

GIPS : dettes publiques, dettes privées

Thibault Mercier

Fin 2009, la révélation de l'ampleur du déficit budgétaire grec a précipité la crise des dettes souveraines en zone euro. Au sein d'une union monétaire les investisseurs allouent leur épargne sans supporter de risque de change, ce qui renforce les possibilités d'arbitrage. Les déséquilibres des GIPS (Grèce, Irlande, Portugal, Espagne), latents depuis plusieurs années, se sont pleinement matérialisés avec le désengagement massif des investisseurs en quête de « safe havens ». La crainte du défaut de paiement et l'absence de mécanisme de résolution ont alimenté la hausse des taux d'intérêt au risque de susciter une prophétie « auto réalisatrice ». Au plus fort de la crise (été 2012), les écarts de taux d'intérêt au sein de la zone euro entre pays du cœur et de la périphérie atteignaient des niveaux critiques. Face à ce risque de fragmentation financière au sein de l'Union, la Banque centrale européenne (BCE) a été amenée à intervenir.

Avant le déclenchement de la crise de la dette, la supervision européenne se focalisait sur les ratios de déficit et dette publics rapportés au PIB, une approche trop réductrice pour appréhender la soutenabilité des finances publiques. Les difficultés budgétaires des GIPS résultent en effet autant de déséquilibres macroéconomiques que d'une mauvaise gestion des finances publiques *stricto sensu* (hormis peut-être en Grèce). La convergence nominale entre pays du cœur et pays de la périphérie au cours de la période 2001-2007 s'est accompagnée d'une divergence des taux de change effectifs réels.

La crise de la dette en Europe s'apparente aussi à une crise de balance des paiements. En l'absence d'union budgétaire, l'ajustement dans les pays périphériques (Espagne, Grèce, Portugal, Irlande) suppose une réduction des déficits publics structurels mais aussi celle des écarts de compétitivité : un exercice difficile qui appelle une réponse européenne concertée.

Depuis le début de la crise, l'impératif de maîtrise des finances publiques donne lieu à un débat sur le dosage approprié du resserrement budgétaire. La réévaluation à la hausse de la taille des multiplicateurs budgétaires, notamment par le Fonds monétaire international (FMI), a ouvert la voie à un rééquilibrage des politiques publiques vers moins d'austérité et davantage de réformes structurelles. Ces dernières ont souvent des effets de court terme négatifs sur l'activité mais elles contribuent à réduire le déficit budgétaire structurel *via* la hausse de la croissance potentielle.

Alors que les déséquilibres extérieurs des GIPS ont été largement résorbés, la question de la soutenabilité de leurs dettes publiques continue de faire débat. Dans la première partie de cet article nous revenons sur les différents déterminants de la soutenabilité des finances publiques. Dans les deuxième et troisième parties, nous soulignons les difficultés de l'ajustement budgétaire en zone euro. Enfin, dans une dernière partie, nous proposons des simulations de dettes publiques à horizon 2020 pour l'Espagne, l'Irlande et le Portugal. Ces dernières montrent que les dettes publiques de ces pays demeurent soutenables dans notre scénario central.

Qu'est-ce qu'une dette soutenable ?

Contrairement à la notion de solvabilité, qui fait référence à la capacité de rembourser ses dettes à un instant donné, la soutenabilité des finances publiques s'appréhende en dynamique. Parce que la durée de vie d'un Etat, comme sa capacité à augmenter ses revenus, est théoriquement illimitée, la dette publique n'a jamais besoin d'être intégralement remboursée à un instant t . En revanche, son service (charge d'intérêts et tombées de dettes) doit être honoré, notamment en renouvelant les titres arrivant à échéance, ce qui exige la confiance des investisseurs (voir encadré 1).

Stock et flux

La première appréciation de la soutenabilité des finances publiques repose souvent sur l'observation du ratio de dette publique sur PIB. Comparer le stock de dette publique au revenu national n'est qu'un point de départ. Un même ratio d'endettement public peut ainsi recouvrir des réalités extrêmement diverses. Toutes choses égales par ailleurs, un stock de dette publique de 200% du PIB contractée à une maturité moyenne de 20 ans sera plus facile à assumer qu'une dette de 100% du PIB contractée à une maturité moyenne de 5 ans. La différence réside dans les flux de dette à rembourser chaque année. Dans le premier cas, en considérant un amortissement linéaire, 10 points de PIB de dette arriveront à échéance tous les ans contre 20 points de PIB par an dans le second cas. De même, le taux d'intérêt moyen auquel la dette a été contractée influe sur la charge d'intérêt et donc la soutenabilité. En pratique, c'est le service de la dette et la capacité à l'honorer qui importe.

Le stock de dette publique est, bien entendu, un paramètre important car il joue sur les flux à rembourser. Un niveau élevé de dette publique peut entraîner, par ailleurs, deux types de coûts économiques susceptibles de réduire la croissance : un effet d'éviction de l'investissement privé et une hausse de la fiscalité pour payer les intérêts.

Encadré 1

Condition de transversalité et jeux de Ponzi

Une politique budgétaire est insoutenable si elle conduit à une accumulation « excessive » de dette publique. A chaque période, l'Etat fait face à une contrainte de financement qui peut s'écrire de la façon suivante :

$$\Delta B_t = (G_t + \rho_t B_{t-1}) - R_t = (G_t - R_t) + \rho_t B_{t-1}$$

Où ΔB_t est la variation de la dette publique, R_t les recettes totales, G_t les dépenses publiques hors charges d'intérêts, ρ_t l'écart critique, c'est-à-dire l'écart entre le taux d'intérêt (nominal ou réel) et le taux de croissance (nominal ou réel).

Une politique budgétaire est considérée comme soutenable si la valeur de la dette actualisée à l'infini tend vers zéro. Cette condition, dite de transversalité, revient à exclure le financement de la dette via un jeu à la Ponzi qui consiste à emprunter indéfiniment pour assurer le service de la dette. La condition de transversalité peut s'écrire de la manière suivante :

$$\lim_{n \rightarrow \infty} \frac{B_{t+n+1}}{(1 + \rho)^{t+n}} = 0$$

En faisant l'hypothèse que l'écart critique (le facteur d'actualisation) est une constante positive, la satisfaction de la condition de transversalité suppose le respect d'une contrainte budgétaire inter temporelle qui implique que la dette actuelle soit couverte par la somme actualisée des surplus primaires futurs. La contrainte budgétaire inter temporelle peut s'écrire de la manière suivante :

$$B_t = \sum_{n=0}^{+\infty} \frac{R_{t+n} - G_{t+n}}{(1 + \rho)^{t+n}}$$

Un ratio d'endettement stable en moyenne garantit donc une politique budgétaire soutenable. Le niveau auquel la dette est stabilisée n'est pas pour autant indifférent. Plus une dette publique est élevée et plus l'excédent primaire nécessaire à sa stabilisation est important quand il y a hausse du taux d'intérêt ou ralentissement de la croissance. Dans le cadre du pacte de stabilité et de croissance, le respect d'un déficit public de 3% du PIB garantit une dette publique stable à 60% du PIB avec une croissance de 3% par an et une inflation de 2%. Il ne s'agit pas pour autant d'un seuil « limite » de soutenabilité valable pour tous les pays à toutes les époques. En pratique, la soutenabilité d'une politique budgétaire dépend étroitement de la capacité politique et/ou institutionnelle à modifier les paramètres de l'équilibre intergénérationnel lorsque celui-ci est menacé.

Soutenabilité des modèles de croissance

Le PIB est un agrégat sur lequel les pouvoirs publics s'appuient pour apprécier, de manière globale, leur potentiel de recettes. Sa croissance, instantanée et, surtout, de long terme, sont des critères essentiels dans l'évaluation de la soutenabilité des finances publiques.

Suite à l'entrée dans la zone euro, les finances publiques des GIPS ont été assises sur des modèles de croissance insoutenables, affichant ainsi une solidité trompeuse. Entre 2001 et 2007, l'Espagne bénéficiait d'un excédent public en 2005, 2006 et 2007, l'Irlande toutes les années à l'exception de 2002. Fin 2010, ces deux pays accusaient pourtant les déficits publics les plus importants de la zone euro (12% du PIB hors recapitalisation bancaire pour l'Irlande et 9,2% du PIB pour l'Espagne). L'éclatement de la bulle immobilière a considérablement détérioré leurs finances publiques. Excédentaire de 1,9% du PIB en 2007, le solde public espagnol a été déficitaire de 11,2% du PIB en 2009. Selon la Commission européenne, cet écart de 13,1 points de PIB s'explique pour 3,6 points par les effets de la récession et les mesures de relance de l'activité. Le reste (9,5 points de PIB) est considéré comme une perte permanente de recettes liée à l'effondrement du secteur immobilier, qu'il s'agisse des prix ou du volume d'activité.

Les bulles immobilières et de crédit en Espagne et en Irlande ont conduit à surestimer l'activité potentielle. Des dépenses, auparavant financées par les recettes liées au boom, ont été financées par voie d'endettement. De nouvelles dépenses sont apparues par ailleurs, liées notamment à la hausse du chômage structurel. Estimé à travers le taux NAIRU (*Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment*), le niveau du chômage structurel atteignait, d'après la Commission européenne, 21,5% en Espagne en 2012 et 13,4% en Irlande. La baisse d'activité consécutive à ce choc négatif a déséquilibré durablement les finances publiques et, en particulier, les systèmes de sécurité sociale. Au-delà des efforts, de consolidation actuellement consentis, des réformes structurelles visant les systèmes de pension, de santé et d'assurance chômage peuvent se révéler nécessaires.

Cadre institutionnel

Au-delà de la croissance de l'activité, il faut également prendre en compte la capacité de l'Etat à transformer les revenus nationaux en recettes budgétaires.

L'efficacité de la collecte de l'impôt et la capacité à transformer la fiscalité et/ou la structure des dépenses sont des atouts importants. Un alourdissement de la pression fiscale est possible, mais l'expérience passée dans les pays de l'OCDE suggère que les redressements opérés par le seul levier de l'impôt sont rarement pérennes et peuvent mettre en danger le contrat social. En outre, les dépenses publiques présentent des degrés d'inertie différents selon leur nature (dépenses discrétionnaires, prestations sociales, dépenses de fonctionnement, etc.). L'environnement institutionnel et politique est donc un élément clé pour apprécier la flexibilité du cadre budgétaire et sa capacité à s'adapter à la conjoncture (voir encadré 1).

