



# Europe : l'heure est à la consolidation budgétaire

**POINTS À RETENIR :** Les finances publiques des pays de la zone euro ont commencé à s'améliorer en 2023 et la consolidation budgétaire va s'intensifier dans la plupart des pays membres en 2024. Néanmoins, la vulnérabilité budgétaire, en particulier pour les pays les plus endettés, va s'accroître au fil du temps, renforçant la probabilité que la dette publique ne se stabilise pas. L'objectif des nouvelles règles budgétaires est d'assurer la viabilité à long terme des finances publiques mais le financement de la transition verte pourrait en pâtir.



**Didier BOROWSKI**

Responsable de la recherche sur les politiques macroéconomiques - Amundi Investment Institute

**« Il est important de commencer à réaffecter les ressources afin de préserver dès maintenant les dépenses prioritaires en prévision des temps difficiles à venir. »**

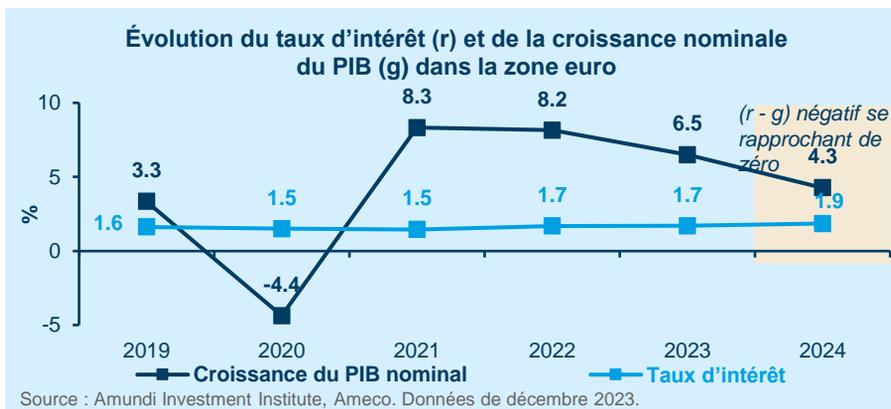
Dans un contexte de faible croissance, les États disposent de marges de manœuvre budgétaires moins importantes. En effet, pour les pays fortement endettés, la hausse des taux d'intérêt effectifs payés sur la dette alourdira les coûts du service de la dette et, toutes choses égales par ailleurs, contribuera à augmenter les ratios dette/PIB. Certes, les finances publiques des pays de la zone euro ont commencé à s'améliorer en 2023, avec une reprise des recettes fiscales, aidée par l'inflation, et la suppression progressive des mesures de soutien. En outre, la consolidation budgétaire va s'intensifier en 2024. **Sur la base d'une évolution du solde primaire corrigé des variations conjoncturelles, l'impulsion budgétaire devrait passer de -0,3 % à -0,85 % du PIB en 2024.**

### La dynamique de croissance ne restera pas toujours aussi favorable

L'écart entre le taux d'intérêt et le taux de croissance du PIB, connu sous le nom de  $(r - g)$ , reste négatif dans tous les pays mais se rapproche de zéro. Ce simple indicateur résume la sévérité des contraintes budgétaires. Lorsque  $(r - g)$  est égal à zéro, la dynamique du ratio dette/PIB est simple : si l'État enregistre un déficit primaire, le ratio d'endettement augmente, s'il enregistre un excédent, le ratio d'endettement diminue.

La plupart des pays de la zone euro affichent actuellement des déficits primaires. À mesure qu'ils refinancent leur dette, le taux d'intérêt moyen sur la dette (le taux effectif) reflète davantage la hausse du taux du marché à long terme. Les contraintes budgétaires vont inévitablement se resserrer, l'écart  $r-g$  menaçant de revenir en territoire positif (en raison de la faiblesse de la croissance, de la désinflation et de la hausse des rendements obligataires).

Les finances publiques sont viables en Europe, mais la vulnérabilité budgétaire va s'accroître avec le temps, en particulier pour les pays les plus endettés. La probabilité que la dette publique ne se stabilise pas augmente. Il est nécessaire de reconstituer dès maintenant les ressources en prévision des mauvais jours et de les réaffecter pour préserver les dépenses prioritaires. Cet ajustement doit se faire très progressivement afin d'éviter toute mesure budgétaire exagérément procyclique.





## Nouvelles règles budgétaires : l'épée de Damoclès plane sur le financement de la transition verte

Les règles budgétaires nouvellement définies sont particulièrement complexes (voir encadré) et loin de l'objectif initial. Cette complexité est le résultat d'un compromis entre des États aux positions initialement conflictuelles. Néanmoins, elles représentent une avancée par rapport aux anciennes règles. **L'objectif principal est de rendre les États plus responsables et de les encourager à promouvoir réformes et investissements. Les États qui joueront le jeu bénéficieront d'une plus grande flexibilité.** Les règles ne s'appliqueront qu'à partir de 2025.

