

## Flash Economie

20 avril 2017 - 501

### Pourra-t-on éviter une restructuration des dettes publiques dans la zone euro ?

Un Etat choisit de restructurer sa dette publique si, en l'absence de restructuration, l'excédent budgétaire primaire qu'il doit mettre en place pour stabiliser le taux d'endettement public est anormalement élevé et conduit à une politique budgétaire très restrictive que cet Etat rejette.

Nous montrons qu'en France, en Italie, au Portugal, s'il y a normalisation des taux d'intérêt à long terme, on peut se trouver dans cette situation où la restructuration de la dette publique est préférée.

Pour éviter qu'il y ait restructuration de dettes publiques de pays de la zone euro dans le futur, il faut donc :

- soit que les taux d'intérêt à long terme ne soient jamais normalisés, grâce à une action permanente de la BCE ;
- soit qu'il y ait mutualisation des dettes publiques entre tous les pays de la zone euro, ce qui permettrait aux autres pays de bénéficier de l'excédent budgétaire primaire très élevé de l'Allemagne.

Ces deux hypothèses sont l'une et l'autre improbables.

**Patrick Artus**

Tel. (33 1) 58 55 15 00

[patrick.artus@natixis.com](mailto:patrick.artus@natixis.com)

 [@PatrickArtus](https://twitter.com/PatrickArtus)

---

[www.research.natixis.com](http://www.research.natixis.com)

BANQUE DE GRANDE CLIENTELE  
EPARGNE ET ASSURANCE  
SERVICES FINANCIERS SPECIALISES

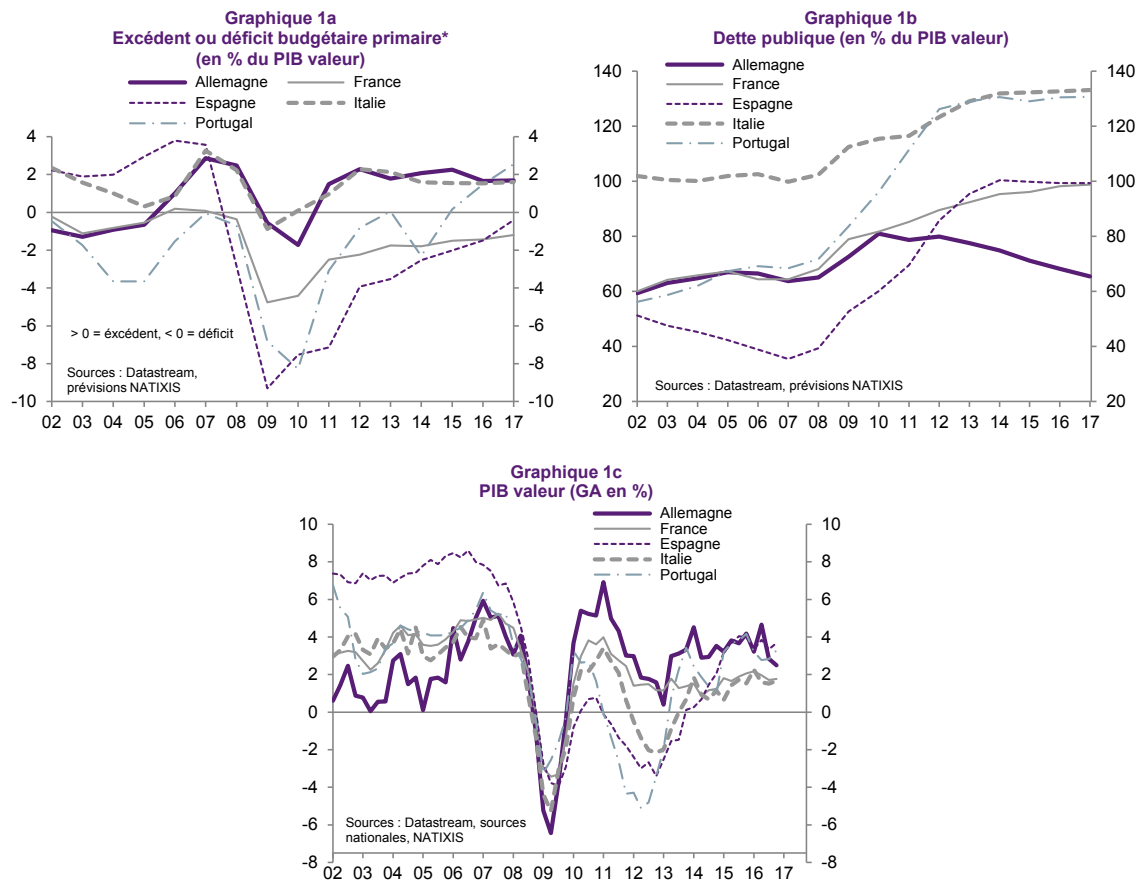
## Les effets de la normalisation des taux d'intérêt à long terme sur les excédents budgétaires primaires nécessaires

Regardons les situations de l'Allemagne, de la France, de l'Espagne, de l'Italie, du Portugal.

