

Perspectives

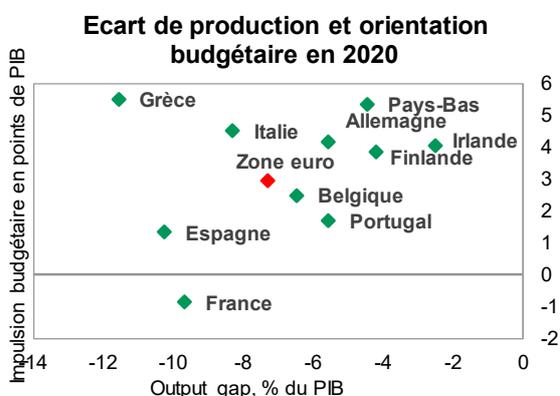
N°20/302 – 24 novembre 2020

ZONE EURO – Baisser le déficit en maintenant le soutien à l'économie : le défi des budgets en 2021

- L'effort d'impulsion à l'économie fourni par la politique budgétaire a été à la hauteur du défi en 2020 : 3,2 points de PIB en moyenne dans la zone euro pour contrer une perte de produit national de 7 points.
- Cet effort a été rendu possible par la suspension temporaire des règles de supervision budgétaire du Pacte de stabilité, conférant des marges budgétaires aux États. Cette suspension sera encore en vigueur en 2021, puisque les autorités européennes appellent les États à ne pas retirer trop vite leur soutien à l'économie.
- Les projets de budget pour 2021 présentés par les États à la Commission européenne le 15 octobre prévoient, en effet, un écart de production encore négatif de 2,7 points de PIB en 2021, ce qui justifie que les mesures discrétionnaires de soutien à l'économie ne soient pas retirées trop tôt. Si les mesures structurelles de soutien fournies en 2021 vont représenter le même montant qu'en 2020, la meilleure situation conjoncturelle permettra néanmoins de réduire le déficit de 8,8% à 5,8% en moyenne dans la zone euro.
- Si l'existence d'un déficit jouera encore négativement sur l'accumulation de la dette, cet effet sera compensé par l'écart entre le taux d'intérêt payé sur la dette et le taux de croissance de l'économie, qui deviendrait négatif. La reprise prévue de l'activité permet, en effet, d'inverser cet écart « critique » et d'entamer une décrue de la dette dès 2021 selon les gouvernements de la zone euro.
- La Commission européenne, dans son avis sur les projets budgétaires, s'annonce plus prudente. Le coût de la deuxième vague, non pris en compte lors de la rédaction des budgets début octobre, peut retarder, voire remettre en question, la trajectoire à la baisse des dettes publiques en 2021.
- L'incertitude liée à l'évolution de la pandémie et le risque de nouvelles vagues de contamination semblent déjà appeler un soutien budgétaire supplémentaire.
- Il s'avère néanmoins déjà nécessaire de s'interroger sur la forme que pourront assumer les nouvelles règles budgétaires, une fois la supervision réactivée. Il apparaît déjà clairement que le niveau élevé des dettes demandera une réécriture plus flexible des règles, afin de les rendre cohérentes avec la nouvelle situation budgétaire, le nouvel environnement monétaire et les défis du grand choc de réallocation engendré par la crise.

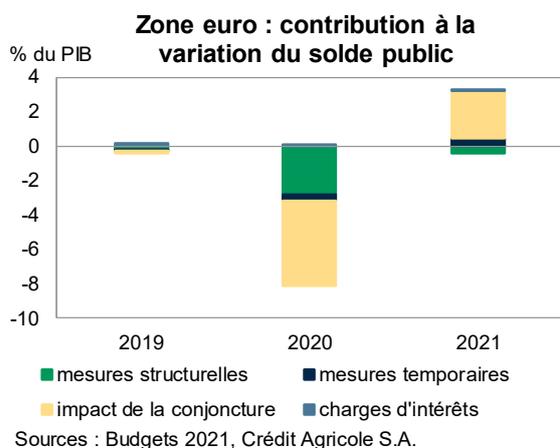
2020 : choc de croissance et mesures discrétionnaires creusent les déficits