En outre, afin d'éviter un ajustement brutal pour les pays qui relèveront de la procédure de déficit excessif (PDE) en 2024 (comme la France et l'Italie), il a été convenu que l'augmentation des charges d'intérêt sur la dette ne sera pas prise en compte dans le calcul du déficit structurel sur la période 2025-27. Les coupes budgétaires devraient donc rester limitées sur cette période.

Il est encore trop tôt pour juger de l'efficacité des nouvelles règles budgétaires et de leur impact sur la croissance. **C'est d'autant plus vrai qu'il sera assez difficile de concilier ces règles avec les investissements considérables nécessaires pour financer la transition verte et numérique** (700 Mds€ par an selon la Commission européenne - CE). En l'absence de capacité budgétaire centrale, il est peu probable que ce nouvel ensemble de règles soit plus respecté que le précédent. La CE devra être pragmatique.

### Encadré : Points à retenir concernant les nouvelles règles budgétaires du Pacte de stabilité et de croissance

Les règles ont été approuvées par les États membres de l'UE le 20 décembre 2023. Le Parlement européen examinera ces règles dans les prochaines semaines. Un vote favorable est attendu au plus tard à la fin du T1 2024.

#### Plan budgétaire à 4 ans

- Chaque pays devra établir un plan budgétaire sur 4 ans en collaboration avec la Commission européenne (CE). La CE peut prolonger la période d'ajustement de 4 à 7 ans, à condition que le pays soit prêt à mettre en œuvre des réformes favorables à la croissance et à investir dans les domaines de la transition écologique et numérique.
- Dans le cadre de ce plan, chaque État s'engagera à respecter une trajectoire de dépenses nettes. Cette trajectoire s'appuie sur une analyse de soutenabilité de la dette (DSA) qui permet d'établir un plan d'ajustement sur mesure.

#### Objectifs budgétaires

- Après l'établissement d'un plan d'ajustement budgétaire (sur 4 ou 7 ans), le déficit ne doit pas dépasser 1,5 % du PIB. L'objectif est de constituer une réserve pour les mauvais jours.
- Les pays dont le déficit est compris entre 1,5 % et 3 % du PIB devront faire des efforts supplémentaires. La réduction du déficit devra être d'au moins 0,4 % du PIB par an (si la période d'ajustement est de 4 ans) et d'au moins 0,25 % du PIB par an (si elle est portée à 7 ans).
- Les pays dont la dette est comprise entre 60 % et 90 % du PIB devront réduire leur ratio d'endettement de 0,5 pp par an sur la période d'ajustement. Si la dette dépasse 90 % du PIB, l'effort devra être plus important (1 pp par an) en moyenne sur la période d'ajustement.

#### Procédure de déficit excessif

- Le plan d'ajustement des dépenses nettes sera basé sur le plus strict des trois critères (DSA, déficit ou dette). La CE sera chargée du suivi. Si un pays s'écarte de la trajectoire de dépenses nettes de plus de 0,3 % du PIB en un an ou de plus de 0,6 % du PIB au total sur l'ensemble de la période d'ajustement, la CE décidera de lancer ou non une Procédure de déficit excessif (PDE).
- Les dépenses de défense bénéficient d'un traitement spécial (exclues des dépenses nettes).
- La Procédure de déficit excessif (lorsque le déficit annuel dépasse 3 % du PIB) est maintenue. De nombreux pays européens (dont la France et l'Italie) relèveront de la PDE à partir de 2024. Dans le cadre de cette procédure, l'ajustement ne portera pas sur la trajectoire de dépenses nettes mais sur le déficit structurel, qui devra être réduit de 0,5 % du PIB chaque année jusqu'à ce qu'il passe sous la barre des 3 %.
- En cas de non-respect de la PDE, l'amende sera limitée à 0,05 % du PIB, un niveau nettement inférieur à celui précédemment appliqué. L'accord s'appuie implicitement sur une procédure visant, pour la CE, à « pointer du doigt les mauvais élèves » afin d'encourager les États membres à respecter leurs engagements.

## INFORMATIONS IMPORTANTES

Le présent document est communiqué à titre purement informatif.

Il ne constitue ni une offre de vente, ni une sollicitation d'offre d'achat, ni une recommandation d'un quelconque titre ou de tout autre produit ou service. Les titres, produits ou services cités en référence peuvent ne pas être enregistrés à la vente auprès de l'autorité compétente de votre juridiction et sont susceptibles de ne pas être agréés ou supervisés par une autorité gouvernementale ou similaire de votre juridiction.

Les informations contenues dans le présent document sont réservées à votre usage interne, ne peuvent pas être reproduites ou rediffusées sous une quelconque forme et ne peuvent pas servir de base ou de composante d'un quelconque instrument ou produit financier ou indice.

En outre, aucun élément du présent document n'est destiné à fournir un conseil fiscal, juridique ou d'investissement.

Sauf indication contraire, toutes les informations contenues dans ce document proviennent d'Amundi Asset Management SAS et sont datées du 12 janvier 2024. La diversification ne saurait garantir un gain ou protéger contre une perte. Les informations contenues dans le présent document sont indiquées « en l'état » et l'utilisateur assume pleinement les risques liés à toute exploitation qui en serait faite. Les données historiques et les analyses ne doivent pas être considérées comme une indication ou une garantie concernant toute analyse, prévision ou prédiction de performance future. Les opinions exprimées au sujet des tendances du marché et de l'économie sont celles de l'auteur et pas nécessairement d'Amundi Asset Management SAS. Elles sont susceptibles d'évoluer à tout moment en fonction des conditions de marché et autres, et aucune assurance ne peut être donnée quant au fait que la performance des pays, marchés ou secteurs sera telle qu'anticipée. Ces opinions ne doivent pas être utilisées comme un conseil d'investissement, une recommandation à l'égard d'un titre ou une indication de transaction pour un quelconque produit d'Amundi. Les investissements impliquent des risques, notamment politiques, de marché, de liquidité et de change.

De plus, toute personne impliquée dans la production de ce document ne saurait en aucun cas être tenue responsable de tout dommage direct, indirect, spécial, accessoire, punitif ou consécutif (y compris, à titre non exhaustif, en cas de manque à gagner) ou de tout autre dommage.

Date de première utilisation : 12 janvier 2024.

Document publié par Amundi Asset Management, société par actions simplifiée (SAS) au capital de 1 143 615 555 € – Société de gestion de portefeuille régie par l'AMF sous le numéro GP04000036 – Siège social : 90–93 boulevard Pasteur – 75015 Paris – France – 437 574 452 RCS Paris – [www.amundi.com](http://www.amundi.com)

Crédits photo : ©iStock/Getty Images Plus – Bloomberg Creative.

### Contributeurs de l'Amundi Investment Institute

**AINOUZ Valentine,**

*Responsable de la stratégie Taux, CFA*

**BERARDI Alessia,**

*Responsable des Marchés émergents, Recherche Stratégie Macroéconomique*

**BERTHON Jean-Baptiste,**

*Macrostratégiste Senior, Recherche Cross-Asset*

**BERTONCINI Sergio,**

*Stratégiste Senior Taux*

**BOROWSKI Didier,**

*Responsable de la recherche sur les politiques macroéconomiques*

**CARULLA Pol,**

*Spécialiste de l'Édition & des Divisions Client*

**CESARINI Federico,**

*Responsable FX Marchés Développés, Stratégiste Recherche Cross Asset*

**DHINGRA Ujjwal,**

*Spécialiste de l'Édition & des Divisions Client*

**DI SILVIO Silvia,**

*Macrostratégiste Senior, Recherche Cross-Asset*

**DROZDZIK Patryk,**

*Macrostratégiste Senior, Marchés émergents*

**GEORGES Delphine,**

*Stratégiste Senior Taux*

**GIAUSA Gabriele,**

*Stratégiste macro junior*

**HERVÉ Karine,**

*Macrostratégiste Senior, Marchés émergents*

**HUANG Claire,**

*Macrostratégiste Senior, Marchés émergents*

**MIJOT Eric,**

*Responsable de la Stratégie Actions*

**PORTELLI Lorenzo,**

*Responsable de l'équipe Recherche Cross-Asset, Responsable de la Recherche Amundi SGR Italy*

**PRADHAN Mahmood,**

*Responsable Macroéconomie*

**ROSENBERG Anna,**

*Responsable Géopolitique*

**USARDI Annalisa,**

*Économiste Senior, CFA*

**VARTANESYAN Sosi,**

*Analyste souverains senior*

### Directeurs de la publication

**DEFEND Monica,**

*Directrice d'Amundi Investment Institute*

**MORTIER Vincent,**

*Directeur des Gestions*

### Rédactrices en chef

**BERTINO Claudia,**

*Responsable de l'équipe Édition et Publication*

**FIOROT Laura,**

*Responsable de l'Édition & des Divisions Client*

### Rédacteurs en chef adjoints

**PANELLI Francesca,**

*Spécialiste de l'Édition & des Divisions Client*

**PERRIER Tristan,**

*Macroéconomiste & Spécialiste de l'Édition*

**GALLARATE Gianluca,**

*Spécialiste Édition & Publication*