



# Pour une refonte du cadre budgétaire européen

Les notes du conseil d'analyse économique, n° 63, Avril 2021

**L**e cadre budgétaire européen ne s'est pas – ou peu – adapté à un environnement macroéconomique qui a été totalement bouleversé. Même avant le choc sanitaire, le cadre intellectuel qui prévalait lors de la rédaction des règles, caractérisé par la méfiance vis-à-vis des politiques budgétaires expansionnistes, était remis en cause par les faits. Ce cadre apparaît aujourd'hui encore plus décalé dans un contexte post-Covid caractérisé par la hausse massive des dettes publiques, la faiblesse des taux d'intérêt et la création d'une capacité d'endettement et d'intervention au niveau européen.

La mise entre parenthèses des règles décidée en mars 2020 pour permettre aux États membres d'adopter des mesures d'urgence face à une crise économique sans précédent doit être l'occasion d'une refonte ambitieuse du cadre budgétaire. Pour éviter les erreurs de 2010-2011, nous préconisons de soumettre le retour au droit commun à un double préalable : d'une part, un retour du PIB par habitant au niveau d'avant-crise et, d'autre part, un accord politique entre les États membres sur un cadre budgétaire rénové.

Des règles sont nécessaires car en union monétaire, la politique budgétaire des uns affecte les autres *via* deux canaux : le risque d'insolvabilité d'un État membre induit un dommage collatéral sur les autres membres du fait en particulier de la pression à la monétisation ou au sauvetage (*bail out*) ; la politique budgétaire des uns affecte *via* les externalités de demande la croissance des autres.

Nous proposons de placer ces deux externalités au cœur du cadre budgétaire européen refondu, c'est-à-dire à la fois des règles et de l'architecture institutionnelle de la surveillance budgétaire. La soutenabilité de la dette serait la clef de voute d'un pacte de stabilité rénové, ce qui conduit à écarter l'application de critères numériques (dette publique et déficit) uniformes. En pratique, chaque gouvernement retiendrait une cible de dette à cinq ans dont la pertinence serait évaluée au niveau national par une institution budgétaire indépendante, puis validée par le conseil Ecofin, sur la base d'une méthodologie commune d'analyse de soutenabilité de la dette. Cette cible de dette servirait de base à la programmation à moyen terme des finances publiques *via* la fixation d'une norme d'évolution de la dépense cohérente avec cette cible. La réforme que nous proposons devra s'accompagner d'un rôle accru des institutions budgétaires nationales et du Comité budgétaire européen. Pour répondre aux situations d'insuffisance marquée de la demande, la Commission devrait pouvoir proposer l'activation, dans des circonstances exceptionnelles, d'un instrument de soutien communautaire. Elle devrait aussi pouvoir recommander la réorientation d'une politique budgétaire (trop restrictive ou trop expansionniste) d'un pays membre qui aggraverait les déséquilibres macroéconomiques de la zone.

Cette note est publiée sous la responsabilité des auteurs et n'engage que ceux-ci.

<sup>a</sup> Sciences Po, membre du CAE ; <sup>b</sup> Sciences Po, Institut universitaire européen, Bruegel et Peterson Institute ;

<sup>c</sup> OFCE, Sciences Po, membre du CAE.

Depuis le Traité de Maastricht, les règles budgétaires européennes n'ont cessé d'être réformées (à traité inchangé), que ce soit pour tenir compte du cycle économique, pour durcir les disciplines communes ou au contraire pour y introduire des flexibilités<sup>1</sup>. Mais leur économie d'ensemble est restée la même. Dès avant le choc sanitaire, pourtant, de nombreux économistes et responsables appelaient à une redéfinition du cadre budgétaire européen<sup>2</sup>. Le contexte post-Covid aggrave encore plus le décalage entre ces règles et un contexte marqué par l'envolée des dettes publiques, la faiblesse des taux d'intérêt, une nouvelle complémentarité entre politique budgétaire et politique monétaire et la création, au moins temporairement, d'une capacité d'endettement et d'intervention européenne commune. Une refonte du cadre budgétaire, c'est-à-dire à la fois des règles et de l'architecture institutionnelle de la surveillance budgétaire, est aujourd'hui indispensable.

