

# SPECIAL REPORT

## RECHERCHE ÉCONOMIQUE

29 juillet 2011 - N° 74

Patrick ARTUS

### Au dessus de quel taux d'intérêt les pays sont-ils en difficulté ?

Nous regardons la situation des pays de la zone euro en difficulté avec leurs finances publiques mais qui se financent encore sur les marchés financiers : Espagne, Italie, Belgique, France.

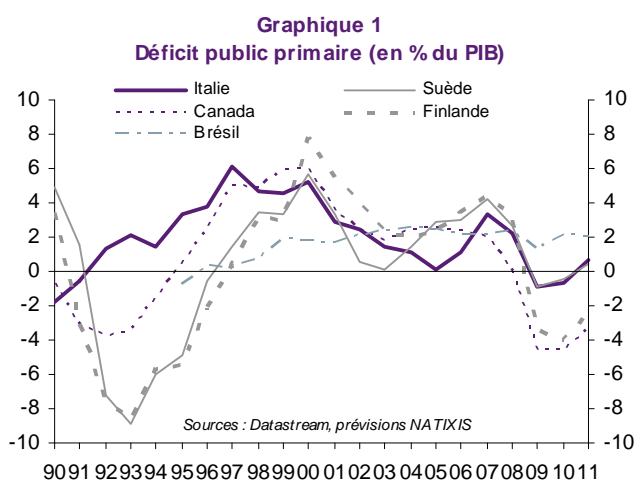
Nous estimons l'excédent budgétaire primaire maximum que des pays peuvent mettre en place (3 % du PIB) et nous calculons, compte tenu de leur taux d'endettement public et de leur croissance, le taux d'intérêt à long terme maximum qu'ils peuvent supporter (accepter de payer) :

6,80 % pour l'Espagne  
 5,0 % pour l'Italie  
 6,90 % pour la Belgique  
 6,70 % pour la France

Si le taux d'intérêt de marché passe au dessus de ce niveau pour un pays (ce qui est le cas pour l'Italie), il devrait demander l'aide de l'Europe et arrêter de se financer sur les marchés.

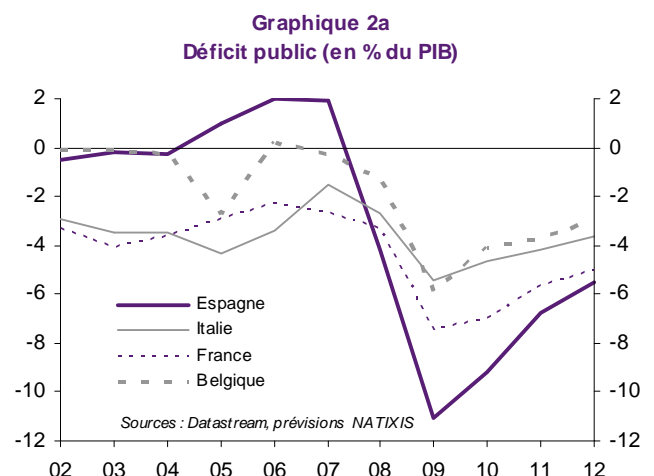
#### 1- Quel est l'excédent budgétaire primaire maximum qu'un pays peut réaliser ?

Nous regardons les expériences de consolidation budgétaire réussies du passé, et regardons quel est le niveau maximum réalisable d'excédent budgétaire primaire (graphique 1). On voit qu'on peut l'estimer à 3 % du PIB : un niveau plus élevé n'est atteint que transitoirement

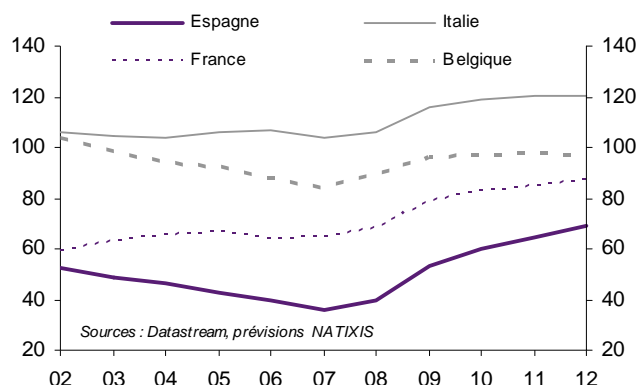


#### 2- La situation des pays de la zone euro en difficulté avec leurs finances publiques

Nous regardons les cas des pays qui ont des déficits publics (graphique 2a) ou des dettes publiques (graphique 2b) importants, mais qui se financent encore sur les marchés financiers.



