

L'ajustement budgétaire nécessaire en France ne peut pas être réalisé

Quand on tient compte du fait que le taux d'intérêt à long terme (autour de 3,5% en septembre 2025 pour le taux d'intérêt à 10 ans) est supérieur en France à la croissance nominale de long terme (environ 2,5%, 1% en volume et 1,5% en hausse des prix), on voit qu'il faut que la France dégage un excédent budgétaire primaire de 1,1% du PIB alors qu'elle a un déficit budgétaire primaire de 3,2% de PIB en 2025.

Par ailleurs, on sait que les investissements supplémentaires nécessaires, à la charge du secteur public, suggérés par le rapport Draghi se montent environ à 2,2% du PIB, et que les dépenses militaires (2% du PIB en 2025) devraient être accrues de 1 point de PIB pour assurer une défense suffisante.

Au total, l'ajustement budgétaire nécessaire pour réaliser les investissements additionnels nécessaires et stabiliser le taux d'endettement public atteint donc 7,5 points de PIB (4,3 points pour stabiliser le taux d'endettement public ; 3,2 points pour accroître les investissements et les dépenses militaires sans faire apparaître de nouveaux déficits publics).

Il est très peu probable que cet ajustement puisse être réalisé, ce qui imposerait une contraction des dépenses de protection sociale inacceptable pour l'opinion et ne pourrait pas venir d'une hausse acceptable de la pression fiscale.

En conséquence, d'une part les préconisations du rapport Draghi ne seront pas mises en œuvre, et la croissance en conséquence restera faible ; d'autre part, le taux d'endettement public va continuer à augmenter. La question se posera (pas à court terme mais à moyen terme) du moment où les difficultés de financement du déficit public deviendront assez importantes pour que la France ait à demander l'aide de la BCE.

Patrick Artus

Conseiller économique senior

patrick.artus-ext@ossiam.com

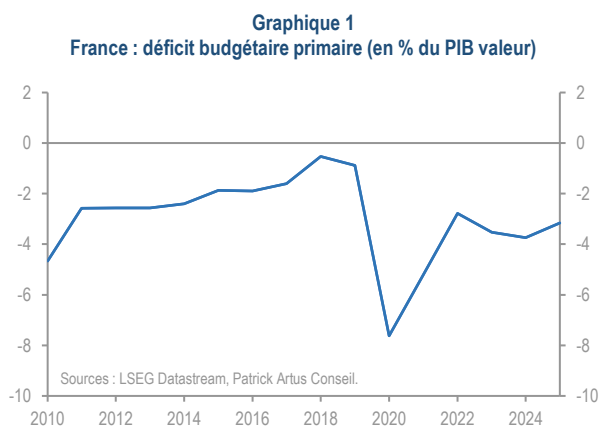
✕ @PatrickArtus

in Patrick Artus

L'excédent budgétaire primaire qui stabilise le taux d'endettement public de la France

La stabilisation du taux d'endettement public exige **un excédent budgétaire primaire égal au produit du taux d'endettement public par l'écart entre le taux d'intérêt à long terme et la croissance nominale de long terme**.

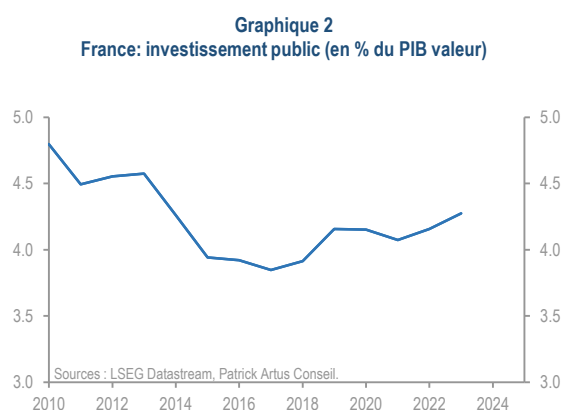
Cette dernière est d'environ 2,5% par an (1% de croissance en volume, 1,5% de hausse des prix) et le taux d'intérêt à 10 ans est de 3.5%. Ceci implique qu'**un excédent budgétaire primaire de 1,1% du PIB est nécessaire aujourd'hui pour stabiliser le taux d'endettement public**, alors qu'on attend un déficit budgétaire primaire de 3,2% du PIB en 2025 (Graphique 1).



