POINT DE VUE

La dette publique en zone euro post-Covid, faut-il s'inquiéter ?

Par :

- **Ombretta Signori,** Stratégiste senior chez Aviva Investors France
- **Geoffroy Lenoir,** Directeur de la gestion des OPC chez Aviva Investors France

Mai 2021

Les mesures de soutien budgétaire sans précédent prises depuis mars 2020 partout dans le monde pour tenter d'amortir le choc provoqué par la pandémie ont fait exploser les ratios d'endettement public, notamment en zone euro. Avec à la clé de nombreuses interrogations sur la soutenabilité de cette dette.

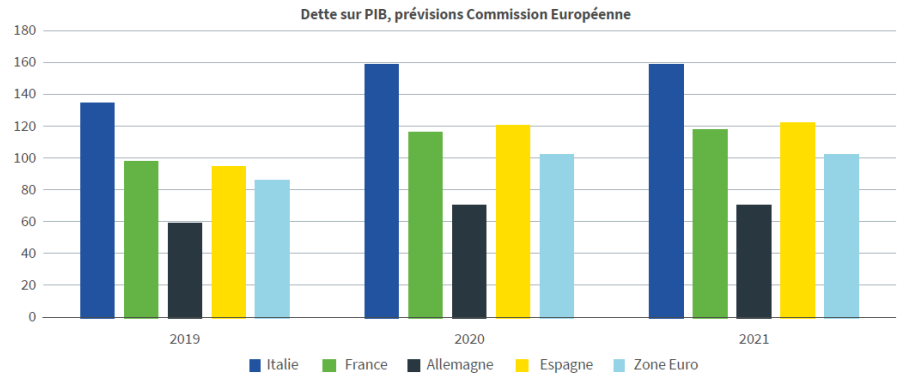
Ombretta Signori, stratégiste senior, et Geoffroy Lenoir, directeur de la gestion des OPC chez Aviva Investors France, livrent leur analyse.

La pandémie a fait exploser la dette publique en zone euro. Quel est aujourd'hui l'état des lieux ?

Ombretta Signori – Face au choc provoqué par la pandémie, tous les gouvernements ont déployé dès la mi-mars 2020, de manière coordonnée et de concert avec les actions des banques centrales, des mesures de soutien budgétaire sans précédent. L'objectif était non seulement d'assurer la survie des entreprises et d'éviter une baisse du revenu des ménages, mais aussi d'amortir le choc de demande et permettre un rebond de la consommation lors de la levée des restrictions sanitaires. Ces mesures ont souvent été prolongées voire amplifiées en zone euro en raison des mesures sanitaires et/ou de confinement décidées à plusieurs reprises depuis l'automne 2020. En conséquence, les déficits publics ont fortement augmenté tout comme l'endettement des États. Fin 2020, la

dette publique de la zone euro représentait 98%[1] du PIB, contre 89,3%[1] en 2019. Il y a toutefois de très fortes disparités d'un pays à l'autre. Avec un ratio de 115,7%[1], contre 97,6%[1] en 2019, la France était fin 2020 le 6ème pays le plus endetté de la zone (graphique 1). Selon la loi de finances pour 2021, ce ratio devrait atteindre 122,4% cette année.

Graphique 1. **L'endettement en zone euro**



Source: Macrobond - Aviva Investors France Mai 2021.

Nous sommes donc très loin de l'austérité budgétaire du Pacte de stabilité et de croissance…

Ombretta Signori – La Commission européenne a proposé dès mars 2020 de suspendre le Pacte, ce qui a par la suite été validé par les ministres des Finances, afin de permettre aux États membres de déployer toutes les mesures budgétaires nécessaires. Cette décision inédite, qui n'avait pas été prise lors de la crise financière de 2008, ni lors de la crise de la dette souveraine de 2011, permet aux États membres de ne plus avoir à se conformer aux règles budgétaires en vigueur depuis l'adoption du Pacte en 1997 et sa révision en 2005 : afficher un déficit public dans la limite de 3 % du PIB et une dette publique inférieure à 60 % du PIB. Le Pacte est suspendu jusque fin 2021 et pourrait l'être jusqu'à fin 2022 selon la conclusion des négociations en cours. La Commission européenne ne fait pas cavalier seul. Le FMI et l'OCDE s'accordent également sur la nécessité de lever le principe d'austérité budgétaire pour lutter contre les effets de la crise. La suspension du Pacte marque également un vrai changement de paradigme au sein de la zone euro. Si la politique monétaire était jusque-là le seul soutien possible à la croissance, la situation actuelle démontre que la politique budgétaire peut prendre le relais et qu'elle doit le faire en période de crise.

