

Zone euro

Table des matières

Tableau de prévisions	p. 2
Scénario zone euro	p. 3
Focus thématique	p. 6
Principaux indicateurs	p. 7

Quelles finances publiques après 2010 ?

La crise conduit à la déviation à court terme des finances publiques européennes. La dette publique enflera de près de 15 points de PIB en deux ans, pour atteindre près de 85% fin 2010. Les critères de Maastricht sont piétinés.

Mais que se passe-t-il après 2010 ? A l'heure où l'incertitude prévaut (nouveaux plans de relance ou austérité budgétaire ?), nous proposons de simuler la dynamique future des finances publiques en zone euro à horizon 2015 selon trois scénarii possibles :

- un scénario (central) de retour progressif de la croissance nominale au potentiel et de consolidation budgétaire modeste,
- un scénario déflationniste avec relance budgétaire permanente,
- un scénario de forte consolidation budgétaire, aux dépens de l'activité.

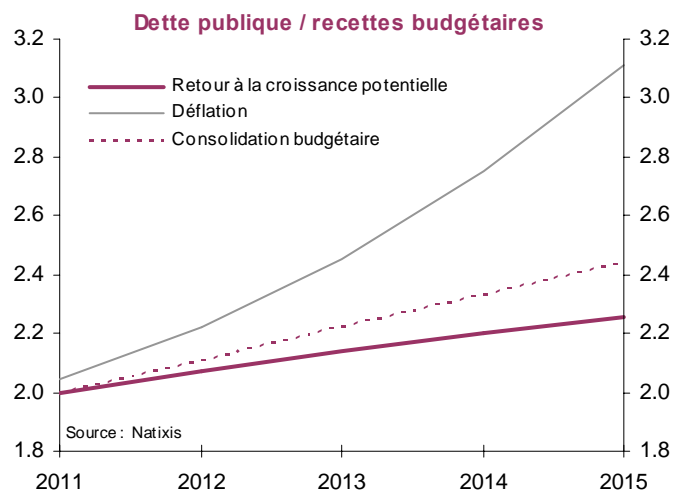
Nous interprétons les résultats obtenus en termes de notation. Le rapport de la dette publique sur les recettes budgétaires suggère que la probabilité d'abaissement des ratings souverains est d'ores et déjà et restera forte à horizon 2015, quel que soit le scénario qui s'impose. Dans le scénario déflationniste, une crise souveraine / un ajustement monétaire violent ne sont plus des vues de l'esprit.

Equipe zone euro :

Sylvain Broyer
Costa Brunner
Jean-Christophe Caffet
Jésus Castillo
Cédric Thellier

Directeur de la publication
Patrick Artus

Achévé de rédiger
Le 3 juillet 2009



Prévisions macro-économiques

Chiffres clés Zone Euro	2008	2009P	2010P
Consommation privée (GA, %)	0,3	-1,1	-0,4
Consommation publique (GA, %)	1,9	1,6	2,2
Investissement (GA, %)	-0,3	-10,0	-2,2
Stocks (contrib., pt %)	0,1	-0,4	0,0
Exportations (GA, %)	0,9	-13,4	0,1
Importations (GA, %)	1,0	-10,7	-0,3
Commerce extérieur (contrib., pt %)	0,0	-1,4	0,2
PIB	0,6	-4,2	-0,1
Inflation	3,3	0,3	1,0
Taux de chômage	7,6	9,8	11,5
Emploi	0,8	-2,2	-1,5
Solde budgétaire (% PIB)	-1,9	-5,7	-6,7
Balance courante (mds euros)	9,2	/	/
Balance courante (% PIB)	0,1	/	/

PIB (GA, %)	2008	2009P	2010P
Allemagne	1,0	-5,5	0,4
France	0,3	-2,7	0,0
Italie	-1,0	-5,2	-0,3
Espagne	1,2	-3,9	-0,9

Inflation (%)	2008	2009P	2010P
Allemagne	2,8	0,4	0,9
France (IPCH)	3,2	0,0	0,5
Italie	3,5	0,9	1,2
Espagne	4,1	-0,6	0,7

Solde budget. (% PIB)	2008	2009P	2010P
Allemagne	-0,1	-4,7	-6,1
France	-3,4	-7,0	-7,5
Italie	-2,7	-4,9	-5,2
Espagne	-3,8	-8,1	-9,3