L'excédent budgétaire primaire qui est nécessaire pour stabiliser le taux d'endettement public est donné par :

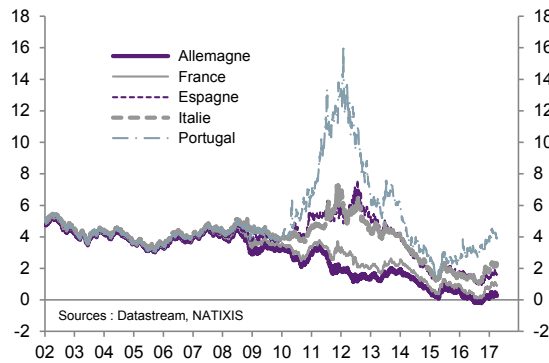
$$\text{Excédent budgétaire primaire nécessaire} = \text{Dette publique} \times [\text{Taux d'intérêt à long terme} - \text{Croissance nominale}]$$

Le graphique 1a montre les excédents ou déficits budgétaires primaires observés aujourd'hui, le graphique 1b les taux d'endettement publics, le graphique 1c la croissance nominale.

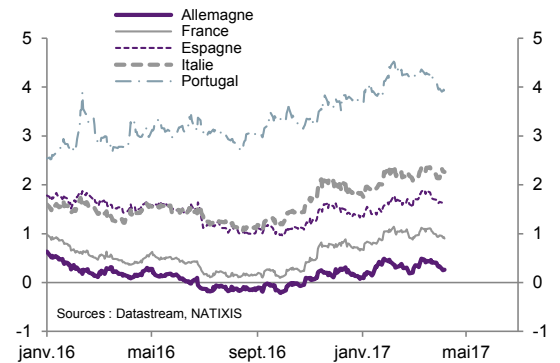


Les taux d'intérêt à long terme sont aujourd'hui anormalement faibles compte tenu du Quantitative Easing (graphiques 2a/b).

**Graphique 2a**  
Taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat (en %)



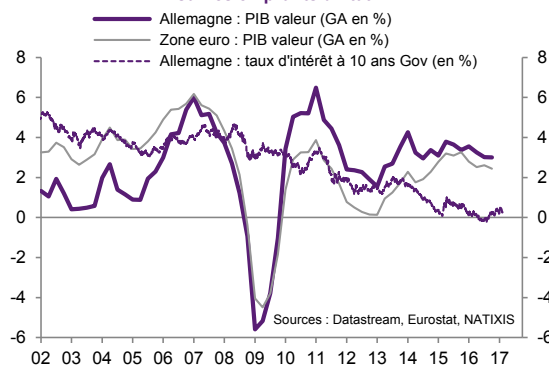
**Graphique 2b**  
Taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat (en %)



Que seraient les niveaux normalisés des taux d'intérêt à long terme ?

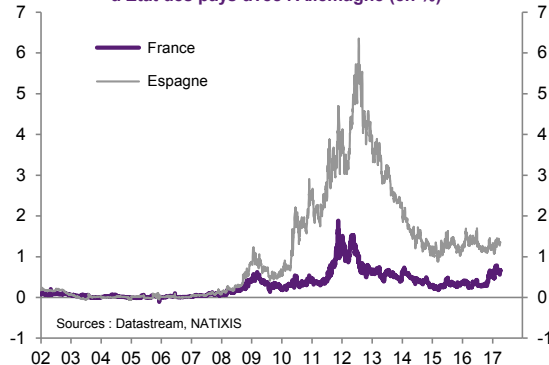
Nous partons de la comparaison entre le taux d'intérêt à long terme en Allemagne et la croissance nominale de l'Allemagne ou de la zone euro (graphique 3a). Elle montre qu'aujourd'hui le taux d'intérêt à long terme normalisé en Allemagne serait de 2,5% environ.

**Graphique 3a**  
PIB valeur et taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat

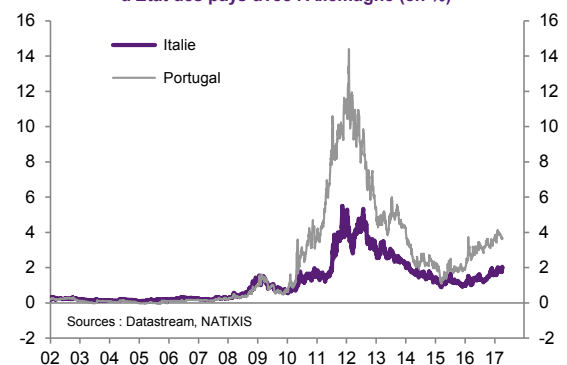


Nous regardons ensuite les spreads de taux d'intérêt entre la France, l'Espagne, l'Italie, le Portugal et l'Allemagne, en dehors de l'effet du Quantitative Easing (graphiques 3b/c).

