

1^{ère} Partie : Les politiques conjoncturelles

Dossier 1 : La politique budgétaire

Arnaud Diemer
Université Auvergne,
3^{ème} année de Licence

Site : <http://www.oeconomia.net>
Rubrique Economie générale
Cours politique et actualité
économique

PLAN DE COURS

I. LE BUDGET DE L'ETAT

- A. La Loi organique des lois de finance (LOLF)
- B. Le solde budgétaire
- C. Le budget 2010 - 2011
- D. La réaction au budget 2010-2011

II. LA POLITIQUE BUDGETAIRE

- A. Déficit public et dette publique
- B. La notion de multiplicateur
- C. Les conséquences d'un déficit

I. LE BUDGET DE L'ETAT

Le budget de l'Etat représente le principal instrument de l'Etat pour agir sur l'économie. En France, c'est la *Loi de Finance*, puis la *Loi Organique sur les Lois de Finance* (LOFL) depuis 2006, préparée par le gouvernement et votée par le parlement chaque automne, qui autorise le gouvernement à percevoir les impôts (ils représentent l'essentiel des recettes budgétaires) et à effectuer les dépenses destinées principalement à faire fonctionner les administrations et à investir (les infrastructures par exemple).

A. La LOLF

Elle a trois objectifs :

- Améliorer la transparence quant à l'utilisation des ressources de l'Etat.
- Accroître l'efficacité de la gestion publique
- Responsabiliser les gestionnaires publics sur les résultats obtenus

Trois dispositifs de motivation interne ont ainsi pris place :

- Une école de la LOLF (institut de formation à vocation interministériel pour aider les fonctionnaires et l'encadrement).
- Le développement d'une formation interne
- Le lancement de clubs responsables de programmes.

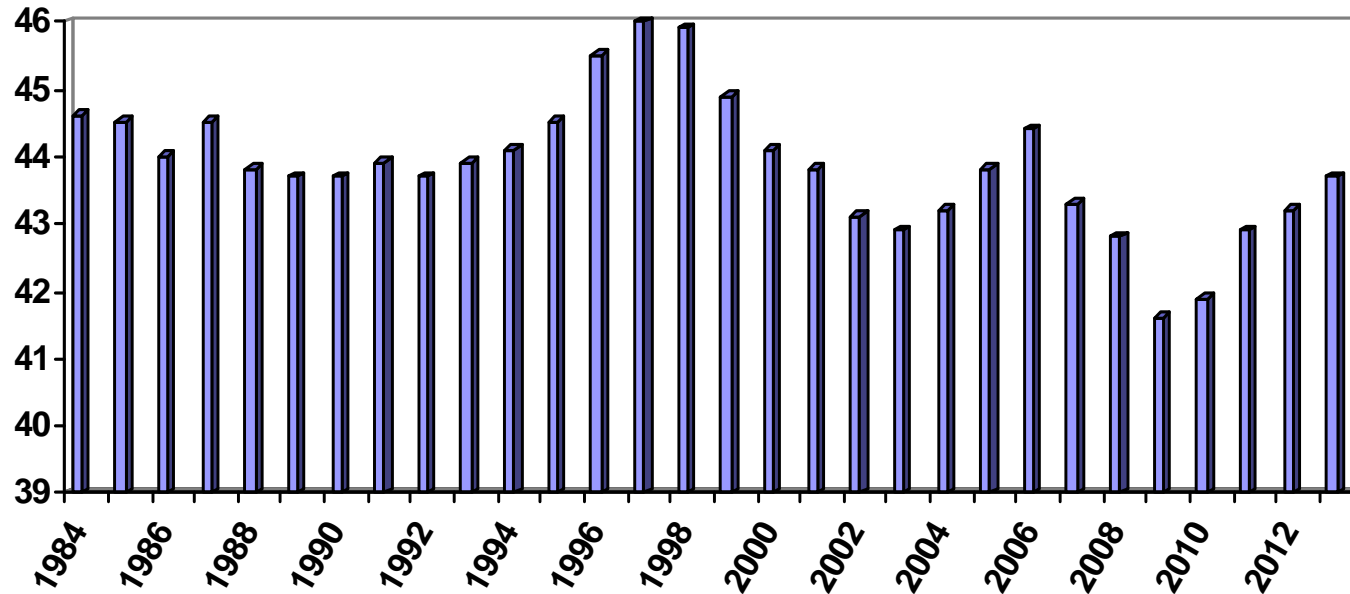
Jusqu'en 2004, 6% des crédits faisaient l'objet de véritables débats lors du vote du budget (Parlement, mois de septembre).

Depuis 2005, 100% des crédits sont discutés au parlement et votés mission par mission (au nombre de 34, parmi les plus importantes : le travail, la sécurité, la recherche et l'enseignement supérieur, la défense, l'enseignement scolaire, l'engagement financier de l'Etat).

Les prélèvements obligatoires recouvrent, d'une part, les impôts (incluant les taxes), d'autre part, certaines cotisations sociales, les cotisations sociales "effectives" (réellement versées) obligatoires reçues par les administrations publiques. Les cotisations sociales volontaires, comme les cotisations sociales, même obligatoires, versées à d'autres organismes que des administrations publiques, ne sont pas des prélèvements obligatoires.

Prélèvements obligatoires en France

En % du PIB



Source : Ministère de l'Economie et des Finances

| | | | | | | | | | |
|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 1984 | 1985 | 1986 | 1987 | 1988 | 1989 | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 |
| 44.6 | 44.5 | 44 | 44.5 | 43.8 | 43.7 | 43.7 | 43.9 | 43.7 | 43.9 |
| 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 |
| 44.1 | 44.5 | 45.5 | 46 | 45.9 | 44.9 | 44.1 | 43.8 | 43.1 | 42.9 |
| 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010* | 2011* | 2012* | 2013* |
| 43.23 | 43.8 | 44.4 | 43.3 | 42.8 | 41.6 | 41.9 | 42.9 | 43.2 | 43.7 |

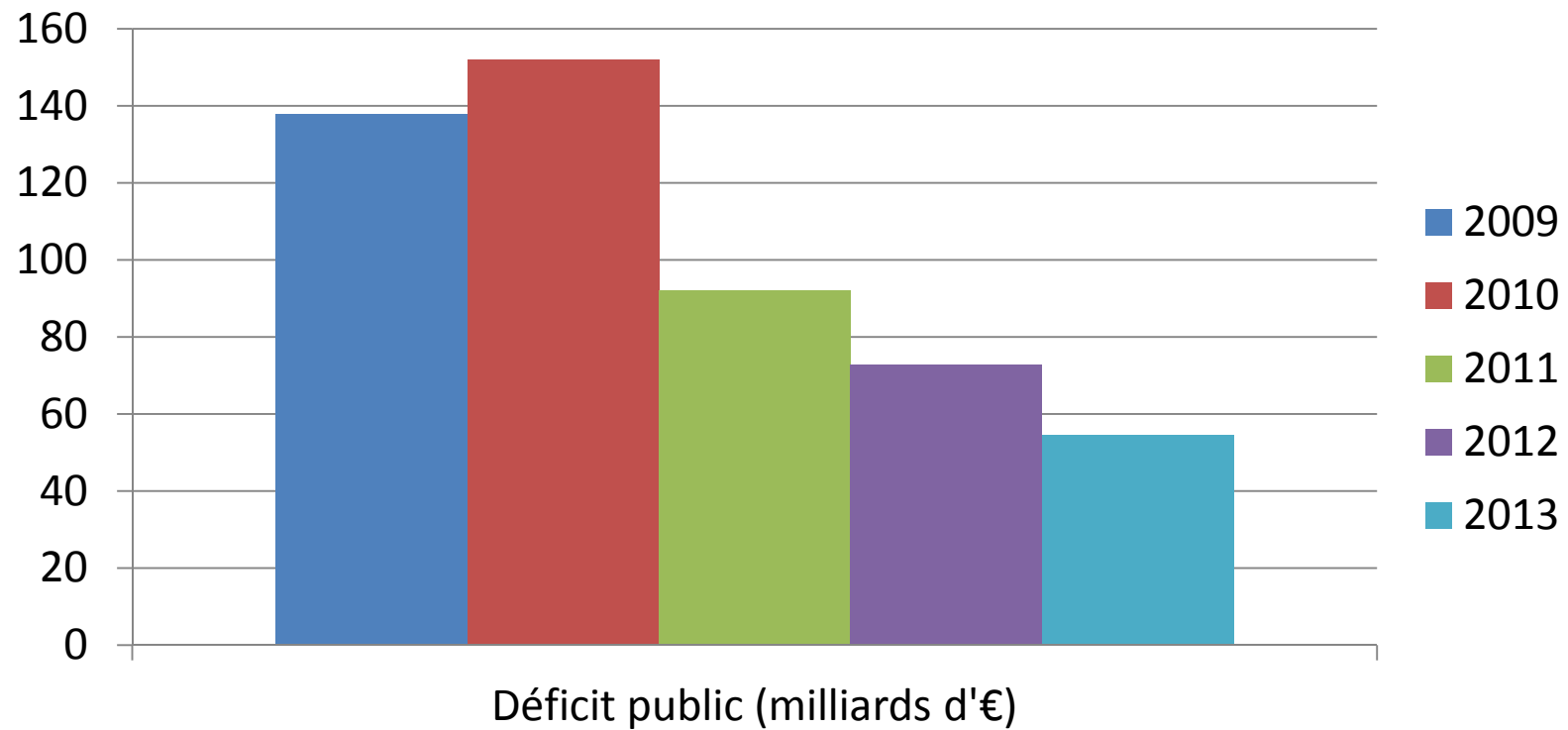
B. Le solde budgétaire

La politique budgétaire consiste à agir sur les deux moyens d'actions que sont les dépenses et les recettes. L'action par les dépenses publiques est le résultat d'une volonté d'intervention forte de l'Etat. Elle se traduit par une croissance des dépenses publiques, et au sein de celles-ci, par une prépondérance des dépenses à fort effet d'entraînement sur l'économie (infrastructures, travaux publics des agents vers tel ou tel domaine). L'action par les recettes peut servir à couvrir les dépenses publiques, mais également à atteindre des objectifs économiques et sociaux.

La différence entre les recettes et les dépenses de l'Etat forme ce que l'on appelle le solde budgétaire. Un solde négatif correspond à un *déficit budgétaire* (Dépenses > Recettes). Déficit public et dette publique ne doivent pas être confondus. La dette publique représente l'ensemble des emprunts contractés par l'Etat (obligations d'Etat, bons du trésor). Ces emprunts comme leur remboursement, ne figurent pas dans le budget de l'Etat. Seuls les intérêts de cette dette sont inscrits dans le budget comme une charge, c'est-à-dire une dépense que l'Etat doit faire chaque année au profit des créanciers de l'Etat.

Un déficit budgétaire correspond généralement à un choix de politique économique. Les dépenses publiques cherchent à soutenir la demande (consommation, investissement, exportations) des différents agents économiques (ménages, entreprises).

Le déficit budgétaire peut être financé de deux manières : *par émission de monnaie* (planche à billets, outil de moins en moins utilisé en Europe, notamment depuis la création et le statut d'indépendance de la Banque Centrale Européenne) ou *par émission de titres ou encore l'emprunt* (l'Etat émet des titres sur le marché financier (emprunt Balladur) afin de financer une intervention de l'Etat sur l'activité économique). L'emprunt permet d'équilibrer le besoin de financement de l'Etat et constitue une forme d'épargne.

