

La possibilité grandissante que les pays de la Zone euro ne fassent rien dans le futur pour réduire leurs déficits publics et leurs dettes publiques

Nous pensons qu'il est de plus en plus probable que les pays de la Zone euro ne fassent rien pour réduire leurs déficits publics et la croissance de leurs dettes publiques dans le futur avec :

- *la croissance modeste liée au désendettement, à la désindustrialisation, au recul des salaires, à l'appréciation de l'euro ;*
- *l'absence d'inflation pendant de nombreuses années ;*
- *le choix aussi par l'Allemagne d'une politique budgétaire expansionniste ;*
- *la concurrence fiscale, renforcée par les décisions récentes de baisse des impôts en Allemagne, et qui empêche d'accroître la pression fiscale ;*
- *la résistance sociale à la réduction des dépenses publiques et de la taille de l'Etat ;*
- *la capacité pour quelques années de financer ces déficits à des taux d'intérêt faibles avec les interventions de change des Banques Centrales et les investissements obligataires des banques.*

Ceci conduira à des taux d'endettement publics très importants, d'où un risque important si la demande d'obligation diminue, et aussi un risque important de captation de l'épargne par les Etats.

Déficits publics très importants en réponse à la crise

Le recul de la production et de l'emploi dans la Zone euro (**graphique 1**) ont conduit au passage à des politiques budgétaires très expansionnistes, d'où une forte hausse des taux d'endettement publics (**graphique 2**). Les gouvernements de la Zone euro **continuent à annoncer qu'ils vont maintenant réduire les déficits publics (tableau 1)**. Nous pensons qu'il n'en sera rien, et que **l'évolution la plus probable est celle du maintien de déficits publics très élevés dans la Zone euro.**

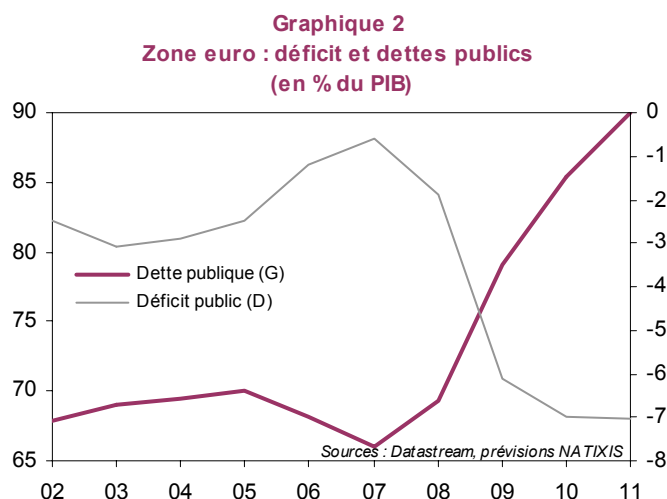
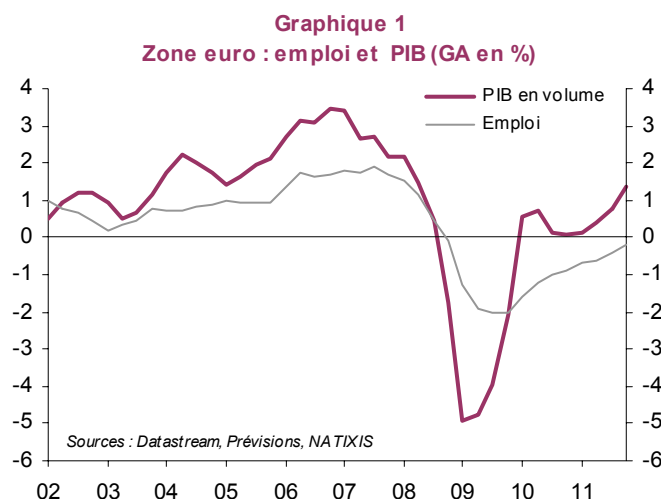