Le cadre institutionnel influe sur les ressources « internes » de l'Etat mais aussi sur ses ressources « externes », c'est-à-dire sa capacité à obtenir des financements extérieurs. Une banque centrale qui agit comme prêteur en dernier ressort et peut assurer des taux modérés offre un filet de sécurité aux pouvoirs publics, dès lors que la confiance dans la monnaie n'est pas affectée. Cette soupape est particulièrement importante quand, pour un même endettement public, deux niveaux différents de taux d'intérêt, un « haut » et un « bas », conduisent à une dette soutenable (« bon » équilibre) ou insoutenable (« mauvais » équilibre). L'intervention de la Banque centrale peut aider à maintenir le bon équilibre si la situation le requiert.

Richesse de la nation et dette privée

Une base captive de prêteurs réduit aussi considérablement le risque de refinancement. Le Japon, dont la dette publique s'élève à plus de 200% du PIB, peut compter sur une abondante épargne nationale privée pour financer la dette publique à bas coût. Les taux d'intérêt à 10 ans sur la dette publique japonaise sont inférieurs à 1%. L'exemple japonais montre l'importance de la richesse de la nation prise dans son ensemble. Un pays dans lequel les contribuables sont riches pourra supporter une dette publique plus élevée. A l'inverse, un secteur privé fortement endetté constitue une dette « contingente » pour le secteur public. En Espagne, la dette totale du pays (dette publique plus dette privée des agents non financiers) est restée sensiblement inchangée depuis 2010, à 263% du PIB. En revanche, la composition s'est modifiée. La dette privée a baissé de 30 points de PIB qui sont venus directement alimenter la dette publique. En définitive,

l'excès d'endettement privé de la décennie passée se retrouve aujourd'hui au passif de l'Etat.

La situation financière du secteur privé influe aussi souvent sur la détention géographique de la dette publique. Une épargne privée abondante est généralement associée à une forte détention domestique de la dette publique (« biais domestique »). Dans ce cas, les paiements d'intérêts sur la dette publique sont un transfert de revenus au sein d'une même économie. Même si ce circuit peut entraîner un effet d'éviction, il offre une soupape de sureté en cas de stress. La position internationale d'investissement (les actifs nets de la nation prise dans son ensemble) est de ce fait une dimension importante de la soutenabilité de la dette publique.

Crédibilité budgétaire

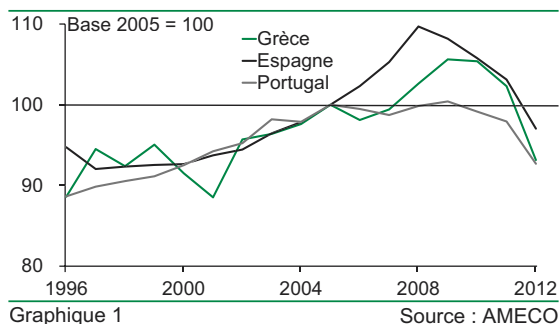
Enfin, les financements extérieurs sont généralement assurés par les marchés financiers dès lors que les Etats conservent leur confiance. Cette dernière repose sur l'idée qu'une hausse rapide de l'endettement public ne débouche pas sur une impasse (ou un jeu de Ponzi, voir encadré 1). La crédibilité budgétaire est essentielle pour assurer des taux d'intérêt modérés. Les gouvernements se fixent, ou se voient fixer, des objectifs budgétaires à court/moyen terme. L'ancrage s'effectue sur des cibles d'endettement public (dette publique/PIB) à respecter, bien que ce ratio ne permette pas d'appréhender complètement la soutenabilité de la dette publique. Ainsi, par exemple, dans le cadre de son programme de financement, la Grèce est supposée atteindre un ratio d'endettement public de 124% du PIB en 2020. Les Etats européens, qui sont ses principaux créanciers, se sont par ailleurs engagés à aménager leurs créances afin que ce même ratio soit ramené substantiellement sous la barre des 110% à horizon 2022 dès lors que l'Etat grec affichera un excédent primaire. Pourtant, depuis les accords de novembre 2012¹, le service de la dette grecque a été considérablement réduit. La BCE s'est également engagée à reverser aux Etats membres les éventuels profits réalisés sur le portefeuille de dette publique grecque qu'elle détient. Ces derniers pourront ensuite les transférer à l'Etat grec. En termes de flux de remboursement, la dette publique grecque apparaît donc soutenable, mais le FMI insiste pour que le ratio d'endettement baisse rapidement. Dans un univers incertain, il s'agit d'une condition pour que le pays réintègre les marchés financiers.

Le devoir de Convergence

Crise de balance des paiements

La période 2001-2007 s'est caractérisée dans la zone euro à la fois par une convergence nominale et une divergence réelle entre pays du cœur et pays de la périphérie. Les taux d'intérêt des GIPS ont convergé vers ceux de l'Allemagne en dépit de taux d'inflation nettement supérieurs. Cette situation s'explique, d'une part, par une politique monétaire trop accommodante pour les GIPS et, d'autre part, par une faible discrimination des risques par les prêteurs. Elle a généré des taux d'intérêt réels très faibles, voire négatifs, chez les GIPS, qui ont favorisé une allocation sous-optimale des ressources de l'économie vers les secteurs protégés (services publics non marchands, construction, biens et services non échangeables) caractérisés par de faibles gains de productivité. La baisse de la productivité de l'ensemble de l'économie, combinée à une hausse rapide des salaires, a provoqué une envolée des coûts salariaux unitaires (CSU). Les taux de change effectifs réels se sont, en conséquence, fortement appréciés (voir graphique 1). L'entrée dans la zone euro s'est accompagnée d'un sentiment, illusoire, d'une disparition des contraintes de financement extérieur.

Taux de change effectif réel basé sur les coûts unitaires du travail

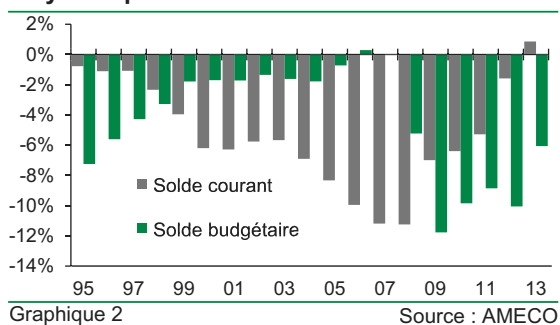


Au cours de la période 2000-2008, le déficit courant a atteint en moyenne 13,2% du PIB par an en Grèce, 9,8% au Portugal et 6,5% en Espagne. Sur la période 1995-1999, il avait atteint respectivement 5,8% du PIB, 6,1% du PIB et 0,8% du PIB. Les déficits courants des pays du Sud au cours de la décennie passée reflètent une hausse excessive de la demande intérieure, elle-même alimentée par le développement des secteurs abrités (secteur public en Grèce, immobilier en

Espagne, services non échangeables au Portugal). En Espagne par exemple, la part du secteur de la construction dans le PIB a constamment augmenté au début des années 2000 pour culminer à 12% en 2006 alors qu'elle s'était stabilisée autour de 6% dans la zone euro. La croissance de la demande intérieure a été bien plus rapide que l'offre de biens et services. Elle a donc été satisfaite par l'extérieur et, notamment, les pays créanciers nets de la zone euro (Allemagne, Pays-Bas, Autriche, Luxembourg). Il apparaît avec le recul que cette détérioration de la position extérieure nette des pays du Sud² les a rendus très vulnérables aux rapatriements de capitaux qui ont suivi la crise de 2008-2009. Dans ce contexte, l'effondrement de la demande intérieure et des recettes fiscales a grandement creusé les déficits publics qui jusqu'alors demeuraient relativement contenus, hormis en Grèce³.

Au-delà de la gestion des finances publiques, ce sont les déséquilibres macroéconomiques des pays périphériques qui expliquent la crise des dettes souveraines en zone euro (voir graphique 2). Jusqu'à la mise en place du *six-pack*⁴, les déficits courants excessifs des pays du Sud de la zone euro (Espagne, Grèce, Portugal) ne faisaient l'objet d'aucune surveillance. La possibilité d'une crise de balance des paiements étant exclue par l'existence d'une monnaie unique, la supervision européenne se limitait aux finances publiques.

Solde budgétaire et courant (en % du PIB), moyenne pondérée des GIPS



Depuis 2010, les GIPS sont engagés dans un double ajustement : la correction simultanée des déficits publics structurels et des importants écarts de compétitivité creusés avec le reste de l'Union économique et monétaire (UEM) depuis le début des années 2000.

Dévaluation interne...

Au sein d'une union monétaire, l'amélioration de la compétitivité-coût ne peut passer que par une modération des prix et des salaires. Compte tenu des rigidités nominales qui affectent souvent les économies européennes, cette « dévaluation interne » implique une hausse du chômage suivie d'une baisse des salaires réels et enfin de celle des prix. Cet ajustement est socialement très coûteux.

Il peut être réalisé de manière moins coûteuse en emplois dans le cadre d'un contrat social où les partenaires s'accordent sur une forte modération salariale, impliquant à la fois les salariés du secteur public et du secteur privé. En pratique, il s'agit souvent de donner plus de latitude aux entreprises en assouplissant les règles d'embauches et de licenciements et/ou en leur donnant plus de pouvoir dans les négociations salariales (au détriment des accords de branche).

Dans un premier temps, les salaires sont rigides à la baisse, compte tenu notamment des intervalles plus ou moins longs auxquels les négociations entre firmes et employés ont lieu. L'ajustement tend alors à passer très largement par la réduction des effectifs, surtout lorsque la demande anticipée est faible. Entre le point bas (2007 ou 2008 selon les pays) et 2012, le taux de chômage a augmenté de 16,7 points en Grèce, 7,4 points au Portugal et 16,7 points en Espagne. Dans ces pays, l'emploi a baissé plus vite que la production, reflétant pour partie l'effondrement des secteurs abrités. La productivité apparente du travail s'est alors redressée, expliquant l'essentiel des baisses de coûts salariaux unitaires.

Dans un deuxième temps, les salaires tendent à gagner en flexibilité et réagissent à la hausse du chômage. L'ajustement se fait alors par la réduction des salaires à l'embauche et la modération des revalorisations salariales. Ce mécanisme est d'autant plus lent que le marché du travail est dual et que les négociations salariales sont centralisées. Entre 2009 et 2012, les salaires par tête (charges comprises) ont baissé de 9,8% en Grèce mais de seulement 1,4% au Portugal et sont restés stables, à 0,2%, en Espagne⁵.