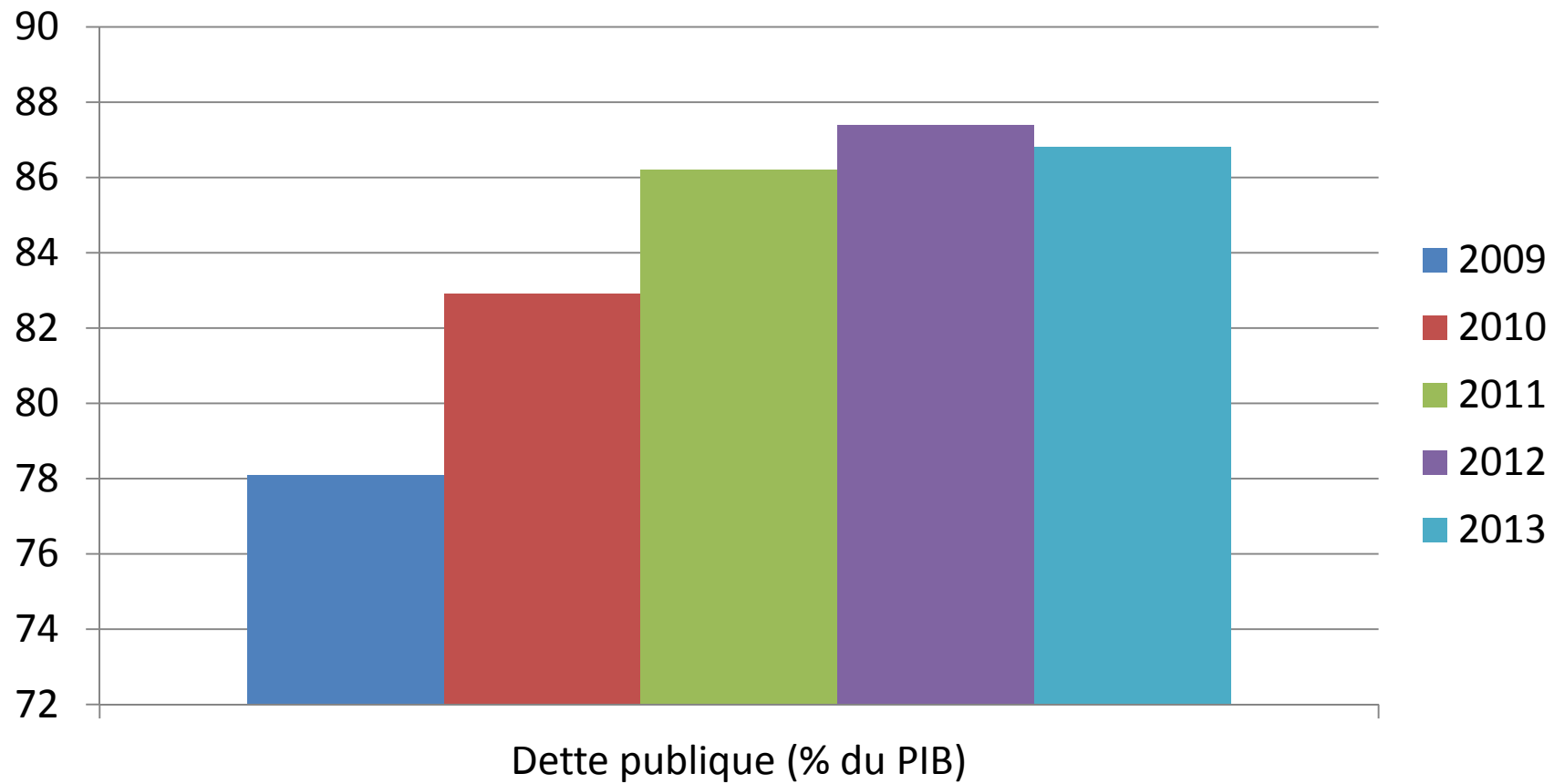


| 2009 | 2010* | 2011* | 2012* | 2013* |
|------|-------|-------------|-------|-------|
| 138 | 152 | 92* 95.7 | 72.9 | 54.6 |

La dette est le total des engagements financiers de l'Etat. Elle résulte du cumul des besoins de financement de l'Etat, c'est-à-dire de la différence, année après année, entre ses produits (recettes fiscales, produits de privatisations, etc.) et ses charges (dépenses budgétaires, prises de participation, etc.). Il existe une dette négociable, c'est-à-dire contractée sous forme d'instruments financiers échangeables sur les marchés financiers (obligations et bons du Trésor) et une dette non négociable, correspondant aux dépôts de certains organismes (collectivités territoriales, établissements publics, etc.) sur le compte du Trésor et qui constitue, elle aussi, un moyen de financement de l'Etat.

La dette des administrations publiques au sens du Traité de Maastricht mesure l'ensemble des engagements financiers bruts des administrations publiques (APU), à l'exception des crédits commerciaux et des décalages comptables. Il s'agit d'une dette brute, ce qui signifie que les avoirs financiers des APU (dépôts monétaires du Trésor auprès de la Banque de France, pensions, participations de l'Etat, placements en valeurs mobilières des caisses de retraite) ne viennent pas en déduction de celle-ci. La dette Maastricht est mesurée en valeur nominale et non en valeur de marché. Elle est consolidée, ce qui signifie qu'elle exclut les dettes contractées entre APU, notamment les dépôts des collectivités locales auprès du Trésor public.

Le champ des administrations publiques comprend : (1) les administrations centrales, c'est à dire l'Etat (budget général, comptes spéciaux du Trésor, budgets annexes) et les " organismes divers d'administration centrale " (ODAC). Plusieurs centaines d'établissements de statut public ou privé, dont notamment la CADES, l'EPFR (structure de défaisance du Crédit Lyonnais), l'ANPE, le CNRS, le CNASEA, le CEA, les Grandes Ecoles, les musées nationaux, sont regroupés sous cette dénomination. Le critère de classement d'un organisme dans la sphère des administrations publiques n'est pas son statut juridique, mais la structure de son compte d'exploitation (part des charges courantes financée par des recettes marchandes). (2) les administrations publiques locales, qui regroupent les organismes ayant une compétence géographique limitée : collectivités locales, établissements publics locaux, les organismes consulaires, les caisses des écoles, et tous les organismes publics ou parapublics financés majoritairement par les collectivités locales. (3) les administrations de Sécurité sociale, c'est à dire l'ensemble des régimes obligatoires de Sécurité sociale (Régime général, régimes d'assurance chômage, régimes complémentaires de retraite et régimes de prévoyance, régimes indépendants et agricoles, régimes spéciaux de salariés), ainsi que les organismes financés par ces régimes (oeuvres, hôpitaux publics et privés participant au service public hospitalier et financés par dotation globale).



| 2009 | 2010* | 2011* | 2012* | 2013* |
|------|-------|----------------------------|-------|--------|
| 78.1 | 82.9 | 84.6* 86.2% 1692 Mds | 86* | 85.6%* |

C. Le budget 2010-2011

Les lois de finance ont tendance à vieillir très, qui plus est, elles ont du mal à résister aux modifications du temps. Ainsi, les deux dispositions phares de la LOLF (2009-2010), la taxe carbone et la taxe professionnelle, il ne reste que de vagues similitudes avec le projet initial. Par ailleurs, le grand emprunt (35 milliards d'€) ne faisait pas partie de son élaboration.

-La contribution climat énergie (CCE), qui devait marquer la création du premier impôt d'envergure depuis la mise en place de la CSG, n'a jamais vu le jour. Censurée par le Conseil Constitutionnel, elle a été abandonnée.

- La réforme de la taxe professionnelle (TP) a été complètement réécrite par le Parlement. De sa version initiale, il ne reste qu'une partie relative aux nouvelles taxes prélevées auprès des entreprises pour remplacer la TP.

- La LOLF de 2009-2010 est surtout intervenue trop tôt pour intégrer le contour du grand emprunt. Ainsi, l'équilibre budgétaire était déjà caduque (déficit attendu à 116 milliards d'€) et devait être révisé (152 milliards suite au grand emprunt de 35 milliards d'€).

Mais surtout, la première loi de programmation des finances publiques (2008 – 2010) a été balayée par la crise financière des subprimes.

La deuxième loi de programmation (projet tant que l'Assemblée nationale ne l'a pas ratifiée) s'inscrit donc dans une logique de « rigueur modérée », destinée à réduire le déficit public sans pour autant porter atteinte à la croissance économique. Après un déficit de 7.7% du PIB attendu pour 2010, le gouvernement français s'est fixé comme objectif de le réduire à 6% en 2011. Il s'agit de poser les règles d'une « bonne gestion » visant à réduire les dépenses et à sécuriser les recettes.

→ *Côté dépenses*, le gel en valeur à 278 milliards d'€, hors pension des fonctionnaires et charge de la dette, a été prévu pour l'ensemble de la période. Ce qui signifie que chaque année, le pouvoir d'achat des ministères diminue avec l'inflation. Même régime pour les collectivités locales. C'est la condition pour que l'ensemble des dépenses de l'Etat (360 milliards d'€ en 2011) qui vont être tirées par les frais d'intérêt de la dette (40 milliards en 2010, 45 en 2011, 50 en 2012 et 55 en 2013), ne progressent pas plus vite.

Pour y parvenir, le gouvernement tablait sur une diminution de 10% des dépenses de fonctionnement et d'intervention des ministères sur trois ans. En outre, étaient programmés le gel des salaires des fonctionnaires pour 2011 et la suppression de 100 000 postes sur trois ans. La masse salariale de l'Etat devait baissé pour la première fois en 2012. Les dépenses de l'assurance maladie devaient être également encadrées pour 4 ans.

→ *Côté recettes*, un effort était engagé pour 2011, avec 10.9 milliards d'€ de plus liés à des mesures nouvelles (dont 9.44 milliards identifiés par le gouvernement comme des niches fiscales). Le gouvernement insistait sur le fait que c'étaient des niches fiscales et sociales qui étaient ciblées , et non des hausses générales d'impôt (TVA, CSG, IR, IS...).

→ *La recherche d'une règle vertueuse* : L'Etat tablait surtout sur le fait qu'une hausse des recettes constatée d'année en année servirait en totalité à réduire le déficit de l'Etat et de la Sécurité sociale. Si la reprise était vigoureuse, cet article anti-cagnotte devait prendre une valeur importante.

→ Pour établir son projet de loi de finance, le gouvernement a dû bâtir un *scénario de croissance* : franchir la barre des 2000 milliards d'€ et croître à un taux de 2% en 2011 (après moins de 1.5% cette année). La France aurait ainsi fait mieux que la moyenne des pays européens (+1.6%) mais moins bien que l'Allemagne (+ 2.4%).

Le gouvernement misait sur l'apparition d'un cercle vertueux en 2011: les entreprises recommençaient à investir (5.5%), cessaient de réduire leurs stocks (contribution pour 1/4 de la croissance attendue) et recréaient des emplois (160 000 créations d'emplois marchands auxquels il faut ajouter 228 000 contrats aidés, sous le double de ce qui est anticipé cette année).

Bercy considérait que cette amélioration de l'emploi augmenterait la masse salariale (+2.9%) et accélérerait les gains de pouvoir d'achat (+1.6%), dans un contexte d'inflation modéré (+1.5%). Ainsi, la consommation progresserait un peu plus vite que 2010 (+ 1.7%). Par ailleurs, le gouvernement tablait sur une légère contribution du commerce extérieur à la croissance (+0.1 point).