**Graphique 2b**  
Dette publique (en % du PIB)



Pour que ces pays puissent continuer à se financer sur les marchés financiers, **il faut que l'excédent budgétaire primaire nécessaire pour que le taux d'endettement public soit stabilisé soit réalisable.**

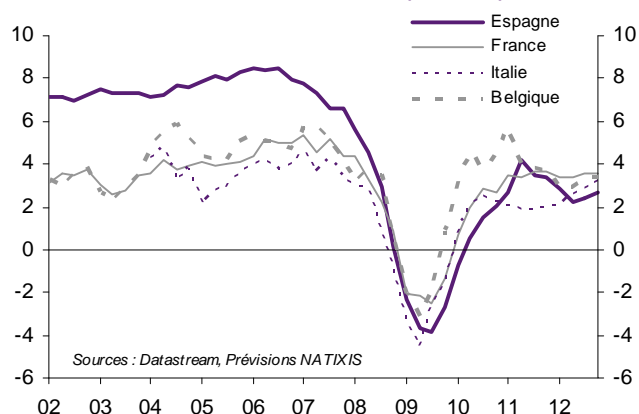
Si cet excédent primaire nécessaire est trop élevé, le taux d'endettement public diverge, le pays devient insolvable s'il continue à s'endetter sur les marchés financiers.

L'excédent budgétaire primaire nécessaire à la stabilisation de l'endettement public est donné par :

$$\frac{1}{100} \text{ dette publique \% PIB } \times (\text{taux d'intérêt} - \text{croissance en \% valeur})$$

Le taux d'endettement public des 4 pays analysés est donné sur le graphique 2b ; leur croissance nominale prévue sur le graphique 3.

**Graphique 3**  
Croissance du PIB valeur (GA en %)



### 3- Taux d'intérêt à long terme maximum

Pour que les pays puissent continuer à s'endetter sur les marchés financiers, il faut donc que :

$$\frac{1}{100} \text{ dette publique \% PIB } \times (\text{taux d'intérêt} - \text{croissance en \% valeur}) < 3 \%$$

Soit :

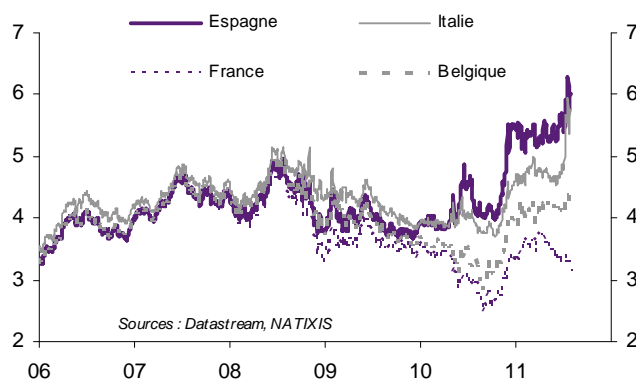
$$\text{Taux d'intérêt} < \text{croissance en valeur} + \frac{300}{\text{dette publique \% PIB}}$$

Ce qui donne aujourd'hui, **pour le taux d'intérêt à long terme maximum acceptable :**

6,80 % pour l'Espagne  
5,0 % pour l'Italie  
6,90 % pour la France  
6,70 % pour la Belgique

Et ce qu'il faut comparer aux taux d'intérêt de marché de ces pays (**graphique 4**).

**Graphique 4**  
Taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat



On voit que **l'Espagne a une marge (80 points de base), que la France et la Belgique ont une très grande marge (350 points de base pour la France, 250 points de base pour la Belgique, mais que l'Italie est déjà au dessus du taux d'intérêt maximum compatible avec la solvabilité.**