Flash Economie

N° 23
6 mars 2025

Ne pas oublier que ce qui compte c'est la comparaison entre le taux d'intérêt réel à long terme et le taux de croissance en volume à long terme

On commente beaucoup la hausse des taux d'intérêt nominaux à long terme, pour regretter que le poids des intérêts sur la dette publique soit croissant.

Mais il faut se rappeler que ce qui importe est la hiérarchie entre le taux d'intérêt réel à long terme et la croissance en volume à long terme.

Tant que la hausse des taux d'intérêt nominaux est compensée par la hausse de l'inflation ou de la croissance en volume, il n'y a pas de problème de soutenabilité de la dette publique.

L'inquiétude doit apparaître en ce qui concerne les évolutions récentes observées au Royaume-Uni, en Allemagne, en France, en Italie (mais pas en Espagne ou aux Etats-Unis) où le taux d'intérêt réel à long terme est passé au-dessus du niveau de la croissance potentielle, ou bien est voisin de la croissance potentielle, ce qui exige la mise en place d'un excédent budgétaire primaire ou au moins d'un équilibre budgétaire primaire pour éviter une hausse sans limite du taux d'endettement public.

Aujourd'hui, seule l'Italie a un excédent budgétaire primaire. Tous les autres pays ont des déficits budgétaires primaires, importants au Royaume-Uni, aux Etats-Unis et en France. Aujourd'hui, les deux pays qui ont la situation budgétaire la plus difficile sont le Royaume-Uni et la France.

Patrick Artus
Conseiller économique senior
patrick.artus-ext@ossiam.com
@PatrickArtus

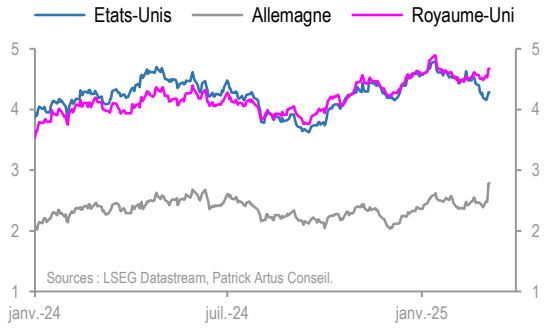
Communication marketing : ce document n'a pas été élaboré selon les dispositions réglementaires visant à promouvoir l'indépendance des analyses financières et ses auteurs ne sont pas soumis à l'interdiction d'effectuer des transactions sur l'instrument concerné avant la diffusion de la communication.

Hausse récente des taux d'intérêt à long terme

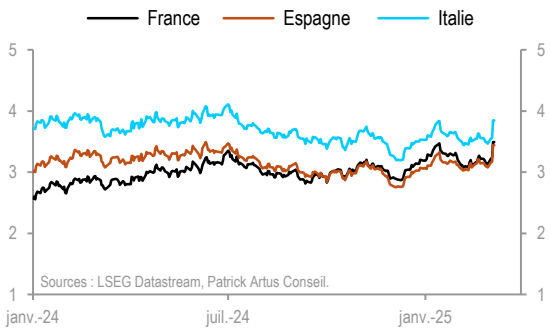
Nous regardons les situations des **Etats-Unis, du Royaume-Uni, de l'Allemagne, de la France, de l'Espagne et de l'Italie**.

Depuis la fin du 3ème trimestre 2024, **on a observé dans tous ces pays une hausse importante des taux d'intérêt à long terme** (**Graphiques 1a/b**).

Graphique 1a
Taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat (en %)

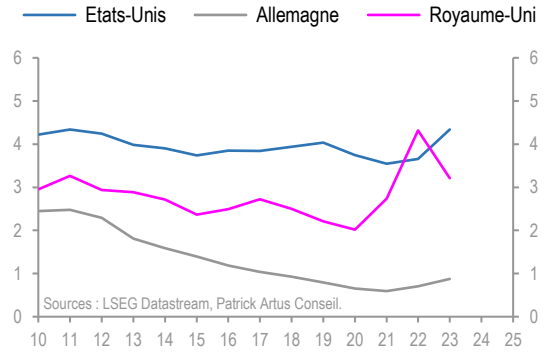


Graphique 1b
Taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat (en %)

