

Flash Economie

23 mars 2021 - 213

Faut-il une règle budgétaire si les taux d'intérêt à long terme restent définitivement inférieurs au taux de croissance ?

La réflexion sur la réforme des règles budgétaires de la zone euro a débuté, puisque les règles antérieures sont devenues inutilisables.

Une complication est l'idée que peut-être, avec des politiques monétaires qui restent expansionnistes et avec le niveau élevé du taux d'épargne du Monde, les taux d'intérêt à long terme de la zone euro vont rester perpétuellement inférieurs au taux de croissance.

Si c'est le cas :

- dès qu'il y a un excédent budgétaire primaire, aussi petit soit-il, la solvabilité budgétaire est assurée (alors que si le taux d'intérêt est supérieur à la croissance, il faut un excédent budgétaire primaire d'autant plus élevé que le taux d'endettement public est élevé) ;
- il subsiste un argument d'efficacité de l'épargne, même si la solvabilité budgétaire est assurée : moins les dépenses publiques sont productives, moins l'épargne est utilisée de manière efficace, et moins la croissance potentielle est forte ; une règle de composition des dépenses publiques entre dépenses publiques efficaces, utiles à long terme, et pures dépenses courantes aurait donc du sens.

Au total, dans un environnement de taux d'intérêt en permanence plus bas que le taux de croissance, les règles budgétaires européennes peuvent devenir :

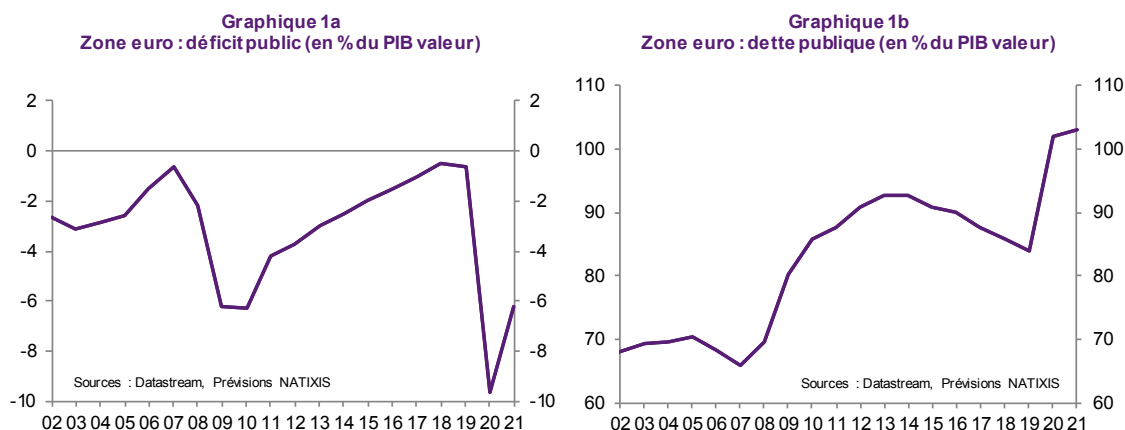
- une règle d'excédent budgétaire primaire, une fois corrigé des effets du cycle ;
- une règle de composition des dépenses publiques, avec une partie suffisante de dépenses efficaces.

Patrick Artus
Tel. (33 1) 58 55 15 00
patrick.artus@natixis.com
 [@PatrickArtus](https://twitter.com/PatrickArtus)

www.research.natixis.com

Les règles budgétaires de la zone euro ne sont plus utilisables

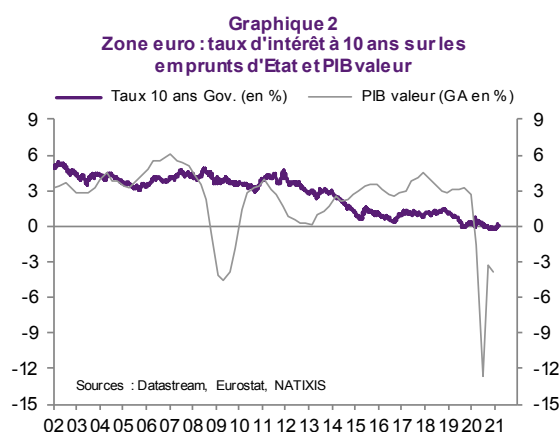
La règle de déficit public structurel inférieur à 0,5 % et déficit public total inférieur à 3 % (**graphique 1a**), et encore plus de dette publique revenant vers 60 % du PIB (**graphique 1b**) n'est plus applicable après la crise de la Covid.



