

EUROPE DU SUD : LE RÉTABLISSEMENT DES COMPTES PUBLICS

Guillaume Derrien

La Grèce, le Portugal et, dans une moindre mesure, l'Espagne, ont affiché une baisse notable de leurs déficits publics en 2022. Selon les résultats préliminaires d'Eurostat publiés le 21 avril, le déficit primaire s'est, en effet, réduit de près de moitié en Espagne (-2,4% du PIB), il a été résorbé en Grèce, tandis que le Portugal affiche à nouveau un excédent (1,6% du PIB).

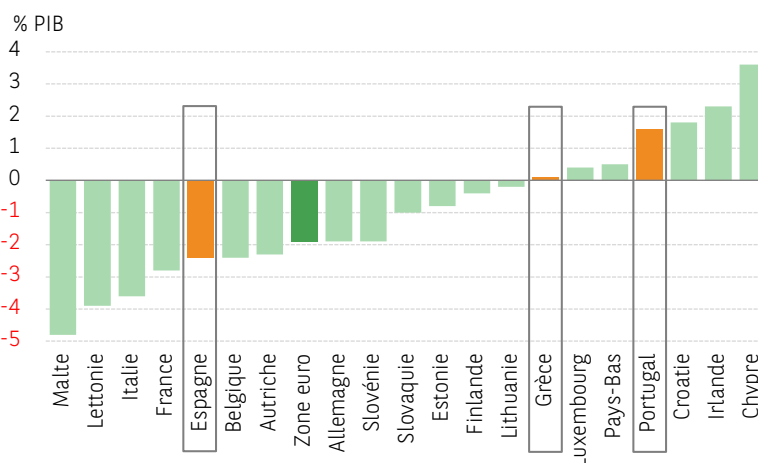
En Grèce et au Portugal, le déficit public est repassé sous la limite des 3% de PIB fixée par le pacte de croissance et de stabilité, sur laquelle ils s'étaient déjà réalignés entre 2016 et 2019. Bien qu'en nette baisse, le déficit en Espagne reste conséquent, à 4,8% du PIB.

La croissance de l'activité et de l'emploi, meilleure qu'attendu, et l'inflation élevée ont généré des rentrées fiscales importantes, qui ont plus que compensé la hausse des dépenses engagée pour amortir le choc inflationniste.

Après un creusement historique des déficits publics en 2020-2021 lié à la crise sanitaire, les craintes que le choc inflationniste entraîne un nouveau dérapage budgétaire en 2022 ne se sont pas matérialisées.

Dans son *Debt Sustainability Monitor* publié mi-avril, la Commission européenne a amélioré les perspectives de soutenabilité de la dette à long terme pour ces trois pays, en pointant notamment le besoin d'ajustements budgétaires moins importants que la plupart des autres économies de l'UE pour pallier le vieillissement démographique.

DEFICIT PRIMAIRE EN ZONE EURO (2022)



GRAPHIQUE 1

SOURCES : EUROSTAT, BNP PARIBAS

Les finances publiques en Grèce, Portugal et Espagne se sont sensiblement améliorées en 2022. Selon Eurostat, le Portugal affiche, sur l'ensemble de l'année dernière, un excédent primaire à hauteur de 1,6% du PIB, après un déficit de 0,5% en 2021. C'est en Grèce que le redressement des comptes publics a été le plus remarquable : le déficit primaire a été résorbé, passant de -4,6% du PIB en 2021 à un léger excédent de 0,1% l'an passé. La situation reste plus détériorée en Espagne, mais le déficit primaire s'est toutefois réduit de près de moitié en l'espace d'un an, passant d'un ratio sur PIB de -4,7% en 2021 à -2,4% en 2022. Les soldes budgétaires, qui intègrent la charge d'intérêts sur la dette, restent en déficit, mais ils se sont notablement réduits, dans le sillage des soldes primaires : en 2022, le déficit public se situait à -2,3% du PIB en Grèce (contre -7,1% en 2021), -0,4% au Portugal (-2,9% en 2021), et -4,8% en Espagne (-6,9% en 2021). C'est en Grèce que la hausse des revenus a été la plus forte (+13,7% en 2022), toujours selon Eurostat. L'Espagne et le Portugal affichent également une augmentation notable des recettes, respectivement de 8,1% et 10,1% sur un an. Cet accroissement a été alimenté par des rentrées importantes de TVA, de cotisations sociales (salariés et employeurs), et d'impôts sur le revenu et sur les entreprises. Les dépenses publiques ont, pour leur part, progressé de 4,1% en Grèce, 4,4% au Portugal et 3,8% en Espagne, principalement en raison des mesures de soutien destinées à amortir le choc économique (subventions, transferts sociaux), mais l'augmentation a été nettement moins soutenue que les revenus.