Enfin, l'ajustement des prix n'intervient que dans un troisième temps, les coûts des ajustements de prix en continu pour les entreprises étant souvent plus importants que les gains de parts de marché. En moyenne, la durée entre deux changements de prix est de trois trimestres mais elle peut être beaucoup plus longue si la

concurrence sur les marchés des biens et services est insuffisante. Entre 2009 et 2012, les taux de marge des entreprises (excédents bruts d'exploitation sur valeur ajoutée) ont augmenté de 8,7 points en Grèce, 1,8 point au Portugal et 4,8 points en Espagne. L'inertie des prix se traduit par une perte importante de pouvoir d'achat. Déflatés par les prix à la consommation, les salaires ont baissé de 16,9% en Grèce, 8,2% au Portugal et 6,6% en Espagne entre 2009 et 2012. La perte de pouvoir d'achat a été d'autant plus forte que les hausses de TVA ont aussi contribué à gonfler l'inflation.

Contrairement à une dévaluation du taux de change nominal, une dévaluation interne ne produit une amélioration de la compétitivité-prix qu'à moyen terme. Elle est inefficace si les réformes du marché du travail ne s'accompagnent pas d'une ouverture à la concurrence des marchés des biens et services et, en particulier, des secteurs protégés de l'économie. Il s'agit là également d'une condition nécessaire à la réallocation durable des ressources vers les secteurs des biens et services échangeables. En Irlande, où les marchés du travail des biens et services sont plus flexibles, l'ajustement a été moins coûteux en emploi et en pouvoir d'achat. Entre 2009 et 2012, les salaires (charges comprises) ont baissé de 1,7% en termes nominaux et de seulement 2,6% en termes réels (déflaté par les prix à la consommation). Le taux de chômage a augmenté de 10 points depuis 2007, mais une partie importante de la hausse est liée à l'éclatement de la bulle immobilière. Depuis 2009, le taux de chômage a augmenté de seulement 2,7 points en Irlande contre 7 points en Espagne.

...versus consolidation budgétaire

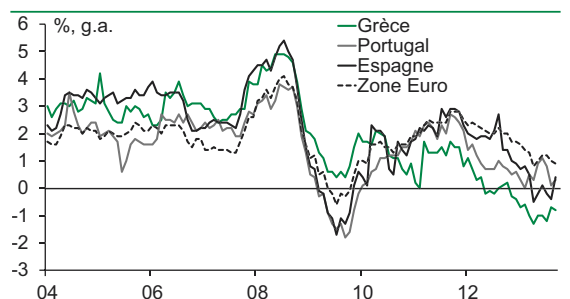
Après trois ans d'ajustement, les pays du Sud ont largement comblé leur déficit de compétitivité. Entre 2009 et 2012, les CSU ont baissé de 9,4% en Grèce, 8% en Espagne et 6,7% au Portugal. Sur la même période, les taux de change effectifs réels ont diminué de respectivement 11,8%, 11,5% et 7,7% (voir graphique 1). Cependant, la dévaluation interne est entrée en conflit avec la consolidation budgétaire. Les rigidités nominales à court terme ont entraîné une forte contraction des variables réelles (emploi, pouvoir d'achat, activité). La baisse brutale de la demande intérieure a considérablement ralenti l'ajustement budgétaire. Pour 2013, la Commission européenne prévoit que les déficits publics, en dépit des efforts considérables engagés depuis 2010-2011, seront toujours excessifs, attendus (dans le meilleur des cas) à

3,8% du PIB en Grèce, 5,5% du PIB au Portugal et 6,5% du PIB en Espagne.

Une réelle convergence

Reconquête de la compétitivité et consolidation budgétaire sont donc aujourd'hui deux objectifs contradictoires du fait des rigidités nominales. Ceux-ci s'opposent aussi dans l'idée : alors que les pays périphériques auraient besoin d'une inflation élevée pour alléger la charge réelle de leur dette, ils doivent maintenir une inflation faible pour restaurer leur compétitivité. Ces deux impératifs pourraient être réconciliés si les anticipations d'inflation présidaient à la formation des taux d'intérêt (autrement dit, si la faiblesse de l'inflation entraînait une baisse des taux). Or, ces derniers sont aujourd'hui largement déterminés par les primes de risques de solvabilité. Les contraintes propres à l'UEM (interdiction de monétiser les dettes publiques, refus de les mutualiser) exposent les dettes publiques de la périphérie à un risque d'équilibres multiples, maintenant des taux d'intérêt élevés en dépit d'une inflation quasi nulle. Les données d'inflation à taux de taxation constants calculées par Eurostat montrent que, sur les huit premiers mois de l'année, la Grèce accusait un recul des prix à la consommation de 0,9%, l'Espagne une inflation de 0,1% et le Portugal de 0,5% (voir graphique 3). Pour la zone euro dans son ensemble, l'inflation à taux de taxation constant a atteint 1,2%. Compte tenu d'une croissance potentielle atone, la faiblesse de l'inflation chez les GIPS menace leurs finances publiques d'insoutenabilité. Le dépassement de la contradiction entre rééquilibrage des comptes courants intra-UEM et réduction des dettes publiques appelle une réponse européenne commune et concertée.

Taux d'inflation à taux de taxation constant



Graphique 3

Source : Eurostat

La plus efficace serait sans doute que la Banque centrale européenne rachète une partie de la dette publique des pays périphériques sur le marché secondaire pour faire baisser les rendements. En effet, si les taux d'inflation dans les pays périphériques sont condamnés à rester proches de zéro, il faudrait que les taux d'intérêt nominaux baissent et se rapprochent de leur taux de croissance potentielle pour éviter un effet « boule de neige ». Toutefois, l'achat de dette publique à grande échelle par la Banque centrale est difficilement concevable tant les divergences européennes à ce sujet sont importantes. Elle pourrait, par ailleurs, nécessiter une révision des traités européens.

Une alternative serait la stimulation de la demande intérieure dans les pays affichant un excédent courant important, i.e. les pays où l'épargne nationale excède significativement les investissements (Allemagne, Pays-Bas, Autriche, Luxembourg notamment) mais ne circule plus dans la zone euro. Cela permettrait d'accélérer la croissance moyenne des prix dans l'UEM et ainsi relever le niveau d'inflation en deçà duquel les pays périphériques regagnent en compétitivité vis-à-vis des autres Etats membres. Une hausse de l'inflation pourrait également engendrer une dépréciation de l'euro. Avec une inflation moyenne en zone euro bien en deçà des 2% visés par la BCE, les marges de manœuvre existent.

Austérité versus Croissance

Solde structurel, solde cyclique

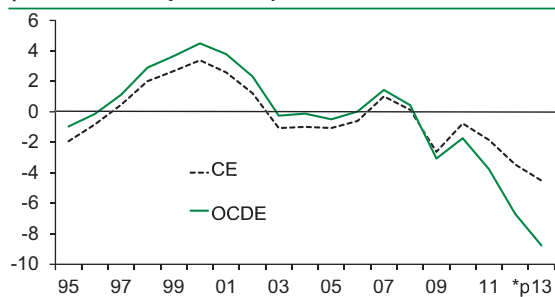
La décomposition du solde public total (ou « nominal ») en un solde structurel et un solde cyclique (ou conjoncturel)⁶ permet, en théorie, d'appréhender le « vrai » état des finances publiques. La partie structurelle du déficit public est indépendante de la conjoncture. Elle ne peut, par conséquent, être modifiée sans un changement permanent de la structure des dépenses et/ou des recettes. La partie cyclique est celle qui correspond à la position de l'économie dans le cycle (*output gap* ou la différence entre l'activité observée et l'activité potentielle, exprimée en pourcentage de l'activité potentielle). Un *output gap* négatif implique un déficit cyclique, un *output gap* positif, un excédent cyclique. Une croissance supérieure au taux potentiel améliore cycliquement les finances publiques. A l'inverse, une croissance trop faible, et *a fortiori* une récession, détériore les comptes publics. Quand l'activité est égale à son niveau potentiel, le solde public est égal à sa composante structurelle. Depuis l'entrée en vigueur du traité pour la

Stabilité, la Coordination et la Gouvernance (TSCG), le 1^{er} janvier 2013, l'objectif d'un déficit public structurel égal à 0,5% du PIB à moyen terme s'est ajouté à celui d'un déficit public « nominal » à 3% du PIB, défini par les critères de Maastricht.

En pratique, la distinction entre déficit structurel et déficit cyclique est cependant plus incertaine. Le solde structurel est obtenu par différence entre le solde public nominal et le solde cyclique, lui-même calculé à partir de l'estimation de l'*output gap* et de l'élasticité des recettes budgétaires à cet écart. Plus l'*output gap* est large et plus la partie cyclique du solde budgétaire est importante, ce qui réduit, toutes choses égales par ailleurs, la part structurelle.

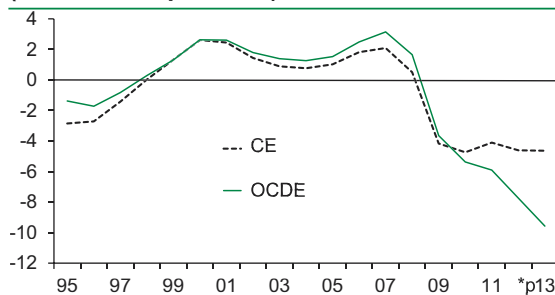
L'estimation de l'*output gap* revêt dès lors une importance cruciale quand il s'agit d'appréhender la situation des finances publiques. Elle peut faire l'objet de divergences notables. Ainsi, depuis 2010, la Commission européenne et l'OCDE ont des estimations significativement différentes de la croissance potentielle des GIPS et, par conséquent, de l'*output gap* (voir graphiques 4 à 6). La Commission européenne a des prévisions de croissance potentielle nettement moins favorables que celles de l'OCDE jusqu'en 2014. Aussi les déficits publics structurels sont beaucoup plus importants selon la Commission.

Portugal : output gap (en % du PIB potentiel)



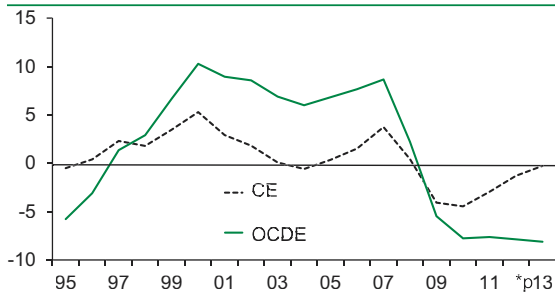
Graphique 4 Sources : Commission européenne*, OCDE

Espagne : output gap, (en % du PIB potentiel)



Graphique 5 Sources : Commission européenne*, OCDE

Irlande : output gap, (en % du PIB potentiel)



Graphique 6 Sources : Commission européenne*, OCDE

L'appréciation du véritable niveau du déficit public structurel peut donc être sujette à débats et révisions (voir encadré 2). Dans une approche dynamique, la distinction structurel/conjoncturel permet toutefois de séparer l'effort budgétaire engagé *ex ante* (c'est-à-dire la variation du solde structurel) du résultat *ex post* et ainsi d'éviter les cercles vicieux austérité-récession. Dans le cadre de la procédure pour déficit excessif, la Commission européenne demande aux Etats concernés d'engager un certain effort structurel, sur la base des dernières prévisions disponibles, afin d'atteindre une cible de déficit public nominal. Cette dernière peut, toutefois, être assouplie si l'activité se trouve plus faible que prévu. De la même manière, l'appréciation de l'effort budgétaire vaut pour une hypothèse donnée de croissance potentielle. Une révision à la hausse (baisse) de la croissance potentielle peut conduire à une réévaluation à la hausse (baisse) de l'effort structurel fourni.

