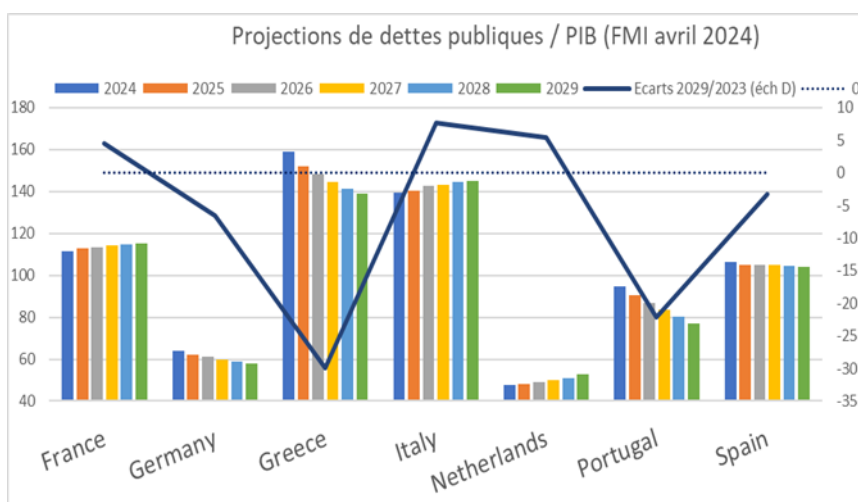


25/04/2024

Soldes publics : Quelles évolutions attendre ?



- Alors que le déficit budgétaire 2023 de la France dépasse largement les attentes, la question se pose de l'origine conjoncturelle ou structurelle de ce dépassement et de la capacité de l'Etat à rétablir les comptes. En ligne de mire, la revue des notations de la dette souveraine française par les agences de notations s'annonce comme un défi.
- La révision d'avril 2024 du plan de stabilité par le gouvernement maintient des anticipations optimistes sur la croissance.
- Il n'y a pas de source d'économies « faciles » et la solution d'une contribution des retraites, si elle peut être envisagée, ne paraît pas justifiable par des problématiques de revenu comparés avec celui des actifs.
- La question se pose dorénavant d'un risque de dégradation de la notation souveraine française. Dans cette hypothèse, l'augmentation du *spread* avec l'Allemagne ne serait pas attendue très élevée si les conditions de marchés restaient identiques.

Philippe Aurain, Corentin Ponton.

Alors que le déficit budgétaire 2023 de la France dépasse largement les attentes, la question se pose de l'origine conjoncturelle ou structurelle de ce dépassement et de la capacité de l'Etat à rétablir les comptes. En ligne de mire, le round de notation de la dette souveraine française pour les agences de notations s'annonce comme un défi.

❖ **Le déficit budgétaire de 5,5% en 2023 est inattendu.**

Le déficit public pour 2023 s'établit à 154,0 Md€, soit 5,5 % du produit intérieur brut (PIB), après 4,8 % en 2022 et 6,6 % en 2021, alors que le programme de stabilité prévoyait un déficit de 4,9 % du PIB en 2023¹.

La mauvaise surprise provient des recettes inférieures de 21 milliards d'euros aux attentes. Les recettes ne progressent que de +2,0 % après +7,4 % en 2022. Le taux de prélèvements obligatoires diminue et s'établit à 43,5 % du PIB après 45,2 % en 2022, à un niveau proche de l'avant Covid (43,9 % en 2019). La baisse des recettes serait dû à la baisse rapide de l'inflation qui a réduit les recettes de TVA de 4 Md€. De plus, le SMIC étant indexé sur l'inflation et influençant l'ensemble de la masse des salaires, les cotisations salariales et d'impôt sur le revenu ont été moindres que prévu de 7,6 milliards. A cela s'ajoute les taxes sur l'immobilier (1 Md€), le rendement décevant de l'impôt sur les sociétés (-4,4 milliards) et le rendement très faible de la taxe exceptionnelle sur les profits des énérgéticiens (la contribution sur les rentes inframarginales).

De leur côté, les dépenses ont été maîtrisées : elles augmentent de +3,7 % après +4,0 % en 2022. En proportion du PIB, les dépenses continuent de reculer et s'établissent à 57,3 % du PIB après 58,8 % en 2022 et 59,6 % en 2021, mais restent à un niveau supérieur à l'avant Covid (55,2 % du PIB en 2019).

La dette des administrations publiques au sens de Maastricht atteint 110,6 % du PIB fin 2023 après 111,9 % fin 2022. Elle était de 97,9 % du PIB en 2019.

La dette française se situe 22 points de PIB au-dessus de la moyenne de la zone euro. C'est le troisième ratio le plus élevé de l'UE, après la Grèce et l'Italie. L'effort à faire pour atteindre 3 % de déficit en 2027 représente environ 80 Md€ de réduction des dépenses (pour partie déjà incluse dans le précédent programme de stabilité).

A la mi-juin (après les élections européennes), la Commission publiera ses recommandations budgétaires pour 2025, pays par pays. A ce moment-là, la France n'échappera probablement pas à l'ouverture d'une procédure dite de déficit excessif, ce qui aurait aussi été le cas si la France avait tenu son objectif de 4,9 % pour 2023.

A cette date les nouvelles règles de gouvernance auront été entérinées à la fois par les eurodéputés (en avril) et les Etats membres (en mai). Sur la base de ces nouvelles règles et d'une analyse de soutenabilité de la dette de chaque Etat membre, la Commission présentera pour chacun d'entre eux, avant l'été, des trajectoires techniques pour leur budget.

L'agence de notation américaine Moody's avait jugé qu'atteindre l'objectif pour 2024 (4,4 %) était "peu probable", malgré la suppression des mesures de soutien extraordinaires prévues dans la loi de finances pour 2024 et les 10 milliards d'euros d'économies supplémentaires annoncées. L'agence a également évoqué le ratio d'endettement de la France (110,6 % du PIB en 2023). Il a reculé de 1,3 point l'an passé, ce qui serait le résultat d'un "déflateur du PIB élevé plutôt qu'un assainissement budgétaire ». À partir de 2024, elle prévoit une lente remontée de la dette.

