

**BSI ECONOMICS**

**12 CLÉS  
ÉCONOMIQUES  
POUR ABORDER  
2030**

**MAÎTRISER LES ENJEUX QUI FERONT LE MONDE DE DEMAIN**

**DUNOD**

Éditorial : Guillaume Clapeau, Sandrine Paniel

Couverture : Studio Dunod

Fabrication : Cédric Mathieu

Mise en page : Belle Page

**NOUS NOUS ENGAGEONS EN FAVEUR DE L'ENVIRONNEMENT :**



Nos livres sont imprimés sur des papiers certifiés pour réduire notre impact sur l'environnement.



Le format de nos ouvrages est pensé afin d'optimiser l'utilisation du papier.



Depuis plus de 30 ans, nous imprimons 70 % de nos livres en France et 25 % en Europe et nous mettons tout en œuvre pour augmenter cet engagement auprès des imprimeurs français.



Nous limitons l'utilisation du plastique sur nos ouvrages (film sur les couvertures et les livres).

© Dunod, 2024

11, rue Paul Bert, 92240 Malakoff

[www.dunod.com](http://www.dunod.com)

978-2-10-086210-8

# Sommaire

Introduction .....	7
1 L'endettement des États européens est-il soutenable ?	
Quelles sont les solutions ? .....	9
L'endettement des états européens .....	10
La soutenabilité de la dette .....	17
Les solutions .....	22
Conclusion .....	26
2 La mainmise de l'inflation va-t-elle disparaître ? .....	27
La fin de la « coïncidence divine » :	
de la désinflation à l'inflation rampante .....	28
Les cinq doigts structurels de l'inflation .....	30
Implications pour les politiques	
et les entreprises : contenir les pressions inflationnistes .....	42
Conclusion .....	48
3 Quel avenir pour la politique monétaire ? .....	49
Risque de persistance d'un régime d'inflation élevée .....	50
Remédier à la forte dépendance du système financier	
à la liquidité banque centrale .....	58
Les nouveaux défis des banques centrales .....	65
4 Le vieillissement démographique va-t-il raviver	
ou tuer l'inflation ? .....	71
Le vieillissement démographique :	
un mouvement profond en accélération .....	73
Des théories diverses et une absence de consensus .....	75

L'analyse approfondie des données plaide pour vieillissement déflationniste.....	79
Les préférences politiques : un rôle crucial dans la détermination du régime inflationniste.....	84
Le monde de demain ? Vieux, peu prospère et faiblement inflationniste.....	88
<b>5 Économie de guerre au XXI<sup>e</sup> siècle : pourquoi les États-Unis sont-ils en situation de conflit permanent ? .....</b>	<b>89</b>
Identifier l'ennemi extérieur pour surmonter les divisions intérieures .....	91
Nourrir les clusters militaro-industriels.....	93
Maintenir l'hégémonie juridique à tout prix, ou l'art de gouverner par la loi.....	94
Perdre une bataille avec la diplomatie par le commerce.....	96
User du privilège exorbitant du dollar et créer les externalités de la dette.....	99
Mener la guerre du climat au nom de l'industrie américaine .....	103
Destruction créatrice, destruction destructrice et les quatre cavaliers de l'apocalypse .....	105
<b>6 La Chine, tout d'un numéro 1 ?.....</b>	<b>107</b>
Fin du <i>Made in China</i> ?.....	108
Éviter le piège de la trappe à revenus intermédiaires .....	112
La Chine a-t-elle les moyens de ses ambitions ? .....	116
Quelle place de la Chine sur la scène internationale ? .....	122
Climat et transition énergétique, une carte à jouer pour la Chine ? .....	127
<b>7 Comment verdir la finance ? .....</b>	<b>130</b>
Quels liens entre le secteur financier, la transition énergétique, et les risques climatiques ? .....	131
Face à la mauvaise répartition persistante des capitaux, quel rôle pour les politiques visant le secteur financier ? .....	137
Aller plus loin ? Défis de mise en œuvre et priorités pour le court/moyen terme.....	145

