



Zone euro

L'effet boule de neige inversé

- Aujourd'hui, tous les pays de l'union monétaire - à l'exception de la Grèce et du Portugal - peuvent émettre de la dette à long terme à un taux d'intérêt inférieur à celui de leur croissance nominale tendancielle.
- Cette situation est liée à l'action de la Banque centrale européenne. Elle permet de soulager les Etats membres dans leurs efforts de désendettement.
- En effet, lorsque la croissance du PIB est supérieure au taux d'intérêt sur la dette, le ratio d'endettement public peut baisser même en présence d'un déficit primaire.

En 2016, le ratio de dette publique sur PIB devrait baisser pour la deuxième année consécutive en zone euro. Il s'agit d'une moyenne qui masque des évolutions contrastées entre, d'un côté, un groupe de pays dominé par l'Allemagne, les Pays-Bas, l'Autriche et le Portugal où l'endettement diminue, et de l'autre des pays comme la France, l'Italie ou Espagne où il continue d'augmenter. Mais une tendance commune se dessine : désormais tous les pays de l'union monétaire - à l'exception de la Grèce¹ et du Portugal - peuvent émettre de la dette à long terme à un taux d'intérêt inférieur à celui de leur croissance nominale tendancielle (voir graphique 1).

Cette situation est liée à l'action de la Banque centrale européenne. Elle permet de soulager les Etats membres dans leurs efforts de désendettement. En effet, l'évolution du ratio de dette publique sur PIB dépend de deux facteurs : 1/ l'écart entre le taux d'intérêt sur la dette et le taux de croissance nominale (l'écart critique) 2/ le solde primaire (le solde budgétaire hors paiements d'intérêt).

Un écart critique positif exerce mécaniquement une pression à la hausse sur le ratio de dette publique sur PIB : chaque année, le poids des intérêts est plus élevé que la croissance du PIB. A moins de dégager un excédent primaire suffisant, l'endettement public augmente du seul fait de la charge d'intérêt. C'est ce que l'on appelle l'effet boule de neige.

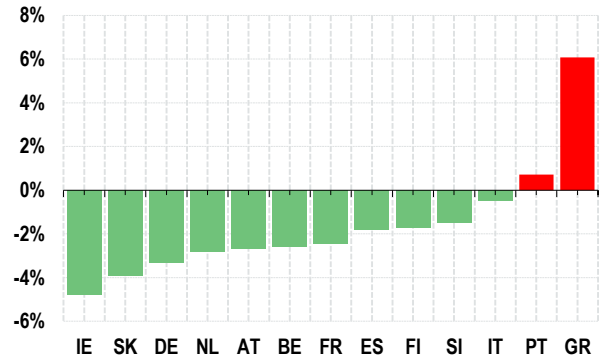
A l'inverse, lorsque l'écart critique est négatif, la croissance du PIB est supérieure à la charge d'intérêts. Le ratio d'endettement public peut baisser même en présence d'un déficit primaire.

Durant la crise, l'envolée des primes de risque et la chute de l'activité avaient provoqué un fort effet boule de neige dans les pays périphériques

En Espagne, par exemple, il est responsable de près de la moitié de l'augmentation du ratio d'endettement public entre 2011 et 2014. A cette époque de forts excédents primaires (4 à 4,5% du PIB) étaient nécessaires pour stabiliser l'endettement.

¹ La Grèce n'émet pas de dettes sur les marchés. Les prêts du programme UE-FMI que le pays reçoit portent un taux d'intérêt très faible, inférieur à sa croissance potentielle

Ecart critique



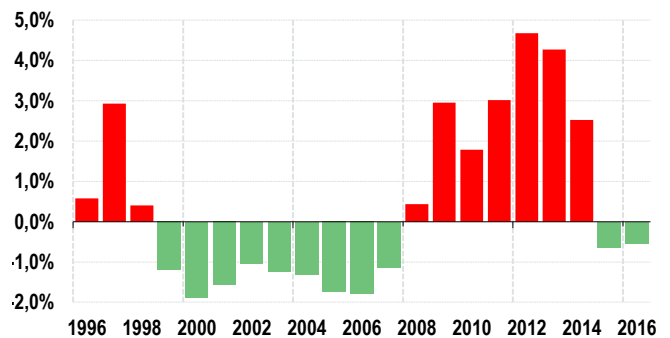
* Le graphique représente pour chaque pays la différence entre le taux de rendements d'Etat à 10 ans en mai 2016 et la croissance tendancielle nominale. Cette dernière est calculée à partir des estimations de croissance tendancielle en volume de la Commission européenne auxquelles nous avons ajouté 2% d'inflation.

Graphique 1

Source : AMECO

Solde primaire stabilisant la dette

Espagne



Graphique 2

Source : AMECO

* Le graphique montre l'évolution du solde primaire qui permet de stabiliser la dette en Espagne. Il est l'exact opposé de l'effet boule de neige

Aujourd'hui, grâce au retour de la croissance et à l'action de la BCE, la dette, qui atteint 100% du PIB, pourrait être stabilisée avec un déficit primaire de 0,5% du PIB (voir graphique 2).