Les conséquences économiques de la pandémie et des mesures de restriction à la mobilité et à l'activité ont été sans appel : l'écart de production négatif s'est fortement creusé dans la zone euro en 2020. Il aurait atteint 7,3 points de PIB. L'effort d'impulsion à l'économie fourni par la politique budgétaire a été à la hauteur du défi en 2020 : 3 points de PIB en moyenne dans la zone euro, si l'on prend en compte la définition traditionnelle de dégradation structurelle du solde public. Mais d'importantes mesures temporaires ont aussi été déployées en soutien à l'économie, se montant à 0,5 point du PIB supplémentaire.



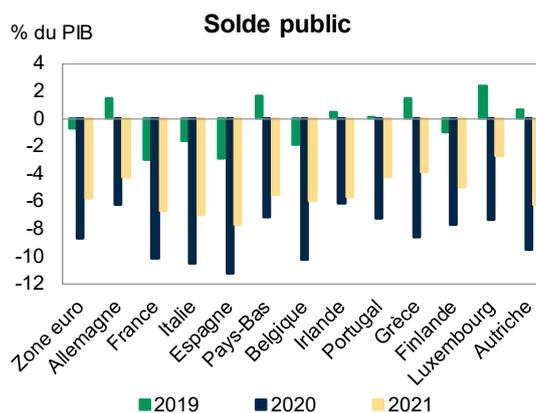
Sources : Crédit Agricole S.A.

La dégradation des soldes publics associée à cet effort s'est doublée d'un impact fortement négatif de la conjoncture sur les soldes publics. Le déficit public a augmenté de 0,6% en 2019 à 8,8% en 2020 en moyenne dans la zone euro.



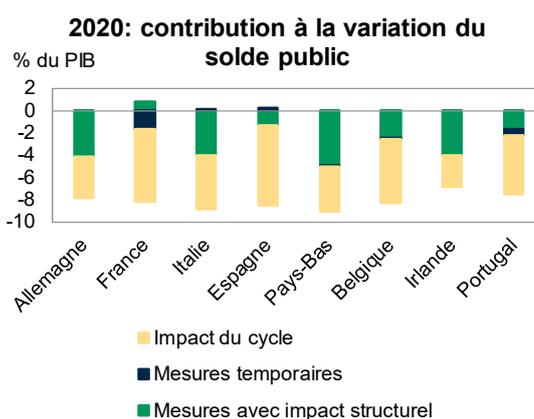
Sources : Budgets 2021, Crédit Agricole S.A.

Cet effort a été rendu possible par la suspension temporaire des règles de supervision budgétaire du Pacte de stabilité, ayant laissé des marges budgétaires aux États. Ainsi tous les États, y compris les plus endettés ont pu répondre à la crise en augmentant leur déficit.



Sources : Budgets 2021, Crédit Agricole S.A.

Néanmoins, la réponse des États n'a pas toujours été proportionnelle aux dégâts causés par la pandémie aux économies. Pour certains pays fortement endettés des considérations de crédibilité quant à la soutenabilité de leurs finances publiques ont prévalu et ont limité leur action. C'est le cas notamment de l'Espagne et du Portugal, où, malgré un plus fort impact de la crise, les mesures déployées, qu'elles soient enregistrées comme structurelles ou temporaires, ont été moins importantes qu'ailleurs. La dégradation plus importante du déficit due à la conjoncture a, en effet, limité leurs marges de manœuvre. En revanche, des pays tels que l'Allemagne et les Pays-Bas, ayant connu une moindre baisse de l'activité, ont répondu massivement par des mesures de soutien. En France, si le déficit structurel est en baisse, une dégradation temporaire du déficit est annoncée avec des mesures « one-off » qui contribuent à garantir une impulsion budgétaire positive.



Source : Crédit Agricole S.A.

Les États membres dont la position budgétaire est plus solide ont donc généralement fourni un soutien budgétaire plus direct, tandis que les États membres dont la position budgétaire est plus faible ont eu tendance à recourir davantage au soutien de la liquidité. Ces mesures n'ont pas d'impact immédiat sur le déficit global, mais constituent un passif

éventuel, si elles venaient à se matérialiser. Leur montant atteint 20% du PIB dans la zone euro principalement sous forme de garanties étatiques et plus marginalement sous forme de reports d'impôts et de cotisations. La Commission européenne estime à 25% l'utilisation de ces garanties au mois d'octobre 2020.