8	La décarbonation	
	de l'économie européenne est-elle utopique ? .....	148
	Les raisons de la décarbonation	
	de l'économie européenne .....	150
	La crise énergétique comme catalyseur	
	du changement.....	153
	Où en sommes-nous de la décarbonation européenne ?.....	160
	Les objectifs de l'UE sont-ils trop ambitieux ? .....	164
	Conclusion : peut-on raisonnablement atteindre ces objectifs ?.	167
9	L'économie circulaire est-elle la solution aux défis	
	environnementaux actuels et de demain ? .....	169
	L'économie circulaire constitue un moyen essentiel de répondre	
	aux défis environnementaux .....	170
	La mise en œuvre de l'économie circulaire s'articule	
	autour de champs d'intervention spécifiques .....	171
	Bien que la réglementation favorise d'ores	
	et déjà ce modèle.....	175
	... et que les récentes tendances législatives	
	et de marché laissent entrevoir une amélioration	
	de son efficacité et par suite une accélération	
	de son expansion... ..	180
	... il existe des freins à son adoption à grande échelle.....	184
	En outre, des limites inhérentes au modèle	
	d'économie circulaire entravent à la fois	
	son essor et l'atteinte de ses objectifs .....	185
	Conclusion .....	186
10	2035 : plein gaz sur l'électricité ? .....	188
	Une progression inéluctable .....	189
	Engagement européen .....	191
	La Chine conservera une place de choix	
	dans le marché de l'électricité .....	192
	L'électrification du parc automobile nécessitera	
	d'importants investissements .....	195
	Un coût potentiellement moins élevé	
	pour le consommateur, mais plus important	
	pour la collectivité.....	199

11 Le télétravail : une opportunité pour les territoires ? .....	204
Le télétravail : parti pour durer ?.....	205
De l'inégalité parmi les salariés .....	209
De l'inégalité parmi les territoires.....	212
Les enjeux de demain.....	219
Conclusion : La révélation avant la révolution ? .....	222
12 Les cryptomonnaies : bulle spéculative ou révolution financière ? .....	224
Bulle spéculative .....	224
Comportements frauduleux et manipulations de marché .....	227
Réglementation actuelle.....	230
Révolution financière .....	234
Une réalité entre deux extrêmes.....	238
Conclusion.....	242
Bibliographie .....	243
Présentation des auteurs .....	251

# Introduction

12 ! Ce n'est pas le nombre de travaux herculéens ni même celui « d'économistes en colère », mais bien le nombre de clés économiques à posséder pour se lancer dans la prochaine décennie.

Jusqu'à maintenant, l'entrée dans les années 2020 s'est avérée « poussive », les obstacles se succédant à une forte cadence : crise du Covid-19, rupture des chaînes mondiales d'approvisionnement, crise énergétique, retour de l'inflation, resserrement des conditions de financement... Les capacités, parfois insoupçonnées, des autorités publiques à intervenir rapidement durant la crise sanitaire laissent maintenant place à une série d'interrogations. La réduction des marges de manœuvre post-pandémie arrive à tout sauf à point nommé au vu des ambitieux défis posés par la mutation de nos économies et de nos sociétés.

Crises, obstacles, défis, mutations... les termes ne manquent pas pour caractériser l'époque que nous vivons ; de quoi perdre pied. C'est pourquoi cet ouvrage met à votre disposition 12 clés de compréhension indispensables pour mieux appréhender les défis économiques à venir et rentrer de plain-pied dans cette nouvelle ère.

Identifier, décrypter et analyser, c'est ce que proposent les économistes du *think tank* indépendant BSI Economics et de son réseau, réunis à l'occasion de ce recueil collectif. Dans la lignée des précédents ouvrages de BSI, ce nouvel opus contribue à alimenter le débat économique sur la base de réflexions documentées et pragmatiques, sans succomber aux jugements de valeurs.

Immanquablement, il sera question d'inflation et d'endettement public, deux thèmes incontournables au vu des débats et des inquiétudes qu'ils suscitent. Il apparaîtra que ces deux thématiques sont intimement liées et que le caractère durable ou non

de l'un (l'inflation) met à l'épreuve la soutenabilité de l'autre (l'endettement). Défantasmer ces sujets apparaît primordial pour lutter contre les idées reçues. Disposer d'éléments factuels et analytiques se révèle par ailleurs nécessaire afin de se projeter et de saisir les enjeux des orientations des politiques économiques dans un contexte international souvent incertain.