Profil trimestriel, Zone Euro	T3-08	T4-08P	T1-09P	T2-09P	T3-09P	T4-09P	T1-10P	T2-10P	T3-10P	T4-10P
PIB (T/T, %)	-0,3	-1,8	-2,5	-0,4	0,1	0,2	-0,1	-0,1	0,0	-0,1
PIB (GA, %)	0,5	-1,7	-4,8	-5,0	-4,5	-2,6	-0,2	0,1	0,0	-0,3
Inflation	3,8	2,3	1,0	0,2	-0,2	0,4	1,0	0,9	1,0	1,1
Taux de chômage	7,6	8,0	8,8	9,5	10,1	10,8	11,2	11,5	11,7	11,8
Taux repo BCE (fin de trimestre)	4,25	2,50	1,50	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00

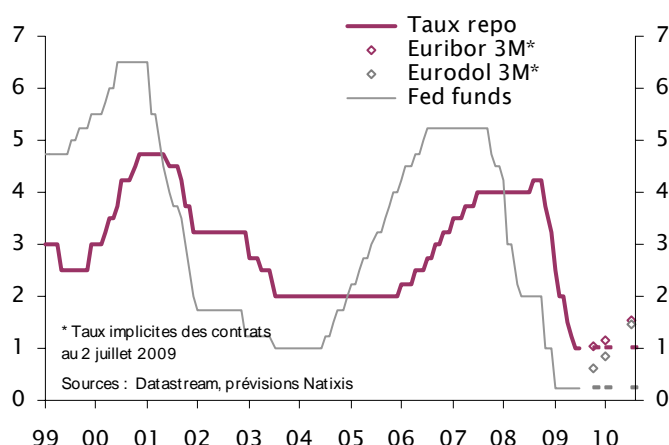
Environnement international	2008	2009P	2010P
Etats-Unis			
PIB (GA, %)	1,1	-2,3	1,3
Inflation (%)	3,8	-0,7	1,1
Solde budgétaire (% PIB)	-3,2	-10,8	-8,7
Japon			
PIB (GA, %)	-0,7	-8,6	-0,5
Inflation (%)	1,4	-1,2	-0,7
Solde budgétaire (% PIB)	-8,0	-8,9	-9,9
Brent (Brl.\$, moyenne annuelle)	97	57	63

Taux d'intérêt	29-juin	3M	6M	12M
Repo BCE	1,00	1,00	1,00	1,00
10A Bund	3,37	3,45	3,85	3,70
Fed funds	0,25	0,25	0,25	0,25
10A Treasuries	3,48	3,72	3,97	3,82
Taux de change	29-juin	3M	6M	12M
EUR/USD	1,41	1,43	1,46	1,47
USD/JPY	96	97	98	101

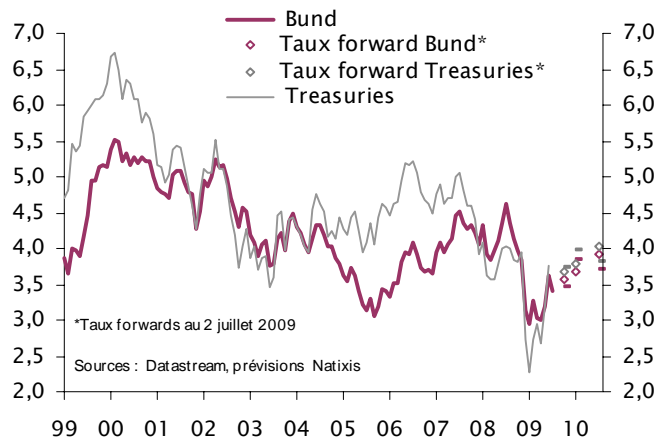
Sources : Eurostat, Instituts statistiques nationaux, Datastream, prévisions NATIXIS

Chiffre publié

Taux directeurs (%)



Taux 10 ans annualisés



Quelles finances publiques après 2010 ?

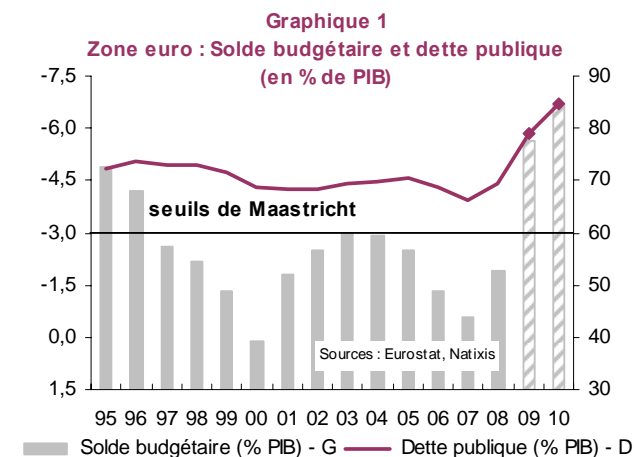
La récession conduit à la déviation à court terme des finances publiques européennes eu égard au Pacte de Stabilité et de Croissance (PSC). En effet, le déficit public à l'échelle de la zone triplera en 2009 pour s'afficher à 5,7% du PIB, soit quasiment le double de la limite autorisée, et se creusera encore d'un point en 2010. Parallèlement, la dette publique enflera de près de 15 points de PIB en deux ans, proche de 85% fin 2010. Autrement dit, les critères de Maastricht sont piétinés (graphique 1). Mais que se passe-t-il à moyen terme ? A l'heure où le débat est vif sur les stratégies de sortie et l'opportunité de nouveaux plans de relance, nous proposons ici de simuler la dynamique future des finances publiques en zone euro à horizon 2015¹ en retenant :