Trop d'austérité tue l'assainissement

Des travaux économétriques suggèrent que la baisse des déficits publics tend à réduire les primes de risques, tandis que la faiblesse de l'activité les accroît (Cottarelli et Jaramillo, 2012). Le dosage de l'austérité est fonction de son effet sur l'activité, d'une part, et sur le déficit total, d'autre part. La « bonne » vitesse de consolidation dépend *in fine* de l'effet qui l'emporte et donc de la taille des multiplicateurs budgétaires.

Dans un article de janvier 2013⁷, Olivier Blanchard, chef économiste du FMI, avance l'idée que les multiplicateurs budgétaires ont été sous-estimés au début de la crise des dettes souveraines européennes. Les modèles existants avant la crise, et sur lesquels se sont basés les programmes d'ajustement de la Troïka

(Commission européenne, BCE, FMI) tablaient sur un multiplicateur de 0,5. En pratique, l'effet d'un point de consolidation budgétaire sur l'activité aura été au moins deux fois supérieur. En conséquence, les politiques d'austérité ont provoqué des récessions plus profondes et un chômage plus élevé que prévu, empêchant la réduction des déficits publics dans les proportions escomptées.

Au moins quatre éléments ont contribué à augmenter les multiplicateurs budgétaires en zone euro. Le premier est lié aux marges de manœuvre limitées de la politique monétaire quand les taux nominaux sont déjà proches de zéro (*zero lower bound*). La politique monétaire n'a pas pu compenser suffisamment la politique budgétaire restrictive. L'absence de politiques d'assouplissement quantitatif comparables à celles engagées aux Etats-Unis ou au Royaume-Uni explique en partie les différentiels de taux d'intérêt malgré des statistiques de finances publiques comparables.

Encadré 2

Les « erreurs » de la Commission

Dans ses prévisions du printemps 2007, la Commission européenne prévoyait un solde budgétaire structurel espagnol de +1,8% du PIB en 2007 après +2,3% du PIB en 2006. Six ans plus tard, dans ses prévisions du printemps 2013, la Commission européenne réestime le solde budgétaire structurel espagnol à +0,9% du PIB en 2007 et +1,5% du PIB en 2006.

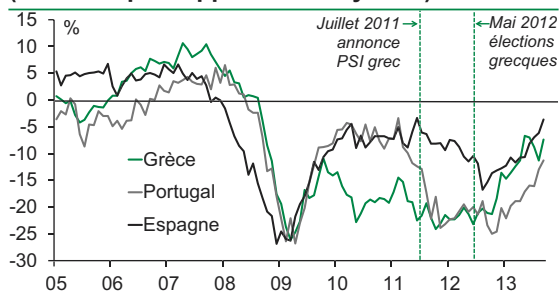
Ces différences dérivent directement d'une révision à la baisse du niveau d'activité potentielle de la dernière décennie. A l'époque, lorsque l'Espagne enregistrait des taux de croissance de l'ordre de 4%, l'output gap était jugé négatif, ce qui signifie que la Commission européenne estimait que le niveau de l'activité espagnole observé était inférieur à son potentiel. En d'autres termes, la surchauffe de l'économie espagnole (liée au boom immobilier) était très largement sous-estimée. Aujourd'hui, après l'explosion de la bulle immobilière, la Commission européenne estime que l'output gap des années 2000-2007 était positif, c'est-à-dire que l'activité évoluait au-dessus de son potentiel. En conséquence, les recettes fiscales des années 2005-2007 sont rétrospectivement jugées cycliques, ce qui réduit, toutes choses égales par ailleurs, la part structurelle du solde public. L'exemple espagnol est typique de l'incertitude qui entoure l'estimation de la croissance potentielle d'une économie lorsqu'une bulle se développe, mais également une fois qu'elle a éclaté.

Le deuxième est lié aux difficultés des établissements bancaires en raison, notamment, de leur exposition aux risques souverains, en particulier chez les GIPS. Les contraintes pesant sur l'offre de crédit ont accentué la baisse de la consommation et de l'investissement, aggravant la récession. Le troisième élément est la non-linéarité des multiplicateurs : l'expérience montre que l'effet de l'austérité est plus négatif quand l'économie est en bas de cycle (*output gap* négatif) que lorsqu'elle est en haut de cycle (*output gap* positif). La réduction des déficits publics conduite au moment où le secteur privé était lui-même engagé dans un processus de désendettement a provoqué des récessions plus profondes.

Enfin, le degré élevé d'incertitude politique a certainement aggravé la récession en zone euro. L'incertitude a un effet négatif sur l'activité en retardant ou en annulant les décisions de consommation, d'investissement et d'embauche. La gestion de la crise grecque en est un parfait exemple. Comme le rappelle le FMI dans son évaluation du premier programme grec (*Stand-by arrangement* ou SBA mené entre mai 2010 et mars 2012)⁸, le revirement européen au sujet de la restructuration de la dette grecque – d'abord exclue puis décidée – et l'incertitude trop longtemps entretenue autour d'une possible sortie du pays de la zone euro ont largement participé à la chute de la confiance et de l'activité non seulement en Grèce mais aussi dans les autres pays périphériques. Le risque de change latent (risque de convertibilité), introduit par l'incertitude politique, n'a été éliminé que lorsque la BCE a annoncé son programme d'Opérations Monétaires sur Titres (OMT) afin de réaffirmer l'irréversibilité de l'euro.

La remise en cause, théorique, empirique et politique, d'une austérité trop marquée a conduit progressivement à l'assouplissement de la consolidation budgétaire au sud de l'Europe. Depuis mai 2013 et les dernières décisions de la Commission européenne, l'Espagne et la Grèce ont jusqu'à 2016 pour atteindre un déficit public inférieur à 3% du PIB, le Portugal jusqu'à 2015. Le calendrier de réduction des déficits publics de ces pays est maintenant en ligne avec celui de l'Irlande qui bénéficiait depuis le début de son programme d'un ajustement étalé dans le temps (voir encadré 3).

Indice du climat économique (variation par rapport à la moyenne)



Graphique 7 Source : Commission européenne - Enquêtes

Politiques d' « offre »

L'assouplissement de l'austérité s'est inscrit dans un mouvement plus vaste de rééquilibrage des politiques publiques européennes vers moins de consolidation budgétaire et davantage de mesures structurelles. L'Espagne, la Grèce et le Portugal ont obtenu des délais pour réduire leur déficit public en contrepartie d'une accélération dans la mise en œuvre des réformes de structure. L'idée est de rendre, à travers des politiques dites d' « offre », les économies du sud de l'Europe plus productives, de consolider les gains de compétitivité nés de la dévaluation interne et de réallouer les ressources de l'économie vers la production de biens et services échangeables pour réduire l'endettement extérieur.

Les réformes structurelles ont généralement un effet négatif sur l'activité à court terme, *a fortiori* lorsque l'*output gap* est négatif. D'après l'OCDE, elles mettent en moyenne quatre à cinq ans pour produire des effets notables sur la croissance potentielle et, compte tenu des cycles électoraux, peuvent donc être difficiles à mettre en œuvre.

A terme cependant, par leurs effets sur l'activité potentielle, les réformes de structure contribuent à l'amélioration des finances publiques. Une hausse de l'activité potentielle réduit la composante structurelle d'un niveau donné de déficit public. Elle libère ainsi des marges de manœuvres budgétaires⁹ pour mener des politiques contra-cycliques. Assimilée à la croissance à long terme, une accélération de la croissance potentielle augmente les revenus anticipés de l'Etat et, de ce fait, le niveau tolérable des dépenses actuelles.

Encadré 3

L'exemple irlandais

Le succès du programme irlandais est riche d'enseignements. Outre les caractéristiques propres à l'économie irlandaise (flexibilité des marchés du travail, des biens et des services, attractivité fiscale, etc.) qui ont pu faciliter l'ajustement macroéconomique, l'Irlande a également bénéficié d'une consolidation budgétaire beaucoup plus étalée dans le temps. Dès 2010, l'objectif inscrit dans son programme d'ajustement (et toujours en vigueur) était d'atteindre un déficit public inférieur à 3% du PIB à horizon 2015 (contre 2013 pour la Grèce et le Portugal).

L'austérité a donc été moins marquée. Appréhendé en termes de réduction du déficit structurel, le resserrement budgétaire cumulé en 2011-2012 a atteint 7,8 points de PIB en Grèce, 4,6 points de PIB au Portugal et seulement 1,7 point de PIB en Irlande. Couplée au fait que l'ajustement dans le secteur privé était déjà largement enclenché en 2010 et que l'économie irlandaise est structurellement très ouverte (les exportations représentent 100% du PIB), l'activité a bien mieux résisté. Le PIB a augmenté de 0,2% en 2012 après 2,2% en 2011 (contre des baisses respectives de -3,2% et -1,3% au Portugal, -6,6% et -7,1% en Grèce).

La stratégie irlandaise, celle d'une consolidation budgétaire étalée dans le temps, semble avoir été validée par les marchés. Malgré un déficit public toujours important (attendu à 7,5% du PIB en 2013 par la Commission européenne) et une dette publique supérieure à 120% du PIB, la prime de risque sur la dette irlandaise vis-à-vis du Bund oscille autour de 200 points de base, contre 250 points de base pour l'Espagne, 500 points de base pour le Portugal, et 850 points de base pour la Grèce.

L'adoption d'un rythme de consolidation plus lent a probablement été facilitée par la crédibilité budgétaire dont bénéficiaient les autorités irlandaises en 2010 et qui faisait justement défaut à leurs homologues grecs et portugais. La dégradation des finances publiques irlandaises a été largement imputée à la faillite du secteur bancaire dont les pertes et besoins en capitaux ont été reconnus en novembre 2010. Par ailleurs, les marchés du travail, des biens et des services, déjà très flexibles, n'ont fait l'objet de presque aucune exigence de la part de la Troïka.