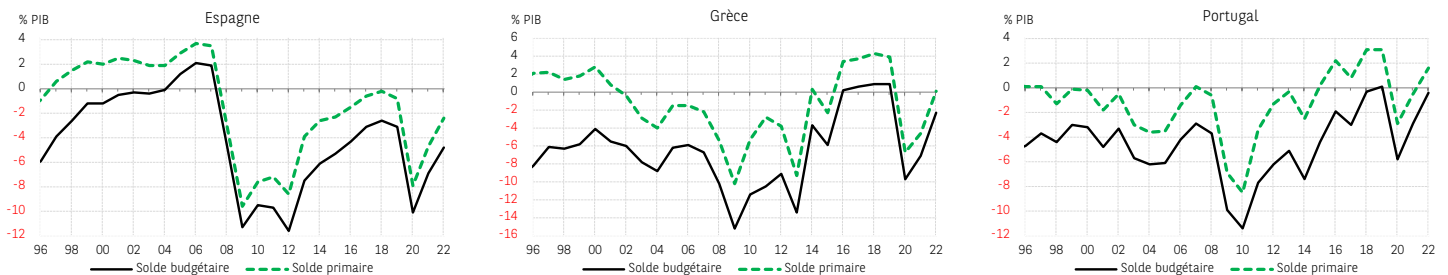
ÉTUDES **E**CONOMIQUES



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

EVOLUTION DES SOLDES PUBLIC ET PRIMAIRE



GRAPHIQUE 2

SOURCES : EUROSTAT, BNP PARIBAS

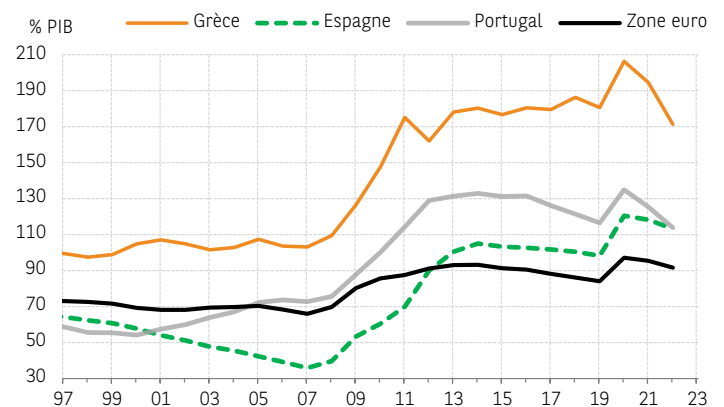
Bien que toujours élevé, les ratios d'endettement des États ont fléchi à nouveau en 2022 (cf. graphique 3). En Grèce et au Portugal, la dette consolidée¹ rapportée au PIB est repassée sous les niveaux de 2019, en recul respectivement de 23 points de PIB (à 171,3%) et de 11,5 points (à 113,9%). Le niveau d'endettement au Portugal est désormais le même qu'en Espagne alors que le pays affichait un écart avec son voisin culminant à 45 points de PIB en 2011. La dette publique baisse en effet moins sensiblement en Espagne, ce qui est logique compte tenu du solde budgétaire plus détérioré. Le ratio de dette publique espagnol a chuté de 5 points de PIB à 113,2%, et se maintient toujours près de 15 points de PIB au-dessus de 2019