- un scénario de retour progressif de la croissance nominale au potentiel et de consolidation budgétaire modeste,
- un scénario déflationniste avec relance budgétaire permanente,
- un scénario de forte consolidation budgétaire, aux dépens de l'activité.

Les résultats obtenus posent la question de la soutenabilité de la dette souveraine en zone euro et des perspectives de notation.

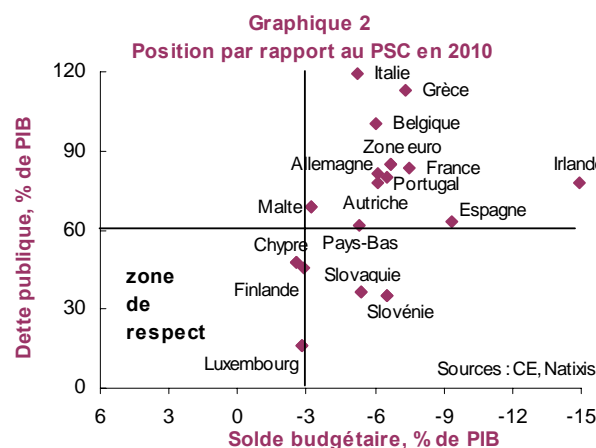
Parallèlement, la dette pâtit non seulement de cette envolée budgétaire, mais également des volets des plans de relance consacrés au soutien des banques (programmes de recapitalisation et de garanties selon les régimes nationaux retenus). Sur deux ans, l'endettement public s'alourdira ainsi de plus de 15 points, à près de 85% du PIB, là encore très au-delà des critères de convergence.

A horizon fin 2010, seuls quelques (petits) pays pourraient tout juste respecter les seuils du PSC : la Finlande, le Luxembourg et Chypre, qui ne représentent que 3% du PIB de la zone euro (graphique 2).



La dynamique des finances publiques à moyen / long terme en question

La violente contraction du PIB entamée au second semestre 2008 et la forte remontée du chômage qui l'accompagne entraînent à la fois une baisse des recettes fiscales et une hausse des transferts sociaux nets. Au-delà de l'ouverture des déficits cycliques (3 points en 2009 et 0,8 point en 2010), le coût des différents plans de relance à l'échelle de la zone s'élève à 1,2 point de PIB sur deux ans. Au total, le déficit public approchera 7% du PIB l'an prochain, soit plus du double de la limite fixée par le Traité de Maastricht.

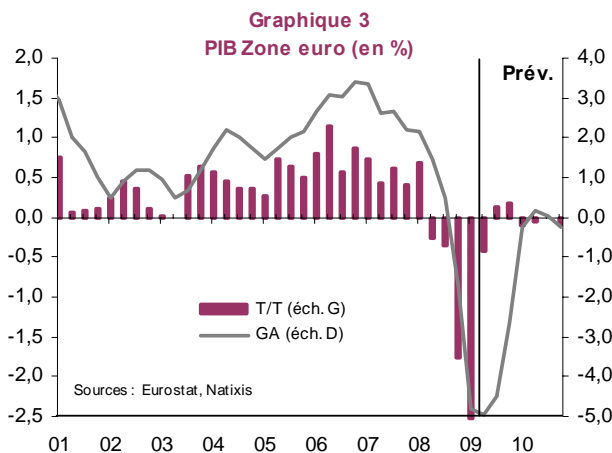


Mais la vraie question sur les finances publiques européennes est : que se passe-t-il après 2010 ?

A partir d'hypothèses sur la croissance réelle, l'inflation, les efforts de consolidation budgétaire fournis et l'évolution des taux d'intérêt à long terme, nous proposons trois simulations à horizon 2015.