2021 : la reprise de l'activité améliore le solde public malgré le maintien des mesures de soutien

La suspension des règles du Pacte de stabilité et croissance sera encore en vigueur en 2021, puisque les autorités européennes appellent les États à ne pas retirer trop vite le soutien à l'économie.

Suspension du Pacte de stabilité. Et après ?

Au début du mois de février 2020, la Commission dans une communication sur la gouvernance économique a ouvert une réflexion concernant une refonte des règles du Pacte de stabilité et croissance (PSC). La période paraissait propice, puisque les États membres étaient revenus à une situation budgétaire saine et, à l'exception de la France et de l'Italie, les trajectoires des ratios de la dette publique étaient orientées à la baisse.

La crise de la Covid a bloqué temporairement ce processus et conduit le Conseil à approuver l'évaluation de la Commission, selon laquelle une activation de la clause dérogatoire générale du PSC était justifiée, afin de sauvegarder la stabilité économique et financière globale de l'Union économique et monétaire face à un choc sans précédent, entièrement exogène.

La Commission européenne a récemment affirmé que la clause dérogatoire générale restera active en 2021. La question de la date de révision de la clause dérogatoire devrait néanmoins être résolue rapidement, au plus tard au printemps 2021, lorsque les États présenteront leur programmation budgétaire pour les années 2022-2026.

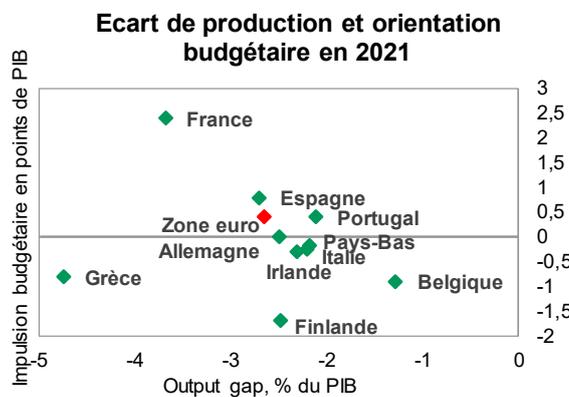
Mais le Comité budgétaire européen (CBE) alerte : la réforme du PSC devrait être discutée et, de préférence, approuvée avant de désactiver la clause. Il suggère une approche pragmatique lors de la prochaine révision du cadre de surveillance budgétaire de l'UE. En effet, l'héritage de la pandémie aura d'importantes implications pour l'application des règles. La réintroduction des règles devra se confronter à l'important défi de concilier les règles actuelles avec une situation de finances publiques beaucoup plus complexe, qui rend certaines d'entre-elles inapplicables. Les erreurs produites dans la période d'après la précédente crise, notamment une consolidation budgétaire trop rapide, devront aussi être évitées.

La réforme et la simplification des règles proposées par le CBE s'articule autour de trois axes : un objectif de moyen terme sur la dette ; une seule règle opérationnelle portant sur la dépense publique hors intérêts ; une clause dérogatoire générale à appliquer en cas de choc sur la croissance.

Déjà en amont de la crise de la Covid, la conformité à la règle de la dette (réduction annuelle d'un vingtième de l'excès de dette par rapport à la cible de 60%) était devenue un défi croissant pour les pays les plus endettés et avait généré des tensions dans l'acceptation de l'actuel système de règles, conduisant *de facto*, à une différenciation dans les vitesses de réduction appliquées de façon peu transparente. Le CBE propose donc une différenciation *ex-ante* des trajectoires de réduction des dettes, soit en définissant des intervalles de vitesses de réduction en fonction du niveau initial de la dette, soit en définissant une trajectoire au cas par cas en fonction de plusieurs variables macro-économiques pouvant affecter la soutenabilité. Cette différenciation permet de mieux distribuer l'effort de consolidation en fonction des conditions macro-économiques.

