

Flash Economie

25 mars 2020 - 361

Les Etats de la zone euro ont-ils vraiment une capacité budgétaire illimitée ?

Tous les pays de la zone euro annoncent une réponse budgétaire massive à la crise : baisse des impôts des entreprises, financement du chômage partiel, garanties publiques des crédits, hausse bien sûr des dépenses de santé, montée en capital de l'Etat dans certaines entreprises en difficulté.

Le message est partout le même : il n'y a pas de limite à cette intervention, qui vise à diminuer l'effet de la crise sur le chômage et les faillites.

Mais est-il sûr que les Etats disposent de cette capacité budgétaire illimitée, qu'ils peuvent accroître sans difficulté et fortement leur déficit public ? La réaction des taux d'intérêt à long terme, y compris dans les pays du cœur de la zone euro, semble montrer que la réponse à cette question est négative. La seule solution est alors la monétisation par la BCE de ces déficits publics supplémentaires.

Patrick Artus

Tel. (33 1) 58 55 15 00

patrick.artus@natixis.com

 [@PatrickArtus](https://twitter.com/PatrickArtus)

www.research.natixis.com

Réponse budgétaire massive dans la zone euro à la crise du coronavirus

Nous attendons, pour l'instant, une croissance en 2020 (en moyenne annuelle) de l'ordre de - 2% en France et en Espagne, - 3% en Allemagne, - 4% en Italie.

La perte de croissance par rapport à ce qui était anticipé (3 à 4 points) permet **d'anticiper une hausse des déficits publics de l'ordre de 2 points de PIB au moins**.

Cette hausse des déficits publics, qui vise surtout à limiter la hausse du chômage et des faillites, consiste dans tous les pays en :

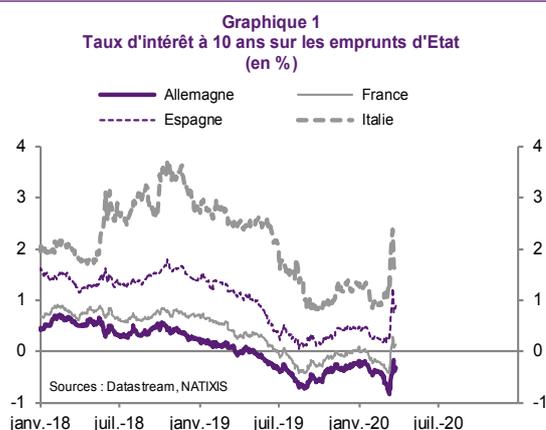
- une baisse des impôts des entreprises ;
- le financement du chômage partiel ;
- des garanties publiques sur les crédits ;
- la hausse des dépenses de santé ;
- la montée de l'Etat dans le capital d'entreprises en difficulté, des nationalisations.

Le message des Etats est partout le même : il n'y a pas de limite à l'intervention budgétaire ; le ministre français du Budget a ainsi déclaré « quand la maison brûle on ne compte pas les litres d'eau pour éteindre ».

Mais les Etats ont-ils vraiment la capacité à réaliser cette intervention budgétaire illimitée ? Ils se comportent comme s'il n'y avait pas de limite à la capacité à accroître les déficits publics.

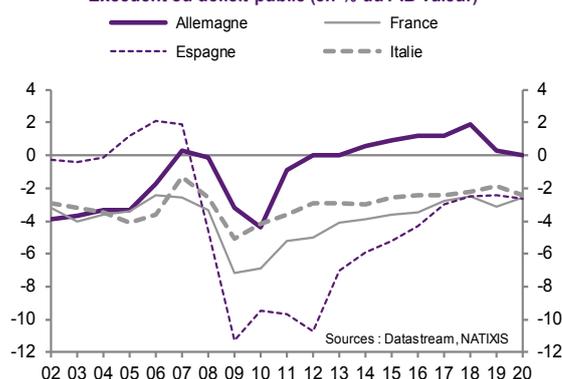
En réalité, il y a une limite à l'accroissement des déficits publics

On observe dans la zone euro que **l'annonce des plans budgétaires expansionnistes des pays a provoqué une hausse des taux d'intérêt à long terme de tous les pays**, particulièrement des pays périphériques mais aussi des pays du cœur, **de la zone euro (graphique 1)**.



Ceci montre que, probablement, **la limite à l'extension des déficits publics est atteinte** lorsqu'on augmente de 2 points de PIB les déficits publics attendus pour 2020 avant le coronavirus (**graphique 2**).

Graphique 2
Excédent ou déficit public (en % du PIB valeur)



Les Etats de la zone euro ne peuvent donc pas simplement accroître sans limite les dettes publiques : **il n'y a plus assez d'épargne voulant s'investir dans ces dettes.**

Synthèse : quelle solution ?

Si tous les pays de la zone euro sont touchés (par la hausse des taux d'intérêt à long terme en réponse à des déficits publics fortement accrus), **la mutualisation des déficits publics supplémentaires allège le poids pour les pays périphériques** (où la hausse des taux d'intérêt est plus forte) **mais ne résout pas le problème global d'excès de déficit public.**

La seule solution est alors la monétisation de ces déficits publics supplémentaires par la BCE (graphique 3), donc une ouverture importante du Quantitative Easing sur les dettes publiques (de 250 Md€ au moins s'il s'agit de 2% du PIB).

Graphique 3
Zone euro : encours d'obligations publiques détenu par la BCE (Md d'euros)