A cette aune, la notation de la dette française devrait être challengée dès le mois d'avril.

¹ [PSTAB 2023 - web.pdf \(budget.gouv.fr\)](#)

Agences	Notation	Perspective	Dernière décision	Date prévisionnelle de la prochaine décision
DBRS	AA-high	Stable	24 mars 2023	22 mars 2024
Fitch	AA-	Stable	28 avril 2023	26 avril 2024
Moody's	Aa2	Stable	21 avril 2023	26 avril 2024
Standard & Poor's	AA	Négative	2 juin 2023	31 mai 2024

Source AFT [Calendrier des notations de la France | Agence France Trésor \(aft.gouv.fr\)](#)

❖ La trajectoire de déficit a été revue dans le cadre de la mise à jour du programme de stabilité d'avril 2024

Le gouvernement a donc revu² la trajectoire de déficit public. Il attend dorénavant 5,1 % du PIB cette année (contre un précédent objectif de 4,4 %), puis 4,1 %, en 2025 (vs 3,7 % attendus auparavant) et 2,9 % en 2027.

Taux de croissance annuel, en %	2023*	2024	2025	2026	2027
Produit intérieur brut**	0,9	1,0	1,4	1,7	1,8
Consommation des ménages	0,6	1,6	1,6	2,0	2,2
Consommation des administrations publiques	0,5	0,1	0,7	1,2	0,9
Formation brute de capital fixe	1,1	-0,4	0,7	1,3	1,2
<i>dont entreprises non financières</i>	2,7	0,5	0,9	1,5	1,6
Contribution des stocks	-0,4	-0,2	0,0	0,0	0,0
Contribution de l'extérieur	0,5	0,4	0,2	0,1	0,1
Importations	-0,1	0,8	3,1	3,1	3,1
Exportations	1,5	2,1	3,9	3,5	3,5
Déflateur du PIB	5,5	2,6	1,7	1,6	1,6
Déflateur de la consommation des ménages	6,4	2,5	1,7	1,75	1,75
Masse salariale (BMNA***)	5,5	2,9	3,1	3,5	3,7
Salaire moyen nominal par tête (BMNA***)	4,2	2,7	2,3	2,1	2,0
Effectifs salariés (BMNA), en personnes physiques	1,3	0,2	0,7	1,4	1,7

Source : programme de stabilité 2024

Auparavant, le gouvernement projetait de ramener le niveau de la dette publique de 111,8 % du PIB, fin 2022, à 108,1 %, fin 2027. Il prévoit maintenant un ratio de 112,3 %, fin 2024, puis 113,1 %, fin 2025 avant de revenir lentement à 112 %, fin 2027. Il s'agit donc plutôt d'une stabilisation.

Pour cela, il compte sur une croissance de 1,4 % l'an prochain, puis 1,7 % en 2026. Sachant que la croissance potentielle supposée est de 1,35 % (le consensus est plutôt à 1%) et que le « coût » des économies sur la croissance est de l'ordre de 0,7 pt de % du PIB en année pleine (20 Md€ / 2 800 Md€, multiplicateur de 1). L'hypothèse de croissance repose donc sur une consommation très forte (+1,6 % en 2025) qui serait justifiée par 0,6 % de croissance du pouvoir d'achat et 0,7 % de croissance de l'emploi. Si l'hypothèse de gain de pouvoir d'achat est crédible, celle de hausse de l'emploi est en contradiction avec le ralentissement tendanciel constaté en 2023/2024. Par ailleurs, la hausse de consommation repose aussi sur l'hypothèse d'une réduction du taux d'épargne (en moyenne de 17,6 à 17,2 %) qui là encore n'est pas acquise alors que le taux de chômage est en cours d'augmentation et ne devrait pas décroître significativement en 2024³

² [Présentation du Programme de Stabilité 2024-2027 | Direction générale du Trésor \(economie.gouv.fr\)](#)

³ Attendu à 7,5% en 2024 par la Banque de France. La normalisation de la productivité pourrait également peser sur l'emploi.

	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Solde public et analyse structurelle						
Solde public	-4,8	-5,5	-5,1	-4,1	-3,6	-2,9
<i>Ajustement nominal</i>	1,8	-0,7	0,4	1,0	0,5	0,7
Solde conjoncturel	-0,4	-0,6	-0,8	-0,8	-0,6	-0,3
Mesures ponctuelles et temporaires (en % du PIB potentiel)	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0
Solde structurel (en % du PIB potentiel)	-4,3	-4,8	-4,2	-3,2	-2,9	-2,5
<i>Ajustement structurel</i>	1,0	-0,5	0,6	0,9	0,3	0,4
<i>Ajustement structurel primaire</i>	1,5	-0,7	0,8	1,2	0,5	0,7
<i>P.m. : croissance potentielle</i>	1,15	1,35	1,35	1,35	1,35	1,35
Principaux agrégats						
Ratio de dépense publique (hors crédits d'impôt)	58,1	56,7	56,3	55,6	55,2	54,5
<i>Evolution de la dépense publique en valeur, hors crédits d'impôt (en %)</i>	4,0	3,6	2,9	1,9	2,5	2,1
<i>Evolution de la dépense publique en volume, hors crédits d'impôt (en %)</i>	-1,3	-1,1	0,6	0,2	0,7	0,4
<i>hors mesures de soutien et de relance (%)</i>	2,3	0,3	0,7	0,6	0,9	0,4
Ratio de prélèvements obligatoires (nets des crédits d'impôt)	45,2	43,5	43,6	43,9	44,1	44,1
Ratio de recettes hors prélèvements obligatoires	8,1	7,9	7,9	7,8	7,7	7,7
<i>hors financement européen PNRR</i>	7,7	7,7	7,7	7,6	7,6	7,6
Dettes publiques						
Dettes publiques	111,9	110,6	112,3	113,1	112,9	112,0
dont hors soutien financier à la zone euro	109,5	108,4	110,2	111,1	110,9	110,2

Rappelons que le gouvernement a opté pour un plan d'économies de 10 milliards d'euros, qui va doubler l'effort déjà annoncé en février dernier de 10 milliards : un effort complémentaire de 5 Md€ aux administrations de l'Etat, 2,5 Md€ de la part des collectivités locale et 2,5 Md€ restants doivent provenir de mesures fiscales.

