

GRAPHIQUE DE LA SEMAINE

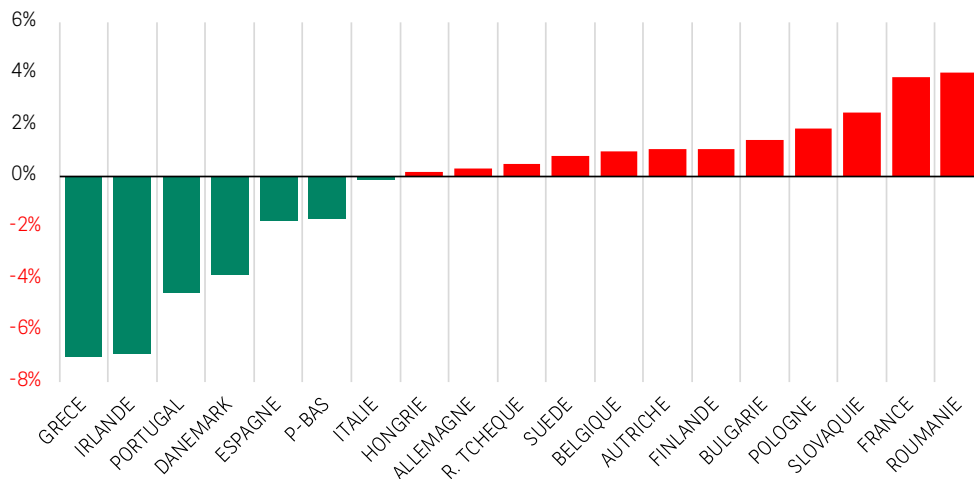


15 janvier 2025

COMPTES PUBLICS EUROPÉENS : LA GRANDE FRACTURE DE L'APRÈS-COVID

Jean-Luc Proutat

CONDITIONS DE STABILISATION DES DETTES : ÉCART ENTRE LE SOLDE BUDGÉTAIRE REQUIS POUR STABILISER LES RATIOS D'ENDETTEMENT PUBLIC EN 2025 ET LE SOLDE ENREGISTRÉ EN 2024 (% DU PIB)



Lecture : En France, la stabilisation du ratio d'endettement impliquerait de ramener le solde budgétaire primaire de -4,1% du PIB en 2024 à -0,2% du PIB en 2025 (en reprenant les hypothèses économiques fournies par la Commission européenne) soit un effort de 3,9 points de PIB (*cf. aussi encadré*). Il s'agit bien sûr d'une donnée théorique qui ne s'applique pas dans un cadre opérationnel (tel que défini par le Pacte de stabilité européen) où les ajustements se font plus lentement et graduellement ; elle fournit néanmoins une indication quant à l'importance du chemin à parcourir.

Sources : COMMISSION EUROPÉENNE, BNP PARIBAS.

« Ils ne mouraient pas tous, mais tous étaient frappés »¹. Si la pandémie de Covid-19 n'a épargné personne, ses conséquences, en particulier budgétaires, n'ont pas été les mêmes pour tout le monde.

Dans un premier temps, ceux qui le pouvaient (les pays les plus riches...) ont engagé des moyens financiers considérables afin de limiter les conséquences de la catastrophe. Fonds d'indemnisation d'urgence, couverture du chômage partiel, reports ou annulations de charges : entre 2020 et 2021, ce sont quelque dix points de PIB qui, par divers moyens, furent transférés du public au privé dans les économies avancées. Loin d'être une exception française, le « quoiqu'il en coûte » s'est substitué au pacte de stabilité européen, mis entre parenthèses le temps de la Covid. Peu suspecte d'impéritie, l'Allemagne a accepté d'importants déficits, tandis que sa dette gravissait une marche, à l'instar de beaucoup d'autres.