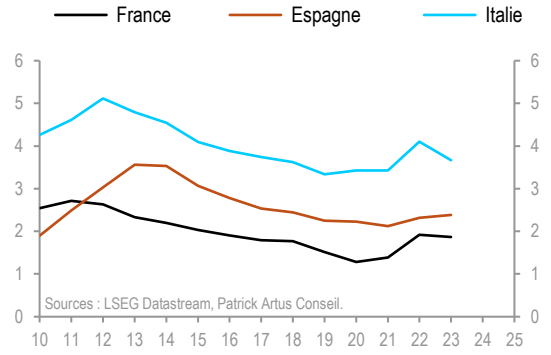


Cette hausse des taux d'intérêt à long terme inquiète beaucoup d'investisseurs et d'observateurs, puisqu'elle **implique une hausse des paiements d'intérêts sur la dette publique** (**Graphiques 2a/b**).

Graphique 2a
Intérêts payés sur la dette publique
(en % du PIB valeur)



Graphique 2b
Intérêts payés sur la dette publique
(en % du PIB valeur)



Mais il faut rappeler un point important : ce n'est pas le niveau absolu des taux d'intérêt nominaux à long terme qui importe, c'est la hiérarchie entre les taux d'intérêt nominaux à long terme et la croissance nominale à long terme, ou de manière équivalente, **la hiérarchie entre les taux d'intérêt réels à long terme et la croissance en volume à long terme**.

Pourquoi c'est la hiérarchie entre les taux d'intérêt réels à long terme et la croissance en volume à long terme qui importe

Tant que le taux d'intérêt réel à long terme est inférieur à la croissance du PIB de long terme :

- le taux d'endettement public converge vers une limite finie (qui est égale au ratio du déficit public primaire à l'écart entre le taux de croissance en volume à long terme et le taux d'intérêt réel à long terme) ;
- même s''il y a un déficit public primaire important, puisque le taux d'endettement public se stabilise à long terme, la soutenabilité de la dette publique est assurée.

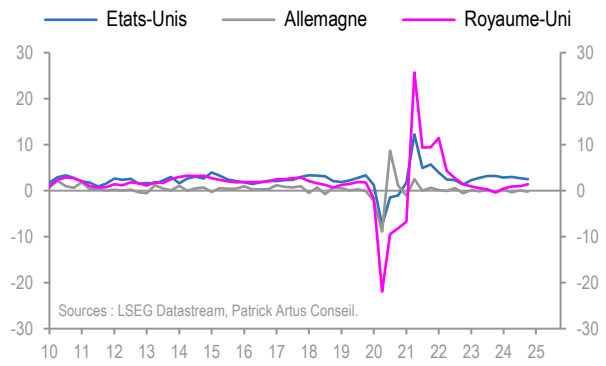
Mais si le taux d'intérêt réel à long terme est supérieur à la croissance à long terme du PIB, pour que le taux d'endettement public se stabilise à long terme, il faut qu'il soit mis en place **un excédent budgétaire primaire supérieur au produit du taux d'endettement public par l'écart entre le taux d'intérêt réel et le taux de croissance à long terme**.

Taux d'intérêt à long terme et croissance en volume à long terme

Nous comparons ici :

- les valeurs les plus récentes du taux d'intérêt nominal à 10 ans aux Etats-Unis, au Royaume-Uni, en Allemagne, en France, en Espagne et en Italie (Graphiques 1a/b plus haut) ;
- la croissance du PIB en volume en moyenne à long terme (sur 2010-2024) et à court terme (sur 2023-2024), Graphiques 3a/b, Tableau 1 ;

Graphique 3a
PIB (volume, GA en %)



Graphique 3b
PIB (volume, GA en %)