Après quelques hésitations, la fiscalité sera donc bien mise à contribution : nouvelle taxation sur les rachats d'actions et taxe sur les profits des énergéticiens, nettement durcie, alors qu'elle n'a rapporté que 300 millions l'an dernier.

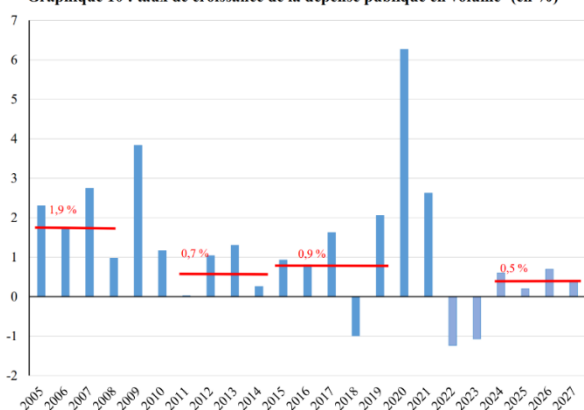
Selon les prévisions de l'OFCE l'annulation de 10 milliards d'euros de crédits budgétaires cette année devrait retirer 0,2 point de PIB en 2024, tandis que les 20 milliards d'euros d'ajustement budgétaire 2025 pourraient avoir un impact sur la croissance de 0,6 point (en ligne avec les 0,7 % évoqués plus haut).

En conséquence, pour l'OFCE, la croissance du PIB devrait être limitée à 0,5 % en 2024, contre 0,8 % prévu en octobre, inférieure au 1 % visé par le gouvernement⁴. En 2025, elle s'établirait à 1,2 %, contre 1,4 % prévu par Bercy dans son programme de stabilité.

Selon la prévision du Gouvernement, la dépense publique suivrait une trajectoire de croissance en volume en moyenne de 0,5 % par an sur la période 2024-2027. Or une telle maîtrise n'a pas été respectée dans l'histoire récente. Le déficit reviendrait sous les 3 % en 2027. Le ratio de dette publique s'établirait à 112 % du PIB.

⁴ Notons que le FMI est plus optimiste et envisage une croissance de 0,7% en 2024 et 1,4% en 2025 mais ne prend pas en compte la dernière vague d'économies annoncées.

Graphique 10 : taux de croissance de la dépense publique en volume⁹ (en %)



Source : Insee, Programme de stabilité 2024-2027. Base 2020.

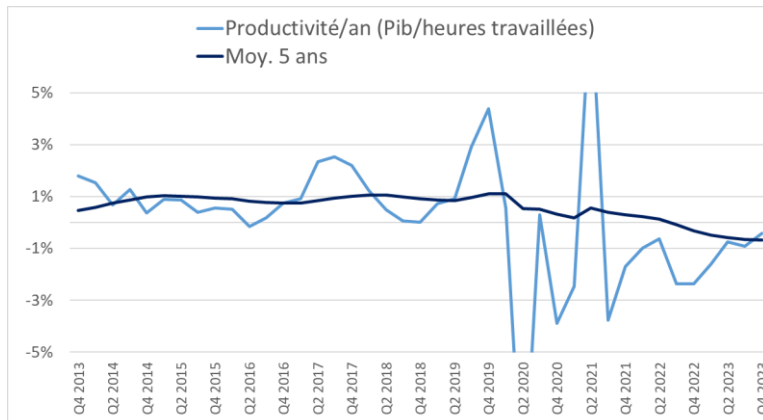
	2023	2024	2025	2026	2027
Solde public (au sens de Maastricht)	-5,5	-5,1	-4,1	-3,6	-2,9
Solde structurel (% PIB potentiel)	-4,8	-4,2	-3,2	-2,9	-2,5
Ajustement structurel	-0,5	0,6	0,9	0,3	0,4
Ajustement structurel primaire	-0,7	0,8	1,2	0,5	0,7
Pour rappel, solde public (au sens de Maastricht) prévu dans la LPFP	-4,9	-4,4	-3,7	-3,2	-2,7

❖ La croissance potentielle est-elle réaliste ?

Le gouvernement anticipe 1,35 % par an de croissance potentielle. Celle-ci peut être approximée par la somme des gains de productivité moyens à venir et de la croissance de la population active :

- La croissance de la population active est attendue nulle sur les 6 prochaines années⁵.
- La productivité horaire (PIB en volume sur nombre d'heures travaillées) s'est établie autour de 1 % en moyenne annuelle sur 5 ans entre 2013 et 2019 (avant le choc des crises).

Il paraît donc difficile d'anticiper une croissance potentielle plus élevée dans les années à venir sauf à anticiper un choc technologique ou une forme « d'effet rebond » en réaction à la baisse de dynamique des dernières années.



Quelles évolutions pourraient-elles augmenter la croissance potentielle ?

- Des innovations technologiques. On pense bien sûr à l'Intelligence Artificielle. Problème, l'impact de celle-ci sur la productivité fait l'objet d'évaluations très divergentes. Ainsi, les économistes de Goldman Sachs estiment que le développement de l'intelligence artificielle générative pourrait faire grimper la productivité du travail de l'ordre de 15 % au cours des dix prochaines années aux Etats-Unis. Mais

⁵ Projections ONU population 25-64 ans pour la France : il s'agit de la population en âge de travailler utilisée ici comme proxy de la population active. Le COR anticipe de l'ordre de 0,1% annuel de croissance de cette population.

Daron Acemoglu, professeur d'économie au Massachusetts Institute of Technology (MIT) évalue dans un article récent que moins de 5 % des tâches des travailleurs américains seront impactées par l'IA et que la hausse de la productivité induite par l'IA serait de seulement 0,07 % par an sur les dix prochaines années. D'autres évolutions de l'organisation du travail pourraient avoir un effet : télétravail, autonomisation, etc.

