

Flash Economie

N° 37

5 novembre 2024

Quel ajustement budgétaire dans les quatre plus grands pays de la zone euro ?

Nous calculons l'ampleur de la réduction du déficit public qui est nécessaire pour stabiliser le taux d'endettement public en Allemagne, en France, en Espagne et en Italie.

Nous partons du déficit public primaire et de l'écart entre le taux d'intérêt à long terme et la croissance potentielle.

Nous trouvons que, par rapport au déficit prévu pour 2024, il faudra réduire le déficit public primaire (hors intérêts sur la dette publique) de 1.4 point de PIB en Allemagne, 3.8 points de PIB en France, 1.8 point de PIB en Italie, alors que l'Espagne a un déficit public primaire inférieur à celui qui stabilise le taux d'endettement public.

Puisque la réduction du déficit primaire réduit l'activité et donc les recettes fiscales, la hausse de la pression fiscale ou la baisse des dépenses publiques nécessaires sont plus importantes que la baisse nécessaire des déficits publics dans une proportion qui dépend de la taille du multiplicateur budgétaire (effet d'une baisse des dépenses publiques ou d'une hausse de la pression fiscale sur le PIB).

S'il n'y a pas d'effet de neutralité ricardienne (baisse du taux d'épargne privée lorsque le déficit public est réduit), la perspective est celle de nombreuses années de rigueur budgétaire.

Patrick Artus

Conseiller économique senior

patrick.artus-ext@ossiam.com

[X](#) @PatrickArtus

Communication marketing : ce document n'a pas été élaboré selon les dispositions réglementaires visant à promouvoir l'indépendance des analyses financières et ses auteurs ne sont pas soumis à l'interdiction d'effectuer des transactions sur l'instrument concerné avant la diffusion de la communication.

Que nécessite la stabilisation du taux d'endettement public ?

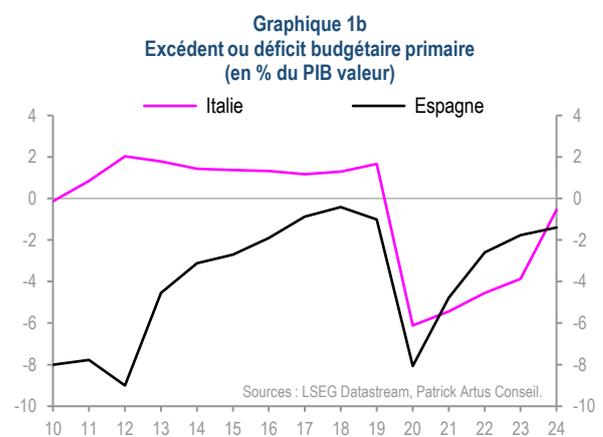
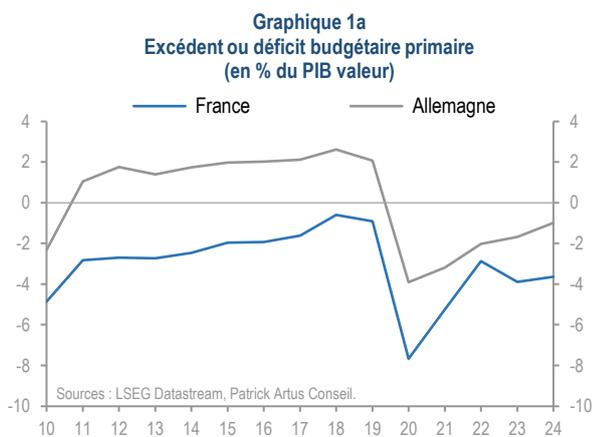
La stabilisation du taux d'endettement public nécessite que l'excédent budgétaire primaire soit supérieur ou égal au produit du taux d'endettement public par l'écart entre le taux d'intérêt réel à long terme et la croissance potentielle soit :

$$\text{Excédent budgétaire primaire} \geq \text{Taux d'endettement public} \times (\text{taux d'intérêt réel à long terme} - \text{croissance potentielle en volume})$$