L'envolée de la dette publique fait néanmoins couler beaucoup d'encre. Est-ce vraiment un problème ?

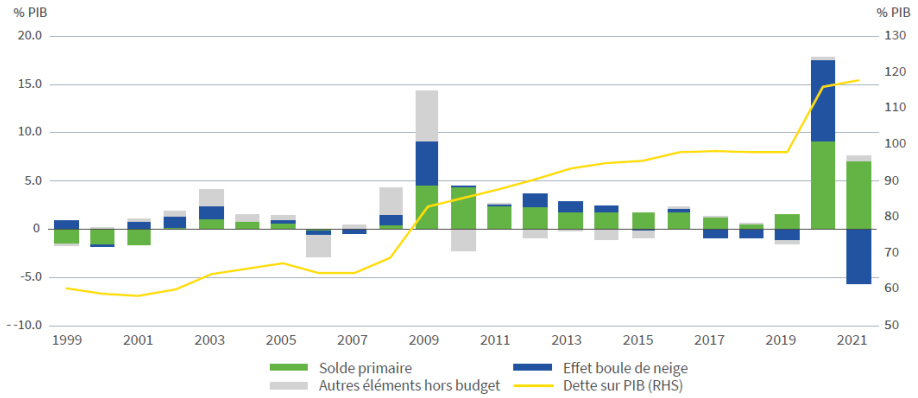
Ombretta Signori – La dette publique a certes fortement augmenté dans de nombreux pays de la zone euro depuis 40 ans. Mais parallèlement, les taux d'intérêt ont sensiblement et continuellement reculé. Fin 2020, l'État français empruntait à 10 ans à un taux inférieur à -0.3%[2], contre environ 7% en 1994, 4% en 2008 et 0,6% début 2019. Les taux des obligations souveraines françaises sont même désormais négatifs sur les échéances inférieures à 10 ans. Emprunter pour soutenir l'économie mais aussi pour rembourser les titres arrivant à échéance coûte donc de moins en moins cher. La loi de finances pour 2021 prévoit ainsi que l'État français paie environ 37 milliards d'euros d'intérêts contre 42 milliards en 2017. Tant que la Banque centrale européenne (BCE) maintient sa politique monétaire ultra-accommodante et surtout ses rachats d'actifs (voir encadré), les taux devraient rester très faibles en zone euro.

Cet environnement de taux bas rend donc la dette soutenable ?

Ombretta Signori – La dette publique est soutenable tant que la croissance économique nominale reste supérieure au coût du service de cette dette, c'est-à-dire au taux d'intérêt nominal. Toutefois, les taux d'intérêt ne resteront pas éternellement aussi faibles. Pour éviter à terme un effet « boule de neige » (graphiques 2 et 3) de l'endettement et donc de faire potentiellement peser un lourd fardeau aux prochaines générations, il est primordial que les États engagent, au-delà des investissements qui seront réalisés dans le cadre du

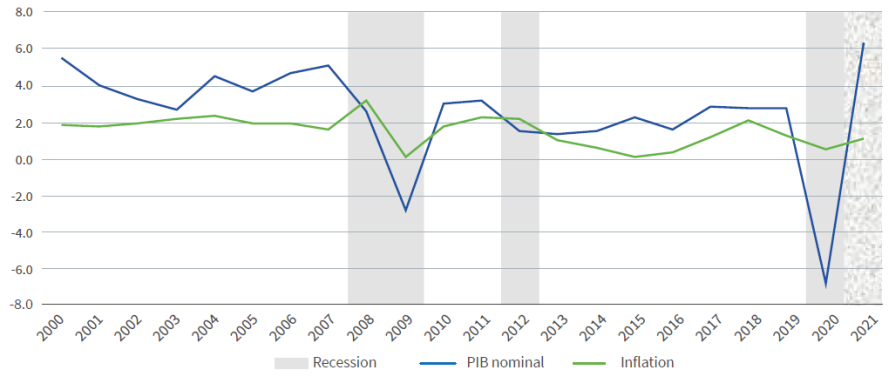
plan de relance européen, des réformes structurelles pour améliorer leur compétitivité et ainsi construire une croissance durablement plus forte. De nombreux axes de réforme avaient déjà été identifiés avant la pandémie. Il faudra bien évidemment affiner cette analyse une fois que les effets à moyen-long terme de la crise pourront être mieux évalués.