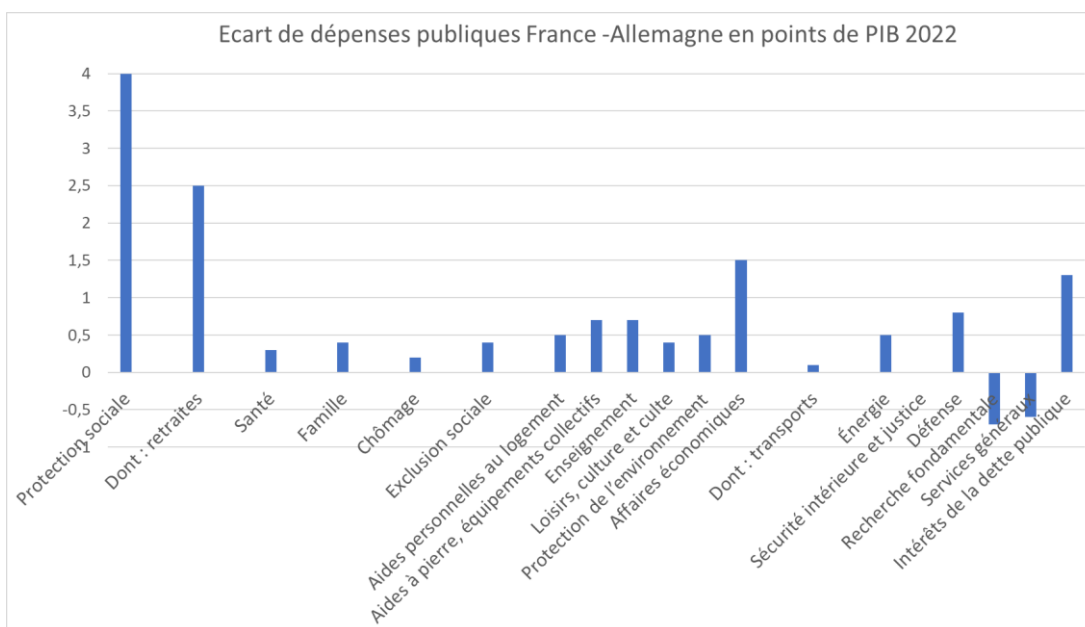
- Des modifications de politiques publiques : politique visant à augmenter tendanciellement le taux d'emploi (incitation à la reprise d'emploi des chômeurs, maintien des seniors). On sait que le gouvernement français compte sur ces politiques pro-actives. Elles ont fonctionné ces 5 dernières années, permettant une augmentation du taux d'emploi de 2 % entre 2019 et 2023. La réforme des retraites va mécaniquement augmenter l'emploi des seniors. La volonté d'approfondir la réforme du chômage pourrait accélérer ce mouvement.

❖ Quelles économies budgétaires réaliser ?

Au total, la France affiche presque 9 points de pourcentage de PIB de dépenses publiques supplémentaires par rapport à l'Allemagne⁶.

La décomposition fait apparaître :

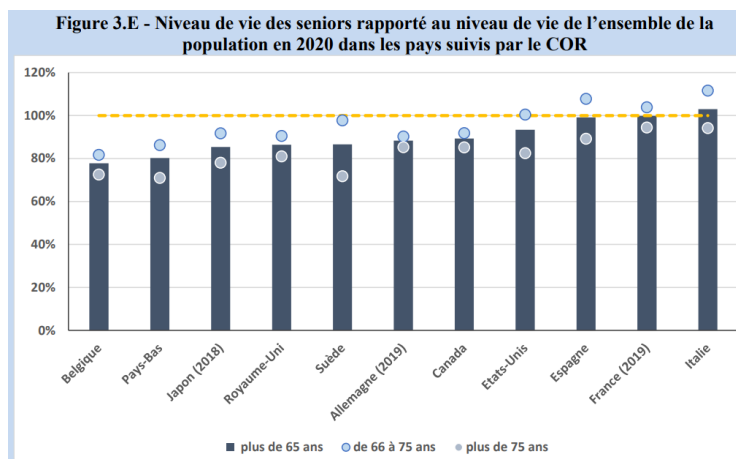
- Un écart de 2,5 ppct sur les retraites
- 1,8 ppct sur la protection sociale (santé, chômage, famille, logement, exclusion)
- 1,5 ppct sur les « affaires économiques » (construction et entretien des routes, aides aux ménages et des subventions aux entreprises incluant aides à l'agriculture, aides à l'innovation, crédit d'impôt pour l'emploi de salariés à domicile et mesures prises pour faire face à la hausse des prix de l'énergie en 2022).
- Un écart de 0,8 ppct sur les dépenses militaires.
- De 0,7 ppct sur l'enseignement
- Et 1,3 ppct sur les intérêts de la dette publique.



L'écart le plus significatif relevant de la retraite, on comprend que le débat se porte aujourd'hui sur le sujet.

⁶ [D'où provient l'écart entre les dépenses publiques de la France et de l'Union européenne ? \(fipeco.fr\)](https://www.fipeco.fr/)

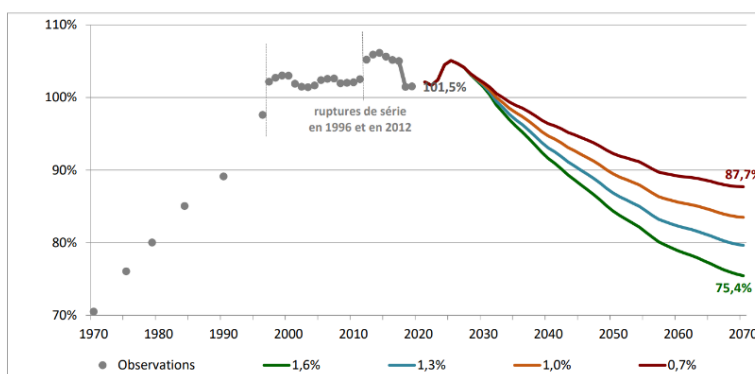
Un premier argument est de rappeler que le niveau de vie des retraités est élevé par rapport à celui des actifs comme l'Indique le rapport du COR⁷. Pour la dernière année disponible (entre 2018 et 2020 suivants les pays), dans les onze pays habituellement suivis par le COR, le niveau de vie des personnes âgées de 65 ans et plus est en général moins élevé que celui de l'ensemble de la population. Il est ainsi plus faible en Belgique et aux Pays-Bas où il représente respectivement 78 % et 80 % du niveau de vie de l'ensemble de la population. À l'inverse, c'est en France et en Italie, où il atteint 100 % et 103 %, que le niveau de vie relatif des « 65 ans et plus » est le plus élevé.