Aussi, même si les efforts budgétaires considérables engagés par la Grèce et le Portugal depuis 2010 n'auront pas permis de réduire les déficits publics dans les proportions escomptées, ils auront au moins redonné de la crédibilité à ces pays, permettant aujourd'hui l'assouplissement de la consolidation budgétaire sans regain de tensions sur les primes de risques.

Projections de dette publique

Les hypothèses du scénario central

Nous faisons des simulations de dette publique pour l'Espagne, le Portugal et l'Irlande jusqu'en 2020 à partir de l'équation suivante :

$$d_t = \frac{(1+i)}{(1+g)} d_{t-1} - pb_t$$
$$\approx (1+i-g) d_{t-1} - pb_t$$

Où d_t est le ratio d'endettement public en pourcentage PIB en t , i est le taux d'intérêt apparent sur la dette publique, g la croissance nominale (i.e. la croissance réelle plus le déflateur du PIB) et pb est le solde primaire en pourcentage du PIB.

Notre point de départ est le suivant :

- Ratio d'endettement public à fin 2012 estimé par la Commission européenne dans ses prévisions de Printemps 2013
- Solde primaire de 2013 estimé par la Commission européenne dans ses prévisions de Printemps 2013
- *Output gap* de 2013 estimé par la Commission Européenne dans ses prévisions de Printemps 2013

Nous faisons, par ailleurs, les hypothèses suivantes :

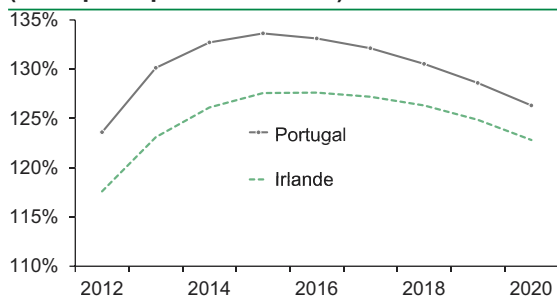
- L'*output gap*, négatif, se réduit de 2/3 points par an à partir de 2014. Il se ferme à horizon 2020 en Espagne et au Portugal. En Irlande, où il est déjà proche de zéro en 2013, il atteint 4,3% en 2020¹⁰.
- La croissance potentielle est égale à 0% en 2014 en Espagne au Portugal et augmente de 0,25 point de pourcentage par an en Espagne et 0,2pp par an au Portugal pour atteindre respectivement 1,5% et 1,2% en 2020. En Irlande la croissance potentielle est égale à 1% en 2014 et augmente de 0,2pp par an pour atteindre 2,2% en 2020. Ces hypothèses reposent sur une mise en œuvre complète de l'agenda de réformes structurelles c'est à dire, en plus des réformes des marchés du travail déjà introduites, des politiques de libéralisation des secteurs protégés et des politiques actives de retour à l'emploi.
- Le solde primaire est la somme d'un solde primaire structurel et d'un solde cyclique.
- Le solde primaire structurel évolue en fonction de l'impulsion budgétaire. Celle-ci est restrictive, de 1 point de PIB par an, entre 2014 et 2016. Elle est neutre par la suite.

- Le solde cyclique est égal à la moitié de l'output gap, ce qui reflète une élasticité budgétaire égale à 0,5.
- Le déflateur du PIB augmente de 1% par an.
- Le taux d'intérêt apparent est celui utilisé par le FMI dans les dernières revues des programmes portugais (juillet 2013) et irlandais (octobre 2013) et dans le dernier article IV espagnol (août 2013).
- Il n'y a pas de recettes de privatisations.

Les résultats du scénario central

Les résultats sont présentés dans les tableaux 1, 2, 3 et les graphiques 8,9¹¹.

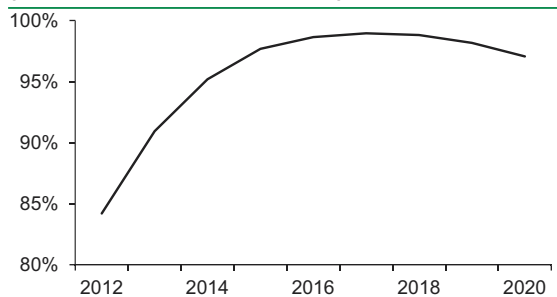
Résultat du scénario central (dette publique en % du PIB)



Graphique 8

Source : BNP Paribas

Espagne : résultat du scénario central (dette publique en % du PIB)



Graphique 9

Source : BNP Paribas

Espagne

Le ratio d'endettement public atteint un pic en 2017, à 98,8% du PIB, puis baisse ensuite pour finir la simulation à 96,9% du PIB en 2020. La charge d'intérêt passe de 3,4% du PIB en 2013 à 3,9% en 2020, ce qui correspond, en part des recettes totales de l'Etat¹², à une augmentation de 9,2% à 10%. Le solde budgétaire structurel atteint -1,9% du PIB en 2020.

Portugal

Le ratio d'endettement public atteint un pic en 2015, à 133,6% du PIB, puis baisse ensuite pour finir la simulation à 126,3% du PIB en 2020. La charge d'intérêt passe de 4,3% du PIB en 2013 à 5,4% du PIB en 2020, ce qui correspond, en part des recettes totales de l'Etat, à une augmentation de 10% à 11,8%. Le solde budgétaire structurel atteint -1,4% du PIB en 2020.

Irlande

Le ratio d'endettement public atteint un pic en 2015, à 127,6% du PIB, puis baisse ensuite pour finir la simulation à 122,8% du PIB en 2020. La charge d'intérêt passe de 4,9% du PIB en 2013 à 5,6% en 2020 ce qui correspond, en part des recettes totales de l'Etat, à une augmentation de 14,2% à 15,0%. Le solde budgétaire structurel atteint -4,9% du PIB en 2020.

Dans les trois pays étudiés¹³, la dette publique demeure soutenable sous des hypothèses raisonnablement conservatrices. Bien qu'en nette augmentation jusqu'en 2015 en Irlande et au Portugal (+10 points) et en 2017 en Espagne (+14,6 points), le ratio d'endettement s'inscrit dans une dynamique baissière à moyen terme. En termes de service de dette, la charge d'intérêt rapportée aux recettes de l'Etat reste globalement stable en Espagne et en Irlande (+0,8pp) et augmente dans des proportions raisonnables au Portugal (+1,8pp).

Les simulations sont particulièrement sensibles aux hypothèses faites sur l'output gap. Notre scénario central intègre des effets d'hystérèse. Le choc constitué par la crise entame le potentiel de l'économie, qui ne se redresse que progressivement avec les réformes de structure mises en place. Nous tablons ainsi sur une remontée progressive du taux de croissance potentielle, qui reste néanmoins inférieur à celui qui prévalait avant la crise. L'output gap en Espagne et au Portugal se ferme à horizon 2020. La trajectoire de la dette publique est très sensible à ces hypothèses. Ainsi, des effets d'hystérèse plus importants, qui découleraient de la mise en œuvre incomplète des agendas de réformes, compliqueraient l'exercice et rendraient plus difficile l'inversion de la trajectoire des ratios d'endettement.

Scénarios alternatifs

Nous procédons à trois scénarios alternatifs favorables à la soutenabilité.

D'après l'équation de dynamique de dette, l'évolution du ratio d'endettement dépend :

i/ du produit du ratio d'endettement en t-1 et de l'écart critique (ie l'écart entre le taux d'intérêt et le taux de croissance nominale)

ii/ du solde budgétaire primaire

$$d_t = d_{t-1} + d_{t-1}(i-g) - pb_t$$

Dans notre scénario central, la hausse du ratio d'endettement jusqu'en 2015-2016 s'explique par un écart critique (multiplié au stock de dette), supérieur au solde budgétaire primaire.

Nous faisons l'hypothèse dans le **scénario 1 (« plus d'inflation »)** d'une inflation égale à 1,5% contre 1% dans le scénario central. La croissance nominale est plus forte de 0,5pp.

Le ratio d'endettement ne baisse que lorsque l'excédent primaire devient supérieur au produit du ratio d'endettement et de l'écart critique. Nous faisons, dans le **scénario 2 (« plus d'austérité »)**, l'hypothèse d'un effort budgétaire porté à 1,5 point par an entre 2014 et 2016 contre 1 point dans le scénario central. En conséquence l'output gap ne se réduit que de ½ point par an contre 2/3 point dans le scénario central.

Enfin, dans le **scénario 3 (« plus de croissance »)**, nous faisons l'hypothèse d'une croissance réelle du PIB supérieure de 0,5pp par rapport au scénario central. La croissance nominale est plus forte de 0,5pp.

Les résultats des scénarios alternatifs

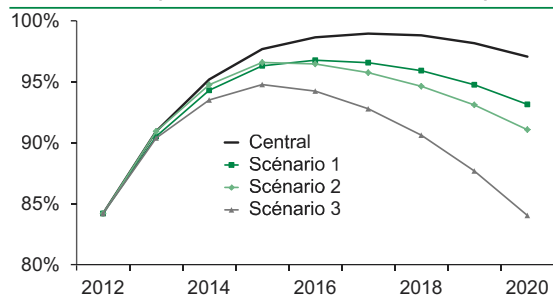
Les résultats des scénarios 1, 2 et 3 sont présentés dans les tableaux 4 à 13 et graphiques 10 à 12.

Toutes choses égales par ailleurs, les scénarios 1 « plus d'inflation » et 3 « plus de croissance » sont censés produire les mêmes effets sur le ratio d'endettement public puisqu'ils produisent les mêmes effets sur la croissance nominale et donc sur l'écart critique. Le scénario 2, « plus d'austérité », correspond à un choc trois fois plus important que les scénarios 1 et 3 et devrait donc produire, toutes choses égales par ailleurs, la plus forte baisse du ratio d'endettement public¹⁴.

Cependant, compte tenu de l'effet négatif de l'austérité sur la croissance, la baisse du ratio d'endettement public est grosso modo équivalente à

horizon 2020 dans les scénarios 1 « plus d'inflation » et 2 « plus d'austérité ». L'efficacité du scénario 1 « plus d'inflation » suppose toutefois que la hausse de l'inflation ne s'accompagne pas d'une détérioration de la compétitivité et de la croissance chez les GIPS. Le corollaire est donc une accélération au moins équivalente de l'inflation dans le reste de la zone euro.

