

LE DOSSIER DU « PLAFOND DE LA DETTE » CLASSÉ, EST DÉSORMAIS BIEN CLASSÉ.

MAIS QUELLE EST LA DYNAMIQUE DE LA DETTE PUBLIQUE ?

Le dernier affrontement politique sur le plafond de la dette publique aux États-Unis a remis la dynamique de la dette publique au centre des débats publics. Cela nous donne l'occasion de revenir sur ce sujet pour les États-Unis et pour l'Europe : la dynamique de dette est plutôt inquiétante pour les États-Unis alors qu'une amélioration est notable en Europe.

AUX ÉTATS-UNIS, LE DÉFICIT PUBLIC REPART À LA HAUSSE

Après des négociations particulièrement difficiles, les démocrates et les républicains sont parvenus à un accord pour suspendre le plafond de la dette jusqu'en 2025 (soit après l'élection présidentielle de novembre 2024). La dette publique avait atteint dès janvier 2023 son plafond de 31 400 Mds \$. Même si cela est courant de leur part, les républicains ont mis en avant la forte hausse du déficit et de la dette publique pour exiger des baisses de dépenses. Il est vrai que la dynamique de la dette publique américaine peut objectivement interroger. Très régulièrement ces dernières années (et déjà avant la crise covid), le président de la Fed Jerome Powell indiquait que la dette publique est sur « une trajectoire non soutenable ».

Lors de la crise covid, les différents programmes de soutien ont coûté cher et le déficit fédéral a atteint 14,3 % en 2020. Mais en mettant de côté cet épisode, on s'aperçoit que le déficit fédéral (calculé en % du PIB) est depuis une petite décennie sur une tendance ascendante : alors qu'il était auparavant très corrélé du cycle économique, il l'est désormais beaucoup moins. Plusieurs raisons expliquent le phénomène : la baisse graduelle du taux d'imposition,



Bastien Drut,

Responsable des Études et de la Stratégie - CPR AM



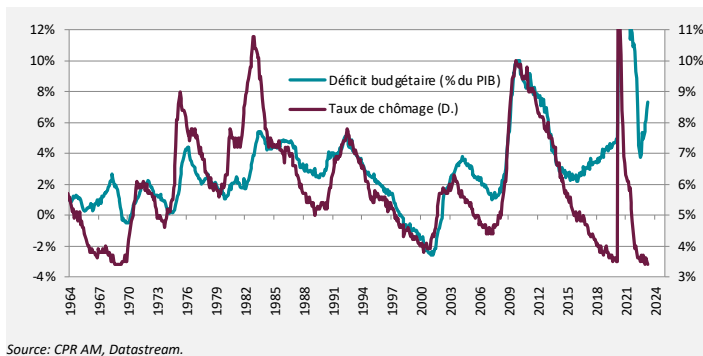
Juliette Cohen,

Stratégiste Senior - CPR AM

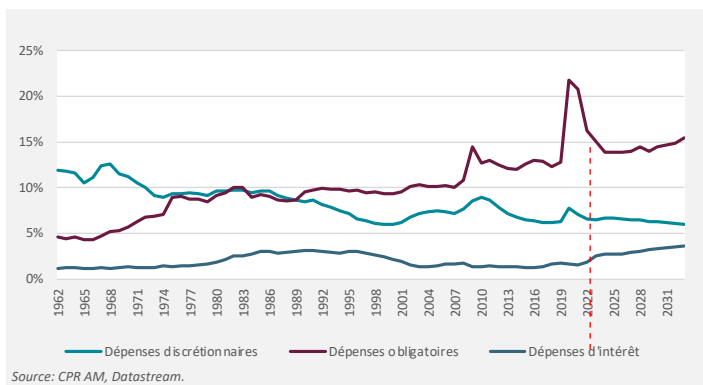
la hausse tendancielle des dépenses « obligatoires » (retraite, santé) et plus récemment, la hausse des dépenses d'intérêt (suite au resserrement monétaire brutal de la Fed). En conséquence, le CBO (organisme non-partisan) anticipe que les déficits fédéraux vont continuer à augmenter lentement mais sûrement. La réalité est vraisemblablement plus sombre puisque le CBO ne fait pas d'hypothèse de récession dans ses projections et que les récessions causent généralement de fortes hausses du déficit public.

Une évolution importante pour la dynamique de la dette publique est que le resserrement monétaire brutal opéré par la Fed en 2022 & 2023 provoque une forte hausse des dépenses d'intérêt. Ce poste a même dépassé 2 % du PIB sur les 12 derniers mois alors que cela n'était plus arrivé depuis la fin des années 1990. Celles-ci devraient continuer à augmenter au fur et à mesure du renouvellement de la dette et si la Fed maintenait des taux directeurs élevés sur une période prolongée. Par ailleurs, la politique de bilan de la Fed a également des répercussions sur les conditions de financement de l'État : de juin 2023 à mai 2024, la Fed ne réinvestira pas 631 Mds \$ de titres du Trésor de maturité longue, qui devront être absorbés par les marchés obligataires.

États-Unis : dépenses fédérales en % du PIB



États-Unis : déficit budgétaire et taux de chômage



L'ANNÉE 2022 MARQUE UN RETOUR À LA TENDANCE AU DÉSENDETTEMENT POUR DE NOMBREUX PAYS EUROPÉENS

La Commission européenne a rendu fin mai ses recommandations par pays dans le cadre du semestre européen de coordination des politiques budgétaires. La Commission souligne que les ratios élevés d'endettement public ont continué de baisser en 2022, avec une croissance du PIB nominal plus soutenue. Cependant, les ratios d'endettement restent élevés et encore sensiblement supérieurs à leurs niveaux d'avant la crise du COVID-19. Ainsi, pour la zone euro, la dette exprimée en % du PIB s'élevait à 86 % en 2019, elle a augmenté à 99 % en 2020 avant de revenir à 93 % en 2022. Pour 2023 et 2024 surtout, les prévisions de baisse basées sur les plans budgétaires à 3 ans des États restent modestes.

La Commission préconise donc une politique budgétaire prudente en 2023-2024 en cohérence avec le double objectif de réduction de l'inflation et de baisse des niveaux d'endettement à horizon moyen terme. Elle suggère notamment de mettre fin aux mesures de soutien liées aux prix de l'énergie d'ici la fin de l'année 2023. En effet, les mesures liées à l'énergie sont estimées à 1,2 % du PIB de la zone euro pour 2022 et 2023 selon la Commission.

EN ZONE EURO, LES 3 % DE DÉFICIT SUR PIB NE SERONT PAS ATTEINTS EN 2023

Le déficit moyen de la zone euro est attendu à 3,2 % du PIB en 2023 avec un dépassement du seuil des 3 % pour 14 pays dont la France, l'Italie et l'Espagne. Il faut rappeler que les règles budgétaires du Pacte de Stabilité et de Croissance sont suspendues depuis 2020 et jusqu'en 2023 du fait de la crise covid puis de la guerre en Ukraine. En 2024, la moyenne des déficits de la zone euro devrait baisser à 2,5 % du PIB mais avec toujours un dépassement du seuil des 3 % pour les 3 pays précédemment mentionnés.

Comme les nouvelles propositions de règles budgétaires qu'elle a formulées n'ont pas encore été adoptées, la Commission s'est basée pour ses préconisations sur les « anciennes » règles budgétaires de l'UE, avec notamment des efforts budgétaires recommandés centrés autour de la référence de 0,5 % du PIB tout en tenant compte des défis de chaque pays en matière de viabilité de la dette.

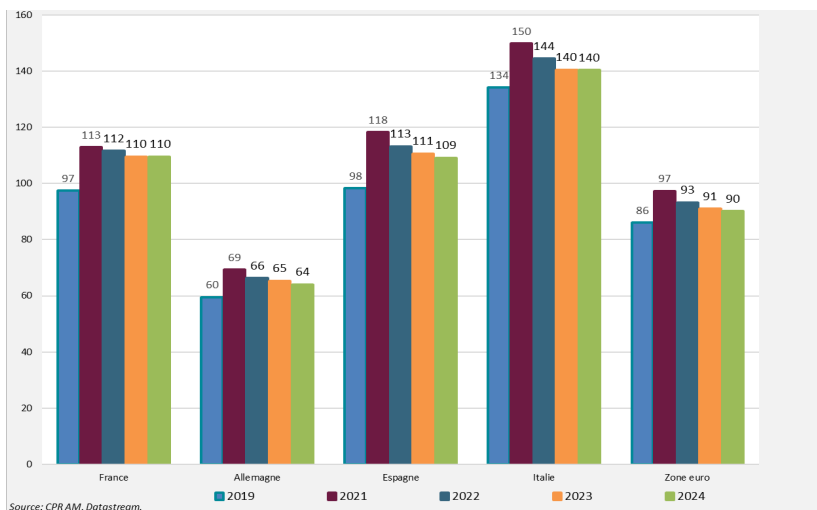
Compte tenu de l'incertitude entourant les perspectives macroéconomiques, la Commission n'a pas l'intention d'ouvrir de nouvelles procédures de déficit excessif sur l'année 2022. La Roumanie qui était le seul pays sous PDE, voit sa procédure suspendue car le déficit 2022 a été conforme à l'objectif qui lui était fixé. Mais la Commission aura la possibilité de rouvrir des PDE en déficit au printemps 2024 sur la base des données 2023 si cela s'avérait nécessaire.

PLUSIEURS DÉFIS POUR LES ANNÉES QUI VIENNENT

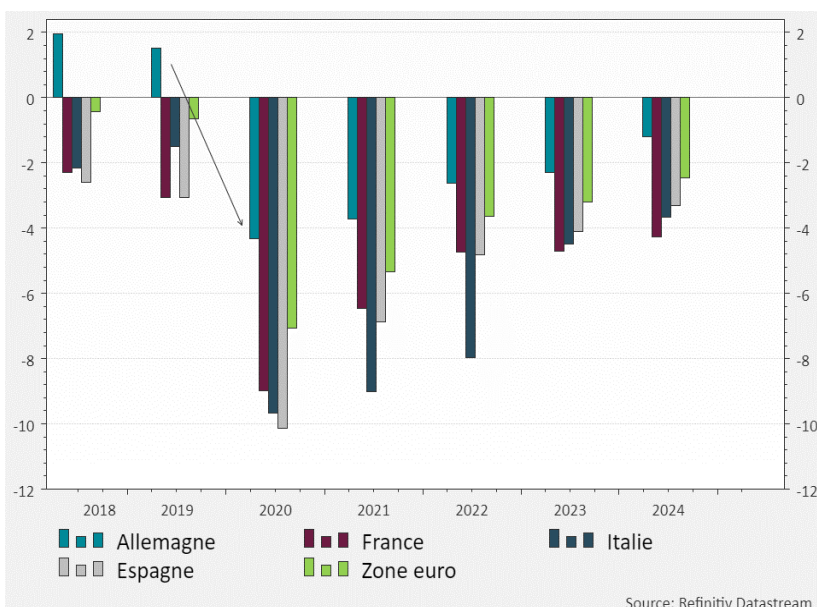
Le 1^{er} défi est la remontée des taux pour des États très endettés. En effet, les taux implicites de la dette des États de la zone euro ont touché un point bas en 2020 ou 2021 selon les pays et ont légèrement remonté depuis. Cette tendance va se poursuivre en 2023 et 2024 selon les prévisions de la Commission.

Le 2^{ème} défi est le *Quantitative Tightening* (QT) de la BCE. Alors que la BCE avait acheté en net pour plus de 250 Mds € de titres d'États de la zone euro en 2022, ce montant va devenir négatif à 220 Mds € en 2023 avec le passage à un QT partiel en mars 2023 puis total à compter de juillet 2023.

Europe : évolution des ratios de dettes publiques



Zone euro : déficit public en % du PIB



Information :

Les commentaires et analyses reflètent l'opinion de CPR AM sur les marchés et leur évolution, en fonction des informations connues à ce jour. Les informations contenues dans ce document n'ont aucune valeur contractuelle et n'engagent pas la responsabilité de CPR AM. Elles sont basées sur des sources que nous considérons fiables, mais nous ne garantissons pas qu'elles soient exactes, complètes, valides ou à propos, et elles ne doivent pas être considérées comme telles à quelque fin que ce soit. Les informations contenues dans ce document n'ont aucune valeur contractuelle. Cette publication ne peut être reproduite, en totalité ou en partie, ou communiquée à des tiers sans l'autorisation préalable de CPR AM. Sous réserve du respect de ses obligations, CPR AM ne pourra être tenu responsable des conséquences financières ou de quelque nature que ce soit résultant de l'investissement. L'ensemble de la documentation réglementaire est disponible en français sur le site www.cpram.fr ou sur simple demande au siège social de la société de gestion.

CPR Asset Management, Société anonyme au capital de 53 445 705 € - Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 01-056 - 91-93 boulevard Pasteur, 75015 Paris - France - 399 392 141 RCS Paris