Scénario central : retour de la croissance nominale au potentiel et consolidation budgétaire modeste

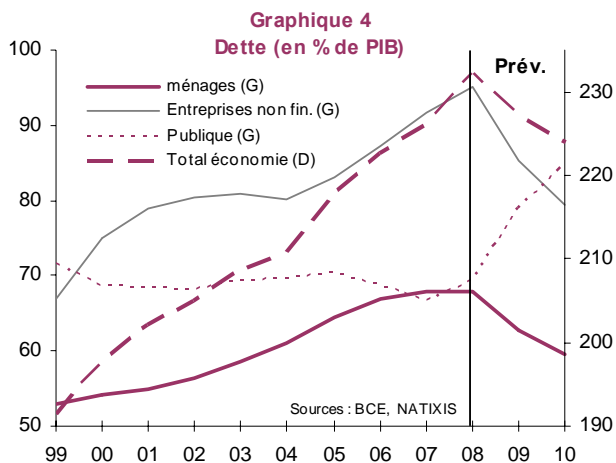
Dans ce premier scénario, la sortie de crise est très progressive, la croissance ne rebondit pas aussi vivement qu'à la suite des crises du passé (graphique 3).



Il sera alors très difficile de réduire les déficits et les taux d'endettement publics à partir de 2011. Nous retenons les hypothèses suivantes :

¹ Cette échéance nous semble pertinente dans la mesure où d'ici là, près d'une dizaine de pays (NEM et Balkans) pourraient intégrer l'UEM.

- Le désendettement privé se poursuit et n'est que partiellement compensé par la montée de l'endettement public (**graphique 4**) : l'économie totale se désendette et la croissance est, au mieux, égale à son potentiel². Il n'y a donc pas de réduction de l'output gap, et partant du déficit cyclique.



- Concernant l'évolution des prix à la consommation, les marchés semblent partagés entre le risque de déflation (désendettement), et le retour d'une forte inflation (monétisation des dettes publiques hors zone euro). Nous retenons ici un scénario intermédiaire pour la zone euro, avec une inflation modérée en 2011, puis conforme à l'objectif de stabilité des prix de la BCE, soit 1,9% par an.

Au total, la croissance nominale est donc à son potentiel à partir de 2012.

- Une consolidation budgétaire – nécessaire mais insuffisante dans son ampleur, est à l'œuvre : l'Allemagne (**Encadré 1**), les Pays-Bas, l'Irlande et l'Espagne ont déjà indiqué qu'ils comptaient mettre en œuvre des mesures d'austérité ; mais la crédibilité de ces stratégies de sortie des plans de relance ainsi que leur coordination nous semble encore loin d'être acquises. Toutefois, nous retenons ici un effort de consolidation structurelle conforme au benchmark de 0,5 point par an prévu dans le PSC.

Encadré 1

Le 12 juin dernier, le Bundesrat a décidé (à la majorité des deux tiers) l'inscription dans la Constitution d'une limite à la dette publique allemande totale. Cette loi entrera en vigueur en janvier 2011 et prévoit : l'interdiction d'emprunter pour les Länder à partir de 2020 ; une limitation du déficit public fédéral à 0,35% du PIB en 2016 ; une marge de manœuvre budgétaire en cas d'évènements exceptionnels (catastrophes naturelles, récessions profondes...); la possibilité de déséquilibres cycliques, à condition qu'ils soient symétriques.

² L'utilisation de trois approches différentes (filtre HP, population active et gains de productivité, prévisions de l'OCDE), suggère un potentiel de croissance de 1,5% pour la zone euro à horizon 2015.

Dans ce contexte, on estime que la hausse des taux longs pourrait se faire au rythme de 10 pb pour 5 points de dette supplémentaire. Ce qui alourdit la charge d'intérêts au-delà de l'effet mécanique du déficit sur l'endettement.