La variable qui rendrait cette nouvelle règle opérationnelle serait le rythme de croissance des dépenses hors intérêts permettant de respecter la trajectoire de dette définie. Il s'agirait donc d'une simple règle, sous contrôle direct des gouvernements, évitant la coexistence actuelle d'objectifs concurrents et de mesures multiples qui ont rendu difficiles la lisibilité, l'appropriation et l'application des règles.

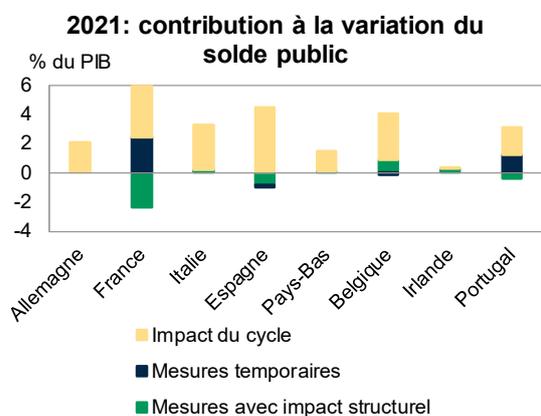
Les projets de budget pour 2021 présentés par les États à la Commission européenne le 15 octobre prévoient en effet un écart de production encore négatif de 2,7 points de PIB en 2021, ce qui justifie que les mesures discrétionnaires en soutien de l'économie ne soient pas retirées trop tôt. L'impulsion budgétaire, soit la variation du solde hors charges d'intérêts et effet de la conjoncture, serait encore positive en 2021.



Sources : Crédit Agricole S.A.

En 2021, les mesures structurelles de soutien à l'activité s'accroissent légèrement par rapport à 2020, mais elles ne font que partiellement compenser le retrait des mesures temporaires. Ainsi on peut affirmer que la reconnaissance d'une crise plus durable aura conduit les gouvernements à pérenniser une partie des mesures anticipées initialement comme transitoires. C'est le cas notamment en France où la baisse des mesures provisoires coïncide avec la remontée du déficit structurel sans véritable modification de l'impulsion fournie à l'économie.

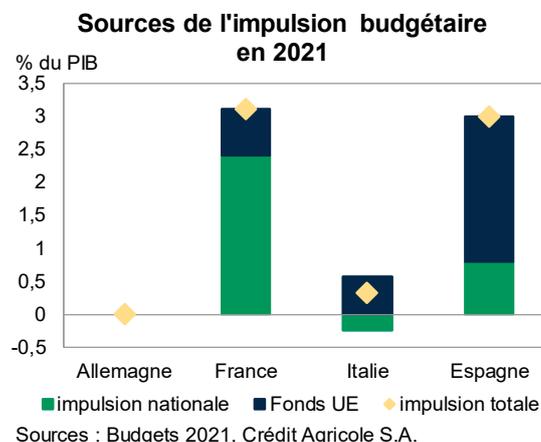
La meilleure situation conjoncturelle permettra de réduire le déficit de 8,8% à 5,8% en moyenne dans la zone euro. Selon les projets de budget pour 2021, le déficit passerait de 6,3% en 2020 à 4,3% en Allemagne, de 10,2% à 6,7% en France, de 10,5% à 7% en Italie et de 11,3% à 7,7% en Espagne.



Dans tous les pays, la reprise de l'activité contribuera positivement à la baisse du déficit. Néanmoins, l'ampleur du soutien fourni à l'économie en 2021 s'annonce très diverse selon les pays. Si des mesures additionnelles sont déployées en Espagne, en France et dans une moindre mesure au Portugal, leur niveau est stable par rapport à 2020 en Allemagne et en retrait en Italie, aux Pays-Bas et en Belgique.