Une réflexion sur de nouvelles règles budgétaires de la zone euro (de l'UE) a donc débuté.

Il est possible que les taux d'intérêt à long terme restent perpétuellement plus bas que le taux de croissance

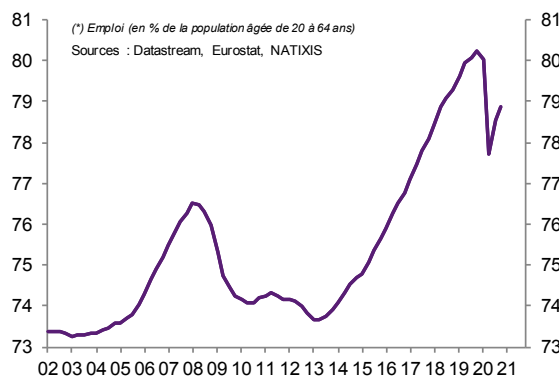
Il est possible d'envisager que, dans la zone euro, les taux d'intérêt à long terme restent perpétuellement plus bas que le taux de croissance (**graphique 2**).



En effet :

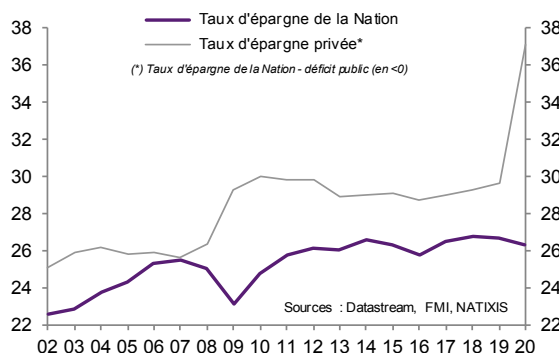
- la **BCE**, comme les autres Banques Centrales, **a aujourd'hui un biais expansionniste**, et souhaite obtenir en particulier un taux d'emploi élevé (**graphique 3**), elle voudra de plus faciliter les investissements vers la transition énergétique ;

Graphique 3
Zone euro : taux d'emploi* (en %)



- le Monde est caractérisé par un niveau d'épargne totale et du secteur privé élevé (graphique 4).

Graphique 4
Monde : taux d'épargne de la Nation et taux d'épargne privée* (en % du PIB valeur)



Ceci pose la question de la **légitimité de règles budgétaires lorsque le taux d'intérêt à long terme est en permanence inférieur à la croissance**.

Quelles règles budgétaires quand le taux d'intérêt à long terme est en permanence inférieur au taux de croissance ?

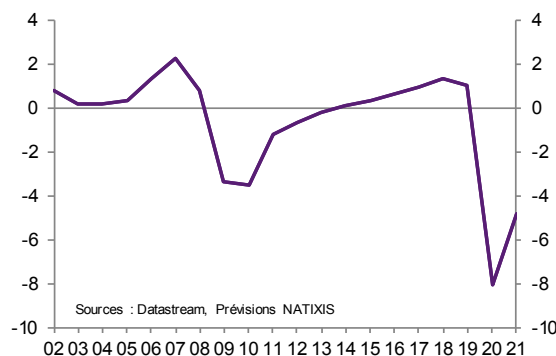
1. La question de la solvabilité budgétaire

Dans la situation normale où le taux d'intérêt à long terme est supérieur à la croissance nominale, pour assurer la solvabilité budgétaire, il faut que :

$$\text{Excédent budgétaire primaire} > \text{Dette publique} \times [\text{Taux d'intérêt} - \text{Taux de croissance}]$$

ce qui impose un **excédent budgétaire primaire** (hors intérêts sur la dette publique) (graphique 5) d'autant plus élevé que le taux d'endettement public est élevé.