Tableau 1
Prévisions des Gouvernements pour les déficits publics (en % du PIB)

en %	2009	2010	2011	2012	2013
Allemagne (*)	-4,0	-6,0	-5,0	-4,0	-
France	-8,2	-8,5	-7	-6	-5
Italie	-5,3	-5	-3,9	-2,7	-2,2
Espagne	-9,5	-8,1	-5,2	-3	-

(*) Latest forecast of the BMF on Deficit as % of GDP

Sources : OMB, HM Treasury, PSC-Espagne 2009, Finanzplanungsrat of BMF, PLF 2010

Pourquoi les déficits publics et la hausse de la dette publique de la Zone euro ne seront probablement pas corrigés : arguments

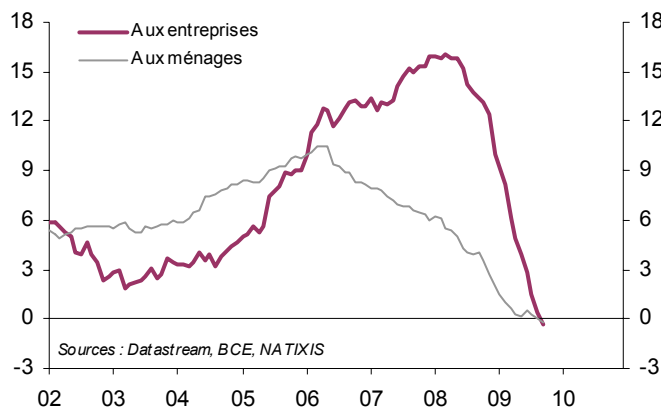
• **Argument #1 : faible croissance**

Nous pensons que **la croissance future de la Zone euro (graphique 1 plus haut) sera insuffisante pour réduire les déficits publics.**

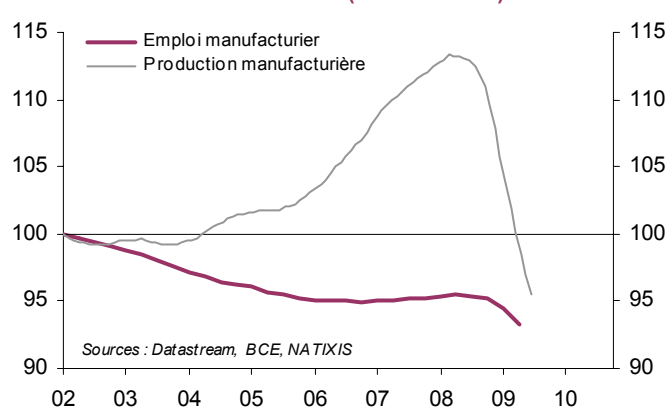
Cette croissance faible est due à de multiples facteurs :

- **poursuite du désendettement** du secteur privé (**graphique 3**) avec les pertes de richesse, le niveau très élevé des défauts, la hausse des primes de risque sur la dette ;
- **désindustrialisation (graphique 4)** avec la perspective de faible croissance, le niveau élevé des coûts ;
- **freinage des salaires** avec la hausse du chômage (**graphique 5**), remontée des prix des matières premières ;
- **appréciation de l'euro (graphique 6)** dû aux positions emprunteuses sur le dollar et aux sorties de capitaux depuis les Etats-Unis.

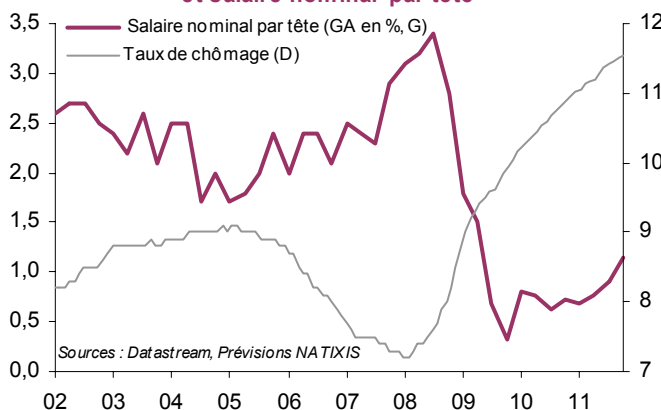
Graphique 3
Zone euro : crédits bancaires (GA en %)