Graphique 2. **France: dynamique de la dette publique**



Source: Macrobond Janvier 2021.

Graphique 3. **"Effet boule de neige": croissance nominale française et coût de la dette**



Source: Datastream, Aviva investors Avril 2021.

Comment expliquer la tolérance dont font preuve aujourd'hui les investisseurs face à cet endettement ?

Geoffroy Lenoir - Les investisseurs sont focalisés depuis mars 2020 sur la capacité de la BCE à maintenir des conditions de financement extrêmement favorables pour tous les acteurs économiques et ne semblent ainsi pas s'inquiéter de l'explosion de l'endettement de nombreux États membres. Ce changement de perception par rapport à la crise de la dette des pays périphériques en 2010-2011 s'explique notamment par le fait que l'explosion de l'endettement intervient dans un contexte sans précédent et de manière concomitante dans tous les pays développés. Il n'y a donc pas de risque Crédit spécifique à un ou quelques pays. Par ailleurs, l'accord trouvé en juillet 2020 par les 27 pays de l'Union européenne pour un plan de relance européen de 750 milliards d'euros a permis de renforcer la confiance des investisseurs sur les dettes souveraines de la zone euro.

Pourquoi ce plan de relance européen est-il perçu comme un acte fort ?

Geoffroy Lenoir - Les 27 ont pour la première fois réussi à se mettre d'accord sur une mutualisation des ressources et des dépenses. Les investissements dans la transition climatique et les technologies numériques prévus dans le cadre du plan « EU Next Generation » seront financés par des obligations émises par la Commission européenne. L'Union européenne devrait ainsi devenir un emprunteur de premier plan sur les marchés, qui plus est très bien noté par les agences de notation (voir encadré). Ce plan de relance acte donc le déploiement d'une dette commune au sein de l'Union européenne et représente une avancée supplémentaire vers un fédéralisme budgétaire. Il écarte aussi

un peu plus le risque d'éclatement de la zone euro et renforce la crédibilité de la monnaie unique aux yeux des investisseurs internationaux.

Quels seront les facteurs à surveiller à moyen terme ?

Ombretta Signori – La communication de la BCE sur l'évolution de sa politique de rachat d'actifs sera importante pour éviter un resserrement prématuré des conditions de financement des agents économiques. L'évolution des politiques budgétaires devra également être surveillée. Lorsque les restrictions pourront être levées et que la reprise s'installera, les mesures de soutien budgétaire vont s'estomper et les recettes fiscales augmenter, permettant ainsi de réduire les déficits. Néanmoins, il ne faudra pas répéter les erreurs commises au sortir de la crise financière de 2008. Vouloir revenir à l'austérité budgétaire en coupant trop tôt dans les dépenses et les investissements pour réduire la dette risquerait d'entamer lourdement la reprise et le potentiel de croissance. La relance budgétaire restera nécessaire le temps que la reprise économique s'enracine.

Geoffroy Lenoir – Les investisseurs exigeront, tôt ou tard, d'être convaincus de la pertinence des investissements financés par le plan de relance européen et de la responsabilité des différents gouvernements dans le déploiement des sommes allouées. S'engager dans des investissements permettant de financer la transition écologique, comme le prévoit notamment ce plan, et ainsi de construire une croissance durable devrait être bien perçu par les investisseurs. Au-delà de l'évolution à moyen terme des taux d'intérêt, deux autres sujets seront également à surveiller : le débat sur l'annulation de la dette Covid (voir encadré) et l'éventuelle renégociation du Pacte de stabilité et de croissance.