ENVIRONNEMENT INTERNATIONAL

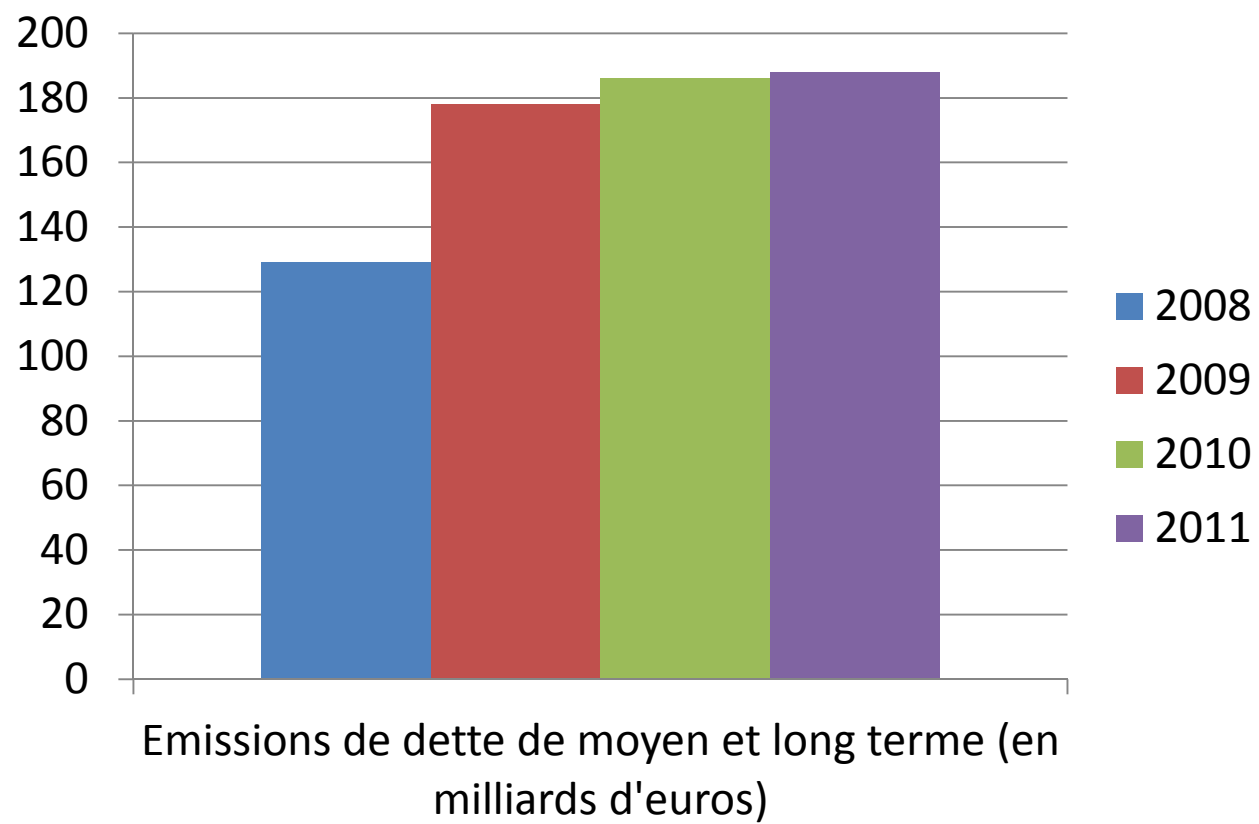
| | 2010 | 2011 |
|--|--------|--------|
| PIB USA | 2.5% | 1.7% |
| PIB ZONE EURO | 1.4% | 1.6% |
| PIB ALLEMAND | 3.2% | 2.4% |
| PRIX BARIL DE PETROLE (Brent en \$) | 78 | 80 |
| TAUX DE CHANGE €/ \$ | 1.31 | 1.30 |
| ECONOMIE FRANCAISE | | |
| PIB Total (milliards d'€) | 1948.2 | 2020.3 |
| Variation en volume | 1.5% | 2% |
| Pouvoir d'achat du revenu disponible | 1.2% | 1.6% |
| Dépenses de consommation des ménages | 1.4% | 1.7% |
| Investissement des entreprises non financières | -0.9% | 5.5% |
| Exportations | 8.9% | 7.6% |
| Importations | 7.1% | 6.7% |
| Prix à la consommation (moyenne annuelle) | 1.5% | 1.5% |
| Balance commerciale (milliards d'€) | -49.3 | -47.6 |
| Capacité de financement des admi pub (%PIB) | - 7.7% | - 6% |

Source : Projet de loi de finance (2011)

D. Les réactions au budget 2010 - 2011

La France, par l'intermédiaire de ce projet de loi de finance, s'est fixé un objectif : ramener le déficit public de 7.7% du PIB (2010) à 6% en 2011. Soit l'équivalent de 60 milliards d'€. Le partage du redressement restait assez équilibré (effort de 55% sur le volet des dépenses, 45% sur le volet des recettes [mesures ciblées]).

- La France devait lever 186 milliards d'€ en 2011 au lieu de 188 milliards cette année. La réduction de 60 milliards d'€ ne permet pas de diminuer les montants de dette à émettre sur les marchés car l'Etat doit toujours financer et refinancer un volume important de titres à moyen et long terme qui arrivent à maturité en 2011 (97 milliards d'€). Ce chiffre serait monté à 113 milliards si l'Agence Française du Trésor (AFT), chargée de la dette, n'avait pas racheté 16 milliards d'€ d'obligations arrivant à échéance en 2011 → ce sont donc 16 milliards de moins à refinancer en 2011.



Dettes négociables de l'État et swaps

en milliards d'euros

| | fin 2004 | fin 2005 | fin 2006 | fin 2007 | fin 2008 | fin 2009 | fin 2010 | fin juillet 2011 | fin août 2011 |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|---------------------|------------------|
| Encours de la dette | | | | | | | | | |
| négociable | 833 | 877 | 877 | 921 | 1 017 | 1 148 | 1 229 | 1 308 | 1 308 |
| OAT | 552 | 593 | 610 | 641 | 681 | 719 | 816 | 872 | 870 |
| BTAN | 184 | 189 | 200 | 202 | 198 | 215 | 226 | 243 | 240 |
| BTF | 97 | 95 | 66 | 78 | 138 | 214 | 187 | 193 | 198 |
| Encours de swaps | 61 | 52 | 44 | 42 | 28 | 20 | 16 | 15 | 16 |
| Durée de vie moyenne de la dette négociable | | | | | | | | | |
| avant swaps | 6 ans | 6 ans | 7 ans | 7 ans | 6 ans | 6 ans | 7 ans | 7 ans | 7 ans |
| | 79 jours | 267 jours | 45 jours | 51 jours | 292 jours | 246 jours | 68 jours | 78 jours | 50 jours |
| après swaps | 6 ans | 6 ans | 7 ans | 7 ans | 6 ans | 6 ans | 7 ans | 7 ans | 7 ans |
| | 34 jours | 228 jours | 16 jours | 29 jours | 276 jours | 233 jours | 60 jours | 71 jours | 44 jours |

source : Agence France Trésor

| Libellé de l'emprunt | Encours | Coef Index | Valeur nominale |
|----------------------|-----------------------|------------|-----------------|
| Échéance 2011 | | | |
| OAT 5.25% 25 oct | 15 579 886 332 | | |
| Échéance 2012 | 56 764 521 063 | | |
| OAT 5.25% 25 avril | 17 896 110 580 | | |
| OAT 3.25% 25 juil | 14 121 590 220 | 1.21257 | 11 646 000 000 |
| OAT 4.75% 25 oct | 19 261 122 924 | | |
| OAT 8.5% 26 déc | 5 485 697 339 | | |
| Échéance 2013 | 66 136 129 556 | | |
| OAT 4.25% 25 avril | 23 612 183 879 | | |
| OAT 2.5% 25 juil | 18 239 187 998 | 1.16041 | 15 717 882 471 |
| OAT 4.25% 25 oct | 24 284 757 679 | | |
| Échéance 2014 | 39 988 724 224 | | |
| OAT 4.25% 25 avril | 20 334 752 234 | | |
| OAT 4.25% 25 oct | 19 653 971 990 | | |

31 août 2011, total OAT : **869 582 986 917€**

Encours démembré 48 245 251 900€

En % des lignes démembrables : 5,7 %

Durée de vie moyenne : **10 ans et 4 jours**

BTAN au 31 août 2010 / Treasury notes at August 31, 2010

| CODE ISIN | Emprunt / Bond | Encours / Outstanding |
|--------------|------------------------------|--------------------------|
| | Échéance 2010 | 9 972 000 000 |
| FR0113872776 | BTAN 3,75% 12 septembre 2010 | 9 972 000 000 |
| | Échéance 2011 | 51 079 510 534 |
| FR0108354806 | BTAN 3% 12 janvier 2011 | 17 965 100 000 |
| FR0108847049 | BTAN 3,5% 12 juillet 2011 | 17 323 410 534 |
| FR0116843519 | BTAN 1,5% 12 septembre 2011 | 15 791 000 000 |
| | Échéance 2012 | 51 034 000 000 |
| FR0109970386 | BTAN 3,75% 12 janvier 2012 | 19 680 000 000 |
| FR0110979186 | BTAN 4,5% 12 juillet 2012 | 21 516 000 000 |
| FR0118153370 | BTAN 0,75% 20 septembre 2012 | 9 838 000 000 |
| | Échéance 2013 | 35 867 000 000 |
| FR0113087466 | BTAN 3,75% 12 janvier 2013 | 19 513 000 000 |
| FR0114683842 | BTAN 4,5% 12 juillet 2013 | 16 354 000 000 |
| | Échéance 2014 | 42 282 000 000 |
| FR0116114978 | BTAN 2,5% 12 janvier 2014 | 23 578 000 000 |
| FR0116843535 | BTAN 3% 12 juillet 2014 | 18 704 000 000 |
| | Échéance 2015 | 29 485 000 000 |
| FR0117836652 | BTAN 2,5% 15 janvier 2015 | 20 270 000 000 |
| FR0118462128 | BTAN 2% 12 juillet 2015 | 9 215 000 000 |

30 août 2011

Total BTAN :
240
012 464 000€Durée de vie
moyenne des
BTAN : 2 ans
et 135 jours

Les BTAN (bons du Trésor à intérêts annuels) sont des valeurs assimilables du Trésor émises, pour des durées de 2 ou 5 ans, par voie d'adjudication le troisième jeudi du mois.

BTF au 31 août 2011 / Treasury bills at August 31, 2011

| | Échéance / Maturity | Encours / Outstanding |
|-----|----------------------------|------------------------------|
| BTF | 1 septembre 2011 | 7 014 000 000 |
| BTF | 8 septembre 2011 | 7 254 000 000 |
| BTF | 15 septembre 2011 | 9 007 000 000 |
| BTF | 22 septembre 2011 | 10 241 000 000 |
| BTF | 29 septembre 2011 | 9 530 000 000 |
| BTF | 6 octobre 2011 | 9 561 000 000 |
| BTF | 13 octobre 2011 | 8 089 000 000 |
| BTF | 20 octobre 2011 | 8 604 000 000 |
| BTF | 27 octobre 2011 | 9 856 000 000 |
| BTF | 3 novembre 2011 | 8 255 000 000 |
| BTF | 10 novembre 2011 | 8 851 000 000 |
| BTF | 17 novembre 2011 | 7 882 000 000 |
| BTF | 24 novembre 2011 | 4 400 000 000 |
| BTF | 1 décembre 2011 | 7 114 000 000 |
| BTF | 15 décembre 2011 | 7 332 000 000 |
| BTF | 29 décembre 2011 | 4 598 000 000 |
| BTF | 12 janvier 2012 | 7 790 000 000 |
| BTF | 26 janvier 2012 | 8 606 000 000 |
| BTF | 9 février 2012 | 8 566 000 000 |
| BTF | 23 février 2012 | 6 245 000 000 |
| BTF | 8 mars 2012 | 8 746 000 000 |
| BTF | 5 avril 2012 | 7 207 000 000 |
| BTF | 3 mai 2012 | 7 273 000 000 |
| BTF | 31 mai 2012 | 5 012 000 000 |
| BTF | 28 juin 2012 | 5 809 000 000 |
| BTF | 26 juillet 2012 | 5 316 000 000 |

Au 31 août 2011**Total BTF :
198 158 000 000€****Durée de vie
moyenne des
BTF : 107 jours**

Les bons du Trésor à taux fixe et à intérêt précompté (BTF) sont des titres assimilables du Trésor de maturité initiale inférieure ou égale à un an. Leur coupure nominale est de 1 euro. Ils sont émis chaque semaine, par voie d'adjudication, dans le cadre d'un calendrier trimestriel publié à l'avance et précisant les échéances des bons qui seront mis en adjudication. Un BTF de 3 mois est émis chaque semaine ainsi qu'un BTF semestriel et qu'un BTF annuel.