Le contexte international fait bien évidemment partie intégrante de la plupart des chapitres. Certains sont même spécifiquement dédiés aux deux poids lourds de l'économie mondiale, dont la rivalité ne cesse de grandir : les États-Unis et la Chine. Conscientes des nombreux enjeux auxquels elles font face (et aussi de leurs carences), ces deux nations semblent engagées dans une course de fond pour s'affirmer comme les leaders d'un monde en mutation.

Cette mutation, de toute évidence, concerne aussi la transition énergétique et écologique ainsi que le climat. Plusieurs chapitres sont consacrés à la problématique centrale de la transition énergétique, allant de la définition des objectifs aux politiques mises en œuvre, en passant par le rôle prépondérant du secteur de la finance. Le développement de modèles alternatifs comme l'économie circulaire apparaît également comme une forme d'innovation pour tendre vers des systèmes économiques plus durables.

L'innovation, déjà omniprésente dans nos quotidiens, est amenée à prendre une place toujours plus importante. Elle est parfois d'ordre purement technologique, avec notamment l'émergence rapide des véhicules électriques, mais aussi d'ordre organisationnel, comme le démontre la propagation du télétravail, dont l'impact sur les territoires n'est pas sans conséquences. L'innovation est également financière, où l'engouement pour les cryptoactifs laisse place à des débats passionnés afin de déterminer s'ils révolutionneront ou non le monde de demain.

Malgré les liens évidents entre les sujets, chaque chapitre peut être lu de manière indépendante. Tous reposent néanmoins sur une démarche d'accompagnement commune : il ne s'agit nullement de prévoir l'avenir, mais bien d'établir un diagnostic, le plus clair possible, des tendances économiques et financières de demain pour se préparer à 2030.

# 1

## L'endettement des États européens est-il soutenable ? Quelles sont les solutions ?

*Par Hervé Amourda*

**E**n l'espace de deux décennies, l'endettement de la zone euro a été multiplié par 2,5 passant de 4 866 milliards d'euros en 2000 à 12 214 milliards d'euros en 2022. Rapporté au PIB, le ratio passe de 69 % à 91,6 % sur la même période.

Cet endettement a une histoire, il a été façonné au gré des crises qui se sont succédé et il en est la mémoire. De surcroît, les variables économiques représentent un terreau favorable à l'apparition de ces crises. C'est ce contexte économique qu'il est pertinent d'analyser aujourd'hui car il n'est pas immuable. La problématique des dettes publiques pourrait prochainement prendre une nouvelle tournure moins favorable.

Dans ce chapitre, nous retiendrons la définition la plus triviale de la soutenabilité : être en mesure de payer les intérêts de la dette et de la rembourser. Nous essaierons d'apporter une

critique aux mesures employées actuellement et de proposer des alternatives. Pour finir, nous nous intéresserons à cinq solutions potentielles pour atténuer le problème de l'endettement des États.

## L'endettement des états européens

### ***Bref historique***

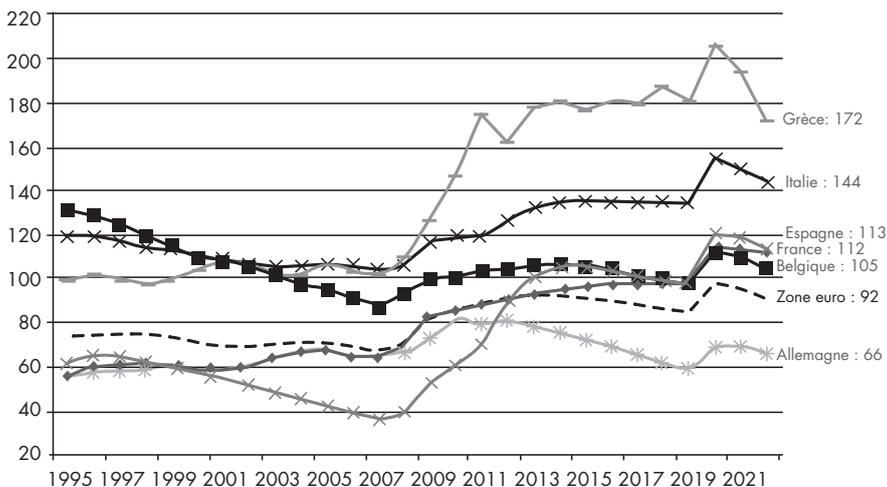
Au début des années 1990, l'endettement de plusieurs pays de la zone euro a progressé à cause de l'instabilité politique, une faible croissance et une charge de la dette élevée. Avec l'arrivée du traité de Maastricht et des règles de convergence pour rejoindre la zone euro, les pays ont fait les efforts nécessaires au niveau souverain, mais pas au niveau privé. Le taux d'intérêt unique fixé par la BCE rend les conditions de financement plus souples pour les pays du Sud et plus élevées pour les pays du Nord. Schématiquement, les agents des pays du Nord avaient donc intérêt à prêter aux agents des pays du Sud qui avaient plutôt intérêt à emprunter. Cela a créé un déséquilibre de la balance des paiements. Lors de la crise de la dette grecque, l'arrêt de ce financement externe a ainsi fragilisé plusieurs gouvernements dans leur capacité à rembourser leurs dettes provoquant une envolée des taux d'intérêt, donc de la charge de la dette. L'endettement public de l'ensemble de la zone euro passe de 69,7 % du PIB en 2008 à 93 % du PIB en 2013. Ensuite, l'austérité budgétaire a permis de stabiliser les déficits ou même de les corriger, mais au prix d'une croissance molle et d'une faiblesse des investissements.