LE REDRESSEMENT PRÉALABLE DES SOLDES STRUCTURELS PORTE SES FRUITS

Ces évolutions positives ne sont pas uniquement le fruit d'une conjoncture post-Covid favorable. Le Portugal, la Grèce et l'Espagne étaient parvenus, avant la crise sanitaire, à redresser leurs comptes publics, au prix de programmes d'ajustement drastiques mis en place durant la crise des dettes souveraines en zone euro. Ces mesures d'austérité ont été très douloureuses pour la population locale (hausse des taxes, gel prolongé des salaires dans la fonction publique, baisse des pensions et augmentation de l'âge de départ à la retraite). En 2009, ces trois pays accusaient des déficits budgétaires très importants, allant de -7,2% du PIB au Portugal, -10% en Espagne et jusqu'à -10,4% en Grèce. Dix ans plus tard, en 2019, le déficit espagnol s'était réduit à seulement -1,0% du PIB, tandis que la Grèce et le Portugal enregistraient de larges excédents budgétaires, respectivement à +3,9% et +2,9% du PIB.

Grâce à ces ajustements de fond, les soldes budgétaires structurels², dont le déficit avait atteint en Grèce pas moins de 13% du PIB en 2009 (chiffres FMI³), se sont rapidement redressés. Le solde structurel est ainsi repassé en excédent dès 2012 en Grèce et en 2014 au Portugal. Le déficit structurel en Espagne s'est réduit de près de 8 points de PIB au cours de cette même période 2009-2014.

DETTE PUBLIQUE CONSOLIDÉE



GRAPHIQUE 3

SOURCES : EUROSTAT, BNP PARIBAS

2023 SUR LA LANCÉE DE 2022 ?

La conjoncture reste pour l'heure bien orientée, avec notamment un marché du travail toujours dynamique en Espagne et au Portugal, ce qui alimentera d'autant plus la hausse des cotisations sociales et la trésorerie des États. La dynamique a flanché en Grèce sur les deux premiers mois de l'année, mais après une progression des embauches impressionnante en 2022 (+5,4%). Le taux de chômage en Grèce est retombé à des niveaux qui n'avaient plus été observés depuis plus d'une décennie (10,9% en mars 2023). L'évolution des comptes publics sur les premiers mois de 2023 montre ainsi un redressement qui se poursuit, même si les chiffres doivent être pris avec un certain recul car la période de comparaison est encore courte⁴.

¹ Les données consolidées excluent du calcul de la dette les éléments de dette d'une administration publique détenus par une autre administration publique.

² La balance structurelle correspond au solde budgétaire corrigé de l'impact du cycle économique (composante conjoncturelle) ainsi que des mesures temporaires prises par les gouvernements (par exemple celles liées à la Covid-19) et des transferts ponctuels en capital (par exemple aide financière au secteur bancaire).

³ Le FMI et la Commission produisent des estimations des soldes structurels en Europe, avec des estimations parfois différentes. Cependant, les trajectoires restent sensiblement les mêmes.

⁴ Le déficit consolidé en Espagne s'élevait à EUR 8,6 mds en cumulé sur janvier-février 2023, contre EUR 12,4 mds en janvier-février 2022 (source: CIGAE). En Grèce, le solde budgétaire consolidé affichait un excédent de EUR 0,9 mds en cumulé sur janvier-mars 2023, contre un déficit de EUR 2,3 mds au cours de la même période en 2022 (source: ministère des finances grec). Le Portugal enregistrait un excédent budgétaire consolidé de EUR 4,9 mds en cumulé sur janvier-mars 2023 contre EUR 0,8 mds en janvier-mars 2022 (source : DGO Portugal).



LA COMMISSION EUROPÉENNE PREND NOTE DE CES ÉVOLUTIONS

Avec la hausse des taux de refinancement en Europe, le stock de dette publique élevé reste l'un des talons d'Achille des pays du sud de l'Europe, que la Commission européenne n'a pas manqué de rappeler dans son dernier *Debt Sustainability Monitor*, publié le 14 avril⁵. Dans son profil de risque, établi sur trois horizons (court [année 2023], moyen et long terme) la Commission maintient un risque « élevé » à moyen terme sur la Grèce et le Portugal en raison du niveau d'endettement public, tout comme l'Espagne qui est vulnérable aux différents scénarios adverses utilisés.