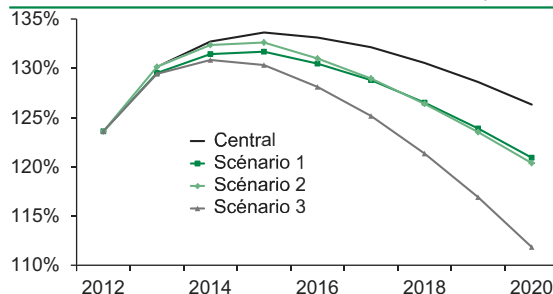
Espagne : résultat des simulations alternatives (dette publique en % du PIB)



Graphique 10

Source : BNP Paribas

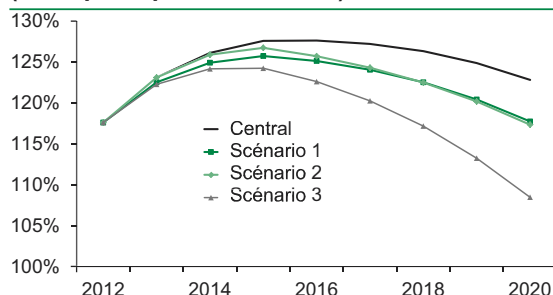
Portugal : résultat des simulations alternatives (dette publique en % du PIB)



Graphique 11

Source : BNP Paribas

Irlande : résultat des simulations alternatives (dette publique en % du PIB)



Graphique 12

Source : BNP Paribas

Le scénario 3 « plus de croissance » permet la réduction la plus significative du ratio d'endettement public à horizon 2020 (entre 13 et 15 points dans chaque pays par rapport au scénario central). Plus le ratio de dette est élevé et plus l'effet de la hausse de la croissance est important.¹⁵

L'effet d'une hausse de la croissance est double. Non seulement l'écart critique se réduit (comme dans le scénario 1 « plus d'inflation ») mais le solde primaire s'améliore également via une réduction plus rapide de l'output gap. Ce dernier se ferme à horizon 2017 en Espagne et au Portugal dans le scénario 3 contre 2020 dans le scénario central.

Demeure la question des déficits publics structurels qui, en dehors du scénario 2, restent supérieurs à la limite de 0,5% du PIB fixé dans le TSCG, à horizon 2020. Comme nous l'avons vu, l'hypothèse d'output gap retenue est cruciale en ce domaine. En prenant pour point de départ de notre scénario central l'estimation de l'output gap de 2013 faite par l'OCDE, nous obtenons des résultats radicalement différents. Ainsi dans ce scénario 4, l'Espagne et le Portugal présenteraient des soldes budgétaires structurels excédentaires de respectivement 0,7% du PIB et 0,9% du PIB en 2020 (contre -1,9% et -1,4% dans le scénario central). L'Irlande aurait toujours un déficit budgétaire structurel, mais équivalent à seulement 1% du PIB, contre -4,9% dans le scénario central.

projections alternatives montrent qu'une croissance réelle supérieure de 0,5pp au scénario central réduirait l'endettement public de 13 à 15pp à horizon 2020 (par rapport au scénario central). Replacer l'ajustement budgétaire dans un temps plus long, en mettant notamment l'accent sur les réformes structurelles plutôt que sur la rigueur, apparaît donc souhaitable.

Nos simulations montrent également qu'une hausse de l'inflation de seulement 0,5pp permettrait d'épargner 1,5pp de resserrement budgétaire structurel. Une correction plus symétrique des comptes courants intra-zone, via une accélération de l'inflation dans les pays disposant d'un excédent d'épargne, faciliterait l'ajustement, le rendant notamment socialement mieux acceptable.

Enfin les politiques d'« offre » conduites dans les pays périphériques gagneraient à être accompagnées par une stimulation de la demande intérieure des pays disposant de marges de manœuvre budgétaire (i.e. un solde budgétaire structurel équilibré). Dans un scénario combinant croissance et inflation supérieurs de 0,5pp (scénario 1 + scénario3), le ratio d'endettement public baisserait de 16,5pp en Espagne, 18,6pp en Irlande et 19,6pp au Portugal à horizon 2020 par rapport au scénario central. La convergence n'en serait alors qu'accéléérée.

Achévé de rédiger le 10 novembre 2013
thibault.mercier@bnpparibas.com



Confrontés à la double nécessité de corriger déficits publics et courants, les GIPS ont largement éliminé leurs déficits extérieurs depuis 2010. Cet ajustement s'est cependant révélé très coûteux en activité et en emploi, exposant aujourd'hui leur dette publique à un risque d'insoutenabilité.

Notre scénario central montre que les dettes publiques de l'Espagne, de l'Irlande et du Portugal demeurent soutenables sous des hypothèses raisonnablement conservatrices. La croissance économique est le paramètre clé de la soutenabilité des dettes publiques *a fortiori* en zone euro où l'inflation est faible et les possibilités d'intervention de la Banque centrale limitées par le cadre institutionnel. Nos

ANNEXE

Scénario Central : Espagne

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
PIB (EUR, constants)		927.1	933.6	942.5	953.8	967.5	983.7	1002.8	1023.8
g.a.		-1.2%	0.7%	1.0%	1.2%	1.4%	1.7%	1.9%	2.1%
PIB potentiel (EUR, constants)		972.0	972.0	974.4	979.3	986.6	996.5	1009.0	1024.1
g.a.			0.0%	0.3%	0.5%	0.8%	1.0%	1.3%	1.5%
Output gap (% PIB potentiel)		-4.6%	-3.9%	-3.3%	-2.6%	-1.9%	-1.3%	-0.6%	0.0%
solde primaire (% PIB)		-3.2%	-2.0%	-0.6%	0.7%	1.0%	1.4%	1.7%	2.0%
<i>dont</i>									
<i>Solde structurel</i>		-1.0%	0.0%	1.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
<i>Solde cyclique</i>		-2.2%	-2.0%	-1.6%	-1.3%	-1.0%	-0.6%	-0.3%	0.0%
Déflateur du PIB, g.a.		1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
Taux d'intérêt apparent		4.0%	4.0%	3.9%	3.9%	3.8%	3.9%	4.0%	4.0%
Dette publique (% PIB)	84.2%	90.9%	95.0%	97.5%	98.5%	98.8%	98.6%	98.0%	96.9%
Charge d'intérêt (% PIB)		3.4%	3.6%	3.7%	3.8%	3.7%	3.9%	3.9%	3.9%
Charge d'intérêt (% recettes)		9.2%	9.8%	9.8%	9.9%	9.7%	9.9%	10.1%	10.0%
NB Solde budgétaire structurel (% PIB)		-4.4%	-3.6%	-2.7%	-1.8%	-1.7%	-1.9%	-1.9%	-1.9%

Tableau 1

Source: BNPParibas

Scénario Central : Portugal

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
PIB (EUR, constants)		147.6	148.5	149.8	151.4	153.4	155.6	158.2	161.2
g.a.		-1.9%	0.6%	0.9%	1.1%	1.3%	1.5%	1.7%	1.9%
PIB potentiel (EUR, constants)		154.6	154.6	154.9	155.5	156.5	157.7	159.3	161.2
g.a.			0.0%	0.2%	0.4%	0.6%	0.8%	1.0%	1.2%
Output gap (% PIB potentiel)		-4.5%	-4.0%	-3.3%	-2.6%	-2.0%	-1.3%	-0.7%	0.0%
solde primaire (% PIB)		-1.1%	0.0%	1.4%	2.7%	3.0%	3.3%	3.7%	4.0%
<i>dont</i>									
<i>Solde structurel</i>		1.0%	2.0%	3.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
<i>Solde cyclique</i>		-2.1%	-2.0%	-1.6%	-1.3%	-1.0%	-0.7%	-0.3%	0.0%
Déflateur du PIB, g.a.		1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
Taux d'intérêt apparent		3.5%	3.6%	3.6%	3.7%	3.8%	3.8%	4.0%	4.2%
Dette publique (% PIB)	123.6%	130.1%	132.7%	133.6%	133.1%	132.1%	130.5%	128.6%	126.3%
Charge d'intérêt (% PIB)		4.3%	4.7%	4.8%	4.9%	5.1%	5.0%	5.2%	5.4%
Charge d'intérêt (% recettes)		10.0%	10.7%	10.8%	11.0%	11.2%	11.1%	11.5%	11.8%
NB Solde budgétaire structurel (% PIB)		-3.3%	-2.7%	-1.8%	-0.9%	-1.1%	-1.0%	-1.2%	-1.4%

Tableau 2

Source: BNPParibas

Scénario Central : Irlande

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
PIB (EUR, constants)		172.2	175.1	178.3	182.0	186.1	190.7	195.8	201.3
g.a.		0.6%	1.7%	1.9%	2.1%	2.3%	2.5%	2.7%	2.9%
PIB potentiel (EUR, constants)		172.7	174.4	176.5	179.0	181.9	185.1	188.8	193.0
g.a.			1.0%	1.2%	1.4%	1.6%	1.8%	2.0%	2.2%
Output gap (% PIB potentiel)		-0.3%	0.4%	1.0%	1.7%	2.3%	3.0%	3.7%	4.3%
solde primaire (% PIB)		-2.4%	-1.1%	0.2%	1.5%	1.9%	2.2%	2.5%	2.9%
<i>dont</i>									
<i>Solde structurel</i>		-2.3%	-1.3%	-0.3%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
<i>Solde cyclique</i>		-0.1%	0.2%	0.5%	0.8%	1.2%	1.5%	1.8%	2.2%
Déflateur du PIB, g.a.		1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
Taux d'intérêt apparent		4.2%	4.2%	4.2%	4.3%	4.4%	4.5%	4.5%	4.5%
Dette publique (% PIB)	117.6%	123.1%	126.1%	127.6%	127.6%	127.2%	126.3%	124.9%	122.8%
Charge d'intérêt (% PIB)		4.9%	5.2%	5.3%	5.5%	5.6%	5.7%	5.7%	5.6%
Charge d'intérêt (% recettes)		14.2%	14.6%	14.7%	14.9%	15.2%	15.4%	15.3%	15.0%
NB Solde budgétaire structurel (% PIB)		-7.2%	-6.5%	-5.6%	-4.8%	-4.9%	-5.0%	-5.0%	-4.9%