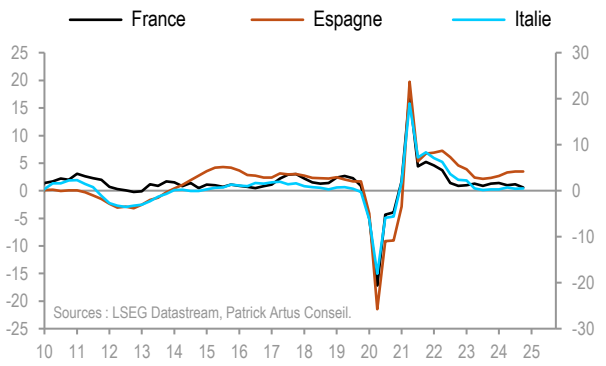


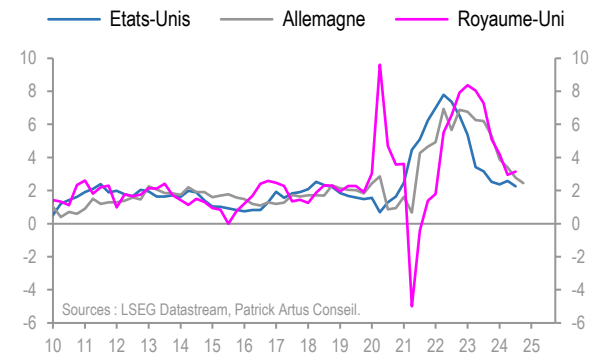
Tableau 1 : Moyenne des taux de croissance du PIB (volume, en %)

Moyenne des taux de croissance du PIB	Etats-Unis	Allemagne	Royaume-Uni	France	Espagne	Italie
de 2010 à 2024	2.41	0.33	1.68	1.24	1.29	0.57
de 2023 à 2024	2.84	-0.04	0.66	1.09	2.96	0.64

Sources: LSEG Datastream

- la croissance du prix du PIB en moyenne à long terme (sur 2010-2024) et à court terme (en 2024), Graphique 4a/b, Tableau 2 ;

Graphique 4a
Prix du PIB (GA en %)



Graphique 4b
Prix du PIB (GA en %)

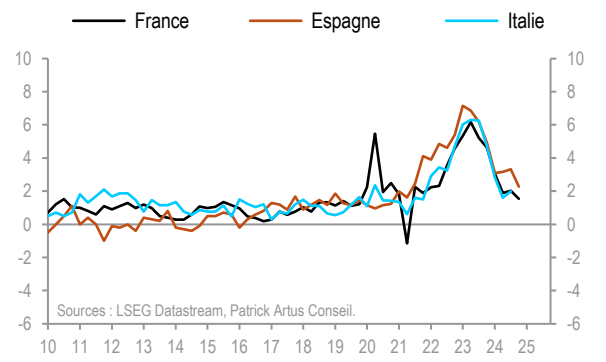


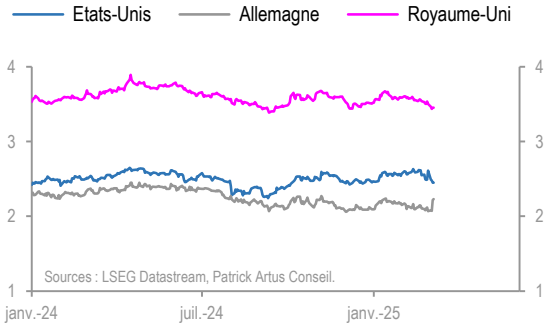
Tableau 2 : Moyenne des taux de croissance des prix du PIB (en %)

Moyenne des taux de croissance des prix du PIB	Etats-Unis	Allemagne	Royaume-Uni	France	Espagne	Italie
de 2010 à 2024.T3	2.35	2.36	2.55	1.59	1.49	1.68
de 2024.T1 à 2024.T3	2.40	3.35	3.43	2.33	3.19	2.14

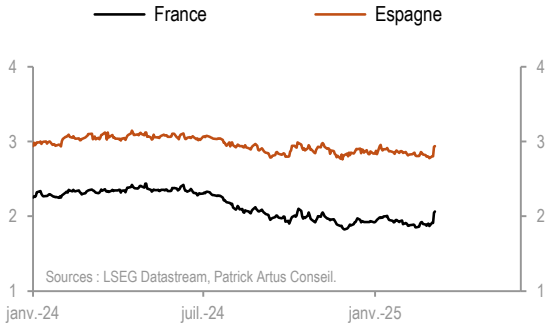
Sources: LSEG Datastream

- le swap d'inflation à 10 ans au début de 2025 (Graphique 5a/b).