Le synchronisme fut toutefois de courte durée. Sitôt l'épidémie jugulée, les politiques gouvernementales ont cessé de faire cause commune, les dettes ont commencé à diverger, certaines (rapportées au PIB) revenant à leur niveau pré-pandémique, d'autres pas. Le peloton européen s'est scindé en trois. Regroupés aux côtés des Pays-Bas et du Danemark sur la partie gauche de notre graphique, les pays dits « périphériques » (Espagne, Portugal, Grèce, Irlande) ont connu une forme de retour en grâce, douze ans après avoir fait trembler la zone euro sur ses bases. Tous sont passés par une crise financière sérieuse, ayant nécessité des programmes d'ajustement sévères ; tous ont redressé leurs comptes budgétaires primaires (hors charge d'intérêts) de telle sorte que leur ratio d'endettement n'a, non seulement, pas dérivé, mais épouse désormais une tendance baissière.

Arrivent ensuite ceux pour qui, sauf récession économique ou improbable volte-face budgétaire, la dynamique des dettes n'est pas si loin d'être stabilisée. Figurent dans ce groupe la plupart des pays réputés « frugaux » du Nord de l'Europe, ainsi que l'Italie. Quelques cas de dérive plus marquée des comptes publics apparaissent enfin, qui concernent avant tout des pays d'Europe centrale et orientale éprouvés par la guerre en Ukraine (Bulgarie, Pologne, Slovaquie, Roumanie), mais aussi la France.

¹ Jean de la Fontaine (1678), *Les Animaux malades de la peste*, Fables, Livre VII.

ÉTUDES **ECONOMIQUES**



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

Si l'Hexagone se retrouve ainsi positionné, ce n'est pas tant que sa dette, même à 113% du PIB, puisse être considérée comme insoutenable. La charge d'intérêts qu'elle génère (4,2% des recettes budgétaires en 2024) reste dans la norme européenne ; elle pèse moins qu'en Italie, en Espagne ou au Portugal, et n'a surtout rien à voir avec le précédent grec (17% des recettes en 2011) parfois cité en référence.

Là où le bât blesse, c'est que cette situation a tendance à se dégrader. Avec la désinflation, la France voit son PIB nominal, soit la base de ses recettes, ralentir en 2025. Elle hérite par ailleurs d'un déficit primaire (hors charges d'intérêts) de près de EUR 120 milliards ou 4,1% du PIB au titre de 2024, l'un des plus importants d'Europe. Conséquence, son ratio d'endettement augmente, le tout étant de savoir pour combien de temps encore, et jusqu'où². Jugée crédible par la Commission européenne, la trajectoire budgétaire anciennement proposée par le gouvernement « Barnier » rendait possible une stabilisation de la dette française aux alentours de 117% du PIB à horizon 2027. Il était alors question, pour y parvenir, de ramener le déficit à 5% du PIB en 2025, puis progressivement sous la barre des 3% à horizon 2029. Réécrite pour cause de censure, la feuille de route qui s'appliquera véritablement reste la principale inconnue de ce début d'année. Ce qui est sûr, en revanche, c'est que la contrainte de maîtrise de l'endettement public qui s'impose à elle ne se desserrera pas.

Conditions de stabilisation du ratio d'endettement public

Par souci de simplification, le dynamique de la dette s'exprime ici hors opérations en capital. En notant à l'instant t : Y_t , le PIB nominal ; g_t , le taux de croissance du PIB nominal ; D_t la dette publique ; I_t la charge d'intérêts ; r_t : le taux d'intérêt apparent sur la dette publique ($r_t = I_t / D_{t-1}$) et SBP_t le solde budgétaire primaire, il vient :

$$\forall t, \quad D_t / Y_t = [D_{t-1} + I_t - SBP_t] / Y_t$$

$$= [D_{t-1} + r_t \times D_{t-1}] / [Y_{t-1} \times (1 + g_t)] - [SBP_t / Y_t]$$

$$\Rightarrow \quad SBP_t / Y_t = [D_{t-1} + r_t \times D_{t-1}] / [Y_{t-1} \times (1 + g_t)] - [D_t / Y_t]$$