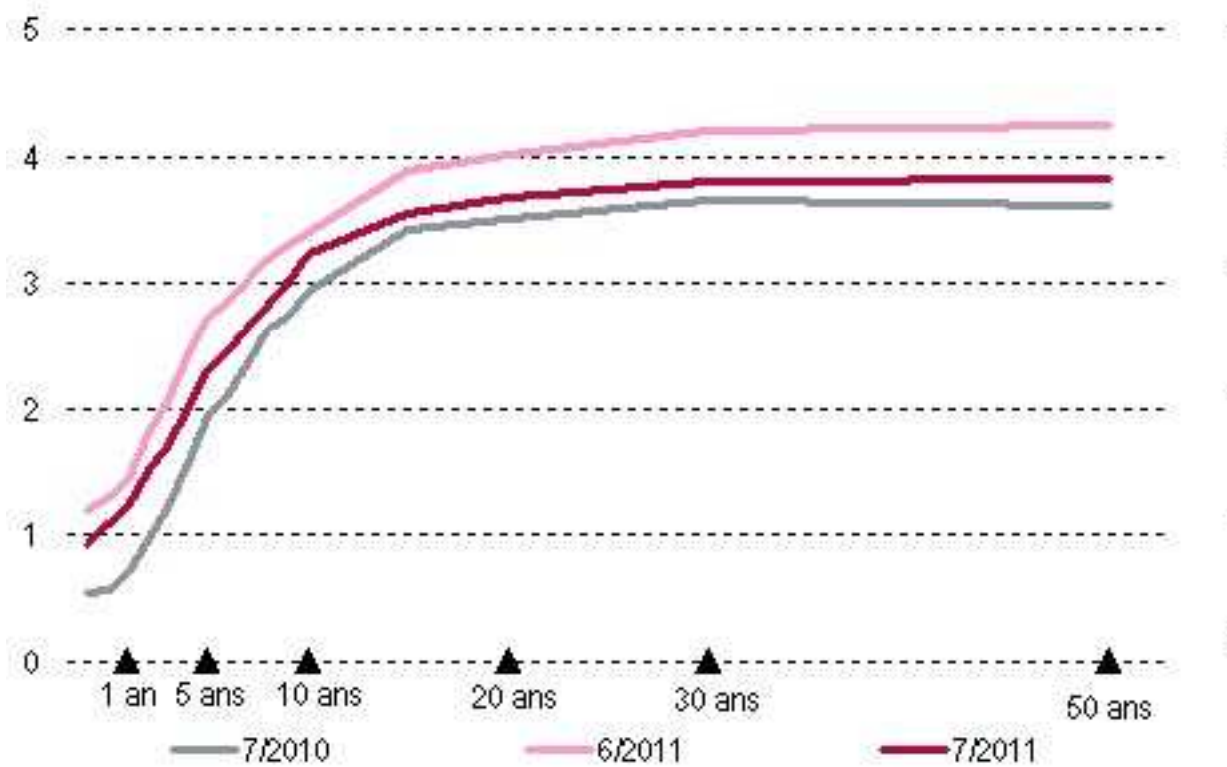
A la fin de l'année 2010 et au début de l'année 2011, plutôt que de réduire les émissions de dette à moyen et long terme, l'AFT a préféré continuer d'emprunter à des taux bas et réduire les montants à refinancer.

Dans le sillage de l'Allemagne, la France a également réduit son stock de dette à court terme en 2010. Il a baissé de 14.5 milliards d'€. La part des bons du Trésor a dépassé tout juste 16% de l'encours total de la dette négociable à la fin de l'année 2010 (pic de 18.5% en 2009). La crise financière a ainsi poussé nombre de pays à s'exposer à court terme, cela permettait d'absorber les chocs avec des instruments temporaires, tout en rendant les pays plus vulnérables aux fluctuations de marché.

Il est enfin possible que l'AFT engrange des gains sur les émissions d'anciennes souches obligataires dont le coupon est plus élevé que les taux en vigueur. Cette année, le coût de financement moyen de la France a été de 2.56% sur les échéances moyen et long terme, alors qu'il était historiquement à 4.15% depuis la création de l'euro jusqu'au début de la crise.

Courbe des taux sur titres d'État français

valeur en fin de mois, en %



source : Bloomberg

Ce projet de loi de finance 2010-2011 n'est pas neutre politiquement. C'est en effet le dernier rendez-vous budgétaire dont l'exécution sera effective avant l'ouverture de la campagne présidentielle de 2012. Il pourrait ainsi devenir l'axe majeur de la bataille de 2012.

- A la suite de la divulgation du projet de loi de finances de la France, la réaction du marché a été très mitigée. L'écart entre les taux français et allemand a grimpé au dessus de 38 points, un niveau inconnu depuis juillet 2010. De nombreux analystes ont eu le sentiment que le gouvernement se contentait du minimum d'efforts pour réduire le déficit public. L'agence de notation Standard and Poor doutait ainsi de la capacité de la France à atteindre les objectifs de déficit budgétaire qu'elle s'était fixés. Elle tablait notamment sur un déficit de 8% du PIB en 2010, 7% en 2011 et 6.2% en 2012.

Les marchés ne sont pas les seuls à considérer que les efforts français sont loin d'être suffisants. La plupart des pays européens se sont en effet engagés dans des plans rigoureux.

L'Allemagne (dont le déficit public était de 3.3% du PIB en 2009) a enregistré un déficit de 4.5% en 2010. Le déficit de l'Etat fédéral devrait ainsi passer de plus de 80 milliards d'€ à moins de 60 milliards d'€. Le redémarrage du modèle exportateur, le recul du chômage et le rebond de la consommation ont assuré à la fois plus de recettes fiscales et de moindres dépenses sociales. Pour 2011, et les trois prochaines années, le gouvernement a adopté un plan de rigueur qui passe par de nouvelles taxes (nucléaires, compagnies aériennes), une réduction des avantages fiscaux accordés aux entreprises énergivores, une réforme de l'armée et la réduction de prestations sociales (baisse de 30 milliards d'€ des dépenses).

Ce plan visait deux objectifs : appliquer le mécanisme de frein à la dette inscrit dans la Constitution en 2009 et mettre la pression sur les autres pays européens. Le gouvernement attendait ainsi officiellement un déficit de 4% en 2011, 3% en 2012, 2% en 2013 et 1.5% en 2014. La dette publique (73.2% du PIB en 2009) atteindrait 79% en 2010 et 80% en 2011.

De son côté, la Grande-Bretagne s'est engagée dans un programme ambitieux de réduction des déficits : passer d'un déficit de 11% du PIB en 2010 à 1.1% en 2016. Les craintes de tensions sociales pouvant paralyser le pays sont nombreuses. Par ailleurs, un tel plan d'austérité pouvait faire replonger l'économie dans la récession (voir les émeutes en 2011). Malgré cela, le FMI a viabilisé la stratégie de Londres. La Grande Bretagne s'est ainsi engagée sur un cocktail de rigueur budgétaire et de souplesse dans la politique monétaire. La réduction des dépenses de l'Etat à hauteur de 99 milliards de £ (1 euro = 0.86 £) sur 6 ans est associée à un relèvement des impôts de 29 milliards. C'est l'objectif le plus audacieux des pays du G7. La plupart des ministères vont devoir faire face à des coupes de 25% de leur budget.

D'une manière générale, les gouvernements européens se sont engagés dans une véritable politique d'austérité. Les dépenses totales ont baissé de près de 20 milliards d'€ (soit une hausse de 0.4% en euros courants). Les recettes ont quant à elles augmenté de près de 165 milliards d'€.

Ce sont ainsi près de 145 milliards d'€ (soit 1.5% du PIB de la zone euro) qui ont disparu du circuit économique. Cette politique d'austérité est cependant très inégalement répartie entre les pays de la zone (relance pour le Danemark, réduction drastique pour l'Irlande, - 33.5 milliards d'€).

Selon une étude du FMI (octobre 2011), un point de PIB en moins côté dépenses publiques entrainerait une perte de 1% du PIB. Impact qui risque d'être amplifié si la restriction budgétaire intervient au moment d'un ralentissement de l'activité économique.

| PAYS | EFFORTS EN Mds € | % du PIB |
|-----------|------------------|----------|
| Danemark | + 3.6 | + 1.5 |
| Belgique | - 0.6 | - 0.2 |
| Grèce | - 2.8 | - 1.2 |
| Suède | - 3.6 | - 0.9 |
| Italie | - 7 | - 0.4 |
| Pays Bas | - 8.4 | - 1.4 |
| France | - 20.3 | - 1 |
| R.U | - 29,2 | -1.7 |
| Espagne | - 29.6 | - 2.7 |
| Allemagne | - 30.2 | - 1.2 |
| Irlande | -33.5 | - 21.5 |

Source : Alternatives économiques (oct 2011)

Les pays européens qui ont mis en place un plan de rigueur
 (d'après les pays qui y ont été affectés)



Allemagne

Fonction publique

- Baisse des effectifs dans l'armée (-40 000 postes)
- Baisse des effectifs dans la fonction publique (-10 000 postes)

Retraite

Chômage

- Baisse des allocations chômage

Aides sociales

- Baisse de l'aide au logement

Recettes

- Création d'une taxe bancaire
- Création d'une taxe sur les transactions financières
- Création d'une taxe sur les billets d'avion
- Création d'une taxe sur l'énergie nucléaire

Autres

- Report d'investissements publics (comme la reconstruction d'un château à Berlin)

- Les programmes d'austérité font aujourd'hui l'objet d'une double attention :

(i) D'une part, ils sont épluchés par les créanciers (exemple de la Grèce via la BCE, le FMI et la CE) qui souhaitent savoir si les pays vont réellement atteindre leurs objectifs avant le déblocage de toute aide.

(ii) D'autre part, ils constituent pour les agences de notation financière, un moyen de mesurer les efforts consentis par les pays au regard de leur endettement public.

→ L'Agence de notation peut à tout moment accroître la pression sur un pays en question en le sanctionnant (dégradation de sa note). La dégradation est aussitôt suivie d'une envolée des taux d'intérêt (prime de risque), ce qui occasionne un surcoût pour l'emprunt.

→ L'Agence de notation crée ainsi une vaste zone de Benchmarking (comparaison des plans d'austérité) dans laquelle la situation des uns (Grèce, Portugal, Espagne, Italie...) est profondément liée à la situation des autres (France, Allemagne...)

Notation financière des Etats européens selon Standard & Poor's (taux étranger)

| | |
|------|----------------------------|
| AAA | Sécurité maximale |
| AA+ | |
| AA | Qualité haute ou bonne |
| AA- | |
| A+ | |
| A | Qualité moyenne |
| A- | |
| BBB+ | |
| BBB | Qualité moyenne inférieure |
| BBB- | |
| BB+ | |
| BB | Spéculatif |
| BB- | |
| B+ | |
| B | Hautement spéculatif |
| B- | |
| CC | En défaut |



SOURCE : STANDARD & POOR'S

Au regard de ces informations, les marchés financiers peuvent être conforter dans leurs choix (dégringolade des valeurs bancaires, effet de contagion...) ou anticiper certains ajustements (dégâts collatéraux).

Exemple : La dégradation de la note de l'Italie par l'agence Moody de trois crans (aa2 à A2) sur les obligations d'Etat à long terme (ceci équivaut à la note A chez Standard and Poor). L'agence a justifié cette dégradation de la note par une dégradation de la capacité de financement du pays, les mauvaises perspectives économiques (impact sur les recettes fiscales) et la situation politique (capacité à mettre en place les réformes et le plan d'austérité).

Observation des faits : La dégradation n'a surpris personne, les marchés avaient déjà anticipé cette situation, donc les taux italiens ont peu bougé. Par contre, on note que les spreads français se sont tendus. Le CDS est au dessus des 200 pb (100 pb = 1%), celui de l'Italie est de 487 pb, l'Espagne 391 pb et l'Allemagne 122 pb.

Interprétation : Le scénario d'une dérive à l'italienne de la France commence à faire son chemin dans l'esprit des investisseurs. La position de la France imposerait de mettre en place un plan d'austérité plus sévère (15 à 20 milliards d'économie, or ce n'est pas le chemin recherché → AAA ?