Source COR

Mais les réformes déjà réalisées vont renverser cette hiérarchie. Par exemple avec des gains de productivité de 0,7 % par an (scénario bas de productivité du COR), le niveau de vie relatif des retraités par rapport aux actifs va passer de 101,5 % à 87,7 % en raison de l'indexation des retraites à l'inflation plutôt qu'aux salaires et perdrait 25 % dans le cas de gains de productivité de 1,6 % par an (scénario haut de productivité).

Figure 3.13 - Niveau de vie relatif des retraités observé et projeté (niveau de vie moyen des retraités rapporté à celui de l'ensemble de la population)



Source COR.

Mais que vaut cet argument sur le fond ?

Il compare en effet le revenu de retraités ayant en majorité réalisé une carrière complète avec celui des actifs dont on peut supposer que la carrière est en moyenne un peu supérieure à la moitié de sa durée (la pyramide

⁷ [RA 2023 Def.pdf \(cor-retraites.fr\)](#)

des âges étant décalée sur la droite). Le salaire moyen évolue par effet de structure (variation de l'âge moyen des actifs) et en dynamique en fonction des gains de productivité. Le ratio retraite / salaire va dépendre de la comparaison des gains de productivité entre les deux populations sur deux périodes différentes, de la structure démographique et du taux de remplacement. L'équation est complexe et le ratio de 100% est donc complètement fortuit et ne traduit pas un équilibre « naturel ». La question du réglage de ce rapport est principalement celle du « bon » taux de remplacement.

Du point de vue des retraités, un « bon » taux de remplacement est celui qui assure un rendement « raisonnable » des contributions. Certes le système français est répartitif mais il n'est légitime que si son rendement est proche de celui de la capitalisation⁸. Le Taux de rendement interne (TRI) déflaté par l'inflation se situe aujourd'hui sur un point bas de l'ordre de 1,5%⁹. Celui-ci calculé en déflatant par le salaire moyen (SMTP) au lieu des prix de consommation permet de corriger le TRI des effets de croissance entre cohortes et est de l'ordre de 0,5% (pour un gain de productivité de 0,7%). En première approximation, les retraités « en ont pour leur argent » en moyenne (rendement positif), mais sans exagération. En particulier, en comparaison avec le rendement d'une retraite par capitalisation. Dans le cas d'une économie fermée, le rendement du capital peut être supérieur à la croissance de l'économie s'il y a sous accumulation de capital dans le cas de la répartition¹⁰. Dans un cas « neutre » (même comportement d'épargne optimal), le rendement est identique. Dans une économie ouverte en revanche, la capacité des gérants d'actifs à investir sur des marchés à plus fortes croissances que le marché domestique augmente le rendement du capital.

Figure 4.8 - Taux de rendement interne du cas type de salarié non-cadre du secteur privé à carrière complète (actualisation selon les prix)

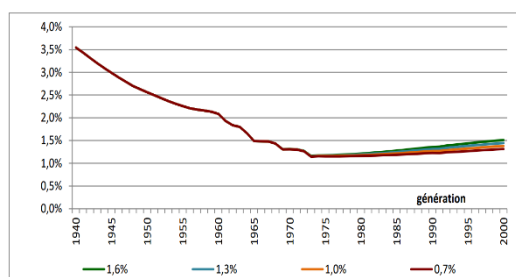
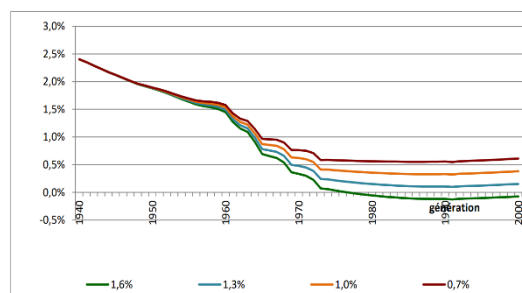


Figure A2.11 - Taux de rendement interne du cas type de salarié non-cadre du privé (actualisation selon la croissance de la RMPT)



Source COR

Le deuxième argument est que le revenu des retraités étant suffisamment élevé pour permettre un taux d'épargne élevé¹¹, il s'en suit une moindre consommation et donc un niveau d'activité sous optimal, « appauvrissant » l'ensemble de la société. On peut apporter plusieurs réponses à cet argument. La première est la nécessité. La trajectoire des revenus de retraites est instable. Elle fait l'objet de revues fréquentes soit en raison de réformes, soit en raison de changements paramétriques notamment démographiques. S'ajoutent à cela la problématique de la dépendance dont le financement est incertain, celle du maintien du niveau de vie du partenaire survivant dans les ménages ou le risque d'augmentation des coûts des dépenses de santé non remboursées. Les futurs et actuels retraités sont donc rationnels en « sécurisant » leurs consommations futures et en augmentant leur taux d'épargne « naturel »¹². Il faut par ailleurs noter que le taux d'épargne des plus âgés,

⁸ On connaît par ailleurs les défauts de la capitalisation et notamment : qualité de l'allocation, sensibilité à la date de départ, risque de renforcement des inégalités. Mais ces défauts peuvent être amendés par encadrement ou un système mixte.

⁹ Sur longue période on s'attend à ce qu'il soit proche de la croissance réelle.