Cependant, le risque à court terme reste « bas » pour ces trois pays, comme pour l'ensemble des économies de la zone euro. Hormis l'Espagne, les besoins de financement en pourcentage du PIB en Grèce et au Portugal seront parmi les plus bas en Europe (cf. graphique 4), ce qui découle en partie de l'amélioration des soldes budgétaires. L'institution de Bruxelles met aussi en avant plusieurs autres facteurs, communs à la plupart de pays de la zone euro, et qui permettent d'amortir le choc lié à la remontée des taux d'intérêt : extension de la maturité moyenne des obligations d'État, hausse de la part de dette publique détenue par l'Eurosystème, nouveaux mécanismes de solidarité budgétaire, notamment via le programme *Next Generation EU*.

A long terme, le profil de risque de la Grèce et du Portugal a été revu à la baisse cette année, passant de « moyen » à « bas ». Ces pays possèdent désormais une note de long terme meilleure que les Pays-Bas, la France ou l'Allemagne qui devront procéder, selon les estimations de la Commission européenne, à des ajustements budgétaires plus importants à la fois pour stabiliser le niveau de leur dette publique à long terme et pour rabaisser leur ratio d'endettement sur PIB à 60% d'ici à 2070⁶. Le profil de risque à long terme de l'Espagne a également été révisé, passant d'« élevé » à « moyen ». La Grèce et le Portugal sont donc, du point de vue de leurs équilibres budgétaires, en meilleure position que l'Espagne, même si pour la Grèce, le point de départ – le ratio d'endettement – est bien moins favorable.

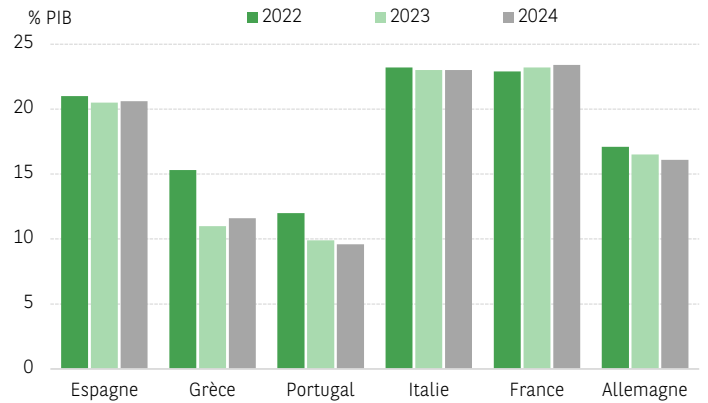
Cette trajectoire de la dette à long terme, plus rassurante pour les marchés financiers que par le passé, offre sans doute une explication à la relative stabilité des spreads obligataires de ces pays par rapport au *Bund* allemand dans le contexte actuel de remontée des taux d'intérêt en Europe (cf. graphique 5).

Guillaume Derrien

guillaume.a.derrien@bnpparibas.com

⁵ https://economy-finance.ec.europa.eu/system/files/2023-04/ip199_en_1.pdf
⁶ Ce sont les indicateurs S1 et S2 mesurés par la Commission européenne pour établir le risque de long terme. Voir l'analyse en pages 59-70 du *Debt Sustainability Monitor* 2022.

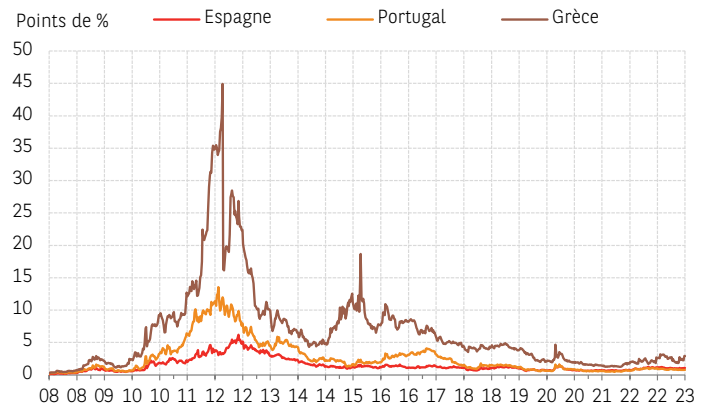
BESOINS DE FINANCEMENT BRUTS DES ÉTATS



GRAPHIQUE 4

SOURCES : COMMISSION EUROPÉENNE, BNP PARIBAS

ÉCART DE TAUX OBLIGATAIRES (SPREAD) AVEC L'ALLEMAGNE



GRAPHIQUE 5

SOURCE : REFINITIV

LES BESOINS DE FINANCEMENT D'UN ÉTAT

Les besoins de financement correspondent aux flux de paiements que le gouvernement doit assurer pour combler ses déficits de trésorerie sur une période donnée, généralement à l'échelle d'une année. Ces besoins représentent la somme de quatre facteurs :