## Nous ne sommes plus dans le monde de Maastricht

Le cadre intellectuel qui prévalait lors de la rédaction du Traité de Maastricht était marqué par le doute quant à la capacité des politiques budgétaires à promouvoir la croissance nationale ou à exercer un effet d'entraînement sur celle des pays partenaires. L'idée dominante était que la hausse du déficit budgétaire d'un pays de la zone euro faisait augmenter les taux d'intérêt dans l'ensemble des pays, pénalisant ainsi l'investissement. Il fallait par ailleurs se prémunir contre le risque qu'une insolvabilité souveraine menace l'indépendance de la politique monétaire (dominance budgétaire) ou oblige à des transferts (*bail out*). En d'autres termes, l'externalité principale passait par les marchés financiers et les externalités de demande étaient considérées comme secondaires. Dans ce cadre intellectuel, le rôle de stabilisation macroéconomique était essentiellement porté par la politique monétaire, et l'on pouvait donc sans grand dommage limiter l'espace de la politique budgétaire discrétionnaire.

Ce cadre budgétaire ne s'est pas – ou très peu – adapté à un environnement macroéconomique caractérisé par quatre nouvelles tendances : la forte augmentation des dettes publiques, des taux d'intérêt très bas voire négatifs, l'efficacité limitée de la politique monétaire au voisinage de l'*effective lower bound* et, enfin l'émergence d'une gestion commune de la dette avec l'adoption du plan de relance européen en 2020. Ces transformations de l'environnement ne signifient pas que le risque de crises de dette ait disparu au sein de la zone euro. Mais elles impliquent que le scénario d'une crise n'est plus exactement le même.

Les auteurs remercient Hamza Bennani, conseiller scientifique au CAE et Baptiste Savatier chargé d'études au CAE pour leur suivi de ce travail au sein de l'équipe permanente du CAE et les divers interlocuteurs français et européens qu'ils ont consultés.

<sup>1</sup> Principales réformes : 2005 (introduction des variables structurelles) ; 2011 (*Six-Pack*) ; 2012 (*Fiscal Compact*) ; 2013 (*Two-Pack*) ; 2015 (clauses de flexibilité). Pour une présentation plus détaillée, voir, Bennani H. et B. Savatier (2021) : « Le cadre budgétaire européen, son architecture institutionnelle et son évolution dans le temps », *Focus du CAE*, n° 056-2021, avril.

<sup>2</sup> Voir, par exemple, Bénassy-Quéré A., M. Brunnermeier, H. Enderlein, E. Farhi, C. Fuest, P.O. Gourinchas, P. Martin, J. Pisani-Ferry, H. Rey, I. Schnabel et N. Véron (2018) : « Reconciling Risk Sharing with Market Discipline: A Constructive Approach to Euro Area Reform », *CEPR Policy Insight*, n° 91 ; Darvas Z., P. Martin et X. Ragot (2018) : « Réformer les règles budgétaires européennes : simplification, stabilisation et soutenabilité », *Notes du CAE*, n° 47, septembre ; Thygesen N., R. Beetsma, M. Bordignon, S. Duchêne et M. Szcurek (2018) : *Second Annual Report of the European Fiscal Board*, Comité budgétaire européen ; Feld L., C. Schmidt, I. Schnabel et V. Wieland (2018) : « Refocusing the European Fiscal Framework », *VoxEU*, 12 septembre.

## Une hausse des dettes inédite et hétérogène

Le premier changement est bien sûr la hausse en deux étapes du niveau d'endettement public des pays avancés, avec successivement les crises financières de 2007-2012, puis la crise du Covid-19. L'endettement des États de la zone euro était de 66 % du PIB en 2007. Il atteint 100 % en 2020. Cette hausse moyenne s'accompagne de fortes hétérogénéités : si tous les pays ont connu une augmentation de leur niveau de dette en 2009 puis en 2020, les écarts se sont creusés le reste du temps. Tandis que la dette suédoise s'est maintenue en deçà des 50 % depuis 2000, celles de l'Italie et la Grèce sont passées de quelque 100 % à, respectivement, 160 et 210 %. Une divergence franco-allemande s'est fait jour à partir de 2010 : la dette française est de 120 % du PIB, contre 70 % en Allemagne.