Les fonds européens n'interviendront que marginalement pour financer la relance en 2021. Peu de pays les ont comptabilisées dans leurs budgets pour 2021. D'un côté, les retards dans la négociation du fonds *Next Generation EU* (NGEU) ont laissé initialement peu de visibilité sur les montants exacts sur lesquels les pays pouvaient compter. De l'autre, les contraintes d'affectation attachées à ces fonds demandent l'élaboration de plans précis de dépenses et la mobilisation d'une importante capacité administrative, avant validation de la Commission européenne. Néanmoins, les fonds comptabilisés par certains États fournissent une impulsion budgétaire importante en complément de

l'impulsion nationale, notamment en Espagne et dans une moindre mesure en France et en Italie. Ces fonds sont neutres comptablement sur le déficit, car ils interviennent en tant que ressources non fiscales et sont ensuite comptés principalement comme dépenses en capital.



Les projections de croissance et de déficit fournies par les budgets pour 2021 sont d'ores et déjà obsolètes, puisqu'elles ne prennent pas en compte la matérialisation de la deuxième vague de pandémie et les nouvelles restrictions sur l'activité et la mobilité. Pour 2020, l'erreur est limitée, puisque l'activité plus dégradée en fin d'année est compensée par des chiffres de croissance meilleurs qu'attendu pendant l'été, qui n'étaient pas encore connus lors de la formalisation des projections par les États. La croissance observée en 2020 ne devrait donc pas différer des projections. Par contre, des mesures de soutien supplémentaires ont été annoncées entre temps et conduiront à une révision à la hausse des déficits en 2020. En revanche, en 2021, la révision à la baisse de la croissance peut se révéler importante : de 5,9% en moyenne dans la zone selon les budgets 2021 à 4,2%, selon les prévisions d'automne de la Commission européenne. Cette plus faible croissance impliquerait automatiquement un déficit plus élevé de 0,9 point. Mais il paraît déjà évident que pour accompagner une croissance plus poussive début 2021, soit des nouvelles mesures de soutien, soit un retrait plus tardif qu'anticipé des mesures en place, seront nécessaires.

La Commission soutient une orientation budgétaire favorable à la croissance, mais alerte sur les risques liés à un environnement très incertain

C'est donc contre ce risque de dérapage budgétaire dans un contexte de forte incertitude sur l'évolution de la pandémie et de la croissance que la Commission européenne alerte les États. L'évaluation

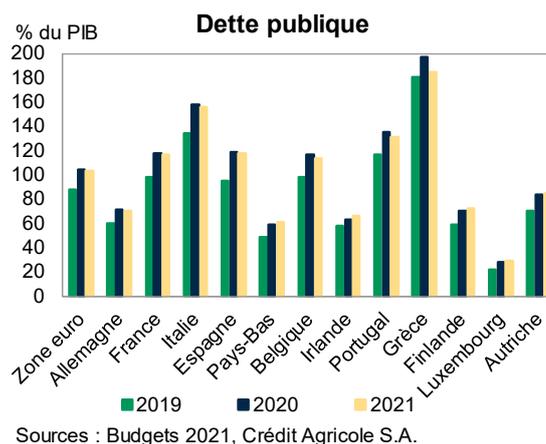
de la Commission des projets de budget pour 2021 s'appuie sur les recommandations spécifiques par pays adoptées par le Conseil en juillet dernier. Cette année, son avis est de nature purement qualitative et n'inclut pas les exigences budgétaires numériques qui s'appliqueraient normalement. Cela reflète l'activation de la clause de sauvegarde générale du pacte de stabilité et de croissance. Les recommandations se sont concentrées sur les défis les plus urgents posés par l'épidémie et sur la nécessité d'une réponse budgétaire coordonnée. Ce n'est que lorsque les conditions économiques le permettront, que les politiques budgétaires devront viser à atteindre des positions budgétaires prudentes à moyen terme et à assurer la viabilité de la dette.