Scénario alternatif 1 : déflation et nouveaux plans de relance budgétaire

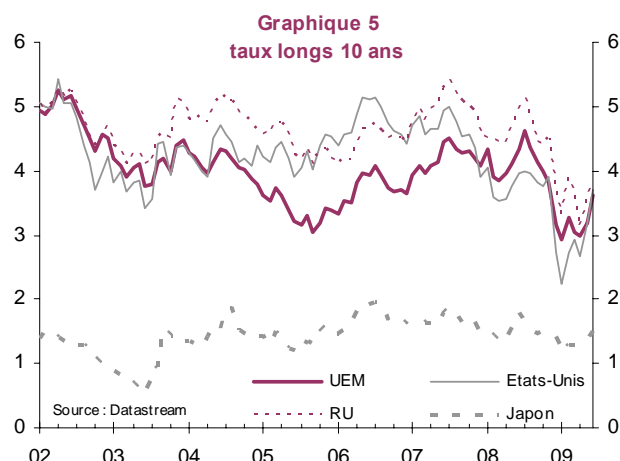
Nous retenons un premier scénario alternatif dans lequel, face à une économie qui ne redémarre pas en 2011 et aux menaces de déflation, l'assouplissement de la politique monétaire en zone euro ne serait que d'un faible secours compte tenu de la marge de manœuvre très réduite dont dispose la BCE. Les gouvernements européens poursuivent alors les politiques budgétaires contracycliques, toutefois inefficaces pour relancer la croissance et qui entraînent en réalité un creusement continu du déficit primaire. Ceci conduit à une dérive des finances publiques. Les hypothèses retenues sont les suivantes :

- En dépit du stimulus budgétaire, le PIB réel se contracte (-0,2% par an). La demande privée ne se redresse pas (le désendettement se poursuit) et la faible croissance mondiale ne peut soutenir l'économie européenne.

- Les forces déflationnistes se conjuguent : une croissance effective durablement sous son niveau potentiel ; le recul du crédit avec la poursuite du désendettement du secteur privé ; une pression à la baisse des salaires en raison du chômage élevé ; la très faible demande mondiale, en particulier des pays de l'OCDE, exerce une pression tendancielle à la baisse sur les prix des matières premières.

- Les dépenses publiques augmentent d'un côté, tandis que les recettes fiscales ralentissent avec la contraction de l'activité (stabilisateurs automatiques), et même directement avec les baisses d'impôts. Par conséquent, le déficit se creuse sensiblement, à la fois par ses composantes cyclique et structurelle.

- La pression à la hausse sur les taux longs due à la forte augmentation de l'offre de titres de dette publique est plus que compensée par le contexte globalement déflationniste. Les prémices d'une telle situation ont pu être observées à l'automne 2008 (**graphique 5**). Dans ce scénario, les points bas d'alors seraient franchis.

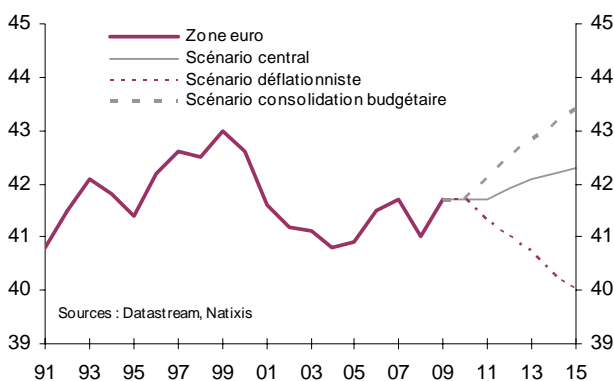


Scénario alternatif 2 : forte consolidation budgétaire aux dépens de l'activité

Le second scénario alternatif retenu est celui d'une forte consolidation budgétaire structurelle dès 2011, avec diminution des dépenses et augmentation de la pression fiscale. En effet, la menace déflationniste s'éloignant avec la reprise de la croissance mondiale, les gouvernements européens engagent des politiques d'austérité. Le programme de stabilité apparaît certes crédible aux yeux des marchés et permet de limiter la charge de la dette via une baisse des taux longs. Néanmoins, l'activité est sacrifiée. Ici, la dynamique d'assainissement des finances publiques bute sur la faiblesse de la croissance nominale, en dépit de certaines tensions inflationnistes.

- La croissance réelle du PIB zone euro est nulle. D'une part, la demande interne n'a plus aucun soutien. La diminution des dépenses publiques s'inscrit dans un contexte de demande privée encore fragile, et la hausse de la pression fiscale (graphique 6) pèse sur l'activité.

Graphique 6
Pression fiscale (en % du PIB)



D'autre part, certes la croissance mondiale repart mais le commerce extérieur pourrait n'être que d'un maigre secours en raison des faibles parts de marchés des pays de la zone euro (en dehors de l'Allemagne) dans les pays à forte croissance (émergents, exportateurs de produits pétroliers). *A fortiori*, si les pratiques protectionnistes se renforçaient, la croissance mondiale stimulerait plus modestement les exportations de biens et services européens. Enfin, parallèlement aux gouvernements, la BCE met elle aussi sa stratégie de sortie à exécution et normalise progressivement sa politique monétaire : la remontée des taux directeurs pèse alors sur l'activité.

- En conséquence de la consolidation budgétaire, des tensions inflationnistes apparaissent, liées aux hausses de la TVA et des prix administrés. De plus, la reprise de la croissance mondiale exerce des pressions à la hausse sur les prix des matières premières.