Graphique 4
Zone euro : production et emploi manufacturiers (100 en 2002:1)



Graphique 5
Zone euro : taux de chômage et salaire nominal par tête

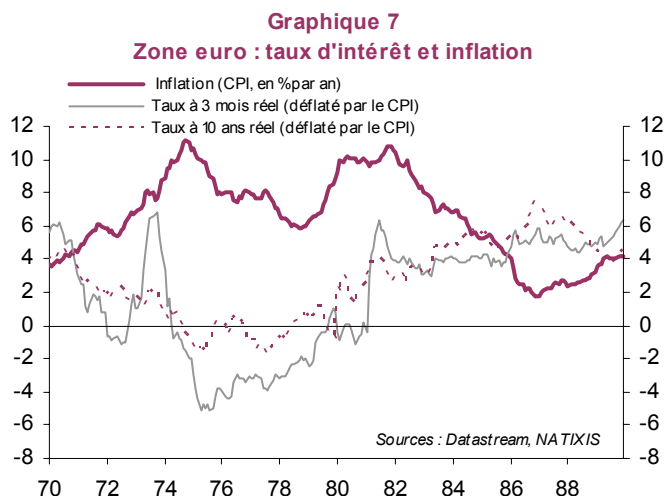


Graphique 6
Taux de change du dollar contre l'euro



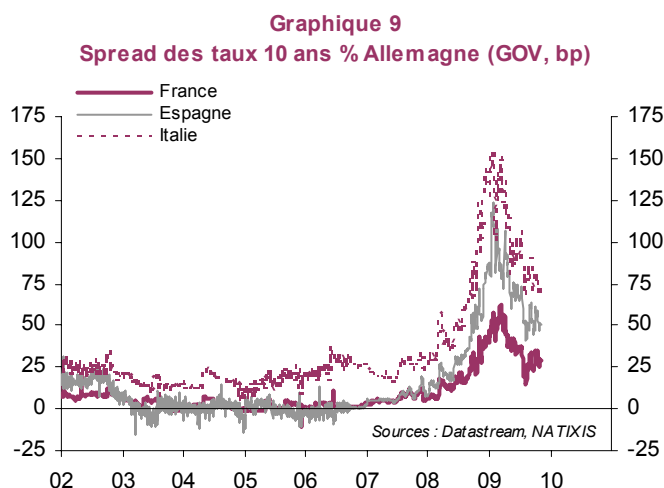
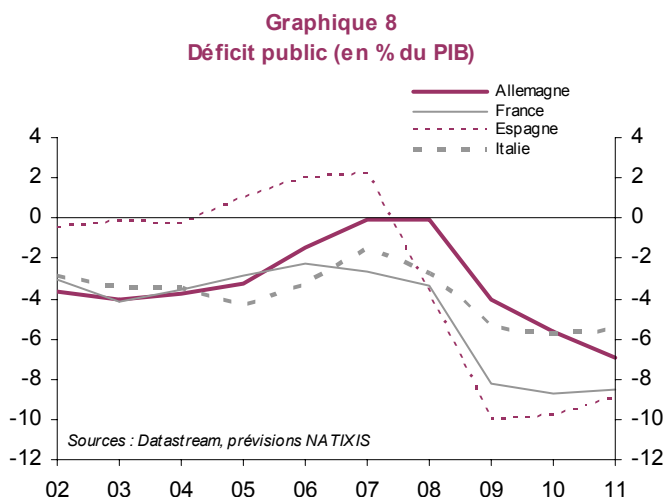
• **Argument #2 : absence d'inflation**

On sait que l'inflation réduit les taux d'endettement à une condition : que les Banques Centrales ne réagissent pas à l'inflation et laissent apparaître des taux d'intérêt réels négatifs, ce qui a été le cas dans les années 1970 (graphique 7). Mais aujourd'hui on ne s'attend pas du tout à ce que cette situation se produise dans la Zone euro. Avec la hausse du chômage, le freinage des salaires (graphique 5 plus haut) il ne peut pas y avoir d'inflation. De plus, si l'inflation réapparaissait, la BCE réagirait certainement, et il n'y aurait pas de baisse des taux d'intérêt réels.