Les projets de budget projettent un niveau de déficit et de dette conforme aux prévisions d'automne de la Commission pour 2020. En revanche, le risque que la résurgence récente du virus fait peser sur les résultats économiques et budgétaires en 2021 implique des mesures de soutien bien ciblées et temporaires. Les mesures permanentes dont on ne prévoit pas le financement par des augmentations de recettes ou des réductions de dépenses compensatoires sont pointées du doigt par la Commission, car elles peuvent affecter la viabilité budgétaire à moyen terme. Pour l'Allemagne, l'Espagne, les Pays-Bas, l'Autriche, la Belgique, le Portugal, la Finlande, la Grèce, l'Irlande, Chypre, l'Estonie, la Lettonie, le Luxembourg, Malte et la Slovaquie les mesures sont (pour la plupart) temporaires. En revanche, certaines mesures prévues dans les projets de budget de la France, de l'Italie, de la Lituanie et de la Slovaquie ne semblent pas être temporaires ou assorties de mesures de compensation selon la Commission et risquent donc d'affecter plus durablement la trajectoire d'endettement.

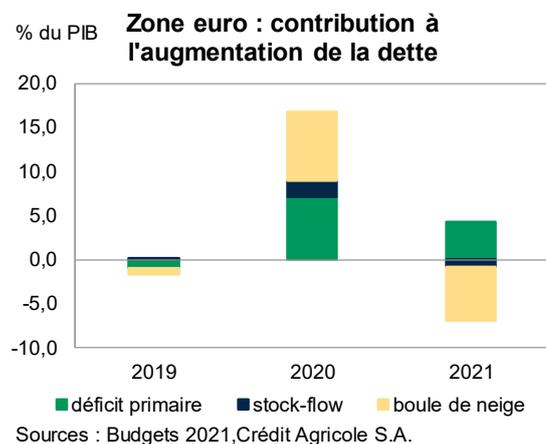
Dettes publiques : la hausse est exceptionnelle, mais la baisse attendue à court terme est à risque

En 2020, la dette publique s'est accrue de presque 16 points de PIB en moyenne dans la zone euro et six pays présentent un ratio dette/PIB supérieur à 100%.

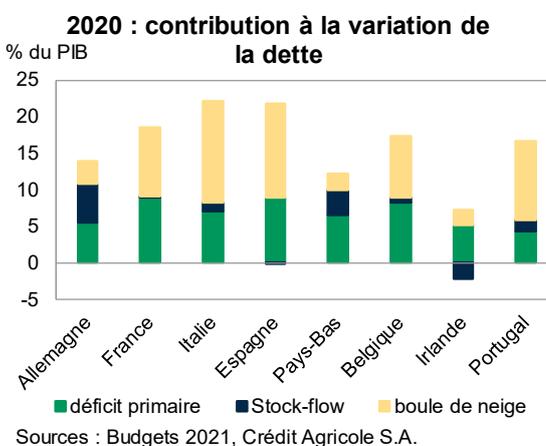
La forte dégradation du solde primaire (hors charges d'intérêts) s'est doublée d'une hausse importante de l'écart entre le taux d'intérêt payé sur la dette et le taux de croissance de l'économie du fait de la baisse de ce dernier.



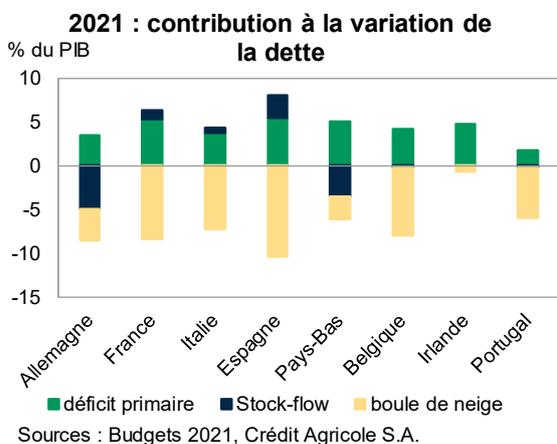
Cet effet négatif de la croissance sur la dette a été particulièrement important en France, en Italie et en Espagne et a joué davantage que la dégradation du solde public sur la remontée de la dette.