Graphique 5
Zone euro : excédent ou déficit public primaire
(en % du PIB valeur)

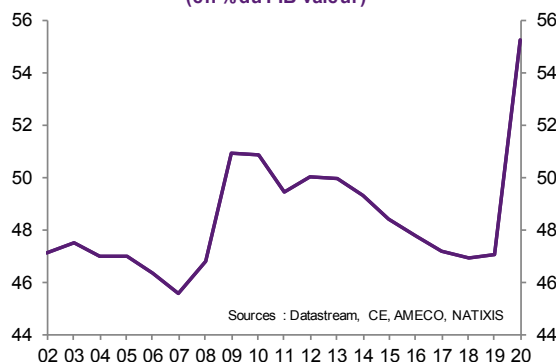


Dans la situation où le taux d'intérêt à long terme est définitivement inférieur à la croissance nominale, dès qu'il y a un excédent budgétaire primaire, la solvabilité budgétaire est assurée, puisque le taux d'endettement public disparaît à long terme.

2. La question de l'efficacité de l'utilisation de l'épargne

Même si la solvabilité budgétaire est assurée, la question de l'efficacité de la dépense publique (graphique 6) reste importante, puisqu'elle conditionne l'efficacité de l'utilisation de l'épargne.

Graphique 6
Zone euro : dépenses publiques
(en % du PIB valeur)

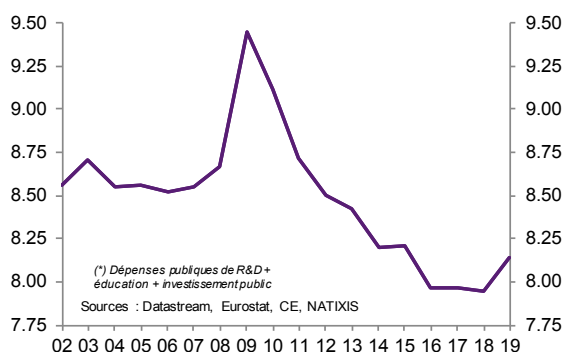


Il nous semble donc qu'une règle de composition des dépenses publiques entre :

- dépenses publiques « efficaces », favorables à long terme (éducation, recherche, investissements, transition énergétique, graphique 7) ;
- et dépenses courantes (protection sociale, retraites...) ;

serait utile.

Graphique 7
Zoene euro : dépenses publiques efficaces*
(en % du PIB valeur)



Synthèse : deux propositions pour les règles budgétaires de la zone euro si on pense que le taux d'intérêt à long terme va rester définitivement inférieur au taux de croissance

Supposons donc que le taux d'intérêt à long terme va rester perpétuellement inférieur au taux de croissance.

Ce qui précède montre que, dans ce contexte, les règles budgétaires de la zone euro pourraient être :

- **en régime normal** (en dehors des récessions), **la nécessité d'un excédent budgétaire primaire** (hors intérêts sur la dette) ;
- **une règle de composition des dépenses publiques**, imposant un poids minimum des dépenses publiques « efficaces ».

Annexe

Solvabilité budgétaire et hiérarchie entre taux d'intérêt et taux de croissance

La dynamique du taux d'endettement public (rapporté au PIB) est donnée par :

$$d_{t+1} = d_t(1 + r - p - g) - e_t$$

d est le taux d'endettement public

r est le taux d'intérêt nominal

p est l'inflation

g est la croissance en volume

e est l'excédent budgétaire primaire

- (1) Si $r > p + g$ (taux d'intérêt supérieur à la croissance en valeur), pour que le taux d'endettement public ne dépasse pas $\bar{d}$, il faut :

$$e > \bar{d}(r - p - g)$$

- (2) Si $r < p + g$ (taux d'intérêt inférieur à la croissance en valeur), le taux d'endettement public converge vers :

$$\hat{d} = \frac{-e}{(p + g - r)}$$

Si $e \geq 0$, le taux d'endettement public converge vers une valeur nulle ou négative, ce qui évidemment assure la solvabilité budgétaire.