Déficit primaire + charge de la dette + roulement de la dette¹ + ajustement des flux de stock (stock-flow adjustment)².

Un stock de dette donné peut être ainsi associé à des besoins de financement très différents d'une année sur l'autre, selon le calendrier des amortissements, la structure des emprunts, etc.

¹ Le roulement de la dette consiste à rembourser les emprunts arrivés à échéance à l'aide de nouveaux emprunts.

² L'ajustement des flux de stock rassemblent les éléments qui affectent le stock de dette mais qui n'ont aucune incidence sur le solde budgétaire. Il s'agit par exemple de l'acquisition d'actifs financiers par les autorités publiques (prêts consentis, injection de liquidité dans des entreprises) ou des effets comptables liés par exemple à l'appréciation ou à la dépréciation de la dette détenue en devises étrangères. Pour une définition plus précise de l'ajustement des flux de stock, et son impact sur l'évolution de la dette des pays de la zone euro, voir notamment *Stock-flow adjustment for the Member States, the euro area (EA-19) and the EU-27, for the period 2016-2019*, Eurostat, avril 2020



William De Vijlder
Chef économiste

+33 1 55 77 47 31

william.devijlder@bnpparibas.com

ÉCONOMIES DE L'OCDE ET STATISTIQUES

Hélène Baudchon

Adjointe au chef économiste - Responsable – États-Unis

+33 1 58 16 03 63

helene.baudchon@bnpparibas.com

Stéphane Colliac

France, Allemagne

+33 1 42 98 26 77

stephane.colliac@bnpparibas.com

Guillaume Derrien

Zone euro, Europe du Sud, Japon, Royaume-Uni - Commerce international

+33 1 55 77 71 89

guillaume.a.derrien@bnpparibas.com

Veary Bou, Tarik Rharrab

Statistiques

PROJECTIONS ÉCONOMIQUES, RELATIONS AVEC LE RÉSEAU FRANCE

Jean-Luc Proutat

Responsable

+33 1 58 16 73 32

jean-luc.proutat@bnpparibas.com

ÉCONOMIE BANCAIRE

Laurent Quignon

Responsable

+33 1 42 98 56 54

laurent.quignon@bnpparibas.com

Céline Choulet

+33 1 43 16 95 54

celine.choulet@bnpparibas.com

Thomas Humblot

+33 1 40 14 30 77

thomas.humblot@bnpparibas.com

Marianne Mueller

+33 1 40 14 48 11

marianne.mueller@bnpparibas.com

ÉCONOMIES ÉMERGENTES ET RISQUE PAYS

François Faure

Responsable – Argentine, Turquie, méthodologie, modélisation

+33 1 42 98 79 82

francois.faure@bnpparibas.com

Christine Peltier

Adjointe – Grande Chine, Vietnam, méthodologie

+33 1 42 98 56 27

christine.peltier@bnpparibas.com

Stéphane Alby

Afrique francophone

+33 1 42 98 02 04

stephane.alby@bnpparibas.com

Pascal Devaux

Moyen-Orient, Balkans

+33 1 43 16 95 51

pascal.devaux@bnpparibas.com

Hélène Drouot

Corée, Thaïlande, Philippines, Mexique, pays andins

+33 1 42 98 33 00

helene.drouot@bnpparibas.com

Salim Hammad

Amérique latine

+33 1 42 98 74 26

salim.hammad@bnpparibas.com

Cynthia Kalasopatan Antoine

Ukraine, Europe centrale

+33 1 53 31 59 32

cynthia.kalasopatanantoine@bnpparibas.com

Johanna Melka

Inde, Asie du Sud, Russie, Kazakhstan

+33 1 58 16 05 84

johanna.melka@bnpparibas.com

Lucas Plé

Afrique anglophone et lusophone

lucas.ple@bnpparibas.com

CONTACT MEDIA

Mickaëlle Fils Marie-Luce

+33 1 42 98 48 59

mickaëlle.filsmarie-luce@bnpparibas.com



RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

ECOCONJONCTURE

Analyse approfondie de sujets structurels ou d'actualité

ECOEMERGING

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes

ECOPERSPECTIVES

Analyses et prévisions des principaux pays, développés et émergents

ECOFLASH

Un indicateur, un événement 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