Tableau 3

Source: BNPParibas

Scénario 1 "plus d'inflation" : Espagne

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
PIB (EUR, constants)		927.1	933.6	942.5	953.8	967.5	983.7	1002.8	1023.8
g.a.		-1.2%	0.7%	1.0%	1.2%	1.4%	1.7%	1.9%	2.1%
PIB potentiel (EUR, constants)		972.0	972.0	974.4	979.3	986.6	996.5	1009.0	1024.1
g.a.			0.0%	0.3%	0.5%	0.8%	1.0%	1.3%	1.5%
Output gap (% PIB potentiel)		-4.6%	-3.9%	-3.3%	-2.6%	-1.9%	-1.3%	-0.6%	0.0%
solde primaire (% PIB)		-3.2%	-2.0%	-0.6%	0.7%	1.0%	1.4%	1.7%	2.0%
<i>dont</i>									
<i>Solde structurel</i>		-1.0%	0.0%	1.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
<i>Solde cyclique</i>		-2.2%	-2.0%	-1.6%	-1.3%	-1.0%	-0.6%	-0.3%	0.0%
Déflateur du PIB, g.a.		1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
Taux d'intérêt apparent		4.0%	4.0%	3.9%	3.9%	3.8%	3.9%	4.0%	4.0%
Dette publique (% PIB)	84.2%	90.5%	94.1%	96.1%	96.6%	96.4%	95.7%	94.6%	93.0%
Charge d'intérêt (% PIB)		3.4%	3.6%	3.7%	3.7%	3.7%	3.8%	3.8%	3.8%
Charge d'intérêt (% recettes)		9.2%	9.7%	9.7%	9.7%	9.5%	9.7%	9.8%	9.6%
NB Solde budgétaire structurel (% PIB)		-4.4%	-3.6%	-2.7%	-1.7%	-1.7%	-1.8%	-1.8%	-1.8%

Tableau 4

Source: BNPParibas

Scénario 1 "plus d'inflation" : Portugal

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
PIB (EUR, constants)		147.6	148.5	149.8	151.4	153.4	155.6	158.2	161.2
g.a.		-1.9%	0.6%	0.9%	1.1%	1.3%	1.5%	1.7%	1.9%
PIB potentiel (EUR, constants)		154.6	154.6	154.9	155.5	156.5	157.7	159.3	161.2
g.a.			0.0%	0.2%	0.4%	0.6%	0.8%	1.0%	1.2%
Output gap (% PIB potentiel)		-4.5%	-4.0%	-3.3%	-2.6%	-2.0%	-1.3%	-0.7%	0.0%
solde primaire (% PIB)		-1.1%	0.0%	1.4%	2.7%	3.0%	3.3%	3.7%	4.0%
dont									
Solde structurel		1.0%	2.0%	3.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
Solde cyclique		-2.1%	-2.0%	-1.6%	-1.3%	-1.0%	-0.7%	-0.3%	0.0%
Déflateur du PIB, g.a.		1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
Taux d'intérêt apparent		3.5%	3.6%	3.6%	3.7%	3.8%	3.8%	4.0%	4.2%
Dettes publiques (% PIB)	123.6%	129.5%	131.4%	131.7%	130.5%	128.8%	126.5%	123.9%	120.9%
Charge d'intérêt (% PIB)		4.3%	4.7%	4.7%	4.9%	5.0%	4.9%	5.1%	5.2%
Charge d'intérêt (% recettes)		10.0%	10.7%	10.7%	10.8%	11.0%	10.8%	11.1%	11.4%
NB Solde budgétaire structurel (% PIB)		-3.3%	-2.7%	-1.7%	-0.9%	-1.0%	-0.9%	-1.1%	-1.2%

Tableau 5

Source: BNPParibas

Scénario 1 "plus d'inflation" : Irlande

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
PIB (EUR, constants)		172.2	175.1	178.3	182.0	186.1	190.7	195.8	201.3
g.a.		0.6%	1.7%	1.9%	2.1%	2.3%	2.5%	2.7%	2.9%
PIB potentiel (EUR, constants)		172.7	174.4	176.5	179.0	181.9	185.1	188.8	193.0
g.a.			1.0%	1.2%	1.4%	1.6%	1.8%	2.0%	2.2%
Output gap (% PIB potentiel)		-0.3%	0.4%	1.0%	1.7%	2.3%	3.0%	3.7%	4.3%
solde primaire (% PIB)		-2.4%	-1.1%	0.2%	1.5%	1.9%	2.2%	2.5%	2.9%
dont									
Solde structurel		-2.3%	-1.3%	-0.3%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
Solde cyclique		-0.1%	0.2%	0.5%	0.8%	1.2%	1.5%	1.8%	2.2%
Déflateur du PIB, g.a.		1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
Taux d'intérêt apparent		4.2%	4.2%	4.2%	4.3%	4.4%	4.5%	4.5%	4.5%
Dettes publiques (% PIB)	117.6%	122.5%	124.9%	125.7%	125.1%	124.0%	122.5%	120.4%	117.7%
Charge d'intérêt (% PIB)		4.9%	5.1%	5.2%	5.4%	5.5%	5.6%	5.5%	5.4%
Charge d'intérêt (% recettes)		14.2%	14.5%	14.5%	14.7%	14.9%	15.0%	14.8%	14.5%
NB Solde budgétaire structurel (% PIB)		-7.2%	-6.4%	-5.5%	-4.7%	-4.8%	-4.9%	-4.8%	-4.7%

Tableau 6

Source: BNPParibas

Scénario 2 "plus d'austérité" : Espagne

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
PIB (EUR, constants)		927.1	932.0	939.1	948.7	960.8	975.4	992.6	1012.7
g.a.		-1.2%	0.5%	0.8%	1.0%	1.3%	1.5%	1.8%	2.0%
PIB potentiel (EUR, constants)		972.0	972.0	974.4	979.3	986.6	996.5	1009.0	1024.1
g.a.			0.0%	0.3%	0.5%	0.8%	1.0%	1.3%	1.5%
Output gap (% PIB potentiel)		-4.6%	-4.1%	-3.6%	-3.1%	-2.6%	-2.1%	-1.6%	-1.1%
solde primaire (% PIB)		-3.2%	-1.6%	0.2%	1.9%	2.2%	2.4%	2.7%	2.9%
dont									
Solde structurel		-1.0%	0.5%	2.0%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%
Solde cyclique		-2.2%	-2.1%	-1.8%	-1.6%	-1.3%	-1.1%	-0.8%	-0.6%
Déflateur du PIB, g.a.		1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
Taux d'intérêt apparent		4.0%	4.0%	3.9%	3.9%	3.8%	3.9%	4.0%	4.0%
Dette publique (% PIB)	84.2%	90.9%	94.8%	96.6%	96.5%	95.7%	94.6%	93.1%	91.1%
Charge d'intérêt (% PIB)		3.4%	3.6%	3.7%	3.8%	3.7%	3.7%	3.8%	3.7%
Charge d'intérêt (% recettes)		9.2%	9.7%	9.6%	9.6%	9.3%	9.5%	9.6%	9.4%
NB Solde budgétaire structurel (% PIB)		-4.4%	-3.1%	-1.7%	-0.3%	-0.2%	-0.2%	-0.3%	-0.2%

Tableau 7

Source: BNPParibas

Scénario 2 "plus d'austérité" : Portugal

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
PIB (EUR, constants)		147.6	148.4	149.4	150.8	152.5	154.5	156.9	159.5
g.a.		-1.9%	0.5%	0.7%	0.9%	1.1%	1.3%	1.5%	1.7%
PIB potentiel (EUR, constants)		154.6	154.6	154.9	155.5	156.5	157.7	159.3	161.2
g.a.			0.0%	0.2%	0.4%	0.6%	0.8%	1.0%	1.2%
Output gap (% PIB potentiel)		-4.5%	-4.0%	-3.5%	-3.0%	-2.5%	-2.0%	-1.5%	-1.0%
solde primaire (% PIB)		-1.1%	0.5%	2.2%	4.0%	4.2%	4.5%	4.7%	5.0%
dont									
Solde structurel		1.0%	2.5%	4.0%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%
Solde cyclique		-2.1%	-2.0%	-1.8%	-1.5%	-1.3%	-1.0%	-0.8%	-0.5%
Déflateur du PIB, g.a.		1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
Taux d'intérêt apparent		3.5%	3.6%	3.6%	3.7%	3.8%	3.8%	4.0%	4.2%
Dette publique (% PIB)	123.6%	130.1%	132.4%	132.6%	131.0%	129.0%	126.4%	123.5%	120.4%
Charge d'intérêt (% PIB)		4.3%	4.7%	4.8%	4.9%	5.0%	4.9%	5.1%	5.2%
Charge d'intérêt (% recettes)		10.0%	10.7%	10.6%	10.8%	10.9%	10.7%	11.0%	11.2%
NB Solde budgétaire structurel (% PIB)		-3.3%	-2.2%	-0.8%	0.6%	0.5%	0.6%	0.4%	0.3%

Tableau 8

Source: BNPParibas

Scénario 2 "plus d'austérité" : Irlande

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
PIB (EUR, constants)		172.2	174.8	177.8	181.1	184.9	189.2	193.9	199.2
g.a.		0.6%	1.5%	1.7%	1.9%	2.1%	2.3%	2.5%	2.7%
PIB potentiel (EUR, constants)		172.7	174.4	176.5	179.0	181.9	185.1	188.8	193.0
g.a.			1.0%	1.2%	1.4%	1.6%	1.8%	2.0%	2.2%
Output gap (% PIB potentiel)		-0.3%	0.2%	0.7%	1.2%	1.7%	2.2%	2.7%	3.2%
solde primaire (% PIB)		-2.4%	-0.7%	1.0%	2.8%	3.0%	3.3%	3.5%	3.8%
<i>dont</i>									
Solde structurel		-2.3%	-0.8%	0.7%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%
Solde cyclique		-0.1%	0.1%	0.3%	0.6%	0.8%	1.1%	1.3%	1.6%
Déflateur du PIB, g.a.		1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
Taux d'intérêt apparent		4.2%	4.2%	4.2%	4.3%	4.4%	4.5%	4.5%	4.5%
Dette publique (% PIB)	117.6%	123.1%	125.9%	126.7%	125.7%	124.3%	122.5%	120.2%	117.3%
Charge d'intérêt (% PIB)		4.9%	5.2%	5.3%	5.4%	5.5%	5.6%	5.5%	5.4%
Charge d'intérêt (% recettes)		14.2%	14.5%	14.5%	14.6%	14.7%	14.9%	14.6%	14.3%
NB Solde budgétaire structurel (% PIB)		-7.2%	-6.0%	-4.6%	-3.2%	-3.3%	-3.4%	-3.3%	-3.2%