En 2020, la pandémie de Covid-19 a provoqué une vague de dépenses publiques pour soutenir et relancer les économies face aux différentes mesures de confinement mises en place pour contrer la situation sanitaire. L'endettement est passé de 84,1 % en 2019 à 99,6 % du PIB pendant l'année 2021.

Ainsi, ce sont bien les crises économiques et financières que nous avons traversées en zone euro qui expliquent l'essentiel de la

hausse de l'endettement. Entre ces crises ont lieu des périodes de répit. Elles sont liées tantôt aux mesures d'austérité, tantôt à une reprise forte de la croissance couplée à des tensions inflationnistes telles qu'observées depuis 2021 (figure 1.1).

Figure 1.1 – Dette publique (en % PIB).



Sources : Eurostat, Refinitiv Datastream, PBF.

Refaire l'histoire *a posteriori* donne l'impression que la progression de l'endettement est justifiée, qu'elle a un caractère spécifique, voire exceptionnel. Nous montrons par la suite que les raisons de cette hausse sont essentiellement macroéconomiques.

## Les causes macroéconomiques

### Environnement de taux bas

Tout d'abord, si l'endettement a progressé de 70,6 % du PIB en 2000 à 91,6 % du PIB en 2022, paradoxalement son service a ralenti de 3,8 % du PIB à 1,75 % du PIB. Autrement dit, le montant total de la dette a fortement progressé, mais son remboursement annuel n'a cessé de ralentir. La raison de ce paradoxe est

la baisse tendancielle des taux d'intérêt et ce que nous qualifions d'environnement de taux bas. La faiblesse des taux d'intérêt rend le financement par la dette très attractif et peu coûteux. Le taux d'intérêt moyen sur le stock de dette française a ainsi diminué de 4,2 % en 2009 à 1,7 % au troisième trimestre 2023, selon les données de la BCE. La hausse des taux de marchés observée depuis le début de l'épisode inflationniste tarde à se manifester sur le taux moyen du stock de dette car ce dernier ne s'actualise qu'au moment du « roulement de la dette » (l'État émet une nouvelle obligation pour rembourser une ancienne obligation échue). Ces nouvelles obligations étant émises pour une certaine maturité, la transmission est lente. Pour avoir un repère, la durée moyenne de la dette française est d'environ huit ans.

Le taux d'intérêt dépend directement de la politique monétaire, de l'inflation et des perspectives économiques. Les banquiers centraux fixent les taux directeurs en fonction de leur estimation du taux d'intérêt naturel, le fameux  $r^*$ . Ce taux est celui qui prévaut lorsque l'économie est à son état d'équilibre (plein emploi, croissance au potentiel, etc.). Ainsi, on ne peut pas attribuer l'environnement de taux bas à l'action des banques centrales. Ces dernières ont ajusté leur politique monétaire pour prendre en compte un taux d'équilibre plus faible que dans le passé. Le niveau de ce taux d'équilibre dépend entre autres de la croissance potentielle de l'économie et celle-ci a fortement ralenti ces dernières années.