• **Argument #3 : disparition de «l'exemple allemand» ?**

Jusqu'à présent, l'Allemagne avait annoncé **une politique assez prudente** d'augmentation modeste des déficits publics (**graphique 8**). Mais la nouvelle coalition a annoncé **des baisses d'impôts de 24 Mds € par an en Allemagne jusqu'en 2016**, ce qui réduit l'incitation pour les autres pays à ne pas laisser leur déficit public à un niveau trop élevé par rapport à celui de l'Allemagne, en particulier afin d'éviter l'écartement des taux d'intérêt par rapport à l'Allemagne (**graphique 9**).

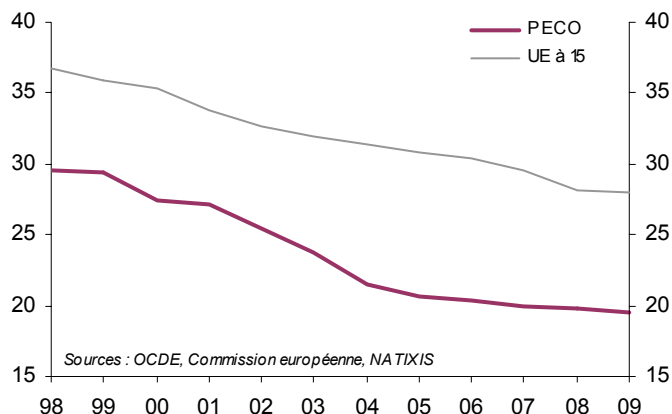


• **Argument #4 : concurrence fiscale**

La concurrence fiscale vient, depuis de nombreuses années, des politiques de **baisse de la pression fiscale sur les entreprises mises en place dans les pays d'Europe Centrale (tableau 2, graphique 10)**. Elle est renforcée par la **politique de l'Allemagne : transfert, depuis plusieurs années, des charges sociales vers les impôts indirects (graphique 11)**, annonce en octobre 2009 d'une nouvelle baisse de la pression fiscale sur les entreprises. **L'existence de la concurrence fiscale dans la Zone euro rend très improbable l'utilisation de la remontée dans le futur de la pression fiscale pour réduire les déficits publics (graphique 12)**.

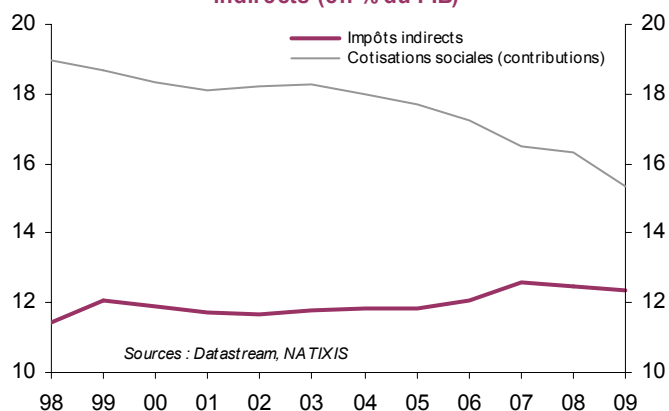
Graphique 10

Taux théorique d'imposition sur les sociétés



Graphique 11

Allemagne : charges sociales et impôts indirects (en % du PIB)



Graphique 12

Zone euro : pression fiscale (en % du PIB)

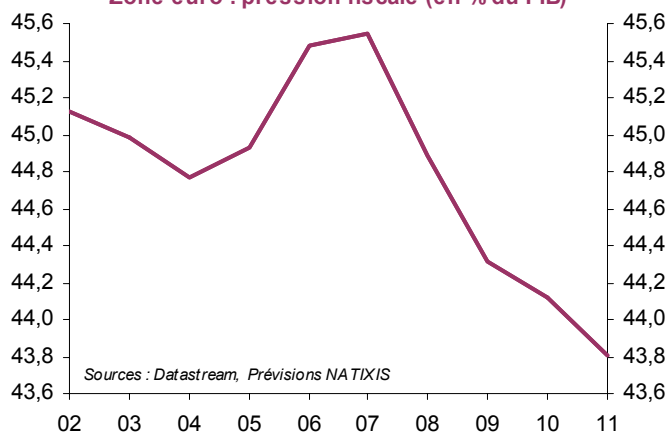


Tableau 2
Taux légal de l'impôt sur les bénéfices des sociétés (2008)