Spread 10 ans (écart de taux avec le Bund 10 ans, en point de base)

© www.geodia.fr



| Marché obligataire zone euro | 05/10/2011 | | | | 04/10/2011 | | | |
|---------------------------------------|--------------|--------------|--------------|-------------|--------------|--------------|--------------|-------------|
| | 2 ans | 5 ans | 10 ans | 30 ans | 2 ans | 5 ans | 10 ans | 30 ans |
| Taux des obligations d'Etat (11h CET) | | | | | | | | |
| Allemagne | 0.44 | 0.99 | 1.68 | 2.54 | 0.42 | 0.96 | 1.65 | 2.53 |
| France | 1.07 | 1.79 | 2.54 | 3.42 | 1.04 | 1.73 | 2.48 | 3.42 |
| Italie | 4.28 | 4.90 | 5.57 | 6.58 | 4.21 | 4.84 | 5.53 | 6.63 |
| Espagne | 3.43 | 4.17 | 5.10 | 5.97 | 3.46 | 4.21 | 5.14 | 6.08 |
| Belgique | 2.30 | 3.43 | 4.00 | 4.46 | 2.09 | 3.25 | 3.85 | 4.35 |
| Grèce | 66.79 | 29.30 | 25.25 | 15.85 | 66.34 | 27.65 | 25.08 | 15.16 |
| Pays Bas | 0.59 | 1.40 | 2.18 | 2.62 | 0.57 | 1.36 | 2.16 | 2.60 |
| Autriche | 1.00 | 1.88 | 2.65 | 3.24 | 0.98 | 1.85 | 2.63 | 3.28 |
| Portugal | 17.20 | 14.13 | 11.56 | 9.60 | 17.20 | 14.66 | 11.44 | 9.89 |
| Irlande | 7.12 | 6.56 | 7.68 | - | 6.93 | 7.50 | 7.54 | - |
| Finlande | 0.59 | 1.39 | 2.24 | - | 0.57 | 1.37 | 2.21 | - |

| Spread avec le bund Alleman d (pb) | 05/10/2011 | | | | Variation (jour) | | | |
|--|--------------|--------------|------------|------------|------------------|------------|-----------|------------|
| | 2 ans | 5 ans | 10 ans | 30 ans | 2 ans | 5 ans | 10 ans | 30 ans |
| France | 63 | 80 | 86 | 88 | 1 | 3 | 3 | -2 |
| Italie | 384 | 391 | 389 | 404 | 5 | 3 | 1 | -7 |
| Espagne | 299 | 318 | 342 | 343 | -5 | -6 | -7 | -13 |
| Belgique | 186 | 244 | 232 | 192 | 20 | 15 | 13 | 9 |
| Grèce | 6 635 | 2 831 | 2 357 | 1 331 | 43 | 163 | 14 | 68 |
| Pays Bas | 15 | 41 | 50 | 8 | 0 | 0 | -1 | 0 |
| Autriche | 57 | 89 | 97 | 70 | 1 | 0 | -1 | -5 |
| Portugal | 1 676 | 1 314 | 989 | 705 | -1 | -56 | 9 | -32 |
| Irlande | 668 | 557 | 600 | - | 18 | -97 | 11 | - |
| Finlande | 15 | 40 | 57 | - | 0 | -1 | 0 | - |

II. LA POLITIQUE BUDGETAIRE

Depuis de années, la politique budgétaire fait l'objet de nombreuses controverses entre les économistes libéraux et keynésiens. La pensée libérale interdit toute intervention de l'Etat et recherche par là même l'équilibre du budget de l'Etat. Comme le budget ne participe pas à la dynamique économique, la pression fiscale devra être modérée. Pour les keynésiens, une politique de dépenses soutenues contribuerait à rapprocher l'économie nationale du plein emploi et la politique budgétaire serait un puissant levier de dynamisme économique. En relançant l'activité, le budget génère en effet des effets d'entraînement positifs sur l'ensemble de l'économie (on parle d'effet multiplicateur).

A. Déficit public et Dette publique

→ Si le déficit budgétaire correspond à la situation où les recettes de l'Etat ne sont pas couvertes par les dépenses, la conduite d'une politique économique montre qu'une hausse du déficit n'est pas nécessairement imputable aux autorités publiques. Elle n'implique pas obligatoirement une politique budgétaire active (dégradation due à la conjoncture, importance des déficits passés).

Plusieurs concepts de déficit permettent de mieux comprendre la réalité de la politique budgétaire :

- *Le déficit* = dépenses courantes – recettes courantes + intérêts de la dette

Le déficit (D) est donc égal à la différence entre le solde primaire (S) du budget de l'Etat et les intérêts versés (i, taux d'intérêt; encours de la dette, B), soit $D = -S + iB$

- *Le déficit primaire* (il correspond au déficit calculé sans prendre en compte le service de la dette, c'est-à-dire les intérêts payés sur la dette et la partie des emprunts devant être remboursés au cours de l'année)

- *Le déficit corrigé de l'inflation* : le déficit peut s'écrire : $D = iB_{t-1} + G_t + F_t$ (G dépenses, F Fiscalité). Toutes les variables sont données en termes réels et non pas en termes courants. L'inflation peut en effet réduire la valeur réelle de la dette. Si la France enregistre un déficit de 150 milliards d'€, une inflation à 1.5% occasionne une réduction de la valeur réelle de la dette de 2.25 milliards d'€. Un tel calcul peut apporter un nouveau regard sur le caractère volontariste des politiques budgétaires mises en œuvre.

- *Le déficit de plein emploi* correspond au déficit qu'un pays aurait s'il était en situation de plein emploi (utilisation maximale des capacités de production). L'estimation de ce déficit structurel nécessiterait de calculer le PIB potentiel qui correspond au niveau de croissance non inflationniste que le pays pourrait atteindre en l'absence de chômage (conjoncturel) et en utilisant toutes ses capacités de production.

→ Le déficit public doit être mis en parallèle avec la dette publique. La dette publique totale est la somme de la dette de l'Etat, des organismes qui ont obtenu la garantie de leurs emprunts par l'Etat (EDF a une dette de 30 milliards d'€, des collectivités locales (127 milliards d'€) et des administrations de la sécurité sociale (30 milliards pour le seul régime général).

- La *dette nette* est la dette brute diminuée des créances détenues par les organisations publiques.

- *La dette de l'Etat et la dette publique doivent être différenciées* même s'il existe un lien entre les deux. La dette de l'Etat est associée à l'évolution de l'activité économique (logique conjoncturelle). La dette des entreprises publiques et des collectivités locales traduisent un effet de lissage dans le temps des dépenses d'investissement.

- L'évolution de la dette dépend essentiellement de l'évolution des taux d'intérêt et du taux de croissance de l'économie.

$$(Dette\ publique/PIB)_t = (Dette\ publique/PIB)_{t-1} \times (1 + i) / (1 + y)$$

y : taux de croissance de l'économie

La faiblesse de la croissance associée à des taux d'intérêt réels bas a donc une incidence sur l'évolution de la dette publique.

B. La question du multiplicateur

Le modèle keynésien (à économie fermée) introduit le principe du multiplicateur pour comprendre les conséquences d'une hausse des dépenses de l'Etat (on parle également de multiplicateur des dépenses autonomes ou exogènes). Ce modèle est généralement par deux équations : un équilibre offre - demande, une fonction de consommation.

$$Y = C + I + G$$

$$C = c Y + C_0$$

$$F = tY$$

Y : production et revenus distribués; C : consommation; I : investissement; G : dépenses publiques, c : propension à consommer; t : taux de fiscalité, F : fiscalité, (C₀ + I₀ + G₀) : demande autonome

Ce multiplicateur, découvert par Kahn dans les années 30, est sous cette forme, trop simplifié, cependant il permet de tirer quatre enseignements :

- Pour que l'augmentation de l'activité économique soit permanente, il faut que le niveau des dépenses soit maintenu dans le temps.
- La valeur du multiplicateur dépend de la propension marginale à consommer, plus celle-ci est forte, plus l'impact d'une politique de relance sera important.
- Pour qu'une politique de relance soit efficace, il est nécessaire que les ménages ne modifient pas leurs comportements et continuent à consommer leurs revenus dans les mêmes proportions que dans le passé .
- $X_{pb} > X_{pm} > x_{pf}$ (voir diapo suivante)

Les effets du multiplicateur ont été critiqués par :

- Les monétaristes et la théorie du revenu permanent de Friedman
- Le principe d'équivalence ricardienne (Barro)
- Les anticipations rationnelles de Lucas

* Dans le cas d'une politique budgétaire,

$$Y = cY + C_o + I + G$$

$$\text{Soit } Y = (C_o + I_o + G_o) / (1 - c)$$

Le multiplicateur (X_{pb}) est égal à $1 / (1 - c)$

* Dans le cas d'une politique fiscale,

$$Y = c(Y - F) + C_o + I + G$$

$$Y = c(Y - tY) + C_o + I + G$$

$$Y = (C_o + I_o + G_o) / (1 - c + ct)$$

Le multiplicateur (X_{pf}) est égal à $1 / (1 - c(1 - t))$

On vérifie bien que $1 / (1 - c(1 - t)) < 1 / (1 - c)$

$$X_{pf} < X_{pb}$$

C. Les conséquences d'un déficit

→ Les soldes budgétaires sont *contra-cycliques*, on parle ainsi de **stabilisateurs économiques**. Le déficit automatique se creuse en période de récession afin d'atténuer l'ampleur d'une crise en soutenant la croissance économique. En période de croissance soutenue, un excédent automatique va limiter les tensions inflationnistes en réduisant la pression exercée par la demande sur l'offre. Les risques de récession et de surchauffe sont atténués grâce aux stabilisateurs économiques.

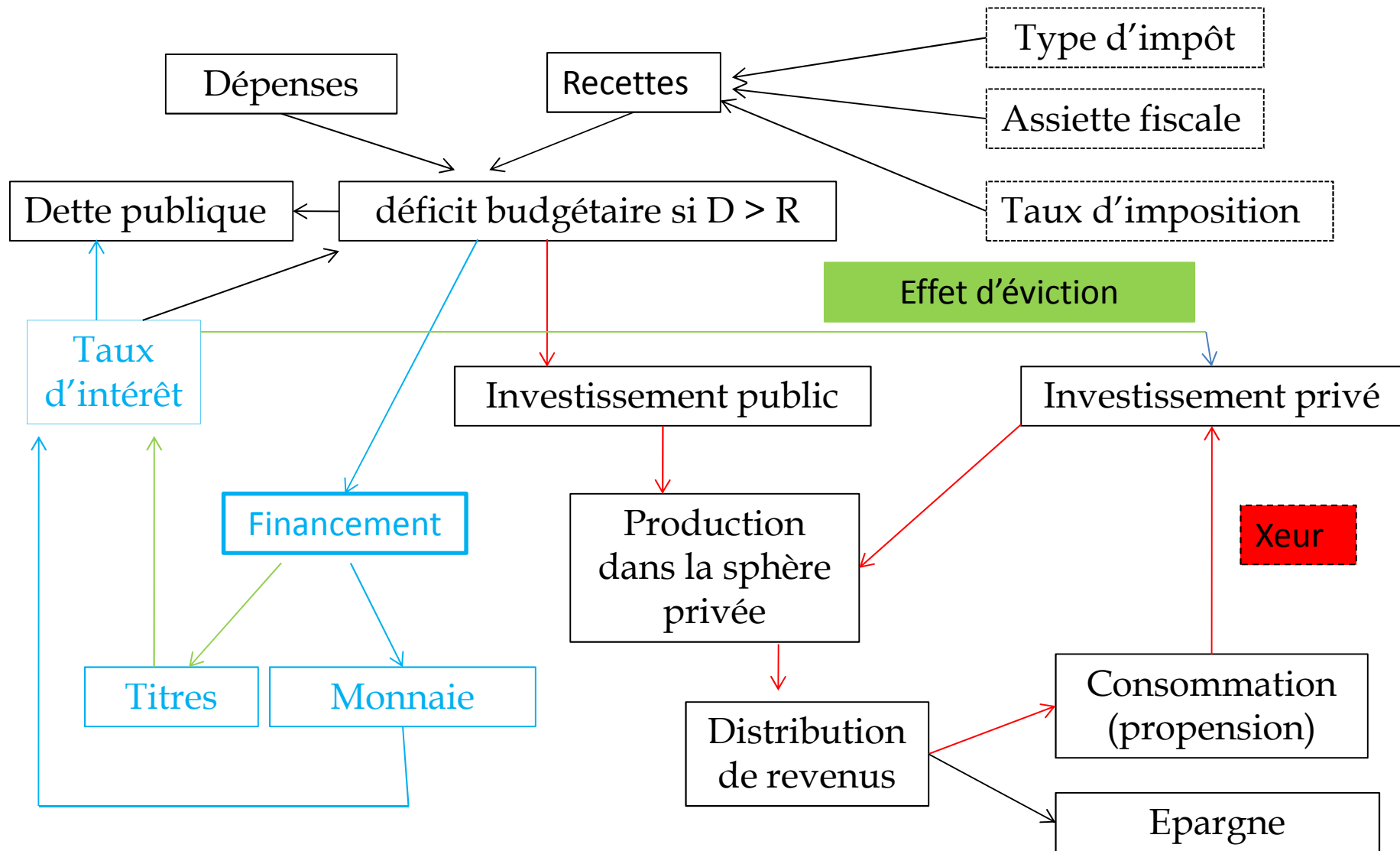
- L'effet des stabilisateurs est d'autant plus faible que le rôle de l'Etat est faible (USA, Grande-Bretagne, Japon, Australie...)
- Les variations de recettes jouent beaucoup plus que les variations de dépenses. Les autorités budgétaires estiment qu'aux USA, une réduction d'un point du taux de croissance entraînerait une dégradation du déficit de 26 milliards de \$ (22 milliards étant dus à la baisse des recettes). Toujours aux USA, une hausse de 1 point du taux de chômage accroît le déficit de 50 milliards de \$.
- Que le déficit soit dû aux stabilisateurs économiques ou à une politique volontariste, ne change rien au multiplicateur.