### ***Faible croissance potentielle***

Une grande partie de l'explication des taux bas réside dans la faiblesse de la croissance potentielle. On peut même établir une relation quasi linéaire (en posant plusieurs hypothèses simplificatrices, voir l'encadré) entre le taux d'intérêt naturel et la croissance potentielle.

Plus directement, la faible croissance potentielle agit aussi sur l'endettement. Cette faiblesse entraîne des revenus futurs plus faibles pour rembourser la dette, donc des émissions de dettes plus importantes, des taux d'intérêt plus élevés et une croissance

économique encore plus faible. Depuis 2007, la croissance potentielle des pays de la zone euro n'a cessé de ralentir. Elle a été divisée par deux en moyenne, passant de 2 % en moyenne annuelle sur les quinze années précédant la grande crise financière à 1 % depuis.

### **Lien entre croissance potentielle et taux d'intérêt**

Le lien le plus immédiat et qui se situe au cœur de la théorie micro-économique est probablement donné par l'incontournable équation d'Euler que nous pouvons simplifier comme suit :

$$\beta(1+R)=C\_future/C\_(\text{aujourd'hui})$$

Avec :

$\beta$  : coefficient encadrant l'utilité future

R : taux d'intérêt réel

C\_future : la consommation à la prochaine période

C\_(aujourd'hui) : la consommation aujourd'hui

L'intuition est relativement triviale : à l'état d'équilibre, le consommateur est indifférent entre une unité de consommation aujourd'hui et une unité épargnée aujourd'hui au taux R puis consommée à la prochaine période. Seul son coefficient  $\beta$  lui permet de choisir s'il préfère consommer maintenant ou à la prochaine période.

Plus généralement, on conclut que la croissance de la consommation est proportionnelle au taux d'intérêt. De là, le lien est immédiat avec la croissance du PIB. On peut ainsi écrire, en suivant l'approche de Taylor et Wieland (2016) :

$$y-y^*=-\beta(r-r^*)$$

Il s'agit ici du lien entre le gap de production ( $y-y^*$ ) et la déviation entre le taux d'intérêt réel  $r$  et le taux d'intérêt d'équilibre  $r^*$  (d'offre et de demande de monnaie).

### **Faible productivité**

On peut définir la productivité comme étant la production rapportée au nombre d'employés impliqués dans cette production. Pour pouvoir l'améliorer, il faut innover. C'est-à-dire, trouver

un moyen de produire davantage avec le même nombre d'employés. Au milieu du xx<sup>e</sup> siècle, le théoricien Schumpeter précisait que l'innovation est source de transformation perpétuelle de l'économie. Ce faisant, elle serait source de création de nouveaux produits et de destruction des produits existants. Toutefois, cette « destruction créatrice » peut être freinée en présence de champions nationaux, ou de mesures de protection de l'emploi. C'est ce même phénomène qui est en théorie responsable des gains de productivité : elle voit disparaître les entreprises les moins productives au profit des entreprises les plus productives. Les économies avancées (zone euro, Royaume-Uni, Japon) doivent encore opérer une transition d'une économie d'imitation vers une économie d'innovation, à l'image des États-Unis que l'on considère à la frontière technologique. Comme le montrent les travaux de Philippe Aghion, la présence des Gafam (Google, Apple, Facebook, Amazon et Microsoft) freine les gains de productivité car ces derniers sont dans une logique d'absorption des nouveaux entrants innovateurs pour maintenir des parts de marché. Il s'agit d'une forme de rente de situation (de l'innovation).

La faiblesse de la productivité trouve aussi son origine dans la tertiarisation des économies (transition des activités secondaires vers les activités tertiaires). Les secteurs industriels étant traditionnellement plus productifs que le secteur des services dans son ensemble, cette transition a changé la composition de la productivité des économies et a donc renforcé la part des secteurs moins productifs dans le total.

### ***Vieillessement de la population***

Le vieillissement de la population est un frein majeur à la croissance du PIB. Plusieurs facteurs peuvent expliquer cela : la plus faible participation au marché du travail des personnes âgées, leur plus faible productivité ou encore une propension à épargner plus importante.

En particulier, les Nations unies prévoient une hausse du ratio de dépendance des personnes âgées (le ratio des personnes

âgées de plus de 65 ans sur la population en âge de travailler) au moins jusqu'en 2050. Le ratio passerait d'environ 35 % à 50 % entre 2022 et 2050 pour la France et l'Allemagne. Pour l'Italie et l'Espagne la hausse serait encore plus forte, car le ratio atteindrait 70 %.