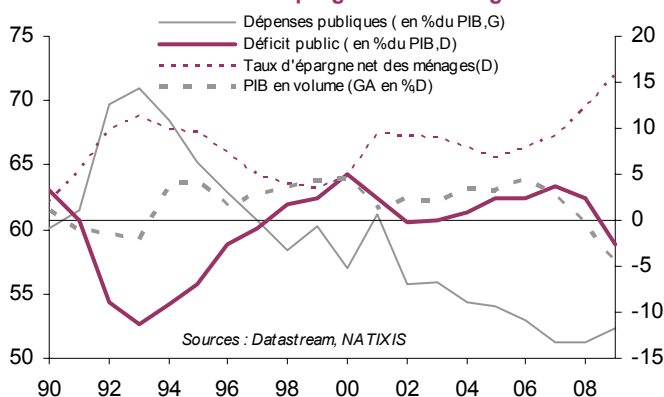
Pays	en %	Pays	en %
Autriche	25	Bulgarie	25
Belgique	34	Chypre	15
Finlande	26	République Tchèque	28
France	34	Hongrie	18
Allemagne	30	Lettonie	15
Grèce	25	Lituanie	15
Irlande	13	Malte	35
Italie	28	Pologne	19
Luxembourg	30	Roumanie	25
Pays Bas	26	Slovaquie	19
Portugal	27	Slovénie	25
Espagne	30	Turquie	30
Chypre	15		
Malte	35		
Slovaquie	19		
Slovénie	25		

Sources : OCDE, Eurostat, Natixis

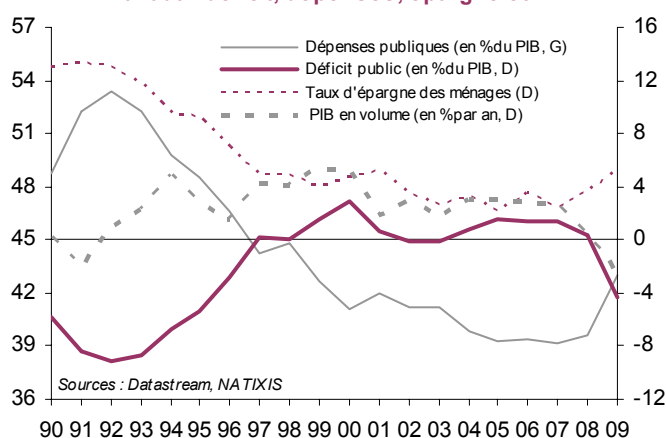
• **Argument #5 : résistance à la baisse des dépenses publiques**

On sait que **les consolidations fiscales réussies sont réalisées par la baisse des dépenses publiques** qui conduisent à une baisse de l'épargne des ménages (puisque les anticipations de hausse de la pression fiscale dans le futur disparaissent) qui soutient la demande intérieure. Ceci s'est vu **en Suède (graphique 13a), au Canada (graphique 13b), en Italie (graphique 13c), en Finlande (graphique 13d), etc...** Il nous paraît extrêmement improbable que **les pays de la Zone euro acceptent aujourd'hui une baisse similaire des dépenses publiques (graphique 14), de l'Etat, des collectivités locales, des dépenses sociales.**