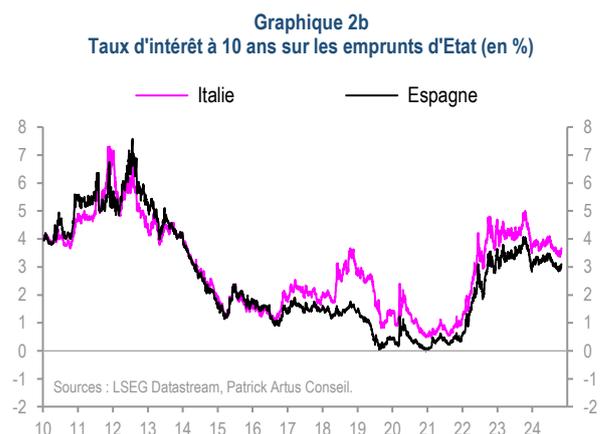
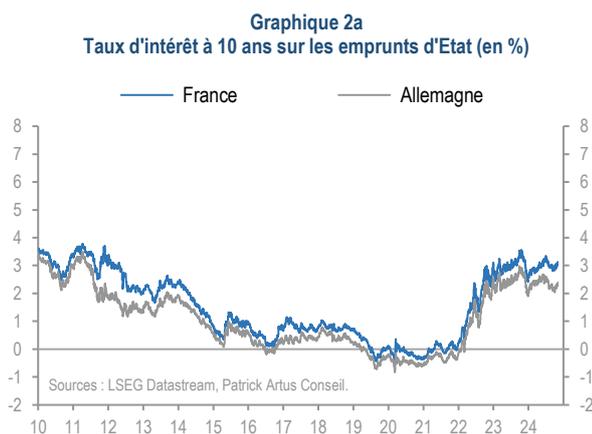
Evidemment, si le taux d'intérêt réel à long terme est inférieur à la croissance potentielle en volume, un déficit budgétaire primaire est compatible avec la stabilité du taux d'endettement public.

Quel excédent ou déficit budgétaire primaire est nécessaire pour stabiliser le taux d'endettement public dans les quatre plus grands pays de la zone euro ?

Les Graphiques 1a/b montrent le déficit budgétaire primaire de l'Allemagne, de la France, de l'Espagne et de l'Italie.

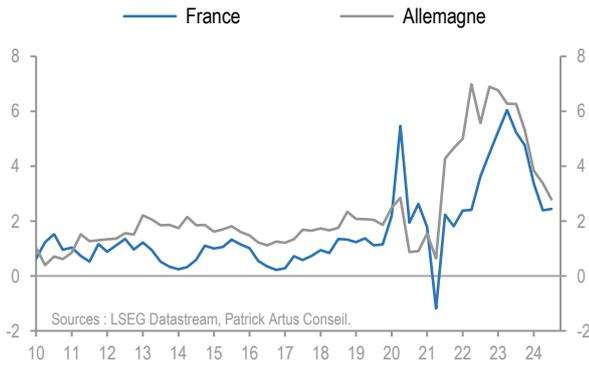


On voit qu'en 2024, seule la France aura un déficit public primaire supérieur à 2% du PIB (il sera de l'ordre de 4% du PIB). Les Graphiques 2a/b montrent les taux d'intérêt à 10 ans nominaux des quatre pays.

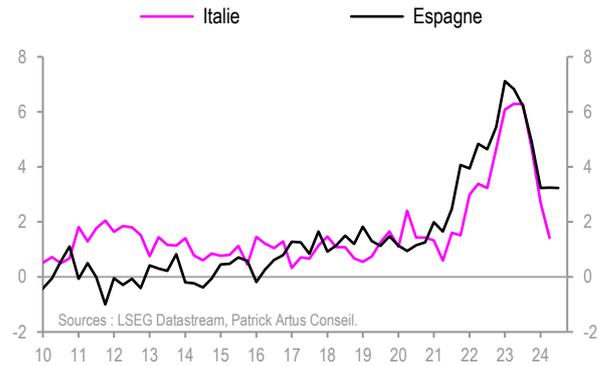


Les Graphiques 3a/b montrent les taux de croissance des prix du PIB.

Graphique 3a
Prix du PIB (GA en %)

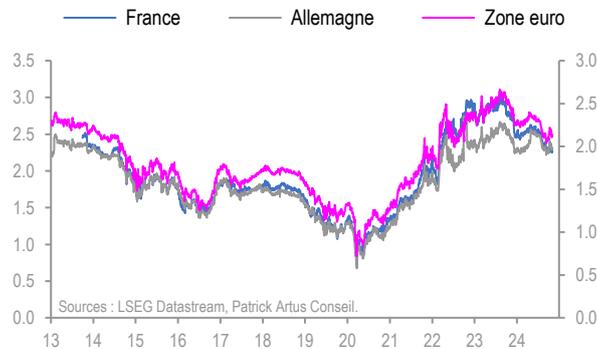


Graphique 3b
Prix du PIB (GA en %)