La nécessité d'investir davantage et d'augmenter les dépenses militaires

Le rapport Draghi estime que l'Union européenne devrait accroître ses investissements de 4,5 points de PIB (dans la transition énergétique, dans le financement des innovations de rupture) pour combler son retard vis-à-vis des Etats-Unis. La moitié des investissements serait à la charge du secteur privé, la moitié à la charge du secteur public.

Si ces chiffres caractérisent aussi le besoin d'investissement de la France, **l'investissement public en France devrait être accru de 2,2 points de PIB (Graphique 2)** pour atteindre un niveau suffisant.



Par ailleurs, **le niveau des dépenses militaires devrait passer de 2% du PIB**, son niveau en 2025 (y compris pensions) à **3% du PIB**, pour satisfaire les nouvelles règles de l'OTAN et assurer une capacité de défense suffisante.

Un besoin considérable d'ajustement budgétaire

Si l'objectif est à la fois :

- **de stabiliser le taux d'endettement public de la France ;**
- **de réaliser la hausse des investissements publics préconisée par le rapport Draghi ;**

- d'amener le niveau des dépenses militaires à 3% du PIB, le niveau de l'ajustement nécessaire est de 7,5 points de PIB (4,3 points pour stabiliser le taux d'endettement public, 3,2 points pour accroître les dépenses d'investissement public et les dépenses militaires sans faire apparaître de nouveaux déficits publics).

Il s'agit d'un ajustement budgétaire de 230 milliards d'euros (entre baisse des dépenses et hausse des impôts), qui est donc considérable, et dont on voit que les 44 milliards d'euros qui étaient prévus par le gouvernement Bayrou n'étaient qu'une très faible partie.

Impossible en France de réaliser un ajustement budgétaire de 230 milliards d'euros (7,5 points du PIB)

Les dépenses de protection sociale se montent en France à 32,3% de PIB ; si on y ajoute les dépenses publiques de culture, d'environnement, de subventions et d'aides aux entreprises et aux ménages, on parvient à 40,6% du PIB.

La non-indexation sur l'inflation de cet ensemble de dépenses, sous l'hypothèse d'une inflation de 1,5% par an, résulterait donc en une baisse du poids des dépenses publiques dans le PIB de 0,6 point, se cumulant chaque année. Il faudrait donc plus de 12 ans pour que l'arrêt de l'indexation des dépenses publiques parvienne à réduire le poids de la dépense publique dans le PIB de 7,5 points : **il est impossible de croire que cet ajustement des dépenses serait accepté par l'opinion.**

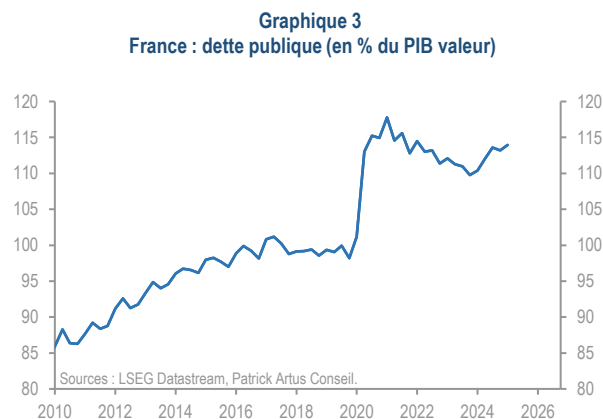
Par ailleurs, du côté des recettes fiscales, on sait que la taxe Zucman (une taxation de 2% des patrimoines supérieurs à 100 millions d'euros, de laquelle on soustrait les autres impôts payés) rapporterait de 0,5 à 0,8 point de PIB, soit au mieux le dixième de l'ajustement nécessaire.

On peut donc conclure qu'il est exclu d'anticiper en France un ajustement budgétaire permettant de stabiliser le taux d'endettement public tout en réalisant les investissements publics et les dépenses militaires nécessaires.

Synthèse : Quelle évolution peut-on alors anticiper ?