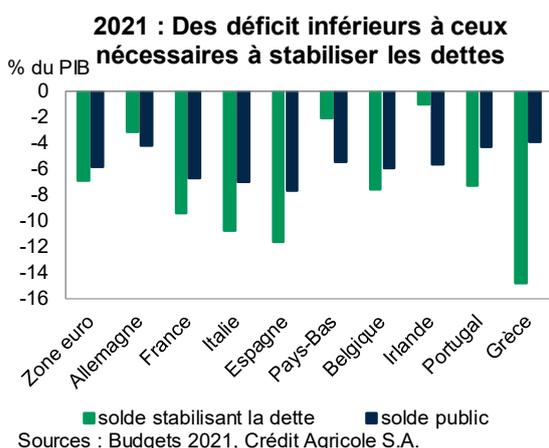
La remontée du ratio dette/PIB est donc exceptionnelle et liée à ces facteurs extraordinaires et temporaires.



Dès 2021, la décre de la dette est entamée. Si le déficit primaire reste encore élevé en 2021, la plus forte croissance de l'économie permet d'inverser l'écart dit « critique » entre taux d'intérêt et taux de croissance de l'économie et d'éviter ainsi tout effet boule de neige.

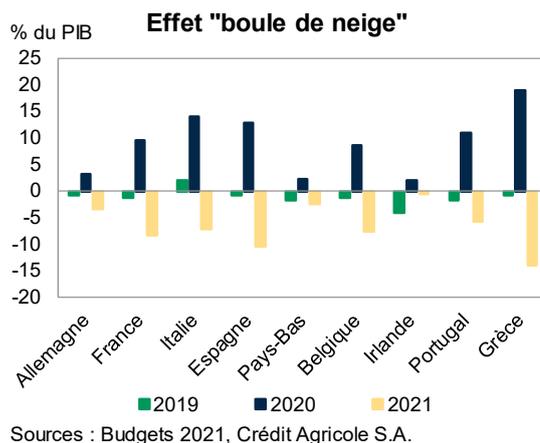
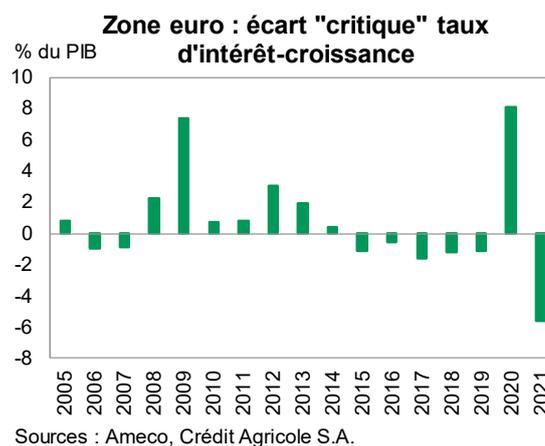


En prenant en compte le risque baissier qui pèse sur la croissance et le risque haussier sur le déficit lié à la deuxième vague d'épidémie et de confinement, il en résulte que la trajectoire descendante de la dette s'en verrait, sinon arrêtée, du moins retardée. Néanmoins, les déficits projetés par les projets budgétaires en 2021 sont bien inférieurs à ceux nécessaires à stabiliser la dette et laissent une marge de manœuvre suffisante pour ne pas prévoir une inversion de la trajectoire des dettes publiques.



À plus moyen terme, les États prévoient un ralentissement de la croissance dans un environnement de taux bas pour une période prolongée. On peut donc prévoir un différentiel entre taux d'intérêt et croissance durablement négatif qui favoriserait une réduction des niveaux d'endettement. D'autres facteurs contribuent à maintenir des conditions de financement favorables, tels que l'allongement de la maturité de la dette ces dernières années, des sources de financement stables (les programmes

de rachats d'actifs de la BCE) et les initiatives de l'UE telles que l'instrument européen pour le soutien temporaire à atténuer les risques de chômage dans une situation d'urgence (SURE) et, surtout le *Next Generation EU* (NGEU). Ces derniers permettent, en effet, de maintenir un soutien important à la croissance sans peser sur les comptes publics (pour les subventions) ou en améliorant les conditions d'emprunt (pour les prêts).