- La baisse des dépenses publiques couplée à la hausse de la pression fiscale traduit l'effort de consolidation consenti, au-delà des préconisations du PSC. Nous retenons

ici une réduction du déficit structurel de 1,5 point par an³. Cependant, la contraction de l'activité entraîne un fort déficit cyclique et pèse lourdement sur le solde budgétaire primaire.

- Le programme de consolidation budgétaire structurelle est perçu comme crédible par les marchés. Malgré la réduction tendancielle du déficit, le niveau de la dette publique demeure néanmoins très élevé, ce qui limite la détente des taux longs.

Résultats des simulations

Conscients des limites d'un tel exercice, les résultats obtenus selon les différents scénarii retenus nous semblent néanmoins intéressants.

Dans notre scénario central (Tableau 1), le déficit total se réduit très progressivement et demeure loin du niveau stabilisant (-3%), malgré une croissance nominale au potentiel. Par conséquent, le niveau d'endettement public croît continûment et atteint plus de 100% du PIB à l'horizon de prévision. La dette représente plus de deux fois les recettes budgétaires, mais ce rapport reste relativement stable dans le temps.

Tableau 1.
Hypothèses et résultats du scénario central

en % PIB	2011	2012	2013	2014	2015
croissance nominale	2,5	3,4	3,4	3,4	3,4
Δ solde cyclique	-0,25	0	0	0	0
consolidation structurelle	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Δ solde primaire	0,25	0,5	0,5	0,5	0,5
Δ charge de la dette	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1
pression fiscale	41,7	41,9	42,1	42,2	42,3
solde budgétaire	-6,7	-6,4	-6,1	-5,8	-5,4
dette	89,4	93,0	96,3	99,1	101,5
ratio dette / recettes	2,0	2,1	2,1	2,2	2,3

Le scénario déflationniste (Tableau 2) est bien évidemment le plus dangereux pour les finances publiques : le déficit total s'ouvre de façon cumulative et double entre 2010 et 2015 ; la dette s'alourdit de plus de 10 points par an en moyenne et s'affiche à 130% du PIB en 2015. La dette publique augmente jusqu'à trois fois les recettes budgétaires, un niveau jamais atteint en Europe.

³ Comme suggéré par Jean-Claude Trichet lors de la conférence de presse du 2 juillet dernier, qui préconisait un ajustement supérieur à 1 point de PIB.

Tableau 2
Hypothèses et résultats du scénario déflationniste

en % PIB	2011	2012	2013	2014	2015
croissance nominale	0,8	0,5	0,3	0,1	-0,2
Δ solde cyclique	-0,9	-0,8	-0,8	-0,7	-0,7
consolidation structurelle	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
Δ solde primaire	-1,1	-1,1	-1,0	-1,0	-0,9
Δ charge de la dette	0,1	0,2	0,2	0,3	0,4
pression fiscale	41,3	41	40,7	40,3	40
solde budgétaire	-7,9	-9,1	-10,4	-11,6	-12,9
dette	90,8	98,3	107,1	117,3	129,2
ratio dette / recettes	2,0	2,2	2,5	2,8	3,1

Dans le scénario de consolidation budgétaire (Tableau 3), l'effort fourni permet de réduire sensiblement le déficit total comparativement aux autres scénarii, qui revient au seuil des 3% à l'horizon de prévision. Cependant, la dette publique augmente toujours et dépasse 100% du PIB en 2015, à un niveau proche de celui obtenu dans notre scénario central. Le rapport entre la dette et les recettes n'augmente que modérément.

Tableau 3.
Hypothèses et résultats du scénario de consolidation

en % PIB	2011	2012	2013	2014	2015
croissance nominale	1,5	1,7	1,9	2	2,1
Δ solde cyclique	-0,75	-0,7	-0,65	-0,6	-0,55
consolidation structurelle	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
Δ solde primaire	0,75	0,8	0,85	0,9	0,95
Δ charge de la dette	0,2	0,1	0,1	0,0	0,1
pression fiscale	42,1	42,5	42,8	43,1	43,4
solde budgétaire	-6,1	-5,4	-4,7	-3,8	-2,9
dette	90,2	94,8	98,4	101,2	102,8
ratio dette / recettes	2,0	2,1	2,2	2,3	2,4

A la lecture de ces résultats, la dynamique des finances publiques en zone euro apparaît préoccupante, y compris dans les deux scénarii relativement optimistes (central / croissance nominale au potentiel vs. forte consolidation budgétaire / reprise de la croissance mondiale). En effet, au-delà des choix politiques qui guideront l'économie européenne vers l'un ou l'autre, un niveau d'endettement public égal au PIB semble être un minorant à horizon 2015. Soit une augmentation de 30 points par rapport à 2008. La question de la soutenabilité de la dette en zone euro se pose alors avec acuité.