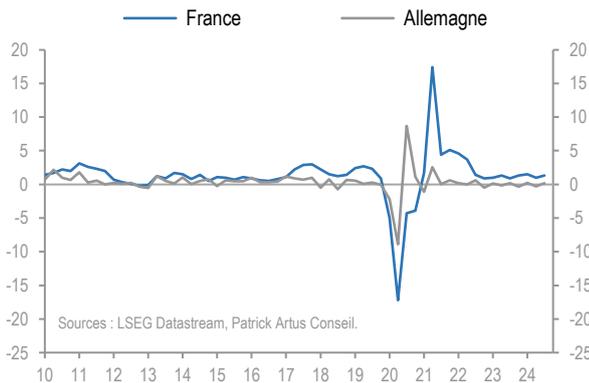
Le Graphique 4 montre les **swaps d'inflation à 5 ans dans 5 ans**, qui représentent les anticipations d'inflation des marchés financiers à long terme.

Graphique 4
Swaps d'inflation à 5 ans dans 5 ans (en %)

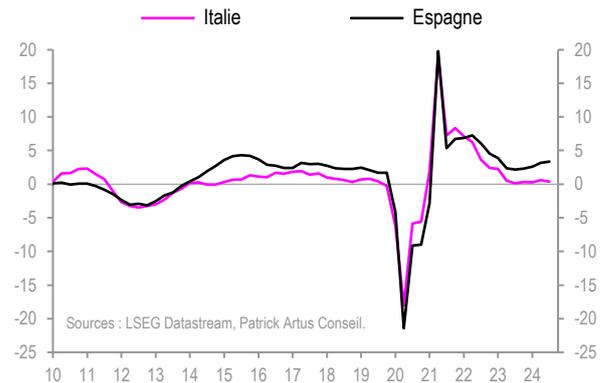


Les Graphiques 5a/b montrent les **taux de croissance des PIB en volume**.

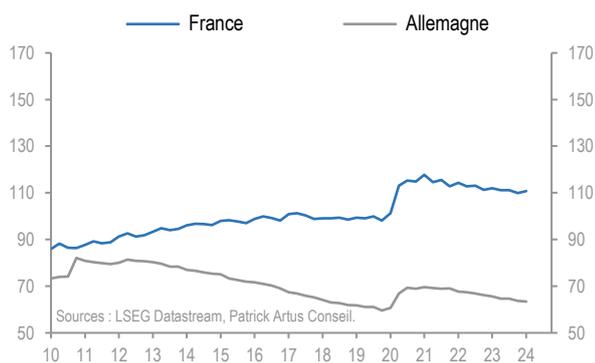
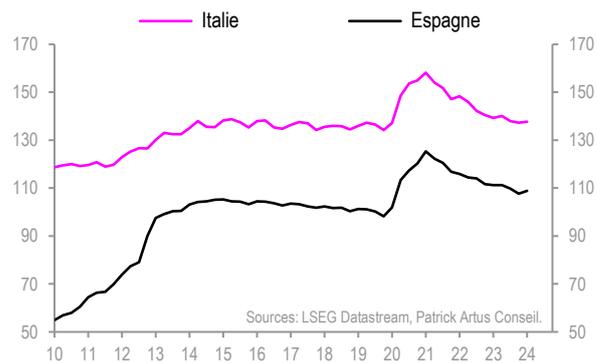
Graphique 5a
PIB (volume, GA en %)



Graphique 5b
PIB (volume, GA en %)



Enfin, les graphique 6a/b montrent les **taux d'endettement public**.

Graphique 6a
Dette publique (en % du PIB valeur)Graphique 6b
Dette publique (en % du PIB valeur)

Les données pour la période la plus récente sont reprises dans le [tableau](#).

Tableau : croissance potentielle, taux d'intérêt, dette publique et solde budgétaire primaire stabilisant le taux d'endettement public (2024)

	Allemagne	France	Espagne	Italie
Déficit budgétaire primaire (en % du PIB valeur)	-1	-3.7	-1.4	-0.6
Dette publique (en % du PIB valeur)	63	112	109	138
Taux d'intérêt réel à 10 ans sur les emprunts d'Etat (en %)	0.4	1.1	1.1	1.7
Croissance potentielle (en %)	0	1.0	2.7	0.8
Excédent ou déficit budgétaire primaire stabilisant le taux d'endettement public (en % du PIB valeur)	0.3	0.1	-1.9	1.2