La condition de stabilisation du ratio d'endettement implique que $D_t / Y_t = D_{t-1} / Y_{t-1}$, soit que :

$$SBP_t / Y_t = [D_{t-1} + r_t \times D_{t-1} - (1 + g_t) \times D_{t-1}] / [Y_{t-1} \times (1 + g_t)]$$

$$= [D_{t-1} / Y_{t-1}] \times [(r_t - g_t) / (1 + g_t)]$$

Le solde budgétaire stabilisateur dépend de l'écart entre le taux d'intérêt apparent sur la dette (r_t) et le taux de croissance nominal de l'économie (g_t). D'après les estimations fournies par la Commission européenne, ces deux variables atteindraient respectivement 2,3% et 2,5% en France en 2025, aboutissant à un solde stabilisateur primaire de -0,2% du PIB. L'objectif est plus contraignant qu'en 2024 (solde stabilisateur estimé à -1,4%), notamment du fait de la désinflation, qui abaisse la valeur de g_t (croissance nominale).

ENCADRÉ

jean-luc.proutat@bnpparibas.com

² Pour une analyse des facteurs sous-jacents à la dynamique du ratio d'endettement, cf notre encadré ainsi que l'article de Stéphane Colliac paru dans notre Eco-Perspectives du mois décembre dernier Colliac S. (2024), « [France, la croissance grignotée par les incertitudes](#) », BNP Paribas Eco-Perspectives, Décembre.



ECOCONJONCTURE

Analyse approfondie de sujets structurels ou d'actualité

ECOMERGING

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes

ECOPERSPECTIVES

Analyses et prévisions des principaux pays, développés et émergents

ECOFFLASH

Un indicateur, un évènement économique majeur. Le détail ...

ECOWEEK

L'actualité économique de la semaine et plus...

ECOPULSE

Baromètre mensuel des indicateurs conjoncturels des principales économies de l'OCDE

ECOCHARTS

Panorama mensuel des dynamiques d'inflation au sein des principales économies développées