→ Les effets d'une politique de relance

Sous l'hypothèse d'absence de politique monétaire d'accompagnement, il est possible de distinguer sept effets :

- Effet direct : croissance des dépenses publiques (composante de la demande globale) favorise la croissance de la production.
- Effet indirect : la hausse de $G \Rightarrow$ hausse de $Y \Rightarrow$ hausse de C (la rapidité de l'effet dépend du type de fonction utilisé).
- Effet accélération : hausse de $C \Rightarrow$ hausse de I (la reprise de la consommation rend optimistes les industriels qui investissent).
- Effet prix : évolution plus rapide du prix nominal par rapport à la production réelle, notamment lorsque l'économie est proche du plein emploi.
- Effet richesse : la détention des obligations d'Etat crée un sentiment d'accroissement de la richesse qui incite à consommer plus, l'effet sera d'autant plus réduit que les épargnants prennent conscience de la montée des futurs impôts.

- Effet d'encaisses réelles (Pigou – Patinkin) : la hausse du niveau général des prix entraîne une dévalorisation du patrimoine non indexé qui réduit le niveau de consommation. Cet effet est fonction de l'importance de l'inflation et de la part relative des actifs non indexés dans le portefeuille des agents.
- Effet d'éviction : Si le déficit est financé par l'emprunt, la demande de fonds prêtables augmente. Comme l'offre de fonds prêtables reste identique (à court terme), il y aura une hausse du taux d'intérêt qui entraîne un effet d'éviction d'une partie de la demande privée de fonds prêtables (dans le modèle néoclassique, la consommation et l'épargne dépendent des niveaux du taux d'intérêt réel). Ainsi l'éviction a lieu en raison d'une concurrence déloyale des financements publics vis-à-vis de la sphère privée (théoriquement l'Etat ne peut pas être en faillite !). Par ailleurs, si le marché des titres est contingenté (encadrement du crédit), l'effet d'éviction est encore plus direct. Enfin, l'effet d'éviction peut entraîner un ajustement par les taux de change ($e = i/i^*$). La hausse du taux d'intérêt attire les capitaux, ce qui conduit à une appréciation de la monnaie qui génère une baisse des exportations et une hausse des importations (éviction de la production nationale par la politique étrangère).



L'effet d'éviction a suggéré deux pistes de réflexion :

* Tout d'abord les keynésiens (Modigliani, Ando) ont cherché à rejeter l'interprétation en termes de fonds prêtables, trop statique. Ils insistent notamment sur trois ajustements : (i) la possibilité de financer les dépenses privées par l'accroissement de l'épargne qui résulte de l'activité économique (le multiplicateur va dégager ex post suffisamment d'épargne pour atténuer la hausse des taux d'intérêt); (ii) la hausse du taux d'intérêt va libérer une partie des encaisses oisives (demande de monnaie pour la spéculation), ce qui va tempéré l'ajustement des marchés; (iii) l'effet d'éviction dépend du cycle économique (donc de la conjoncture), en phase d'expansion, l'effet sera marqué, en phase de dépression, la demande de fonds pour investir est faible, il n'y a donc pas de concurrence entre sphère privée et sphère publique (la sphère publique joue son rôle de relance).

* Ensuite, il semblerait que le sens de la relation entre le taux d'intérêt et le déficit soit plus complexe qu'il n'y paraisse. Si le déficit public via l'effet d'éviction peut entraîner une tension sur les taux d'intérêt, l'effet boule de neige a montré dans les années 90 qu'une hausse du taux d'intérêt contribuait à détériorer le déficit par une augmentation continue des charges de la dette. Dans les faits, on peut faire les trois constats suivants : (i) les pays qui ont les déficits élevés, sont soumis à des primes de risques importantes (exemple de la Grèce, de l'Irlande...); (ii) une hausse des taux longs (produits tels que les obligations ou bons du trésor) s'accompagne d'une baisse des places financières (Bourse), le lien entre taux d'intérêt et obligations génère un sentiment de défiance des milieux financiers, qui pourront rendre caduque tout programme de privatisation; (iii) La variation de la prime de risque ne dépend pas uniquement des fondamentaux tels que les déficits publics, elle est également liée à la place qu'occupe la monnaie sur la scène internationale (les Etats-Unis ont ainsi pu combiner déficit public – privé élevé et taux d'intérêt faible grâce au dollar).

ANNEXES

Dette négociable de l'État et swaps

en milliards d'euros

| | fin 2003 | fin 2004 | fin 2005 | fin 2006 | fin 2007 | fin 2008 | fin 2009 | fin juillet 2010 | fin août 2010 |
|--|--------------------|-------------------|--------------------|-------------------|-------------------|--------------------|--------------------|---------------------|--------------------|
| Encours de la dette négociable | 766 | 833 | 877 | 877 | 921 | 1 017 | 1 148 | 1 219 | 1 218 |
| OAT | 512 | 552 | 593 | 610 | 641 | 681 | 719 | 792 | 792 |
| BTAN | 168 | 184 | 189 | 200 | 202 | 198 | 215 | 222 | 220 |
| BTF | 109 | 97 | 95 | 66 | 79 | 138 | 214 | 205 | 206 |
| Encours de swaps | 61 | 61 | 52 | 44 | 42 | 26 | 20 | 17 | 17 |
| Durée de vie moyenne de la dette négociable | | | | | | | | | |
| avant swaps | 5 ans 297 jours | 6 ans 79 jours | 6 ans 267 jours | 7 ans 45 jours | 7 ans 51 jours | 6 ans 292 jours | 6 ans 246 jours | 7 ans 12 jours | 6 ans 353 jours |
| après swaps | 5 ans 235 jours | 6 ans 34 jours | 6 ans 228 jours | 7 ans 16 jours | 7 ans 29 jours | 6 ans 276 jours | 6 ans 233 jours | 7 ans 3 jours | 6 ans 344 jours |

source : Agence France Trésor

BTAN au 31 août 2010 / Treasury notes at August 31, 2010

| CODE ISIN | Emprunt / Bond | Encours / Outstanding |
|--------------|------------------------------|--------------------------|
| | Échéance 2010 | 9 972 000 000 |
| FR0113872776 | BTAN 3,75% 12 septembre 2010 | 9 972 000 000 |
| | Échéance 2011 | 51 079 510 534 |
| FR0108354806 | BTAN 3% 12 janvier 2011 | 17 965 100 000 |
| FR0108847049 | BTAN 3,5% 12 juillet 2011 | 17 323 410 534 |
| FR0116843519 | BTAN 1,5% 12 septembre 2011 | 15 791 000 000 |
| | Échéance 2012 | 51 034 000 000 |
| FR0109970386 | BTAN 3,75% 12 janvier 2012 | 19 680 000 000 |
| FR0110979186 | BTAN 4,5% 12 juillet 2012 | 21 516 000 000 |
| FR0118153370 | BTAN 0,75% 20 septembre 2012 | 9 838 000 000 |
| | Échéance 2013 | 35 867 000 000 |
| FR0113087466 | BTAN 3,75% 12 janvier 2013 | 19 513 000 000 |
| FR0114683842 | BTAN 4,5% 12 juillet 2013 | 16 354 000 000 |
| | Échéance 2014 | 42 282 000 000 |
| FR0116114978 | BTAN 2,5% 12 janvier 2014 | 23 578 000 000 |
| FR0116843535 | BTAN 3% 12 juillet 2014 | 18 704 000 000 |
| | Échéance 2015 | 29 485 000 000 |
| FR0117836652 | BTAN 2,5% 15 janvier 2015 | 20 270 000 000 |
| FR0118462128 | BTAN 2% 12 juillet 2015 | 9 215 000 000 |

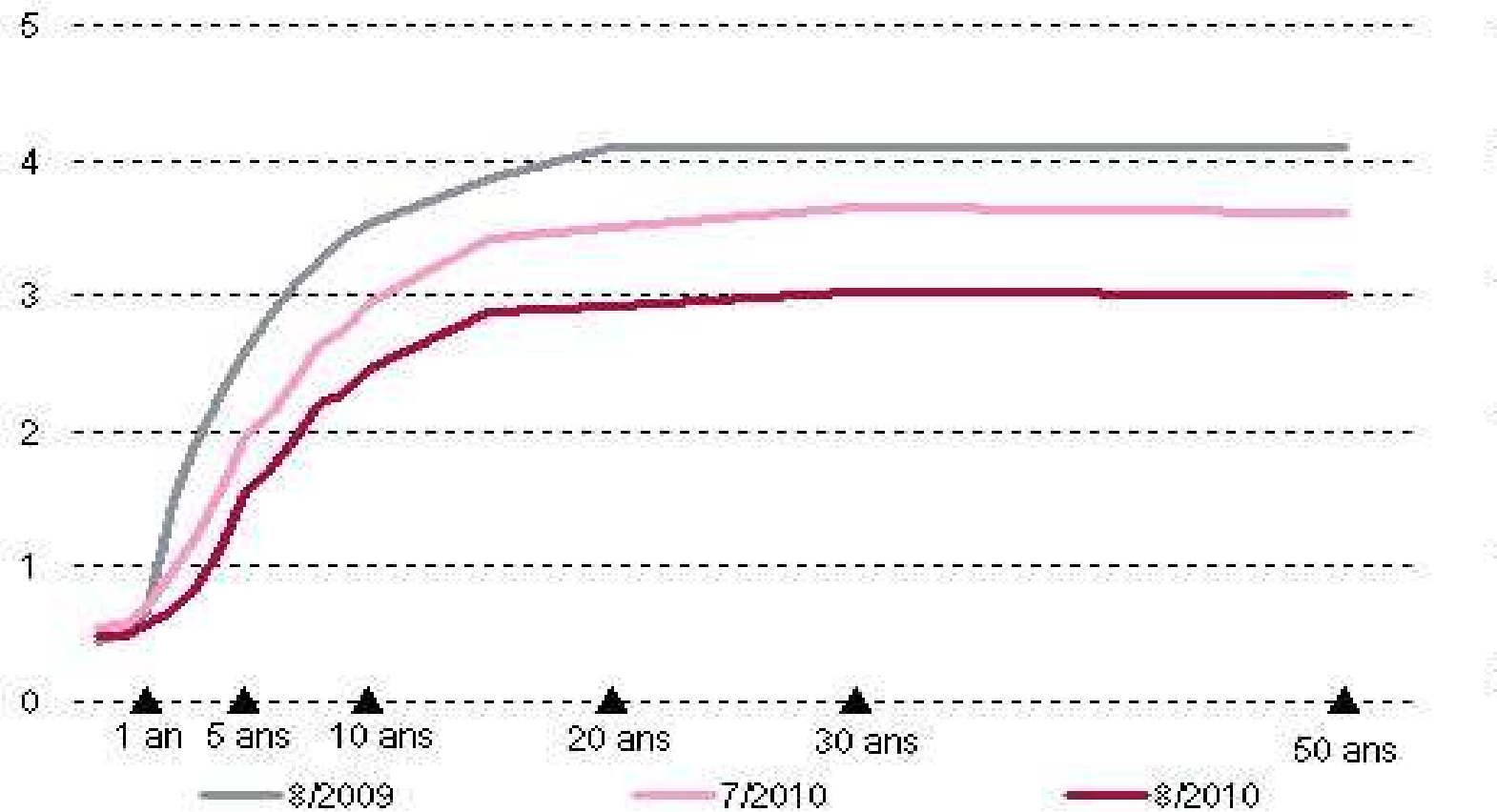
Les BTAN (bons du Trésor à intérêts annuels) sont des valeurs assimilables du Trésor émises, pour des durées de 2 ou 5 ans, par voie d'adjudication le troisième jeudi du mois