¹⁰ [No7a.p65 \(cor-retraites.fr\)](#)

¹¹ [Les inégalités d'épargne alimentent les inégalités de patrimoine \(inegalites.fr\)](#)

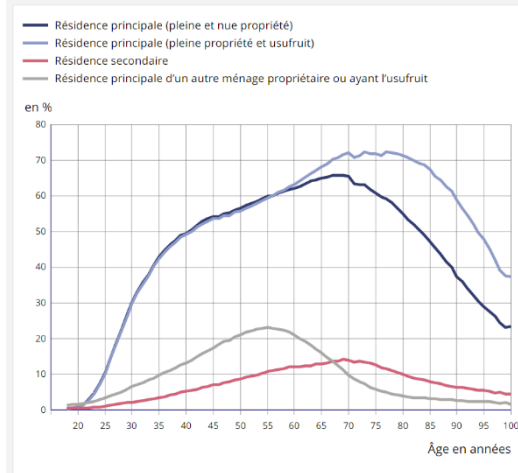
¹² Cela est d'autant plus vrai que dans le cas de la modification du pouvoir d'achat des retraités, ils n'ont pas de capacité d'augmentation de leur revenu à la différence des actifs (augmentation des heures travaillées, recherche de travail plus rémunérateur, emploi du partenaire, etc.). La « fragilité » du contrat social entre Etat et retraités en est renforcé.

s'il est effectivement en augmentation chez les plus de 70 ans, semble s'effondrer au-delà de 80 ans, comme le suggère le taux de propriétaires immobilier à cet âge (cf. graphique infra).

L'épargne annuelle selon le niveau de vie, l'âge et la catégorie sociale

	Montant moyen épargné en euros	Part de l'épargne dans les ressources en %
Selon le revenu		
20 % les plus pauvres	357	3
Entre 20 % et 40 %	1 011	5
Entre 40 % et 60 %	2 520	10
Entre 60 % et 80 %	3 673	11
20 % les plus riches	15 931	28
Selon l'âge		
Moins de 30 ans	1 638	8
30-39 ans	2 345	9
40-49 ans	3 239	11
50-59 ans	5 893	18
60-69 ans	5 935	18
70 ans et plus	8 657	25

Part des ménages détenteurs de logements occupés par leurs propriétaires ou un usufruitier selon l'âge du référent fiscal



Sources : [Les inégalités d'épargne alimentent les inégalités de patrimoine \(inegalites.fr\)](http://inegalites.fr), [24 % des ménages détiennent 68 % des logements possédés par des particuliers – France, portrait social | Insee](#)

La deuxième objection relève de la définition de l'optimum économique. En théorie¹³, l'augmentation de l'épargne devrait réduire le coût du capital, augmenter l'investissement et augmenter la productivité ce qui est favorable aux actifs, eux-mêmes futurs retraités. Entre les deux effets « baisse de la demande » et « baisse du coût du capital », il est difficile de savoir lequel est dominant sur le niveau d'activité économique à long terme. Mais d'un point de vue théorique, il s'agit d'un renoncement immédiat de bien-être des retraités au profit de la croissance bénéficiant en priorité aux actifs.

Le troisième argument mis en avant est le renforcement des inégalités. La hausse de l'épargne et du patrimoine des retraités est vouée à faire l'objet au moins partiellement d'une transmission au sein de la famille et ces successions renforcent ou prolongent les inégalités. Si le point est factuel, il semble pourtant que le sujet des inégalités (au sens de l'ascenseur social¹⁴) est beaucoup plus vaste et complexe, et que l'organisation scolaire au sens large et le capital social ont un rôle primordial auxquels le renforcement de la taxation des successions ou la réduction des retraites ne pourront se substituer. Par ailleurs, les revenus générant l'épargne et/ou le capital ont été largement taxés au cours du cycle de vie, aboutissant déjà à une solidarité intergénérationnelle élevée.

Enfin, reste l'argument du « partage du fardeau ». Si des économies doivent être réalisées, en dehors de toute approche « morale » sur la « bonne » répartition des revenus entre actifs et retraités, la mise à contribution des retraités au même niveau que les actifs paraît une approche raisonnable.

Les autres sources d'économies potentielles sont la protection sociale et les affaires économiques. Problème, elles sont au cœur du « modèle français », visant à maintenir des égalités faibles (aides sociales) tout en

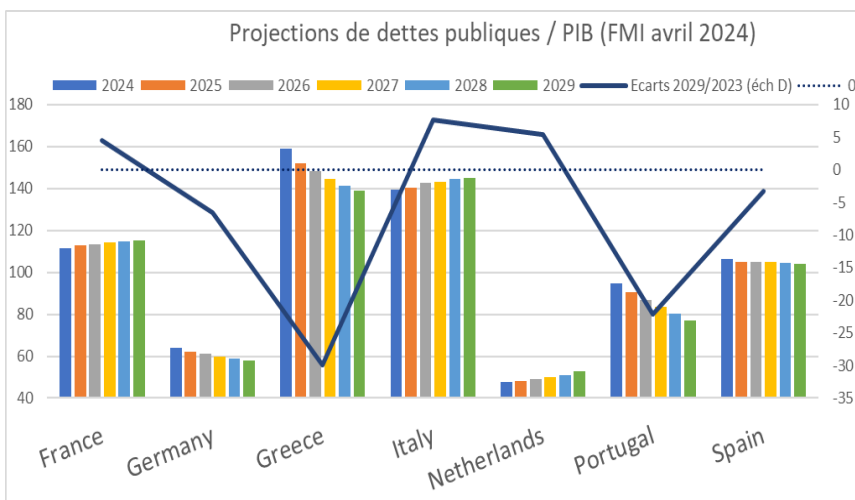
¹³ Cf. Artus, [Bien-être, croissance et système de retraite on JSTOR](#)

¹⁴ En l'absence de consensus, il est considéré ici que les inégalités patrimoniales ne posent une difficulté que si elles obèrent la promotion sociale ou freine la croissance sauf donc à considérer que l'égalité de richesse est un objectif en elle-même mais dans ce cas il serait indépendant de la problématique des soldes publics.

soutenant les classes moyennes (aides à domiciles, bouclier inflation...). L'enjeu est donc de les réduire via des mécanismes cherchant à les rendre plus efficaces, c'est-à-dire en limitant l'usage excessif (augmentation des franchise, incitations à l'emploi, fin du bouclier inflation, mise à contribution des collectivités locales...).