ECOTV WEEK

Quel est l'évènement de la semaine ?
La réponse dans vos deux minutes d'économie

EN ÉCO DANS LE TEXTE

Le podcast de l'actualité économique

POUR RECEVOIR NOS PUBLICATIONS

ABONNEZ-VOUS SUR LE SITE ONGLET ABONNEMENT
voir le site des études économiques

ET

SUIVEZ-NOUS SUR LINKEDIN
voir la page **linkedin** des études économiques

OU TWITTER
voir la page **twitter** des études économiques



Les informations et opinions exprimées dans ce document ont été obtenues de, ou sont fondées sur des sources d'information publiques réputées fiables, mais BNP Paribas ne garantit, expressément ou implicitement, ni leur exactitude, ni leur exhaustivité, ni leur mise à jour. Ce document ne constitue ni une offre, ni une sollicitation d'achat ou de vente de titres ou autres placements. Il ne constitue ni du conseil en investissement, ni de la recherche ou analyse financière. Les informations et opinions contenues dans ce document ne sauraient dispenser l'investisseur d'exercer son propre jugement ; elles sont par ailleurs susceptibles d'être modifiées à tout moment sans notification et ne sauraient servir de seul support à une évaluation des instruments éventuellement mentionnés dans le présent document. Toute éventuelle référence à une performance réalisée dans le passé ne constitue pas une indication d'une performance future. Dans toute la mesure permise par la loi, aucune société du Groupe BNP Paribas n'accepte d'être tenue pour responsable (y compris en raison d'un comportement négligent) au titre de pertes directes ou découlant indirectement d'une utilisation des informations contenues dans ce document ou d'une confiance accordée à ces informations. Toutes les estimations et opinions contenues dans ce document reflètent notre jugement à la date de publication des présentes. Sauf indication contraire dans le présent document, il n'est pas prévu de le mettre à jour. BNP Paribas SA et l'ensemble des entités juridiques, filiales ou succursales (ensemble désignées ci-après « BNP Paribas »), sont susceptibles d'agir comme teneur de marché, d'agent ou encore, à titre principal, d'intervenir pour acheter ou vendre des titres émis par les émetteurs mentionnés dans ce document, ou des dérivés y afférents. BNP Paribas est susceptible notamment de détenir une participation au capital des émetteurs ou personnes mentionnés dans ce document, de se trouver en position d'acheteur ou vendeur de titres ou de contrats à terme, d'options ou de tous autres instruments dérivés reposant sur l'un de ces sous-jacents. Les cours, rendements et autres données similaires du présent document, y figurent au titre d'information. De nombreux facteurs agissent sur les prix de marché et il n'existe aucune certitude que les transactions peuvent être réalisées à ces prix. BNP Paribas, ses dirigeants et employés, peuvent exercer ou avoir exercé des fonctions d'employé ou dirigeant auprès de toute personne mentionnée dans ce document, ou ont pu intervenir en qualité de conseil auprès de cette (ces) personne(s). BNP Paribas est susceptible de solliciter, d'exécuter ou d'avoir dans le passé fourni des services de conseil en investissement, de souscription ou tous autres services au profit de la personne mentionnée aux présentes au cours des 12 derniers mois précédant la publication de ce document. BNP Paribas peut être partie à un contrat avec toute personne ayant un rapport avec la production du présent document. BNP Paribas est susceptible, dans les limites autorisées par la loi en vigueur, d'avoir agi sur la foi de, ou d'avoir utilisé les informations contenues dans les présentes, ou les travaux de recherche ou d'analyses sur le fondement desquels elles sont communiquées, et ce préalablement à la publication de ce document. BNP Paribas est susceptible d'obtenir une rémunération ou de chercher à être rémunéré au titre de services d'investissement fournis à l'une quelconque des personnes mentionnées dans ce document dans les trois mois suivant sa publication. Toute personne mentionnée aux présentes est susceptible d'avoir reçu des extraits du présent document préalablement à sa publication afin de vérifier l'exactitude des faits sur le fondement desquelles il a été élaboré.

Ce document est élaboré par une société du Groupe BNP Paribas. Il est conçu à l'intention exclusive des destinataires qui en sont bénéficiaires et ne saurait en aucune façon être reproduit (en tout ou partie) ou même transmis à toute autre personne ou entité sans le consentement préalable écrit de BNP Paribas. En recevant ce document, vous acceptez d'être engagés par les termes des restrictions ci-dessus.

BNP Paribas est constituée en France sous forme de société anonyme, et agréée et supervisée en tant qu'établissement de crédit par la Banque centrale européenne (BCE) et en tant que prestataire de services d'investissement par l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) et l'Autorité des marchés financiers (AMF). Le siège social de BNP Paribas est situé au 16, boulevard des Italiens, 75009 Paris, France.

Les informations contenues dans le présent document peuvent, en tout ou partie, avoir déjà été publiées sur le site

Pour les avertissements par pays (Etats-Unis, Canada, Royaume-Uni, Allemagne, Belgique, Irlande, Italie, Pays-Bas, Portugal, Espagne, Suisse, Brésil, Turquie, Israël, Bahreïn, Afrique du Sud, Australie, Chine, Hong Kong, Inde, Indonésie, Japon, Malaisie, Singapour, Corée du Sud, Taiwan, Thaïlande, Vietnam) veuillez consulter le document suivant :

© BNP Paribas (2025). Tous droits réservés.

Bulletin publié par les Etudes Economiques – BNP PARIBAS
Siège social : 16 boulevard des Italiens – 75009 PARIS / Tél : +33 (0) 1.42.98.12.34
Internet : www.group.bnpparibas - www.economic-research.bnpparibas.com
Directeur de la publication : Jean Lemierre
Directrice de la rédaction : Isabelle Mateos y Lago



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change