Toutes choses égales par ailleurs, ce vieillissement a un impact net négatif sur la croissance potentielle des économies avancées. Cet impact peut être partiellement atténué par le biais des flux migratoires. L'avantage majeur que représente l'immigration est de pouvoir ajuster la force de travail dans sa composition (en termes de compétences) et dans l'âge de la population active. L'obstacle principal est que l'immigration doit être accompagnée afin que les populations migrantes puissent être intégrées pleinement à la force du travail. Ces politiques sont difficiles à mettre en place quand le taux de chômage n'est pas à son état d'équilibre.

À moyen et long termes, la situation pourrait s'aggraver. Les auteurs Goodhart et Pradhan prévoient même des taux d'intérêt plus élevés, un ralentissement de la consommation, une hausse de la dépense publique et une hausse de la fiscalité pour les travailleurs relativement moins nombreux.

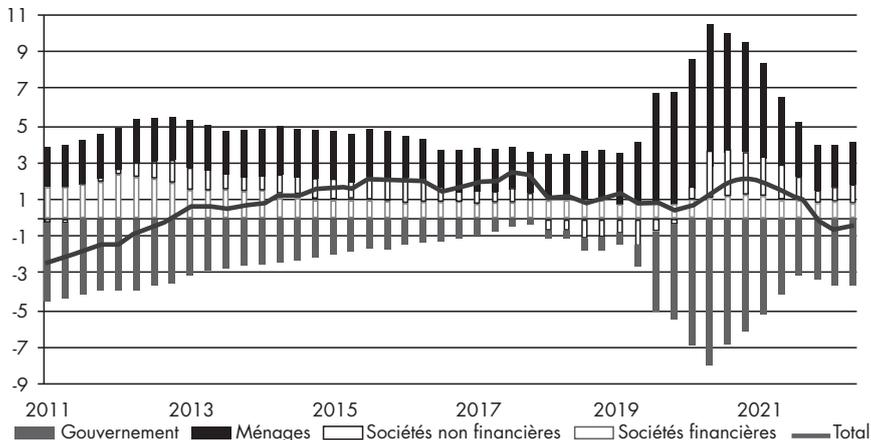
Enfin, le vieillissement de la population représente un défi beaucoup plus immédiat pour les finances publiques dans le domaine de la retraite et des dépenses de santé. Les indicateurs de soutenabilité de la dette de la Commission européenne montrent que la Belgique et les Pays-Bas sont particulièrement vulnérables à ces hausses de dépenses à long terme. Pour la France, l'Espagne et l'Italie, c'est en grande partie le niveau des finances publiques actuelles qui complique l'ajustement à long terme.

### ***Les effets collatéraux sur l'investissement***

En théorie, si un agent détient de l'épargne, alors au moins un autre agent doit s'endetter. Habituellement, cet autre agent est l'entreprise non financière, mais depuis la grande crise financière,

il s'agit surtout des gouvernements. On peut expliciter le raisonnement comme suit : les dépenses sont toujours égales aux revenus à chaque instant. Les produits des entreprises sont consommés par les ménages qui utilisent leur revenu (du travail) pour acheter ces produits. Toutefois, lorsque ces ménages décident de réserver une partie de leur revenu pour une consommation future, alors ils épargnent. À ce moment-là, l'un des agents économiques doit emprunter le revenu qui n'est pas dépensé. Les entreprises de la zone euro font face à une pénurie d'investissements et décident dans un environnement de taux bas et de faible productivité de thésauriser plutôt que d'investir. Au final, les gouvernements se retrouvent dans leur rôle « d'emprunteur de dernier ressort » et leur endettement permet l'existence de l'épargne des ménages, comme le montrent A. Brender, F. Pisani et E. Gagna (figure 1.2).

**Figure 1.2 – Emprunts/prêts nets par secteur dans la zone euro (% PIB).**



Sources : BCE, Refinitiv Datastream, PBF.

Au niveau mondial, le débat est toujours actif entre surabondance d'épargne et déficit d'investissement. Les deux phénomènes se nourrissent mutuellement. L'épargne abondante poursuit trop

peu d'actifs et en augmente les prix. Pour les obligations, cela signifie une baisse de taux, ce qui favorise à nouveau l'endettement.