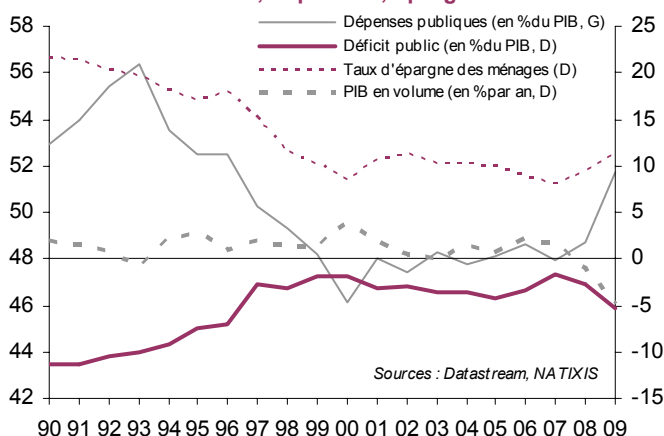
Graphique 13a
Suède : déficit public, dépenses publiques, PIB et taux d'épargne des ménages



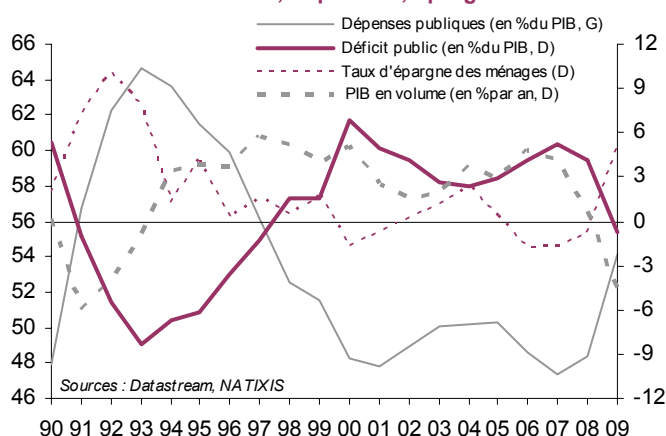
Graphique 13b
Canada : déficit, dépenses, épargne et PIB

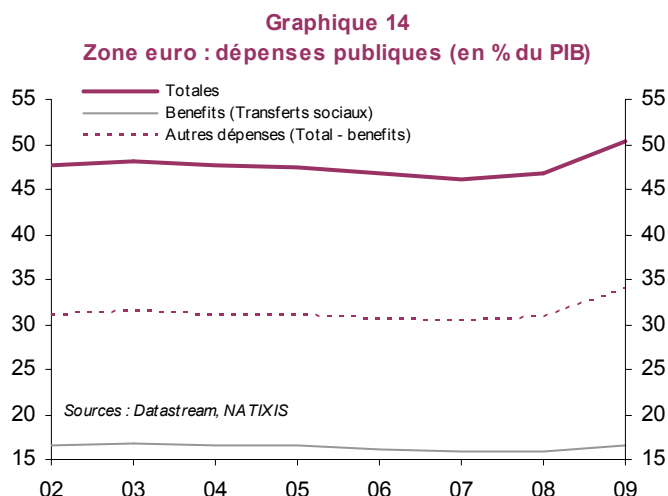


Graphique 13c
Italie : Déficit, dépenses, épargne et PIB



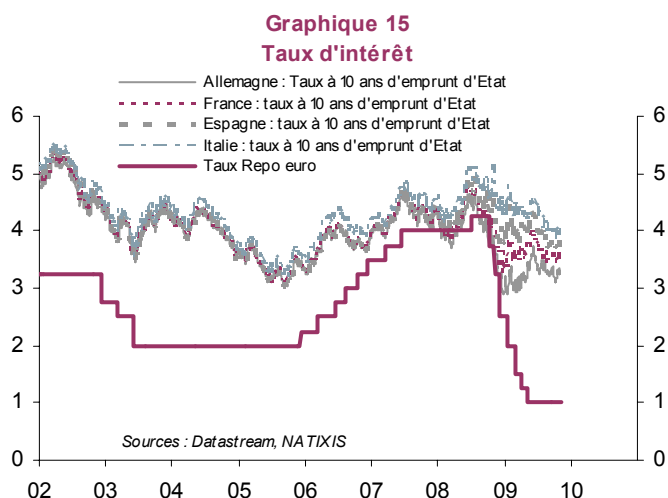
Graphique 13d
Finlande : déficit, dépenses, épargne et PIB





• **Argument #6 : taux d'intérêt faibles**

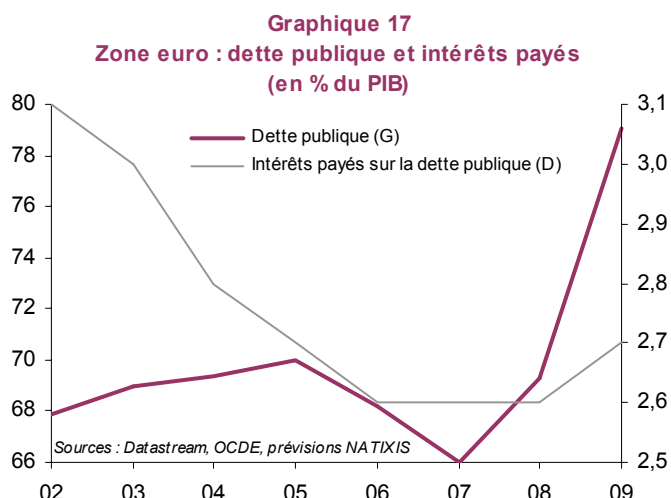
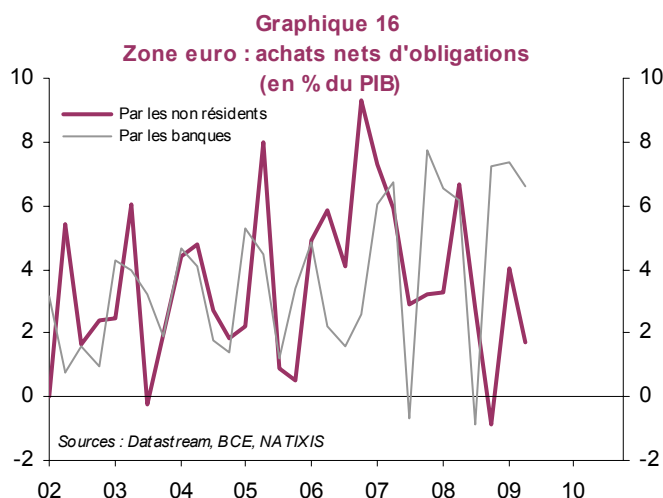
Les taux d'intérêt à long terme de la Zone euro restent faibles (graphique 15) malgré la tendance du taux d'endettement public (graphique 1 plus haut).



Ceci vient :

- **des achats d'obligations par les banques (graphique 16)**, qui profitent de l'écart entre les taux d'intérêt à long terme et les taux directeurs de la BCE (graphique 15) ;
- **des achats d'obligations en euros par les non résidents, essentiellement par les Banques Centrales (graphique 16)**, surtout en Asie et dans les pays exportateurs de matières premières, qui essaient d'éviter l'appréciation de leurs devises.

Ce bas niveau des taux d'intérêt à long terme réduit les paiements d'intérêts sur les dettes publiques des pays de la Zone euro (graphique 17) et fait disparaître l'incitation à réduire les déficits publics.



Synthèse : un vrai risque à long terme

Nous pensons que **les pays de la Zone euro ne vont pas essayer de réduire leurs déficits publics et leurs taux d'endettement publics avec :**

- la croissance faible ;
- l'absence d'inflation ;
- les déficits publics plus élevés en Allemagne qui permettent aux autres pays de la Zone euro de ne pas réduire les leurs ;
- la concurrence fiscale ;
- la résistance à la réduction des dépenses publiques ;
- les taux d'intérêt faibles à long terme.

Les risques à moyen terme, si les déficits publics ne sont pas réduits, sont connus :

- changement de politique monétaire dans les pays de l'OCDE ou changement de politique de change en Asie et dans les pays producteurs de pétrole qui conduirait à **une remontée des taux d'intérêt à long terme ;**
- **détournement de l'épargne au profit du financement des déficits publics et au détriment du financement des entreprises, comme on l'a vu au Japon** avec l'accumulation de titres publics par les banques et les investisseurs institutionnels (**graphique 18a**) forcent les entreprises à baisser les salaires pour être capables d'autofinancer leur investissements (**graphique 18b**).