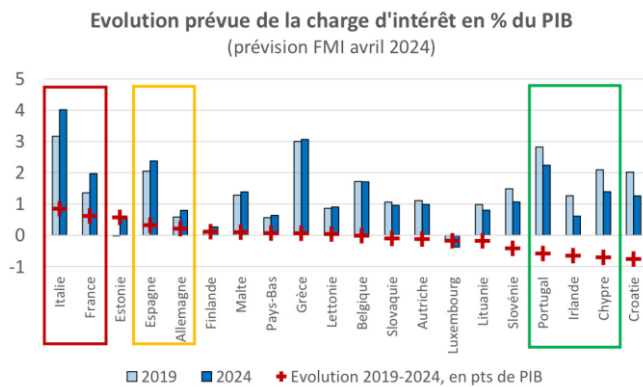
❖ Quelles comparaisons internationales ?

D'après le FMI, en termes de finances publiques, la dette publique de l'Allemagne se réduirait dans les prochaines années pour atteindre 57,7 % du PIB du pays en 2029, contre 64,3 % à la fin de l'an dernier et cela malgré une croissance faible. La France, elle, verrait sa dette publique passer de 107,5 % de son PIB à 115,2 % en 2029. L'Italie afficherait aussi une hausse de sa dette publique en 2029, à 145 % de son PIB, soit une augmentation de 7 points en cinq ans. La dette transalpine serait même supérieure à celle de la Grèce à cette date.



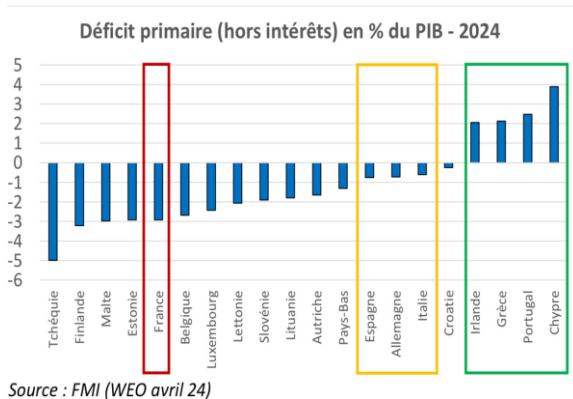
La hausse des taux observée depuis début 2022 a engendré au global un accroissement de la charge d'intérêts des Etats européens, avec tout de même des trajectoires diverses :

- Une hausse sensible pour l'Italie et la France (environ +1 pt de % en plus prévu entre 2019 et 2024) ;
- Une hausse modérée en Espagne et une stabilité en Grèce, malgré un poids de la dette élevé ;
- Une diminution de la charge d'intérêts en pts de PIB pour l'Irlande, le Portugal et Chypre, malgré la hausse des taux.

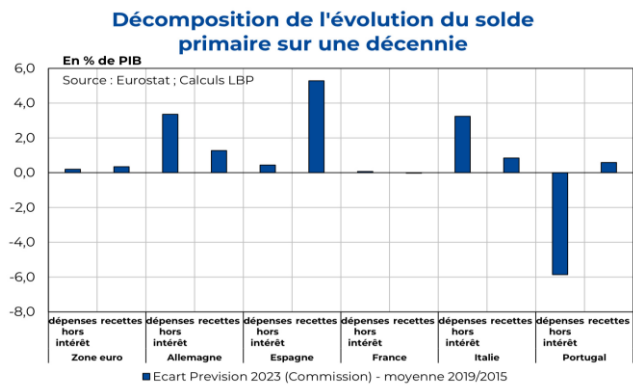


En parallèle, le solde primaire (hors intérêts de la dette) reste détérioré en France, et dans une moindre mesure en Italie, Espagne et Allemagne. Tandis qu'il devrait être excédentaire en 2024 en Irlande, en Grèce, à Chypre et au Portugal. La situation française semble délicate, avec une dégradation du solde primaire depuis 2019 et une nette augmentation de la charge d'intérêts.

- D'importants efforts ont été fait en Espagne et au Portugal :
- Le Portugal a choisi de couper dans les dépenses publiques.
- L'Espagne a choisi d'augmenter les recettes fiscales.

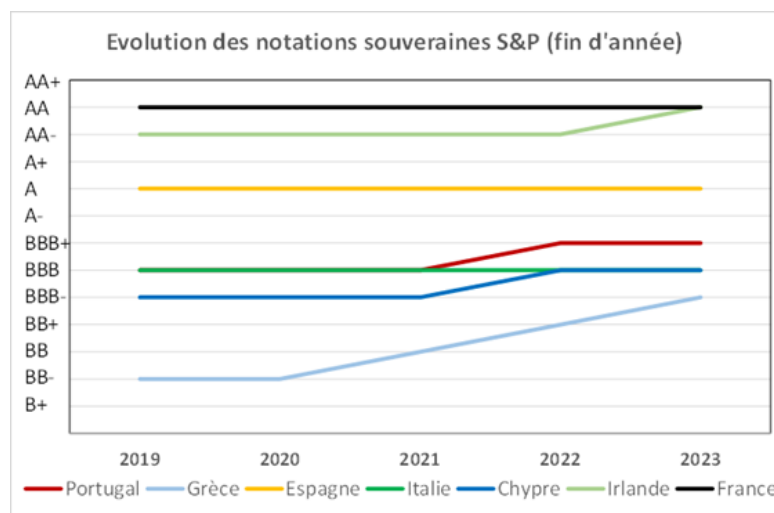


Source : FMI (WEO avril 24)



Malgré le contexte de hausse des taux observée depuis début 2022 plusieurs pays de la zone euro ont ainsi vu leur notation souveraine s'améliorer ces dernières années :