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 et 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 desquels il a été élaboré.

BNP Paribas est en France constituée en société anonyme. Son siège est situé au 16 boulevard des Italiens 75009 Paris. 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.

Pour certains pays de l'Espace Economique Européen :

Le présent document a été approuvé en vue de sa publication au Royaume-Uni par BNP Paribas Succursale de Londres. BNP Paribas Succursale de Londres est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et autorisée et soumise à une réglementation limitée par la Financial Services Authority. Nous pouvons fournir sur demande les détails de l'autorisation et de la réglementation par la Financial Services Authority.

Le présent document a été approuvé pour publication en France par BNP Paribas SA, constituée en France en société anonyme et autorisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel (ACP) et réglementée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF). Le siège social de BNP Paribas est situé au 16, boulevard des Italiens, 75009, Paris, France.

Le présent document est distribué en Allemagne par BNP Paribas Succursale de Londres ou par BNP Paribas Niederlassung Frankfurt sur le Main, une succursale de BNP Paribas S.A. dont le siège est situé à Paris, France. BNP Paribas S.A. Niederlassung Frankfurt sur le Main, Europa Allee 12, 60327 Frankfurt, est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et est autorisée et soumise à une réglementation limitée par le Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).

Etats-Unis : le présent document est distribué par BNP Paribas Securities Corp., ou par une succursale ou une filiale de BNP Paribas ne bénéficiant pas du statut de broker-dealer au sens de la réglementation américaine. BNP Paribas Securities Corp., filiale de BNP Paribas, est un broker-dealer enregistré auprès de la Securities and Exchange Commission et est membre de la Financial Industry Regulatory Authority et d'autres bourses principales. BNP Paribas Securities Corp. n'accepte la responsabilité du contenu d'un document préparé par une entité non américaine du groupe BNP Paribas que lorsqu'il a été distribué à des investisseurs américains par BNP Paribas Securities Corp.

Japon : le présent document est distribué au Japon par BNP Paribas Securities (Japan) Limited, ou par une succursale ou une entité du groupe BNP Paribas qui n'est pas enregistrée comme une maison de titres au Japon, à certaines institutions financières définies par l'article 17-3 alinéa 1 du décret d'application de la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, est une maison de titres enregistrée conformément à la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers et est membre de la Japan Securities Dealers Association ainsi que de la Financial Futures Association du Japon. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, Succursale de Tokyo, n'accepte la responsabilité du contenu du document préparé par une entité non japonaise membre du groupe BNP Paribas que lorsqu'il fait l'objet d'une distribution par BNP Paribas Securities (Japan) Limited à des entreprises basées au Japon. Certains des titres étrangers mentionnés dans le présent document ne sont pas divulgués au sens de la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers.

Hong-Kong : le présent document est distribué à Hong Kong par BNP Paribas Hong Kong Branch, filiale de BNP Paribas dont le siège social est situé à Paris, France. BNP Paribas Hong Kong Branch exerce sous licence bancaire octroyée en vertu de la Banking Ordinance et est réglementée par l'Autorité Monétaire de Hong Kong. BNP Paribas Hong Kong Branch est aussi une institution agréée réglementée par la Securities and Futures Commission pour l'exercice des activités réglementées de types 1, 4 et 6 [Regulated Activity Types 1, 4 et 6] en vertu de la Securities and Futures Ordinance.

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

<https://globalmarkets.bnpparibas.com>

© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

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



Bulletin édité 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.com - www.economic-research.bnpparibas.com
Directeur de la publication : Jean Lemierre / Rédacteur en chef : William De Vijlder
Copyright : Aha-Soft



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change