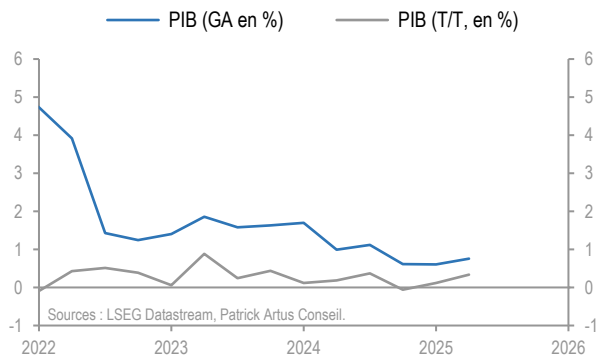
Le plus probable est donc que, avec la pression de l'opinion et l'absence de consensus politique :

- le taux d'endettement public (Graphique 3) continue à augmenter ;



- les investissements préconisés par le rapport Draghi ne soient pas réalisés, ce qui laissera subsister une croissance du PIB faible (Graphique 4) résultant essentiellement de la progression du taux d'emploi (Graphique 5) avec l'insuffisance des investissements technologiques.

Graphique 4
France : évolution du PIB (volume)



Graphique 5
France : taux d'emploi des 15-64 ans (en %)



On peut donc anticiper que le Trésor français aura de plus en plus de difficultés à financer le déficit public et les remboursements de la dette, donc :

- que le spread OAT-Bund (spread France-Allemagne) continuera à s'ouvrir (Graphique 6) ;

Graphique 6
France : écart de taux d'intérêt sur les emprunts d'Etat à 10 ans avec l'Allemagne (en points de %)



- que dans le futur, il arrivera un moment où le Trésor ne parviendra plus à lever les sommes nécessaires. La France devra alors demander l'aide de la BCE, qui, avec le **Transmission Protection Instrument**, peut acheter toutes les quantités de la dette publique d'un Etat de la zone euro qu'elle juge nécessaire. **Mais cette aide sera accordée sous la condition qu'un programme crédible de réduction du déficit public soit mis en œuvre**, ce qui impliquera une réduction importante des dépenses de protection sociale (retraites, dépenses de santé...) et des hausses importantes d'impôts.

Avertissement

Ossiam, filiale de Natixis Investment Managers, est un gestionnaire d'actifs français agréé par l'Autorité des Marchés Financiers (Agrément n° GP-10000016). Bien que l'information contenue dans le présent document provienne de sources jugées fiables, Ossiam ne fait aucune déclaration et ne donne aucune garantie quant à l'exactitude de toute information dont elle n'est pas la source. Les informations présentées dans ce document sont basées sur les données du marché à un moment donné et peuvent changer de temps à autre. Le présent document a été préparé uniquement à des fins d'information et ne doit pas être considéré comme une offre, une sollicitation d'offre, une invitation ou une recommandation personnelle d'acheter ou de vendre des actions participantes, tout titre ou instrument financier d'un Fonds Ossiam, ou de participer à toute stratégie de placement, directement ou indirectement. Il est destiné à être utilisé uniquement par les destinataires auxquels Ossiam le met directement à disposition. Ossiam ne traitera pas les destinataires de ce document comme ses clients du fait qu'ils aient reçu ce document. Tous les renseignements sur la performance présentés dans ce document sont fondés sur des données historiques et, dans certains cas, sur des données hypothétiques, et peuvent refléter certaines hypothèses à propos des frais, des impôts, des charges de capital, des attributions et d'autres facteurs qui influent sur le calcul de rendements. Toutes les opinions exprimées dans ce document sont des énoncés de notre jugement à cette date et sont susceptibles de changer sans préavis. Ossiam n'assume aucune responsabilité fiduciaire pour les conséquences, financières ou autres, provenant d'un placement dans un titre ou un instrument financier décrit dans ce document ou dans tout autre titre, ou de la mise en œuvre d'une stratégie de placement. Les informations contenues dans ce document ne sont pas destinées à être distribuées ou utilisées par une personne ou une entité, par un pays ou une juridiction, où cela serait contraire à la loi ou à la réglementation ou qui assujettirait Ossiam à toute exigence d'inscription dans ces juridictions. Ce document ne peut être distribué, publié ou reproduit, en entier ou en partie.