tels déséquilibres feront irrémédiablement augmenter le coût de financement de la dette publique. Nous estimons le surcoût à 100pb pour le Royaume-Uni, 60 pour l'Irlande, 55 pour les Etats-Unis, 50 pour la France et 30 pour l'Allemagne contre swap.

Les mesures de consolidation budgétaire annoncées pour l'heure (3% du PIB en Irlande, 2 en Allemagne, 1 en Espagne, 0,6 au Royaume-Uni et 0,5 aux Etats-Unis) seront insuffisantes à redresser les déséquilibres, à l'exception de l'Allemagne.

Le surcoût de financement sera donc durable.