BTF au 31 août 2010 / Treasury bills at August 31, 2010

| | Échéance / Maturity | Encours / Outstanding |
|-----|---------------------|-----------------------|
| BTF | 2 septembre 2010 | 8 125 000 000 |
| BTF | 9 septembre 2010 | 6 141 000 000 |
| BTF | 16 septembre 2010 | 10 070 000 000 |
| BTF | 23 septembre 2010 | 9 417 000 000 |
| BTF | 30 septembre 2010 | 9 962 000 000 |
| BTF | 7 octobre 2010 | 9 716 000 000 |
| BTF | 14 octobre 2010 | 9 508 000 000 |
| BTF | 21 octobre 2010 | 8 143 000 000 |
| BTF | 28 octobre 2010 | 8 943 000 000 |
| BTF | 4 novembre 2010 | 7 448 000 000 |
| BTF | 10 novembre 2010 | 9 613 000 000 |
| BTF | 18 novembre 2010 | 8 452 000 000 |
| BTF | 25 novembre 2010 | 4 551 000 000 |
| BTF | 2 décembre 2010 | 8 640 000 000 |
| BTF | 16 décembre 2010 | 9 467 000 000 |
| BTF | 30 décembre 2010 | 5 051 000 000 |
| BTF | 13 janvier 2011 | 8 799 000 000 |
| BTF | 27 janvier 2011 | 7 952 000 000 |
| BTF | 10 février 2011 | 9 366 000 000 |
| BTF | 24 février 2011 | 3 555 000 000 |
| BTF | 10 mars 2011 | 8 325 000 000 |
| BTF | 7 avril 2011 | 7 565 000 000 |
| BTF | 5 mai 2011 | 7 378 000 000 |
| BTF | 1 juin 2011 | 5 627 000 000 |
| BTF | 30 juin 2011 | 4 005 000 000 |
| BTF | 28 juillet 2011 | 8 458 000 000 |
| BTF | 25 août 2011 | 2 059 000 000 |

Courbe des taux sur titres d'État français

valeur en fin de mois, en %



source : Bloomberg

ACTUALITES AU18 OCTOBRE 2011

ROYAUME - UNI

→ Le revenu moyen au Royaume-Uni devrait baisser de 7 % entre 2009 et 2012, une chute sans équivalent depuis trente-cinq ans. Selon les projections de l'Institute for Fiscal Studies (IFS), un organisme de recherche indépendant aux travaux respectés, le Royaume-Uni comptera au total 3,1 millions d'enfants vivant dans la pauvreté fin 2013, c'est-à-dire dans des foyers disposant d'un revenu égal ou inférieur à 60 % du revenu national moyen. Le niveau record de l'inflation, de près de 5 %, couplé au plan de rigueur, qui se traduit notamment par une limitation des allocations sociales, explique en grande partie le phénomène, note l'IFS.

→ Réforme radicale du système bancaire ?

Un rapport de 365 pages, rédigé par la commission indépendante dirigée par l'économiste John Vickers, recommande au gouvernement britannique, un changement radical du fonctionnement des banques pour que le scénario de la crise financière de 2008 ne se reproduise pas.

- La principale mesure proposée est une séparation claire entre les activités traditionnelles de la banque de détail et les opérations d'investissement pour que les risques encourus avec ces dernières n'impactent pas les dépôts des particuliers. Chacune des entités se verrait dotée d'un conseil d'administration. L'objectif de ces mesures est d'éviter de mettre en péril l'économie nationale, comme ce fut le cas en 2008. Le gouvernement britannique avait alors été obligé de nationaliser Royal Bank of Scotland et Lloyds Banking Group, qui abritent près de la moitié des dépôts britanniques. Coût de l'opération : 70 milliards d'euros. Cette réforme vise notamment à éviter un nouveau sauvetage des banques aux frais des contribuables.

- L'autre mesure phare de ce rapport est une hausse significative du taux de fonds propres exigé des banques. La commission fixe le taux minimum de fonds propres à 10 % de ses actifs, soit près de deux fois plus que le taux d'avant la crise de 2008. C'est également davantage que les 7 % prévus dans le projet de réforme bancaire mondial "Bâle III", également soutenu par cette commission.

GRECE : Nouvelles mesures

1. Coupes dans les effectifs – saisonniers ou fixes – dans toutes les administrations, y compris les enseignants.
2. Étendre le chômage technique à l'ensemble du secteur public et application immédiate du système.
3. Égalisation de la taxe sur le fuel domestique sur celle du gas-oil.
4. Permettre la retenue sur salaire de l'impôt de solidarité destiné à financer les caisses de chômage.
5. Baisse des retraites pour les marins et les anciens employés de l'opérateur téléphonique OTE.
6. Suppression des subventions à la Poste pour la distribution de la presse.
7. Nouveau cadre juridique dans le secteur public pour réduire les indemnités de départ et les heures supplémentaires.
8. Gel des retraites primaires et complémentaires jusqu'en 2015.
9. Augmentation des amendes pour les constructions illégales.

GRECE : Nouvelles mesures

1. Coupes dans les effectifs – saisonniers ou fixes – dans toutes les administrations, y compris les enseignants.
2. Étendre le chômage technique à l'ensemble du secteur public et application immédiate du système.
3. Égalisation de la taxe sur le fuel domestique sur celle du gas-oil.
4. Permettre la retenue sur salaire de l'impôt de solidarité destiné à financer les caisses de chômage.
5. Baisse des retraites pour les marins et les anciens employés de l'opérateur téléphonique OTE.
6. Suppression des subventions à la Poste pour la distribution de la presse.
7. Nouveau cadre juridique dans le secteur public pour réduire les indemnités de départ et les heures supplémentaires.
8. Gel des retraites primaires et complémentaires jusqu'en 2015.
9. Augmentation des amendes pour les constructions illégales.

10. Fusion ou fermeture de 35 agences d'Etat.
11. Fusion ou fermeture de 10 autres structures: agence nationale de la jeunesse, organisme de télévision publique, société de l'immobilier public, société des biens immobiliers touristique, etc.
12. Recensement des biens mobiliers et immobiliers sous le contrôle de l'Etat.
13. Recenser tous les avantages sociaux et prestations de santé; signature de négociations collectives dans 16 hôpitaux privés ; signature de contrats entre hôpitaux privés et publics pour la locations de lits.
14. Nouvelle loi pour réduire les retraites agricoles.
15. Réduire les prix des médicaments en passant des accords avec les laboratoires pharmaceutiques.

PORTUGAL : Nouvelles mesures d'austérité

En mai 2011, le Portugal s'est engagé auprès de l'UE et le FMI à un rigoureux programme d'austérité et de réformes en échange d'une aide financière de 78 milliards d'euros sur trois ans. Un des objectifs est de ramener le déficit à 5,9 % du PIB en 2011. Parmi les nouvelles mesures annoncées par le premier ministre, Pedro Passos Coelho :

- la suppression temporaire des 13^e et 14^e mois pour les fonctionnaires et les retraités dont les revenus sont supérieurs à 1 000 euros.
- Dans le secteur privé, il a annoncé une augmentation de l'horaire de travail d'une demi-heure par jour.
- La hausse des taux intermédiaires de TVA
- Des "*réductions substantielles des budgets de la santé et de l'éducation*".
- Modification des lois qui régissent le marché des locations.

Ces nouvelles mesures viennent rejoindre celles qui avaient déjà été mises en œuvre durant l'été :

- une taxe extraordinaire sur les revenus,
- diverses hausses d'impôt,
- baisse des prestations sociales ou encore le
- maintien du gel des salaires et des embauches des fonctionnaires.

ESPAGNE : nouvelle dégradation de la note

L'agence de notation Standard and Poor's a abaissé jeudi 13 octobre d'un cran la note souveraine de l'Espagne, à AA-, citant "*les perspectives incertaines de croissance*" du pays et la probable poursuite de la détérioration du système financier espagnol. La note AA-, la quatrième meilleure possible, reste d'un niveau attribué aux émetteurs de haute qualité. L'agence a précisé que la perspective de cette note restait "*négative*", notant que le pays était confronté à des "*risques croissants*" en raison d'un niveau de chômage élevé, d'un environnement financier plus difficile et du risque de ralentissement économique chez les principaux partenaires de l'Espagne.

L'agence juge également "*probable que la qualité des actifs du système financier espagnol continue à se détériorer*", tandis que "*la réforme incomplète du marché de l'emploi va continuer à freiner la reprise économique*". S&P a basé son analyse sur des prévisions de croissance de 0,8 % en 2011 en termes réels et 1 % en 2012, soit moins que ce qu'elle prévoyait il y a encore huit mois (1,5 %). Elle a évoqué la possibilité que l'économie retombe en récession l'an prochain, en raison notamment d'une baisse de la demande interne et étrangère, avec un PIB en baisse de 0,5 %. Dans ce cas, précise l'agence, la note de l'Espagne serait de nouveau abaissée. L'agence table sur un déficit budgétaire du gouvernement central de 6,2 % du PIB en 2011

La FRANCE dans la tourmente

→ L'agence de notation Fitch a placé jeudi 13 octobre sous surveillance négative les notes à long terme de BNP Paribas (AA-) et du Crédit agricole (AA-) dans le cadre de son évaluation périodique des établissements européens. La note de crédit à long terme du Crédit mutuel (AA-) a également été placée sous surveillance négative, mais celle de la Société générale (A+) a été confirmée. Les notes de viabilité de BNP Paribas (AA-), du Crédit agricole (AA-) et de la Société générale (A+) sont également placées sous surveillance négative.

Dans le cas de la Société générale et de la BNP, Fitch souligne que le modèle commercial de banque universelle mondiale qu'elles ont choisi semble *"particulièrement sensible aux défis accrus auxquels les marchés financiers sont confrontés"*.

Le Crédit Agricole (CA) veut réduire son endettement de 50 milliards d'euros. Dans la **banque de financement et d'investissement**, l'établissement prévoit de réduire de 15 à 18 milliards d'euros ses besoins de financement (9 milliards d'ici à fin 2011). Dans les **Services financiers spécialisés** qui comprend, notamment, les activités de leasing et de crédit à la consommation, la coupe sera de 9 à 11 milliards d'euros. Dans la **Banque de proximité**, la réduction de l'endettement du groupe sera comprise entre 21 et 23 milliards d'euros.

→ L'Assemblée nationale a voté lundi 17 octobre par 49 voix contre 25 les garanties apportées par l'Etat français au processus de démantèlement de Dexia

Ce plan prévoit la cession de la filiale belge de Dexia à l'Etat belge (la Commission européenne a temporairement autorisé l'acquisition par l'Etat belge pour 4 milliards d'euros de Dexia Banque Belgique, DBB), la vente de sa filiale luxembourgeoise à des investisseurs du Qatar, la cession de l'activité de crédit aux collectivités locales à une structure formée par la Caisse des dépôts et consignations (CDC) et la Banque postale (entrée de la Caisse des dépôts dans le capital de Dexia Municipal Agency - Dexma - à hauteur de 65 %, la Banque postale prend 5 % et Dexia conserve 30 %, contre 100 % aujourd'hui) et enfin le recours au marché par ce qui restera de Dexia pour apurer la dette.

L'Assemblée devait se prononcer, à travers un projet de loi de finances rectificative pour 2011, sur deux garanties de l'Etat français : une à Dexia elle-même pour son refinancement, à hauteur de 33 milliards d'€ en ce qui concerne Paris, et l'autre à la CDC sur un portefeuille de prêts, d'un total de 10 milliards d'€, accordés par Dexia aux collectivités locales. Pour les derniers prêts, dont beaucoup seraient toxiques, la garantie n'entrera en jeu que si les pertes dépassent 500 millions d'€ et sera plafonnée à 70 % du total, soit 6,65 milliards d'€.