Source : LSEG Datastream

On voit que :

- **l'Espagne assure la soutenabilité de sa dette publique ;**
- **l'Allemagne et l'Italie devraient avoir un excédent budgétaire primaire alors qu'elles ont un déficit ;**
- **la France est très loin d'assurer la soutenabilité de sa dette publique.**

Le besoin de correction du déficit budgétaire primaire sera amplifié par les effets des politiques budgétaires restrictives

Nous avons vu que **le déficit budgétaire primaire doit être réduit, à partir de son niveau de 2024**, pour assurer la durabilité du taux d'endettement public de :

- 1.3 point de PIB en Allemagne ;
- 3.8 points de PIB pour la France ;
- 1.8 point de PIB pour l'Italie.

En Espagne, le déficit public primaire est inférieur à celui qui stabilise le taux d'endettement public.

Mais cette réduction du déficit public primaire, qu'elle soit obtenue par une baisse des dépenses publiques ou par une hausse de la pression fiscale, conduira à **une baisse de la croissance et à une baisse des recettes fiscales**.

Compte tenu de cet effet, dont l'ampleur dépend du niveau du multiplicateur budgétaire (effet sur le PIB d'une variation des dépenses publiques ou des impôts), **la baisse des dépenses publiques ou la hausse des impôts qui seront nécessaires pour stabiliser le taux d'endettement public seront encore plus élevées que ce qui est calculé plus haut.**

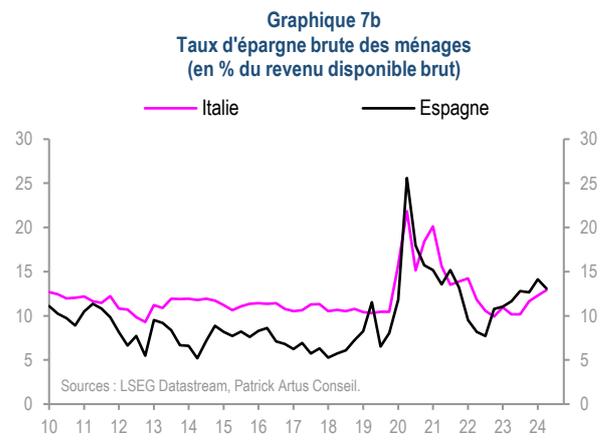
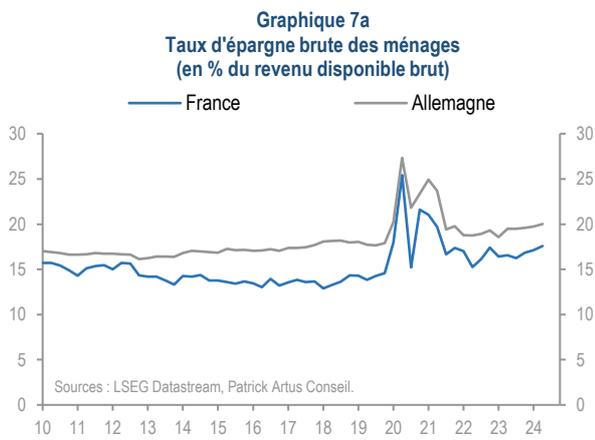
Synthèse : un ajustement budgétaire extrêmement important nécessaire pour stabiliser le taux d'endettement public en France

Si l'on ne tient pas compte des effets sur l'activité et les recettes fiscales de la hausse des impôts ou de la baisse des dépenses publiques, l'ajustement budgétaire nécessaire pour stabiliser le taux d'endettement public, à partir de la situation de 2024, est de 1.3 point de PIB en Allemagne, 3.8 points de PIB en France, 1.8 point de PIB en Italie, l'Espagne ayant déjà un déficit public primaire inférieur à celui qui stabilise le taux d'endettement public.

Si l'on tient compte de l'effet sur le PIB et les recettes fiscales de l'ajustement budgétaire, la taille de l'ajustement est encore plus forte. On voit que, en France, la taille de l'ajustement budgétaire est très importante.

Peut-on espérer bénéficier d'un effet de neutralité ricardienne, c'est-à-dire d'une baisse du taux d'épargne privée lorsque le déficit public est réduit, puisqu'une partie de l'épargne était constituée en l'attente de l'ajustement budgétaire ?

Les Graphiques 7a/b montrent le taux d'épargne des ménages.



On voit qu'une baisse du taux d'épargne des ménages ne peut apparemment être espérée nulle part.

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.