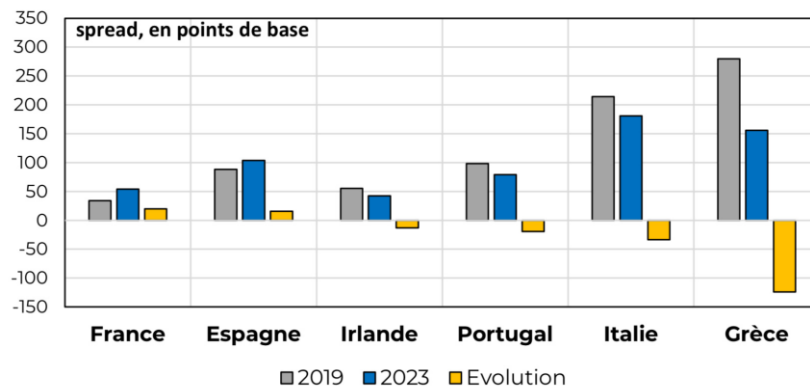
- Une amélioration de la notation pour 3 crans de la Grèce (2021, 2022, 2023), en lien avec une amélioration de la dynamique de croissance et une maîtrise de la dette ;
- Une amélioration de la notation d'un cran de Chypre (2022), le Portugal (2022) et l'Irlande (2023). La charge d'intérêt a en effet nettement diminué dans ces pays malgré la hausse des taux, du fait d'une nette diminution du stock de dette, et ces pays présentent des soldes primaires excédentaires ;
- Une stabilité en France, Italie et Espagne.



Ces trajectoires se traduisent dans les spreads souverains des Etats. On observe depuis 2019 :

- Au global, les spreads se sont détendus en Grèce (-125 points de base), au Portugal (-20 pb) et en Irlande (-15 pb).
- Il a aussi diminué en Italie, en lien avec une reprise économique dynamique depuis la crise sanitaire et l'émission d'obligation à destination des ménages italiens (BTP Valore) ;
- A l'inverse, il a augmenté en France (+20 pb environ) et dans une moins mesure en Espagne (+ 15 pb).

Evolution des spread de taux souverain vis-à-vis de l'Allemagne

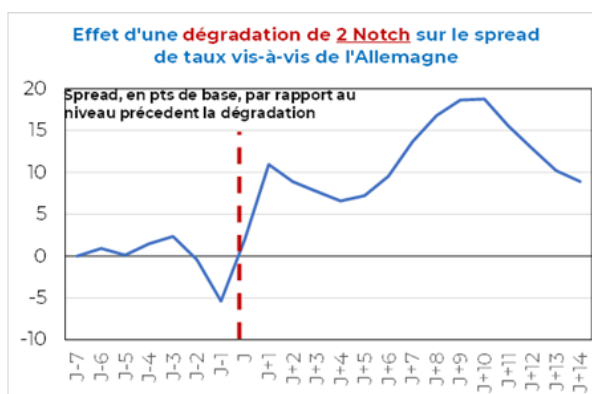
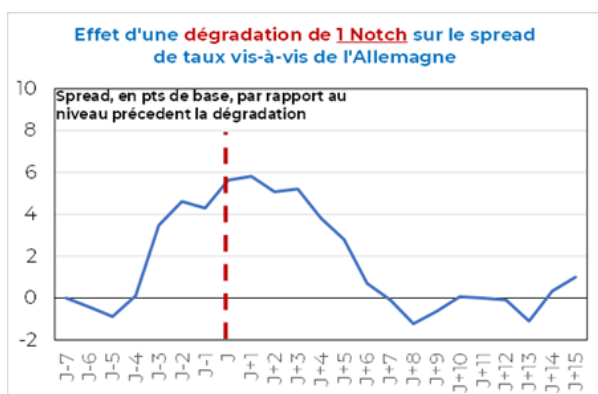


❖ Quelle évolution pour le spread de la dette française ?

La dégradation de la note souveraine française fait partie du champ des possibles au regard de la détérioration des déficits publics, de la dégradation de la trajectoire prévue et surtout de la difficulté du gouvernement à tenir les prévisions.

Quelles en seraient les conséquences ? La perte d'un cran de notation a, dans le passé, eu des conséquences variant très fortement en fonction du contexte économique dans lequel elle se déroulait. Il y a eu très peu de dégradation sur la zone euro post crise souveraine et bien sûr, les dégradations de cette époque avaient des conséquences plus fortes étant donné le contexte de crise. Aujourd'hui, le fait de se situer dans un contexte de baisse des taux directeur a une influence globalement positive sur les spreads (avec le Bund) et potentiellement atténuateur d'un impact de changement de note. Enfin, le cas français présente des spécificités. En particulier, alors que l'Allemagne réduit fortement ses émissions les titres de dette publique française (OAT) deviennent de facto l'actif de réserve pour la zone euro puisqu'il y a pénurie de Bunds allemands pour répondre à la demande des acheteurs institutionnels.

En termes de quantum, historiquement (de 2010-2024, 3 agences, zone euro, notations A et plus), la perte de 1 cran a entraîné une hausse de 5 à 6 pb du spread sur l'annonce (vs 7 jours précédent et contrôlé par les variations moyennes de spread du marché) avec un retour rapide à 0. Cela semble suggérer que le marché intègre dans les prix la dégradation des finances publiques avant l'annonce, sur-réagit sur l'annonce puis retrouve le niveau antérieur. En revanche, une dégradation de deux crans suggère une hausse de 10 à 20 pb du spread à l'annonce avec retour seulement partiel autour de 10 pb de hausse de manière pérenne.



Note : Echantillon de 60 observations sur la période 2010-2024 pour les pays de la zone euro de notation « Upper medium grade » ou supérieure. Les résultats correspondent à une moyenne des évolutions de spread par rapport au niveau précédent l'annonce (J-7)

NB : On a considéré ici des dégradations « indépendantes ». On peut imaginer des dynamiques différentes en fonction du nombre d'agence appliquant cette dégradation et du délai entre deux dégradations de même ou d'agences différentes.

&&&

Direction des Finances et de la Stratégie – Direction des études économiques :

[Ouvrir ce lien pour s'abonner](#)

Les analyses et prévisions qui figurent dans ce document sont celles du service des Etudes Economiques de La Banque Postale. Bien que ces informations soient établies à partir de sources considérées comme fiables, elles ne sont toutefois communiquées qu'à titre indicatif. La Banque Postale ne saurait donc encourir aucune responsabilité du fait de l'utilisation de ces informations ou des décisions qui pourraient être prises sur la base de celles-ci. Il vous appartient de vérifier la pertinence de ces informations et d'en faire un usage adéquat.