**Graphique 3b**  
Ecart de taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat des pays avec l'Allemagne (en %)



**Graphique 3c**  
Ecart de taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat des pays avec l'Allemagne (en %)



La normalisation de ces spreads conduirait à **des taux d'intérêt à long terme normalisés d'environ** :

- 3,2% en France ;
- 4,1% en Espagne ;
- 4,5% en Italie ;
- 6,0% au Portugal.

Nous calculons enfin **l'excédent budgétaire primaire nécessaire pour stabiliser le taux d'endettement public si les taux d'intérêt à long terme étaient normalisés**. Il serait de :

- 0% du PIB en Allemagne ;
- 1,4% du PIB en France ;
- 1,1% du PIB en Espagne ;
- 3,6% du PIB en Italie ;
- 3,9% du PIB au Portugal.

**Cet excédent budgétaire primaire serait probablement inacceptable** (on peut le comparer à ceux du passé, graphique 1a) en France, en Italie et au Portugal, car **il conduirait à une politique budgétaire beaucoup trop restrictive, et les pays préféreraient alors restructurer leurs dettes**.

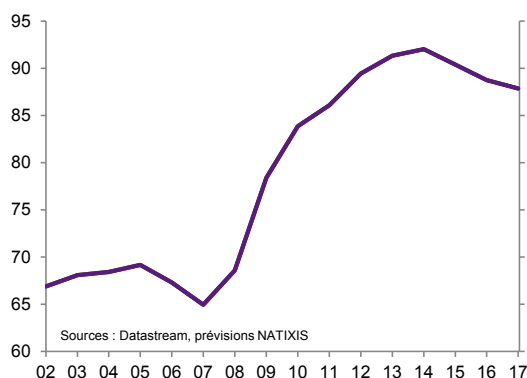
## Synthèse : comment éviter une restructuration des dettes publiques dans le futur ?

Ce qui précède montre que **la normalisation des taux d'intérêt à long terme conduirait probablement au choix de la restructuration des dettes publiques en France, en Italie et au Portugal**.

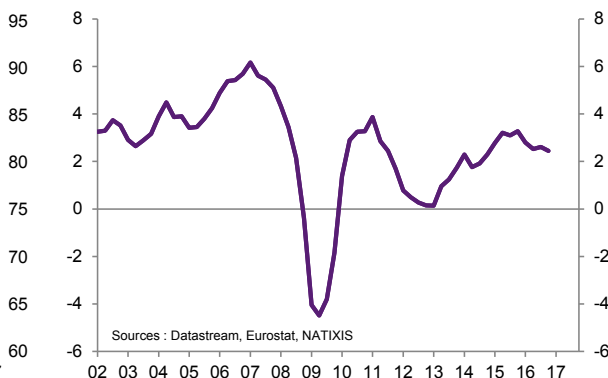
**Comment alors éviter ces restructurations ?**

1. **En évitant perpétuellement la normalisation des taux d'intérêt à long terme, c'est-à-dire en maintenant une politique monétaire expansionniste qui déprime perpétuellement les taux d'intérêt à long terme.**
2. **Ou bien en mutualisant les dettes publiques de la zone euro. Dans l'ensemble de la zone euro, une fois normalisés les taux d'intérêt à long terme, l'excédent budgétaire primaire qui stabilise le taux d'endettement public est de 0,9% du PIB (graphiques 4a/b).**

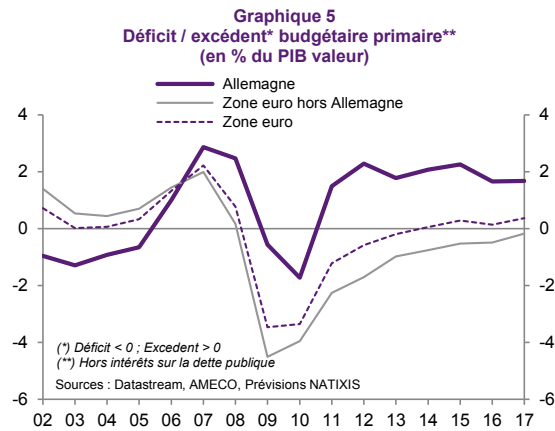
Graphique 4a  
Zone euro : dette publique (en % du PIB valeur)



Graphique 4b  
Zone euro : croissance du PIB (valeur, GA en %)



Compte tenu de l'excédent budgétaire primaire de l'Allemagne (graphique 5), il suffit alors que le reste de la zone euro ait un excédent budgétaire primaire de 0,7% de PIB, ce qui est parfaitement acceptable.



Malheureusement, la probabilité qu'il y ait soit politique monétaire en permanence très expansionniste dans la zone euro, soit mutualisation de dettes publiques est très faible.