Graphique 5a
Swaps d'inflation à 10 ans (en %)



Graphique 5b
Swaps d'inflation à 10 ans (en %)



On voit que le taux d'intérêt nominal à 10 ans dans la période la plus récente est de :

- 4,25% aux Etats-Unis ;
- 4.50% au Royaume-Uni ;
- 2,45% en Allemagne ;
- 3,20% en France ;
- 3,10% en Espagne ;
- 3,50% en Italie ;

et que la croissance nominale du PIB est comprise sur la période courte et selon qu'on utilise le prix du PIB ou le swap d'inflation à 10 ans entre :

- 5,2% et 5,4% aux Etats-Unis ;
- 3,4% et 3,7% au Royaume-Uni ;
- 2,0% et 3,3% en Allemagne ;
- 3.0% et 3.4% en France ;
- 5,9% et 6,2% en Espagne.

Elle est de 3.7% en Italie (nous ne disposons pas de swap d'inflation à 10 ans pour l'Italie).

Synthèse : un problème de soutenabilité de la dette existe au Royaume-Uni et en France

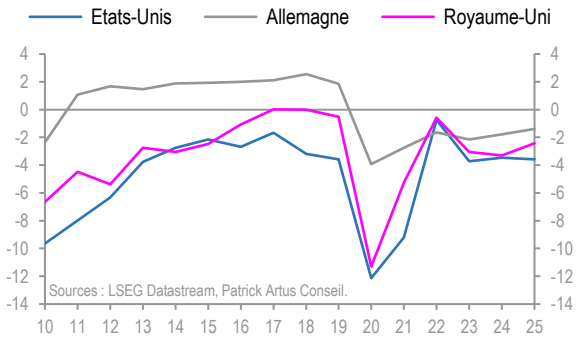
Quand on compare :

- le taux d'intérêt nominal à 10 ans ;
- et la croissance du PIB en valeur, calculée en moyenne sur 10 ans ou sur 2 ans, et en utilisant le déflateur du PIB ou le swap d'inflation à long terme, on voit que le taux d'intérêt nominal à 10 ans est clairement supérieur à la croissance du PIB en valeur dans le cas du Royaume-Uni et de l'Italie, et est proche de la croissance du PIB en valeur en Allemagne et en France.

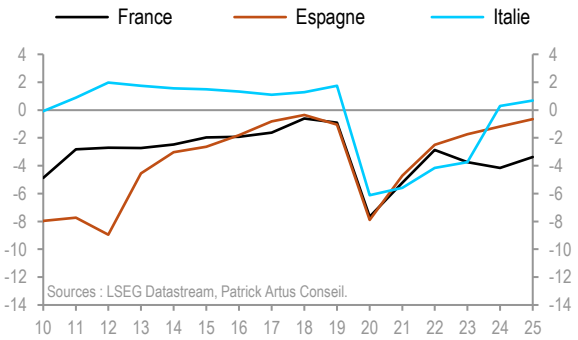
Ceci implique que le Royaume-Uni et l'Italie doivent avoir un excédent budgétaire primaire, l'Allemagne et la France un équilibre budgétaire primaire.

Lorsqu'on regarde le déficit ou l'excédent budgétaire primaire, on voit (**Graphiques 6a/b**), que **seule l'Italie a un excédent budgétaire primaire et que le Royaume-Uni et la France ont un important déficit budgétaire primaire.**

Graphique 6a
Excédent ou déficit budgétaire primaire
(en % du PIB valeur)



Graphique 6b
Excédent ou déficit budgétaire primaire
(en % du PIB valeur)



Aujourd'hui, les deux pays qui ont la situation budgétaire la plus difficile sont donc le Royaume-Uni et la France.

Avertissement

Ossiam, filiale de Natixis Investment Managers, est un gestionnaire d'actifs français agréé par l'Autorité des Marchés Financiers (Agréement 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 susceptible 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.