Malgré cet environnement monétaire plus favorable à la soutenabilité de la dette, les projections de croissance et de dette sont exceptionnellement incertaines. Les simulations stochastiques effectuées par la Commission européenne dans son analyse de soutenabilité prennent en compte un large éventail de conditions macro-économiques possibles, avec jusqu'à 2 000 chocs simulés sur la croissance, les taux d'intérêt et le solde primaire. Les informations probabilistes sur la dynamique de la dette de la zone euro, en tenant compte de l'occurrence éventuelle de chocs sur la croissance, les taux d'intérêt et le solde primaire, indiquent qu'en 2021, le taux d'endettement de la zone euro se situera entre 99% et 106% du PIB avec une probabilité de 80% dans le scénario de la Commission, et entre 97% et 104% du PIB dans le scénario résultant des budgets présentés par les États. En 2025, il y aurait une probabilité de 50%

que le ratio de la dette soit supérieur à environ 104% du PIB dans les deux scénarios. Si à moyen terme l'impact de la crise Covid-19 sur les finances publiques devait se dénouer progressivement, les passifs éventuels, résultant de la fourniture de

garanties publiques pour soutenir l'activité économique et les secteurs particulièrement touchés par la pandémie, pourrait se matérialiser dans une remontée, pour l'instant non projetée, de la dette et les déficits publics.

Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet :

Date	Titre	Thème
23/11/2020	<u>Mexique – Que nous disent les agences de rating ?</u>	Amérique latine
20/11/2020	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
18/11/2020	<u>Les monnaies digitales de banque centrale : opportunité ou menace pour les banques ?</u>	Banques
17/11/2020	<u>BCE – Chroniques virtuelles de Sintra</u>	UE
13/11/2020	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
10/11/2020	<u>L'OBSERVATOIRE financier des Entreprises Agroalimentaires</u>	Agri-agro
10/11/2020	<u>Inde – Comme une petite lueur dans le noir</u>	Asie
10/11/2020	<u>Embellie sans lendemain ? Dessiner 2021</u>	UE
09/11/2020	<u>UE – Commission européenne : les prévisions d'automne annoncent un gel hivernal sur la croissance</u>	UE
06/11/2020	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
03/11/2020	<u>Secteur bancaire – Les monnaies digitales de banque centrale : opportunité ou menace pour les banques ?</u>	Banques
03/11/2020	<u>États-Unis : la crise de légitimité</u>	États-Unis
03/11/2020	<u>Russie – La stratégie d'hibernation ?</u>	Russie
02/11/2020	<u>Italie – Conjoncture, Flash PIB : estimation au T3</u>	Italie
02/11/2020	<u>Zone euro – Conjoncture, Flash PIB : première estimation au T3 2020</u>	UE
02/11/2020	<u>UE – Apprendre à vivre avec : ce que cela signifie pour le scénario de croissance</u>	UE

Crédit Agricole S.A. — Études Économiques Groupe

12 place des États-Unis – 92127 Montrouge Cedex

Directeur de la Publication : Isabelle Job-Bazille - **Rédacteur en chef** : Armelle Sarda

Documentation : Dominique Petit – **Statistiques** : Robin Mourier

Secrétariat de rédaction : Fabienne Pesty

Contact: publication.eco@credit-agricole-sa.fr

Consultez les Etudes Economiques et abonnez-vous gratuitement à nos publications sur :

Internet : <https://etudes-economiques.credit-agricole.com/>

iPad : application **Études ECO** disponible sur l'App store

Android : application **Études ECO** disponible sur Google Play

Cette publication reflète l'opinion de Crédit Agricole S.A. à la date de sa publication, sauf mention contraire (contributeurs extérieurs). Cette opinion est susceptible d'être modifiée à tout moment sans notification. Elle est réalisée à titre purement informatif. Ni l'information contenue, ni les analyses qui y sont exprimées ne constituent en aucune façon une offre de vente ou une sollicitation commerciale et ne sauraient engager la responsabilité du Crédit Agricole S.A. ou de l'une de ses filiales ou d'une Caisse Régionale. Crédit Agricole S.A. ne garantit ni l'exactitude, ni l'exhaustivité de ces opinions comme des sources d'informations à partir desquelles elles ont été obtenues, bien que ces sources d'informations soient réputées fiables. Ni Crédit Agricole S.A., ni une de ses filiales ou une Caisse Régionale, ne sauraient donc engager sa responsabilité au titre de la divulgation ou de l'utilisation des informations contenues dans cette publication.