Tableau 9

Source: BNPParibas

Scénario 3 "plus de croissance" : Espagne

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
PIB (EUR, constants)		931.8	943.0	956.7	972.9	991.8	1013.3	1038.0	1065.0
g.a.		-0.7%	1.2%	1.5%	1.7%	1.9%	2.2%	2.4%	2.6%
PIB potentiel (EUR, constants)		972.0	972.0	974.4	979.3	986.6	996.5	1009.0	1024.1
g.a.			0.0%	0.3%	0.5%	0.8%	1.0%	1.3%	1.5%
Output gap (% PIB potentiel)		-4.1%	-3.0%	-1.8%	-0.7%	0.5%	1.7%	2.9%	4.0%
solde primaire (% PIB)		-3.1%	-1.5%	0.1%	1.7%	2.3%	2.8%	3.4%	4.0%
<i>dont</i>									
Solde structurel		-1.0%	0.0%	1.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
Solde cyclique		-2.1%	-1.5%	-0.9%	-0.3%	0.3%	0.8%	1.4%	2.0%
Déflateur du PIB, g.a.		1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
Taux d'intérêt apparent		4.0%	4.0%	3.9%	3.9%	3.8%	3.9%	4.0%	4.0%
Dette publique (% PIB)	84.2%	90.4%	93.5%	94.8%	94.2%	92.8%	90.6%	87.7%	84.0%
Charge d'intérêt (% PIB)		3.4%	3.6%	3.6%	3.7%	3.6%	3.6%	3.6%	3.5%
Charge d'intérêt (% recettes)		9.2%	9.7%	9.5%	9.5%	9.1%	9.1%	9.1%	8.7%
NB Solde budgétaire structurel (% PIB)		-4.4%	-3.6%	-2.6%	-1.7%	-1.6%	-1.6%	-1.6%	-1.5%

Tableau 10

Source: BNPParibas

Scénario 3 "plus de croissance" : Portugal

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
PIB (EUR, constants)		148.4	150.0	152.1	154.5	157.3	160.4	163.9	167.7
g.a.		-1.4%	1.1%	1.4%	1.6%	1.8%	2.0%	2.2%	2.4%
PIB potentiel (EUR, constants)		154.6	154.6	154.9	155.5	156.5	157.7	159.3	161.2
g.a.			0.0%	0.2%	0.4%	0.6%	0.8%	1.0%	1.2%
Output gap (% PIB potentiel)		-4.0%	-3.0%	-1.8%	-0.6%	0.5%	1.7%	2.9%	4.1%
solde primaire (% PIB)		-1.0%	0.5%	2.1%	3.7%	4.3%	4.8%	5.4%	6.0%
<i>dont</i>									
<i>Solde structurel</i>		1.0%	2.0%	3.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
<i>Solde cyclique</i>		-2.0%	-1.5%	-0.9%	-0.3%	0.3%	0.8%	1.4%	2.0%
Déflateur du PIB, g.a.		1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
Taux d'intérêt apparent		3.5%	3.6%	3.6%	3.7%	3.8%	3.8%	4.0%	4.2%
Dette publique (% PIB)	123.6%	129.4%	130.8%	130.3%	128.1%	125.2%	121.3%	116.9%	111.8%
Charge d'intérêt (% PIB)		4.3%	4.7%	4.7%	4.8%	4.9%	4.8%	4.9%	4.9%
Charge d'intérêt (% recettes)		10.0%	10.6%	10.5%	10.6%	10.6%	10.3%	10.5%	10.5%
NB Solde budgétaire structurel (% PIB)		-3.3%	-2.7%	-1.7%	-0.8%	-0.9%	-0.8%	-0.9%	-0.9%

Tableau 11

Source: BNPParibas

Scénario 3 "plus de croissance" : Irlande

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
PIB (EUR, constants)		173.1	176.8	181.0	185.6	190.7	196.4	202.6	209.4
g.a.		1.1%	2.2%	2.4%	2.6%	2.8%	3.0%	3.2%	3.4%
PIB potentiel (EUR, constants)		172.7	174.4	176.5	179.0	181.9	185.1	188.8	193.0
g.a.			1.0%	1.2%	1.4%	1.6%	1.8%	2.0%	2.2%
Output gap (% PIB potentiel)		0.2%	1.4%	2.5%	3.7%	4.9%	6.1%	7.3%	8.5%
solde primaire (% PIB)		-2.2%	-0.6%	1.0%	2.5%	3.1%	3.7%	4.3%	4.9%
<i>dont</i>									
<i>Solde structurel</i>		-2.3%	-1.3%	-0.3%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
<i>Solde cyclique</i>		0.1%	0.7%	1.3%	1.8%	2.4%	3.0%	3.6%	4.2%
Déflateur du PIB, g.a.		1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
Taux d'intérêt apparent		4.2%	4.2%	4.2%	4.3%	4.4%	4.5%	4.5%	4.5%
Dette publique (% PIB)	117.6%	122.3%	124.2%	124.2%	122.6%	120.2%	117.2%	113.2%	108.5%
Charge d'intérêt (% PIB)		4.9%	5.1%	5.2%	5.3%	5.4%	5.4%	5.3%	5.1%
Charge d'intérêt (% recettes)		14.2%	14.4%	14.3%	14.4%	14.4%	14.3%	13.9%	13.3%
NB Solde budgétaire structurel (% PIB)		-7.2%	-6.4%	-5.5%	-4.6%	-4.7%	-4.7%	-4.6%	-4.4%

Tableau 12

Source: BNPParibas

Espagne

	Dettes publiques (% PIB)	Charge d'intérêt (% recettes)	Solde budgétaire structurel (% PIB)	Δ Dette publique vs. Scénario central
Scénario central	96.9%	10.0%	-1.9%	
Scénario1	93.0%	9.6%	-1.8%	-3.9%
Scénario2	91.1%	9.4%	-0.2%	-5.8%
Scénario3	84.0%	8.7%	-1.5%	-12.9%

Portugal

Scénario central	126.3%	11.8%	-1.4%	
Scénario1	120.9%	11.4%	-1.2%	-5.4%
Scénario2	120.4%	11.2%	0.3%	-5.9%
Scénario3	111.8%	10.5%	-0.9%	-14.5%

Irlande

Scénario central	122.8%	15.0%	-4.9%	
Scénario1	117.7%	14.5%	-4.7%	-5.1%
Scénario2	117.3%	14.3%	-3.2%	-5.5%
Scénario3	108.5%	13.3%	-4.4%	-14.3%

Tableau 13

Source : BNP Paribas

NOTES

- ¹ Voir T. Mercier, 'Grèce : dans les prolongations mais la partie n'est pas gagnée', *Ecoweek*, BNP Paribas, novembre 2012.
- ² Entre 2001 et 2009, la position d'investissement extérieur nette en pourcentage du PIB est passée de 35,6% à 93,8% en Espagne ; de 46,3% à 110,6% au Portugal, et de 46,5% à 89,6% en Grèce.
- ³ Sur la période 2000-2008, le déficit public en pourcentage du PIB a atteint, en moyenne, 0,1% en Espagne, 4,1% au Portugal et 6% en Grèce.
- ⁴ Voir F. Cerisier, 'Gouvernance européenne : l'histoire sans fin', *Ecoweek*, BNP Paribas, mars 2012.
- ⁵ En Grèce, le salaire minimum a été diminué de 22%, au Portugal il a été gelé pendant toute la durée du programme de la Troïka.
- ⁶ En réalité, le solde budgétaire se décompose en un solde cyclique (ou conjoncturel) et un solde hors cycle. Ce dernier est égal au solde dit « structurel » augmenté ou diminué des éléments pouvant influencer temporairement sur le solde budgétaire. Dans le cas des recapitalisations bancaires, le déficit hors cycle est supérieur au déficit structurel. Dans le cas de recettes exceptionnelles, le déficit hors cycle est inférieur au déficit structurel. Dans la suite de cet article nous considérons que le solde hors cycle est égal au solde structurel.
- ⁷ Voir O. Blanchard & D. Leigh, 'Growth Forecast errors and Fiscal Multipliers', *FMI working paper* 13/1.
- ⁸ Voir T. Mercier, 'Le faux mea culpa du FMI', *Ecoweek*, BNP Paribas, juin 2013.
- ⁹ Supposons une économie qui doit respecter un déficit budgétaire structurel de 0,5% du PIB en T+1. La conjoncture est mauvaise et le budget présenté en T table sur une croissance réelle de 1% pour une croissance potentielle de 2%. L'output gap se détériore donc de 1 point. En retenant une élasticité budgétaire de 0,5, le déficit public nominal maximal autorisé est de 1% du PIB. Supposons maintenant que la croissance potentielle atteigne 3%. Dans ce cas, une croissance réelle de 1% conduit à une détérioration de l'output gap de 2%. Le déficit public nominal maximal autorisé devient 1,5% du PIB.
- ¹⁰ Les hypothèses retenues sur la fermeture de l'output gap peuvent paraître quelque peu simplistes. En théorie, la résorption de l'output gap négatif n'est pas un processus linéaire : à mesure que ce dernier se réduit, la vitesse de convergence est censée décélérer. Par ailleurs, dans le cas de l'Irlande, un output gap positif de 4% (en ligne avec les pics connus par le passé) devrait s'accompagner de tensions inflationnistes que nous avons choisi ici de ne pas prendre en compte. L'objectif des simulations effectuées dans cet article est avant tout de mettre en avant les déterminants de la soutenabilité des finances publiques.
- ¹¹ Les tableaux de résultats des simulations sont présentés en annexe.
- ¹² Nous faisons l'hypothèse supplémentaire que l'amélioration du solde primaire entre 2013 et 2020 vient pour moitié d'une hausse des recettes et pour moitié d'une baisse des dépenses.
- ¹³ Nous n'avons pas fait de projection pour la dette publique grecque. Celle-ci étant majoritairement détenue par des créanciers officiels (Etats membres de la zone euro et FMI), sa dynamique dépend étroitement des mesures décidées par ces bailleurs de fonds pour modifier sa trajectoire. En novembre 2012, les Etats membres de la zone euro se sont engagés à prendre des mesures pour ramener le ratio d'endettement public substantiellement sous la barre des 110% du PIB à horizon 2022 dès lors que la Grèce affichera un excédent primaire.
- ¹⁴ Toutes choses égales par ailleurs, une hausse de la croissance nominale (via la croissance réelle ou l'inflation) et une hausse du solde primaire de même ampleur produisent les mêmes effets sur le ratio d'endettement public lorsque celui-ci est égal à 100% du PIB (l'effet « croissance nominale » est plus fort quand le ratio est supérieur à 100%, l'effet « solde primaire » est plus fort quand le ratio est inférieur à 100%).
- ¹⁵ La baisse du ratio d'endettement par rapport au scénario central atteindrait 12,9pp en Espagne, 14,3pp en Irlande et 14,5pp au Portugal.