## **La soutenabilité de la dette**

La dette publique est « soutenable » si le gouvernement est en mesure de rembourser la dette et d'assurer son service (payer les intérêts sur la dette) aussi longtemps que nécessaire. Comment savoir si le gouvernement sera toujours en mesure de payer les intérêts ? Existe-t-il un seuil critique d'endettement à ne pas dépasser ? Malheureusement, on ne peut prédire l'avenir et, non, il n'existe pas de seuil critique d'endettement.

Sur la question du seuil, la dette publique japonaise se situe à 261 % du PIB en 2022 et le pays n'est pas particulièrement inquiet sur son endettement, en grande partie parce que la dette est majoritairement détenue par le marché domestique. En 2008, à l'aube de la crise de la dette grecque, l'endettement grec avoisinait les 128 % du PIB. À titre de comparaison, l'endettement italien est installé au-dessus de ce niveau depuis 2013 et le FMI prévoit que cette situation perdure au moins jusqu'en 2028.

### ***La soutenabilité sous l'angle de la dynamique d'endettement***

Le niveau d'endettement n'étant pas assez éclairant, il faut s'intéresser à la dynamique d'endettement. Si le gouvernement est en capacité de servir sa dette aujourd'hui et que cette dernière est sur une trajectoire stable, on peut alors penser que le gouvernement sera encore en capacité de servir sa dette dans le futur. En effet, dans la pratique un gouvernement ne rembourse jamais sa dette, il en émet une nouvelle pour rembourser sa dette passée. Si la dette ne cesse de progresser, alors le financement par une nouvelle dette pourrait être contraint et dans un esprit purement ricardien, ce sont les générations futures qui pourraient être mises

à contribution par le biais d'une hausse d'impôts. Pour éviter cela, le point clé revient à déterminer quelle est la politique budgétaire qui permet de stabiliser la trajectoire de l'endettement.

$$\begin{aligned} & \text{(Balance budgétaire primaire stabilisant la dette)} \\ & \text{(taux d'intérêts } \mathbf{r} \text{) – croissance du PIB } \mathbf{(g)} \\ & = \frac{\quad}{1 + \text{croissance du PIB}} \times \text{ Dette} \end{aligned}$$

L'équation montre clairement que si  $\mathbf{r}$  est inférieur à  $\mathbf{g}$ , alors le gouvernement peut stabiliser la dette tout en maintenant un déficit primaire. En zone euro, la politique monétaire de la BCE a permis de réduire considérablement les taux d'intérêt de tous les pays. Elle a ainsi maintenu un différentiel ( $\mathbf{r-g}$ ) favorable à la réduction de la dette sans action forte des gouvernements. Depuis 2015, tous les pays de la zone euro profitent de cette situation (à l'exception notable de la Grèce et de l'Italie, mais ces derniers ont réalisé des surplus primaires). Toutefois, cette situation est fragile. Les taux d'intérêt et la croissance peuvent varier dans le temps. En particulier, la remontée des taux d'intérêt pour combattre l'inflation et la faible croissance économique devraient rendre l'exercice plus délicat à l'avenir.

Les études historiques (voir les travaux de Erce et *al.*) montrent que les défauts souverains se produisent plus souvent lorsque la croissance est en dessous de son potentiel. De plus, les travaux de P. Mauro montrent que les situations où  $\mathbf{r}$  est inférieur à  $\mathbf{g}$  ne sont pas si exceptionnelles et précèdent bien des défauts souverains. En d'autres termes, contenir la dynamique d'endettement est une priorité importante, mais cela n'est pas suffisant pour éviter les crises de défauts souverains. Après tout, la confiance des investisseurs demeure un ingrédient majeur dans la soutenabilité de la dette. Cette confiance repose en grande partie sur les indicateurs économiques, mais comporte aussi une part d'irrationnel. Il faut donc suivre un plus grand ensemble d'indicateurs pour déterminer quels pays sont relativement plus à risques que d'autres. C'est donc le risque relatif qui prime devant le risque absolu.