Dexia garantira les pertes liées à d'éventuelles restructurations de ces crédits à hauteur de 500 millions d'euros. Au-delà, l'Etat français prendra le relais pour 70 % des pertes supplémentaires éventuelles, Dexia en assumant encore 30 %.

Le produit des cessions de filiales et d'actifs réalisées par Dexia dans le cadre de son démantèlement sera affecté au renforcement des fonds propres de la banque franco-belge. A la fin juin, Dexia affichait déjà un niveau de fonds propres "*durs*" (capital et bénéfices mis en réserve rapportés aux prêts accordés) de 10,3 %, l'un des plus élevés d'Europe. Les difficultés qui l'ont mené à organiser, depuis la semaine dernière, son propre démontage sont liées à la liquidité, c'est-à-dire à l'accès au financement, et non à la solvabilité, soit au niveau des fonds propres

La chute de l'action Dexia, qui vaut aujourd'hui un peu plus de 50 centimes d'euros alors qu'elle est valorisée dans les comptes du Holding communal à 8,26 euros, a entraîné une moins-value de 2 milliards d'euros pour ce groupement de collectivités présent au capital du groupe à hauteur de 14,1 %.

→ Lundi 17 octobre, l'agence d'évaluation financière Moody's a précisé qu'au « *Au cours des trois prochains mois, elle allait surveiller et évaluer la perspective stable [note AAA du pays], au regard des progrès effectués par le gouvernement pour mettre en œuvre* » les mesures annoncées de réduction du déficit budgétaire.

L'agence a pris soin de préciser que cet examen entre dans le cadre de son étude annuelle sur les comptes de la France et qu'il ne s'agit pas encore d'une décision sur la note du pays. Mais elle est la première des trois grandes agences de notation à jeter une ombre sur le AAA français. La semaine dernière, Moody's avait encore confirmé la solidité de la note française, après l'annonce du plan de restructuration de la banque Dexia. Outre la capacité du gouvernement français à tenir ses engagements budgétaires, Moody's indique qu'elle prendra en compte dans sa réflexion *"tout nouveau développement négatif de l'économie ou des marchés financiers"*.

Pour Moody's, il est *"crucial"* pour la France de conserver *la confiance des investisseurs sur sa capacité et sa volonté de s'attaquer à des défis imprévus*". Or, *"la France pourrait faire face à un certain nombre de défis dans les mois à venir – comme, par exemple, la nécessité d'apporter un soutien additionnel à d'autres pays européens ou à son propre système bancaire, ce qui pourrait accroître de manière significative les engagements que doit supporter le budget du pays* ».

Le gouvernement français, en la personne de son premier ministre, François Fillon a affirmé , lundi 17 octobre, qu'il faudrait prendre "*des mesures nouvelles*" d'austérité si la France n'enregistrait pas une "*croissance minimale de 1,5 %*" en 2012. Le budget 2012, qui doit être débattu à partir de mardi à l'Assemblée Nationale, est bâti sur une prévision de 1,75 % de croissance (tout en incluant un scénario de croissance minimale de 1,5 %).

Poursuite des "*réformes structurelles*" comme celle des retraites ou les coupes dans la fonction publique avec le non-remplacement d'un fonctionnaire sur deux partant à la retraite.

Hausse du prix du tabac (6%, soit près de 30 cts de plus le paquet). Cette hausse devrait rapporter 90 millions d'euros cette année (sur deux mois et demi) et 600 millions d'euros en année pleine. Les taxes constituent 80 % du prix d'un paquet de cigarettes. L'essentiel (plus de 10 milliards d'euros en 2010) va dans les caisses de la Sécu.

IRLANDE : tout va bien, le pays sort tranquillement de la crise

Attaqué sur les marchés de la dette publique, le pays a conclu l'an dernier avec le FMI et l'UE un plan d'aide international de 85 milliards d'€ en échange de nouvelles économies et de réformes structurelles.

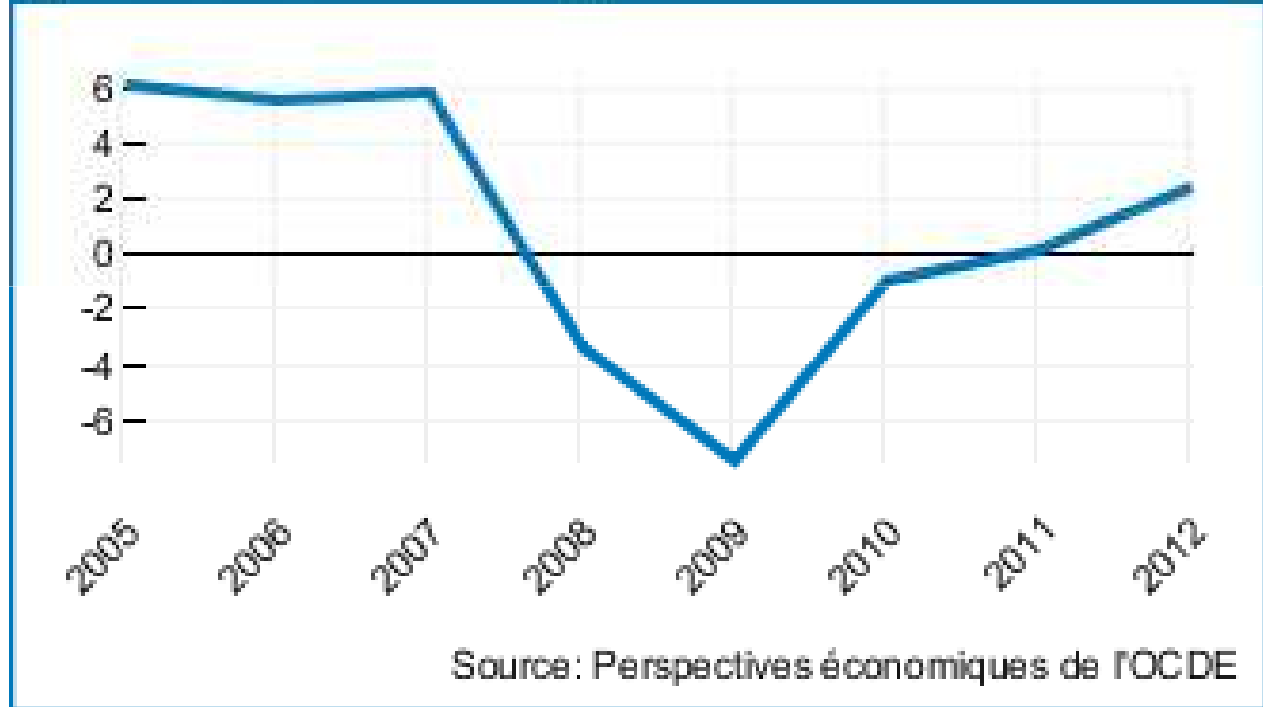
L'OCDE recommande à l'Irlande de persévérer sur la voie de l'assainissement budgétaire (32% en 2010) engagé dans le cadre d'un programme de stabilisation UE-FMI, afin notamment de ramener son déficit budgétaire au-dessous de 3 % du PIB d'ici à 2015. D'après les prévisions de l'Organisation, le déficit de l'Irlande s'établira à 10 % du PIB en 2011 avant de s'inscrire sur une trajectoire à la baisse au cours des années à venir. Pour atteindre les objectifs d'assainissement budgétaire, le rapport recommande aux autorités de se concentrer, pour ce qui est des restrictions de dépenses :

- sur l'efficacité du secteur public
- la réforme de la protection sociale
- les projets d'infrastructure
- l'élargissement de la base d'imposition, au moyen d'une réduction des dépenses fiscales et de l'introduction d'impôts fonciers.

La croissance de l'Irlande doit atteindre 1.2% en 2011 contre - 1% en 2010 (hausse des gains de compétitivité et des exportations), - 7.6% en 2009, - 3.5% en 2008

Des signes encourageants de reprise en Irlande

Croissance du PIB réel, prévision



Les chantiers sont encore importants :

Dans le secteur bancaire, les réformes doivent viser à améliorer les procédures de liquidation des créances irrécouvrables sur les ménages mais aussi à réduire la portée des systèmes de garantie des engagements bancaires et à fonder la supervision sur une série limitée d'indicateurs.

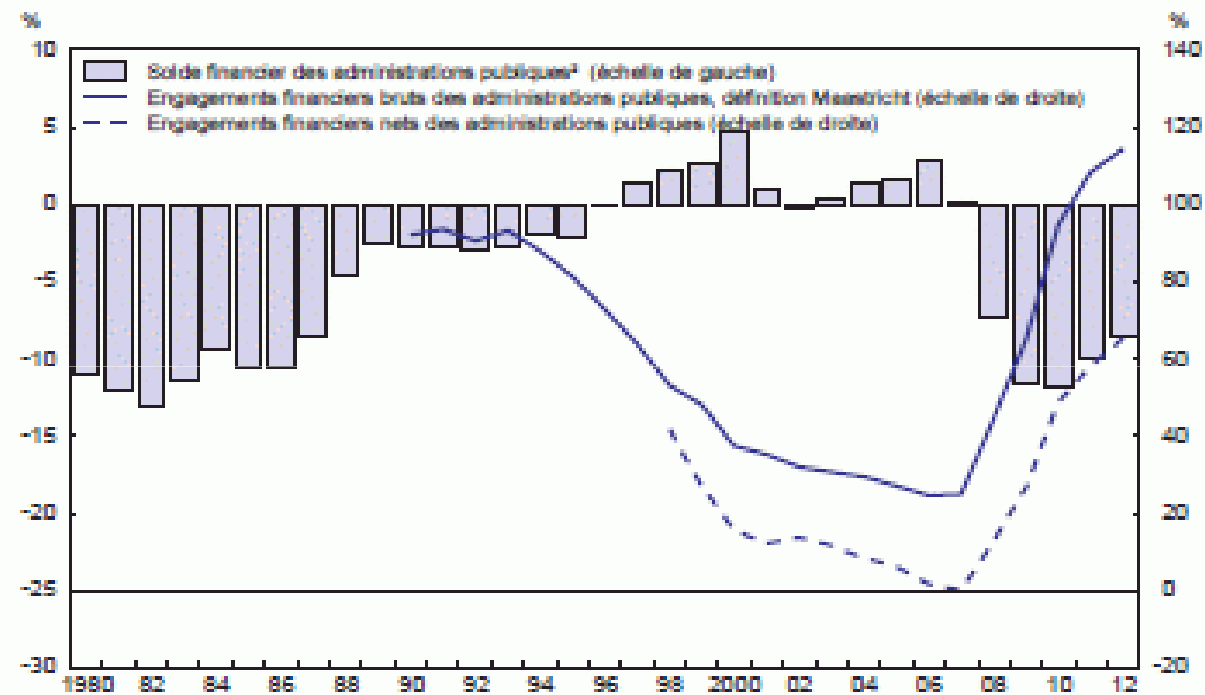
Sur le marché du travail, l'Irlande devrait prendre des mesures pour réduire son taux de chômage, qui atteint 14,2 %, et faciliter le retour au travail des chômeurs de longue durée, notamment grâce à une amélioration des politiques d'aide à la recherche d'un emploi et à une réforme de la protection sociale.

Selon l'organisme indépendant chargé de conseiller le gouvernement en matière budgétaire, l'Irlande doit aller plus loin dans ses objectifs de réduction du déficit. Et trouver 4,4 milliards d'euros de nouvelles économies : soit un déficit de 8.4% du PIB en 2012 contre l'objectif de 8.6% prévu dans ses engagements vis-à-vis des bailleurs internationaux.

Signe de détente des marchés à l'égard de l'Irlande, le taux de ses obligations à dix ans se situe actuellement aux alentours de 8,5 %, alors qu'il était supérieur à 13 % en juillet.

Evolution budgétaire à long terme¹

En pourcentage du PIB



1. Prévisions pour les années 2011 et 2012.

2. En 2009 et 2010, le solde inclut respectivement 2.5 % et 20.1 % du PIB au titre des mesures d'aide aux banques.

Source: Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE.