

S'il faut réellement augmenter beaucoup les déficits publics de la zone euro, comment faudrait-il procéder ?

Le rapport Draghi montre que la moitié de la hausse de l'investissement nécessaire en Europe (4,5% du PIB de la zone euro) sera à la charge du secteur public. Il s'agit d'investissements dans la transition énergétique, dans le numérique, dans le financement d'innovations de rupture. Par ailleurs, pour que la zone euro ait le même niveau de dépenses militaires que les Etats-Unis, il faudrait que ces dépenses augmentent de 1,6 points de PIB. Au total, compte tenu de la difficulté qu'il y a à réduire les dépenses sociales et à accroître la pression fiscale, le besoin de hausse du déficit public est de près de 4 points de PIB. Pour éviter que cette perspective de hausse du déficit public fasse considérablement monter le taux d'intérêt à long terme, il faudrait :

- que les résidents de la zone euro utilisent toute leur épargne à acheter des dettes publiques européennes, ou bien de la dette publique de l'Union européenne qui serait davantage demandée que la dette des pays européens ;
- que la BCE recommence à pratiquer le quantitative easing (alors qu'elle réduit la taille de son bilan aujourd'hui), en disant que les achats de titres publics qu'elle réalise sont irréversibles (dans ces conditions, les achats de titres publics par la BCE sont équivalents à l'annulation de ces titres).

Patrick Artus

Conseiller économique senior

patrick.artus-ext@ossiam.com

✕ @PatrickArtus

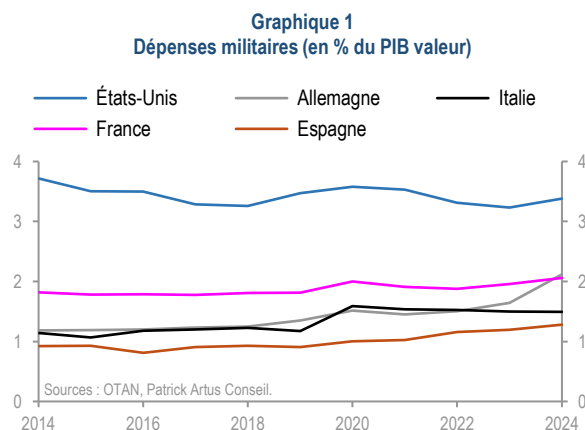
📺 Patrick Artus

Communication marketing : ce document n'a pas été élaboré selon les dispositions réglementaires visant à promouvoir l'indépendance des analyses financières et ses auteurs ne sont pas soumis à l'interdiction d'effectuer des transactions sur l'instrument concerné avant la diffusion de la communication.

Un besoin très important de dépenses publiques supplémentaires dans la zone euro

Le **rapport Draghi** montre que le besoin d'investissement supplémentaire dans les pays de la zone euro (investissements dans la transition énergétique, dans la transition numérique, financement des innovations de rupture...) atteint 500 milliards d'euros (4,5% du PIB de la zone euro en 2024), dont la moitié est à la charge du secteur public.

Par ailleurs, pour que la **zone euro ait le même niveau de dépenses militaires que les Etats-Unis** (Graphique 1), il faudrait que ses dépenses militaires augmentent de 1,6 point de PIB.



Au total, **la hausse nécessaire des dépenses publiques, sous ces hypothèses, serait de 3,9 points de PIB.**

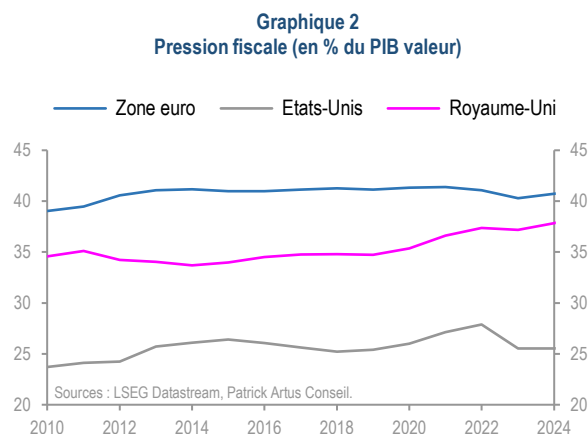
Il paraît clair **qu'il sera difficile de réduire beaucoup les autres dépenses publiques** (avec les effets de vieillissement démographique, les besoins des systèmes de santé et d'éducation – le **Tableau 1** montre la performance très mauvaise du système éducatif dans les grands pays de la zone euro).

Tableau 1 : Résultats aux enquêtes PISA de l'OCDE (score global, par score décroissant de l'enquête de 2022)

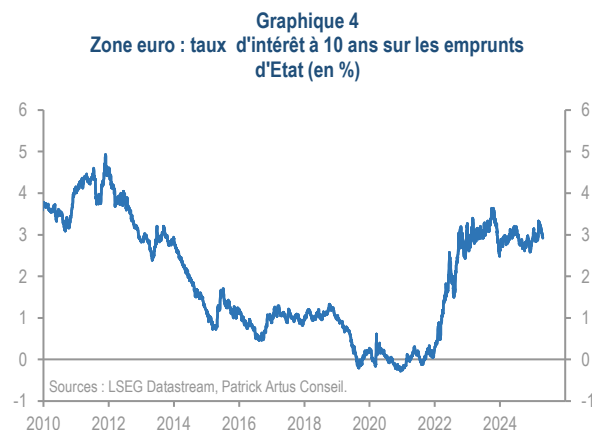
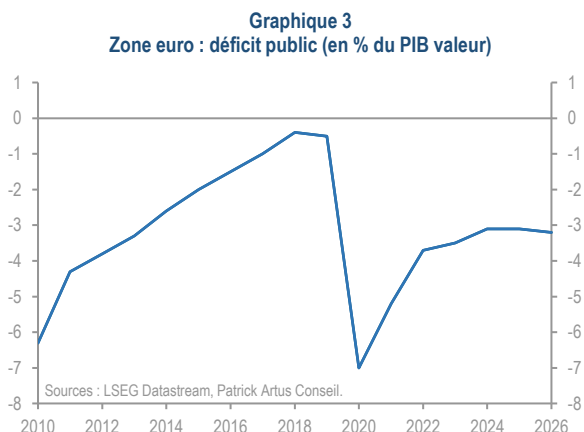
Pays	2012	2015	2018	2022
Japon	540	529	520	533
Canada	522	523	517	506
Finlande	529	523	516	495
Royaume-Uni	502	500	503	494
Etats-Unis	n.d	488	495	489
Suède	482	496	503	487
Allemagne	515	508	500	482
France	500	496	494	478
Espagne	490	491	482	477
Italie	490	485	477	477

Source : OCDE

La marge de manœuvre pour accroître la pression fiscale (Graphique 2) est aussi réduite.



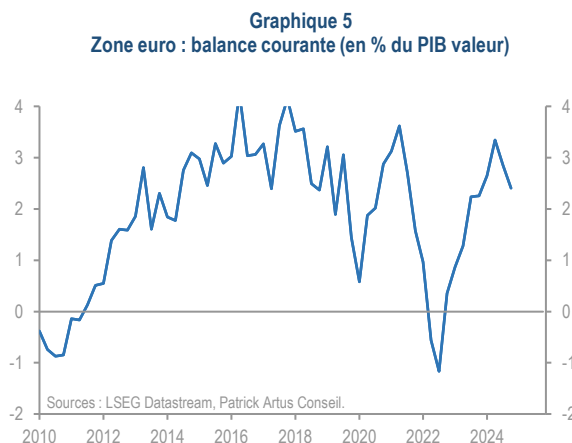
Compte tenu du **point de départ du déficit public de la zone euro (Graphique 3)**, il faut donc envisager un **besoin d'accroître le déficit public de 3% du PIB à 7% du PIB**. Est-ce possible ? En particulier, indépendamment des règles budgétaires en vigueur dans la zone euro, est-ce possible sans provoquer une hausse massive des taux d'intérêt à long terme (**Graphique 4**) ?



Comment accroître fortement le déficit public sans effet négatif sur les taux d'intérêt à long terme ?

1) Utiliser la totalité de l'épargne des Européens

Une partie importante de l'épargne des résidents de la zone euro est prêtée au reste du monde (ce que montre l'excédent de la balance courante de la zone euro, **Graphique 5**), en particulier est prêtée aux Etats-Unis.



Il faudrait que la zone euro utilise toute son épargne pour investir (en particulier dans les investissements cités par le rapport Draghi) ou pour couvrir ses dépenses militaires. Cela serait plus facile si l'Union européenne levait de la dette publique, au lieu des différents pays membres, parce que la demande pour la dette de l'UE est forte (et son rating est AAA pour Fitch et Moody's, AA+ pour S&P).

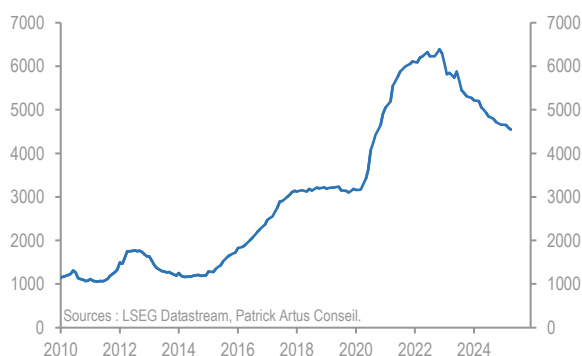
Cette réorientation de l'épargne des Européens vers l'Europe est facilitée :

- si les investissements financés ont une rentabilité élevée (investissements dans la transition numérique, dans les innovations de rupture) ;
- en raison des risques qui affectent aujourd'hui l'économie américaine (inflation avec le protectionnisme, attaques sur les chercheurs...).

2) Réouvrir le quantitative easing

La BCE pratique aujourd'hui le quantitative tightening (réduction de la taille de son bilan, **Graphique 6**).

Graphique 6
Zone euro : base monétaire (en Md€)



Si les pays de la zone euro doivent avoir un déficit public plus élevé (en raison des besoins supplémentaires d'investissement et de dépenses militaires), **pour que ce déficit public n'ait pas d'effet sur les taux d'intérêt à long terme, il faudrait réouvrir le quantitative easing, et que ce quantitative easing soit irréversible.**

En effet, si la BCE achète des dettes publiques et les renouvelle lorsqu'elles sont échues, puisque la BCE reverse ses profits aux gouvernements de la zone euro, les intérêts payés par les gouvernements à la BCE, correspondant aux dettes publiques achetées, sont reversés par la BCE aux gouvernements. Cette dette publique détenue par la BCE est donc gratuite et est sortie du marché obligataire ; il serait donc équivalent d'annuler cette dette publique.

Synthèse : un déficit public plus élevé de la zone euro est très probable, et n'est supportable que si la zone euro conserve l'intégralité de son épargne et si la BCE réouvre un quantitative easing irréversible.

Les besoins d'investissement public décrits dans le rapport Draghi et la hausse des dépenses militaires vont contribuer à faire monter le déficit public puisqu'il sera très difficile de réduire les autres dépenses publiques et d'accroître la pression fiscale.

Pour que cette hausse des déficits publics ne fasse pas monter les taux d'intérêt à long terme, il faudrait :

- que les épargnants de la zone euro conservent leur épargne dans la zone euro au lieu d'en prêter une partie aux non-résidents ;
- que la BCE utilise un quantitative easing irréversible, qui est l'équivalent d'une annulation de la dette publique achetée par la BCE.

Avertissement

Ossiam, filiale de Natixis Investment Managers, est un gestionnaire d'actifs français agréé par l'Autorité des Marchés Financiers (Agréement n° GP-10000016). Bien que l'information contenue dans le présent document provienne de sources jugées fiables, Ossiam ne fait aucune déclaration et ne donne aucune garantie quant à l'exactitude de toute information dont elle n'est pas la source. Les informations présentées dans ce document sont basées sur les données du marché à un moment donné et peuvent changer de temps à autre. Le présent document a été préparé uniquement à des fins d'information et ne doit pas être considéré comme une offre, une sollicitation d'offre, une invitation ou une recommandation personnelle d'acheter ou de vendre des actions participantes, tout titre ou instrument financier d'un Fonds Ossiam, ou de participer à toute stratégie de placement, directement ou indirectement. Il est destiné à être utilisé uniquement par les destinataires auxquels Ossiam le met directement à disposition. Ossiam ne traitera pas les destinataires de ce document comme ses clients du fait qu'ils aient reçu ce document. Tous les renseignements sur la performance présentés dans ce document sont fondés sur des données historiques et, dans certains cas, sur des données hypothétiques, et peuvent refléter certaines hypothèses à propos des frais, des impôts, des charges de capital, des attributions et d'autres facteurs qui influent sur le calcul de rendements. Toutes les opinions exprimées dans ce document sont des énoncés de notre jugement à cette date et sont susceptibles de changer sans préavis. Ossiam n'assume aucune responsabilité fiduciaire pour les conséquences, financières ou autres, provenant d'un placement dans un titre ou un instrument financier décrit dans ce document ou dans tout autre titre, ou de la mise en œuvre d'une stratégie de placement. Les informations contenues dans ce document ne sont pas destinées à être distribuées ou utilisées par une personne ou une entité, par un pays ou une juridiction, où cela serait contraire à la loi ou à la réglementation ou qui assujettirait Ossiam à toute exigence d'inscription dans ces juridictions. Ce document ne peut être distribué, publié ou reproduit, en entier ou en partie.