## ***L'éléphant dans la pièce***

Depuis 2015, il y a un éléphant dans la pièce et il est difficile de l'ignorer : la Banque centrale européenne. Cette dernière, via ses différents programmes d'achats d'actifs, possède près de 33 % de la dette négociable des pays européens. Concrètement, et comme le montre la situation financière annuelle de la BCE, les intérêts payés par les gouvernements auprès de la BCE, leurs sont en partie reversés. En effet, les États sont les actionnaires principaux des banques centrales nationales (à l'exception de quelques pays, comme l'Italie, mais cela n'influence pas les transferts). Autrement dit, les gouvernements se voient soulagés de 33 % de leur dette car ils n'ont pas à en assurer le service. Évidemment, les banques centrales n'ont pas vocation à détenir ces titres dans leur bilan indéfiniment ; d'ailleurs, le désinvestissement a démarré en 2023 (la BCE laisse expirer les obligations échues sans les remplacer).

## ***Un exemple d'évaluation du risque pays***

Les agences de notation ont été beaucoup critiquées ces dernières années : leur indépendance (biais politique), leur inefficacité dans la crise des *subprimes* et leur caractère « procyclique » (dégradation des notations selon les niveaux de taux du marché). Ces critiques sont difficiles à débouter, mais la mission originelle des agences n'en reste pas moins essentielle.

Nous utilisons ici un outil de notation propriétaire de la société de gestion Pro BTP Finance (PBF), basé uniquement sur des variables macroéconomiques liées à la soutenabilité de la dette (voir encadré méthodologique).

L'outil montre une grande hétérogénéité entre les pays de la zone euro. Nous avons identifié plusieurs groupes : l'Irlande et les Pays-Bas sont les meilleurs élèves avec des atouts majeurs tels que le secteur extérieur néerlandais ou les finances publiques irlandaises. Il y a aussi un autre groupe de bons élèves qui ne présentent pas de vulnérabilités particulières : l'Allemagne, l'Autriche et la Finlande. Enfin, les élèves les plus en difficulté (Espagne, France,

Belgique, Italie et Portugal) sont pénalisés par des situations très diverses, comme la faible compétitivité, les finances publiques dégradées ou une conjoncture économique défavorable (figure 1.3).

**Figure 1.3 – Évaluation du risque pays.**

Notes PBF par bloc :	Allemagne		Autriche		Belgique		Espagne		Finlande						
(/20)	2023	2022	2023	2022	2023	2022	2023	2022	2023	2022					
Éco	10.5	↓	10.8	13.5	↑	11.5	12.3	↓	12.5	6.3	↑	6.0	9.3	↓	11.3
Finances publiques	12.5	↑	9.5	10.3	↑	7.3	8.0	↑	6.3	6.8	↑	5.5	14.3	↑	12.5
Secteur privé	14.2	↓	14.6	15.2	↑	15.0	10.2	↓	10.4	14.2	↓	14.4	12.6		12.6
Secteur extérieur	12.8	↓	14.2	10.6	↓	11.8	7.4	↓	9.8	9.6	↓	9.8	8.8	↓	10.4
ESG	15.4	↓	15.7	16.6	↓	16.8	16.1	↓	16.5	14.2	↓	14.2	16.7	↑	16.6
Note finale :	12.4	↑	12	12.9	↑	11.5	10.5	↑	10.3	9.12	↑	8.75	12.1	↑	12.3

Notes PBF par bloc :	France		Irlande		Pays-Bas		Italie		Portugal						
(/20)	2023	2022	2023	2022	2023	2022	2023	2022	2023	2022					
Éco	10.5	↓	12.5	13.5	↑	11.3	14.3	↑	13.8	11.5	↑	10.3	7.8	↓	11.8
Finances publiques	8.5	↑	3.3	18.3	↑	13.8	15.8	↑	11.5	4.8	↑	0.3	10.5	↑	9.5
Secteur privé	10.4	↓	10.6	12.4	↑	12.0	10.6	↓	11.0	15.4		15.4	13.2	↑	12.4
Secteur extérieur	9.4	↓	9.6	8.4	↓	9.2	13.6	↓	14.8	10.6	↓	13.4	8.2	↓	8.6
ESG	14.7	↑	14.6	17.0	↑	16.9	16.2	↓	16.2	14.6	↑	14.6	16.1	↑	16.1
Note finale :	10.2	↑	9.26	14.5	↑	12.5	14.1	↑	12.9	10.5	↑	9.03	10.5	↑	11.3

Sources : FMI, OCDE, BCE, Banque mondiale, Refinitiv Datastream, PBF.