Soutenabilité et notation souveraine

Un indicateur traditionnellement suivi par les agences de notation en ce qui concerne la soutenabilité des finances

publiques est le ratio dette / recettes budgétaires (Tableau 4, graphique 7).

Tableau 4
Notation dette de long terme souveraine en €
(tri sur note de S&P)

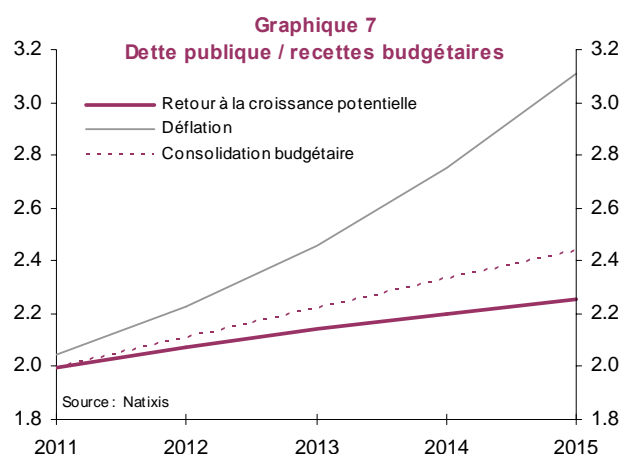
	Moody's	S&P	Fitch	Dette / recettes*
Autriche	Aaa	AAA	AAA	1,3
Finlande	Aaa	AAA	AAA	0,6
France	Aaa	AAA	AAA	1,4
Allemagne	Aaa	AAA	AAA	1,5
Luxembourg	Aaa	AAA	AAA	0,3
Pays Bas	Aaa	AAA	AAA	1,3
Belgique	Aa1	AA+	AA+	1,8
Espagne	Aaa	AA+	AAA	1,1
Irlande	Aa1	AA	AAA	1,3
Italie	Aa2	A+	AA--	2,3
Portugal	Aa2	A+	AA	1,5
Grèce	A1	A-	A	2,4

Sources : Bloomberg, Datastream

* en 2008

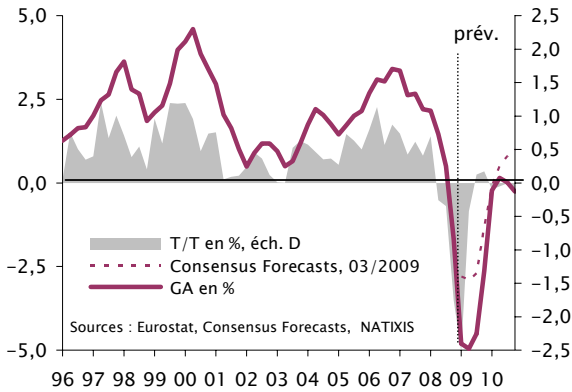
Il semble à cet égard qu'un seuil de sensibilité se situe autour de 1,5 : aucun des pays membres de la zone euro noté AAA n'excède ce niveau, tandis que les trois pays les moins bien notés (Italie, Portugal et Grèce) affichent un ratio supérieur ou égal à 1,5.

A l'échelle de la zone euro, ce seuil sera dépassé dès cette année (autour de 1,8) et le ratio avoisinera 2 à horizon 2011. Nous sommes donc d'ores et déjà dans une zone de possible baisse des notations. Par la suite, la dette publique pourrait représenter entre 2,3 et 2,4 fois le montant des recettes budgétaires en 2015 (scénario central et scénario de consolidation), soit le niveau actuel de l'Italie et de la Grèce. Le ratio serait même supérieur à 3 dans un scénario déflationniste. La possibilité d'une crise souveraine dans ce scénario, ou d'ajustement monétaire violent n'est plus une vue de l'esprit.

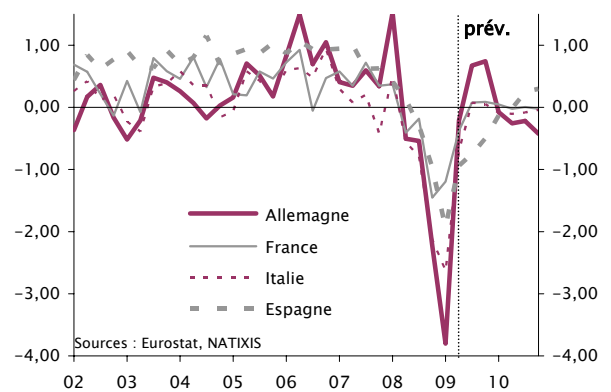


Principaux indicateurs :

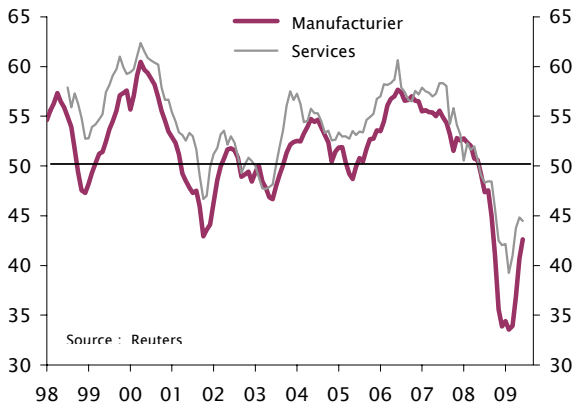
PIB zone euro



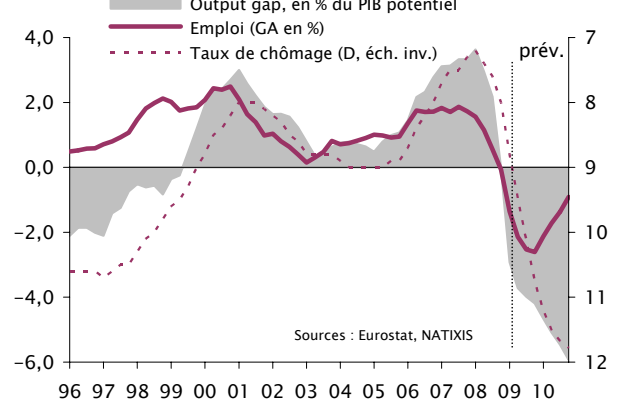
PIB: Les 4 grands pays de la zone euro (T/T, %)



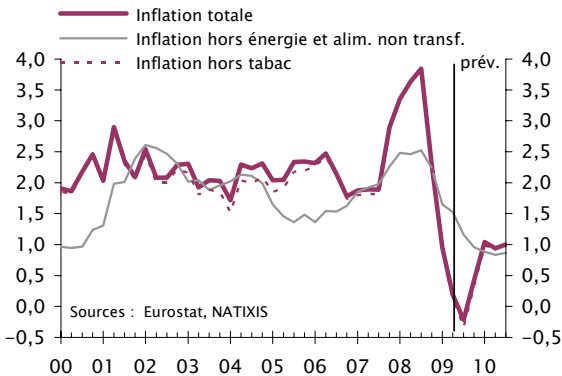
Indices PMI zone euro



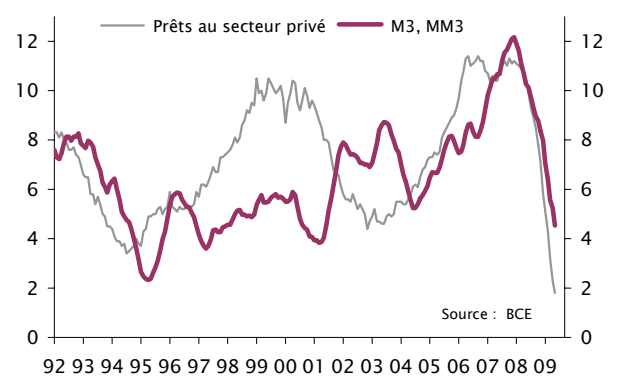
Marché du travail zone euro et output gap



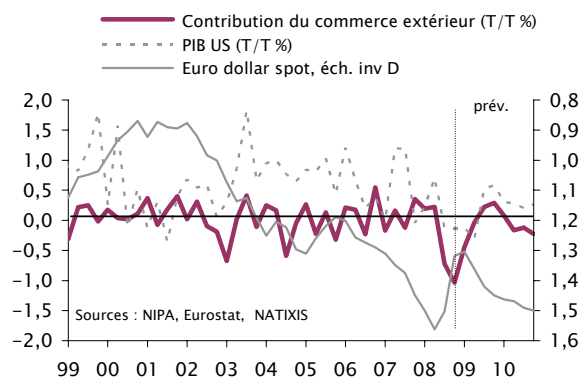
Prix à la consommation (moy. trim.)



M3 et crédits au secteur privé (GA en %)



Commerce extérieur, change et croissance US



Taux de change et balance courante zone euro