Faudrait-il, en sortie de crise, définir un nouveau paradigme pour favoriser une nouvelle coordination entre politiques budgétaires et monétaires en zone euro ?

Ombretta Signori – Il est encore trop tôt pour évaluer ce que pourraient être d'éventuelles nouvelles règles budgétaires en zone euro. En revanche, la crise a mis en lumière que la politique budgétaire pouvait, en complément d'une politique monétaire assurant des conditions de financement très favorables, aider rapidement à soutenir l'économie et l'emploi. Si les pays du sud de la zone euro réussissent à convaincre les pays du nord de leur capacité à utiliser efficacement les ressources qui leur seront allouées dans le cadre du plan de relance, l'assouplissement des règles du Pacte de stabilité pourrait être envisagé en vue d'un rééquilibrage entre politiques monétaire et budgétaire au profit de cette dernière.

Les rachats d'actifs par la Banque Centrale Européenne alimentent la faiblesse des taux

Pour soutenir la croissance de la zone euro, la Banque Centrale Européenne a mis en place depuis 2015, comme la Réserve Fédérale américaine, notamment, un peu plus tôt, une politique non conventionnelle, appelée « quantitative easing » (QE), qui lui permet de racheter de la dette publique émise par des États membres. Concrètement, la BCE rachète, via l'Eurosystème, des créances sur le marché secondaire. Cet afflux de demande pour des obligations souveraines a pour effet de faire monter les prix et donc de faire baisser les taux sur le marché obligataire en raison de la relation inverse entre le prix d'une obligation et son rendement. Parallèlement, les investisseurs étant assurés de pouvoir revendre leur dette à la BCE, la liquidité[2] du marché secondaire s'en trouve améliorée. Financer la dette publique devient également peu risqué, ce qui tire les primes de risque, et donc les taux d'intérêt, à la baisse. Dans le cadre des mesures exceptionnelles prises en mars 2020 pour soutenir, de concert avec les politiques budgétaires, les économies frappées par la pandémie, la BCE a relancé sa politique de rachat d'actifs avec le programme d'urgence face à la pandémie (PEPP). D'un montant initial de 1.350 milliards d'euros et visant désormais aussi les créances d'entreprises, il a été relevé fin 2020 à 1.850 milliards d'euros et prolongé jusqu'en mars 2022. Cette mesure a permis de rassurer les marchés financiers mais également de soulager les banques pour les inciter à maintenir, voire relancer, leurs prêts aux ménages et entreprises. Avec cette politique de rachat d'actifs, la BCE détient aujourd'hui environ 25% de la dette publique européenne.

L'annulation de la dette Covid : une proposition très risquée, « inenvisageable » pour la BCE

L'envolée de l'endettement public en zone euro, et le potentiel poids de son remboursement pour les futures générations, a fait surgir un débat animé entre économistes, et inédit en Europe, sur l'annulation de la dette Covid détenue par l'Eurosystème. Christine Lagarde, la présidente de la BCE, a bien souligné que l'annulation de cette dette était « inenvisageable » car ce serait une « une violation du traité européen qui interdit strictement le financement monétaire des États ». Cela ferait très certainement voler en éclat la crédibilité de la monnaie unique et donc la capacité des États membres à emprunter pour financer leur croissance. Un pays qui n'honore pas ses créances perd en effet la confiance des investisseurs avec comme conséquence une envolée de la prime de risque sur sa signature, et donc des taux d'intérêt, voire une incapacité à emprunter. On se souvient du cas de l'Argentine à la fin des années 90, à ce titre emblématique. Même si le débat ne porte que sur la « dette Covid », le risque serait quand même grand pour la crédibilité des États membres de la zone euro dont la très grande majorité de leur dette (environ 75%) est encore détenue par d'autres États, des banques, des compagnies d'assurance ou encore des épargnants.

L'Union européenne, bientôt l'un des principaux emprunteurs en Europe

Pour financer les investissements des différents pays dans la transition climatique et les technologies numériques prévus dans le cadre du plan de relance « EU Next Generation », l'Union européenne va très largement avoir recours aux émissions obligataires. Une fois le plan ratifié par tous les États membres, Bruxelles prévoit d'emprunter sur les marchés financiers 150 milliards d'euros par an en moyenne jusqu'en 2026, sur des maturités pouvant aller jusqu'à 30 ans. Une partie de ces obligations sera émise sous forme de « green bonds ». Emprunteur auparavant mineur avec 50 milliards d'euros d'obligations en circulation jusqu'à octobre 2020, l'Union européenne s'est déjà fait remarquer au quatrième trimestre 2020 avec trois émissions obligataires très largement sursouscrites, destinées à financer le programme européen Sure. D'un montant de 100 milliards d'euros, ce programme est destiné à accompagner les États membres dans le financement des mesures de soutien au chômage partiel lié à la pandémie. Avec les nouvelles émissions prévues pour financer le plan de relance, l'Union européenne pourrait devenir l'un des principaux emprunteurs sur le marché de la dette européenne, après l'Allemagne, la France et l'Italie. Noté AAA par Moody's and Fitch ou AA par S&P, les principales agences de notation, cet émetteur supranational proposera des obligations jugées très sûres et liquides[3], à même de répondre à la demande des investisseurs, avec qui plus est des rendements potentiellement plus attractifs que ceux des Bund allemands.

Références

1. Euroindicateurs Eurostat 22 avril 2021, 1ère notification.
2. Evaluation à fin 2020
3. La liquidité est la capacité d'acheter ou de vendre rapidement un actif, sans en affecter le prix.

Contacts presse

Marion Duchêne
marion.duchene@shan.fr
Tél : + 33 (0)6 46 47 09 79

Anne-Marie Cravero
Tél : +33 (0)6 11 19 20 68

INFORMATION IMPORTANTE :

Les informations et opinions reflétées dans le présent document sont exclusivement destinées à être utilisées par la presse et les médias financiers. Les informations ou opinions reflétées dans le présent document ne sauraient faire foi ou être considérées comme des conseils.
Ce communiqué de presse fourni par Aviva Investors Global Services Limited ne saurait représenter une quelconque promotion financière, conformément à la dispense du Financial Promotion Order, car Aviva Investors Global Services Limited n'exerce aucun contrôle sur les articles basés sur le présent communiqué de presse préparés et publiés par la presse et les médias financiers.
Sauf indication contraire, la source de toutes les informations est Aviva Investors Global Services Limited (« Aviva Investors ») au 26 mai 2021. Sauf indication contraire, les points de vue et les opinions exprimés dans le présent document sont ceux d'Aviva Investors. Leur contenu ne doit pas être considéré comme indiquant une garantie de rendement d'un placement géré par Aviva Investors, ni comme un conseil de quelque nature que ce soit. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. La valeur d'un investissement et des éventuels revenus attachés peut fluctuer à la hausse comme à la baisse et l'investisseur pourrait ne pas récupérer l'intégralité du capital investi.

AVIVA INVESTORS
Aviva Investors représente l'activité de gestion d'actifs internationale d'Aviva plc. La société offre des solutions et des services en gestion d'investissements et sa performance axée sur les clients répond aux attentes de ces derniers au niveau mondial. Aviva Investors est implanté dans 15 pays des régions Asie-Pacifique, Europe, Amérique du Nord et Royaume-Uni.

AVIVA INVESTORS FRANCE
Aviva Investors France, société de gestion de portefeuille de droit français agréée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) sous le n° GP 97-114, Société Anonyme à Directoire et Conseil de Surveillance au capital de 18 608 050 euros, dont le siège social est sis 14 rue Roquépine, 75008 Paris, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 335 133 229.
Aviva Investors est la dénomination commerciale de la branche de gestion d'actifs du groupe Aviva.

Aviva Investors Global Services Limited
St Helen's, 1 Undershaft, London, EC3P 3DQ Téléphone +44 (0)20 7809 6000
Fax +44 (0)20 7489 7940
Site internet www.avivainvestors.com
Email info@avivainvestors.com
Publié par Aviva Investors Global Services Limited, enregistré en Angleterre sous le n° 1151805. Siège social : St Helen's, 1 Undershaft, London EC3P 3DQ. Agréé et régi par la Financial Conduct Authority et membre de l'Investment Association.
Les appels téléphoniques à Aviva Investors peuvent être enregistrés à des fins de formation ou de suivi.