La refonte du cadre budgétaire européen doit tenir compte de cette hétérogénéité. Les nouvelles règles doivent bien entendu inciter à réduire les endettements excessifs. Dans le même temps, un cadre qui conduirait à des ajustements précipités dans les pays les plus endettés serait à la fois économiquement contre-productif, comme on le discute ci-après, et politiquement périlleux.

## Une déconnexion entre niveau de dettes et coût pour les finances publiques

Ces niveaux de dette publique ne permettent pas d'évaluer leur coût budgétaire pour les États européens, pour deux raisons. La première est la réduction du taux apparent sur les dettes publiques, c'est-à-dire le taux moyen pondéré des émissions passées. Mécaniquement, cette baisse contribue à faire baisser la charge d'intérêt, malgré la hausse des volumes de dettes. La charge d'intérêt nominale des pays de la zone euro, qui était voisine de 4 % du PIB en 1999, n'était plus que de 1,6 % du PIB en 2019.

La seconde raison tient à la détention de titres de dette publique par l'Eurosystème (pour l'essentiel les banques centrales nationales, dans le cadre de la politique d'achat d'actifs de la BCE). Cette détention s'analyse comme un swap d'environ 25 points de PIB de dette obligataire contre de la dette monétaire émise par l'Eurosystème en contrepartie de ses achats. Les intérêts perçus par les banques centrales nationales sur cette dette obligataire reviennent aux États par le canal des versements annuels de dividendes, tandis que le coût de la dette monétaire est pour le moment nul ou négatif. Dans les circonstances actuelles (qui ne sont pas nécessairement durables), la charge d'intérêt effective de la dette publique est donc diminuée d'environ un quart.

Même si l'incertitude demeure à moyen-long terme quant à l'évolution des taux d'intérêt, la charge d'intérêt nominale va probablement rester faible dans les prochaines années : en 2020 le taux apparent sur la dette publique française a en effet été de près de deux points supérieur au taux des emprunts d'État à dix ans. Cet effet d'inertie assure le maintien pendant plusieurs années d'un bas niveau des charges d'intérêt, même en cas d'endettement supplémentaire et de remontée des taux longs. La relation entre dynamique de la dette et charges d'intérêt est aussi freinée par la réaction endogène des gouvernements. En effet, empiriquement (voir encadré 1 et Martin et Savatier, 2021)<sup>3</sup> les États de la zone euro réagissent aux variations de charges d'intérêt en réduisant le solde primaire lorsque la charge d'intérêt baisse, et en le relevant lorsque la charge d'intérêt augmente. Quant aux achats de titres publics par la banque centrale, ils contribueront à abaisser la charge d'intérêt effective tant que le taux directeur de la banque centrale restera inférieur au taux apparent de la dette obligataire. Cet effet pourrait s'atténuer, disparaître ou même éventuellement s'inverser en cas de normalisation de la politique monétaire.

### La possibilité de crise de dette au sein de la zone euro

En 2011-2012, la tension sur les dettes souveraines en Europe a démontré la possibilité d'une crise de dettes auto-réalisatrice (c'est-à-dire induite par des anticipations d'insolvabilité que les fondamentaux ne justifient pas). Cette possibilité, d'abord théorique<sup>4</sup>, a montré sa pertinence lors de la hausse spectaculaire des taux italiens et espagnols en 2011-2012.

Nous considérons que la BCE a, depuis le « *Whatever it takes* » de Mario Draghi en 2012, pris en charge la responsabilité de bloquer les crises de dette auto-réalisatrices. Elle a renouvelé cet engagement en mars 2020, après les premières alarmes sur la valeur des obligations italiennes. Ce changement de fait de la doctrine de la BCE n'implique pas qu'une restructuration de la dette d'un État souverain soit impossible, mais que celle-ci doit rester une décision de dernier ressort. Le fait que la Banque centrale assume efficacement le rôle de faire le tri entre les crises de dettes auto-réalisatrices et les crises de solvabilité d'origine « fondamentale » permet alors de concentrer l'analyse sur celles qui résultent de politiques budgétaires non soutenables.

### Un recours plus fréquent à la politique budgétaire pour stabiliser l'économie

Le contexte de taux bas et d'efficacité limitée de la politique monétaire au voisinage de l'*effective lower bound* a conduit à

## 1. Comment le déficit primaire réagit-il aux variations de paiements d'intérêt sur la dette ?

Dans l'esprit des travaux sur les déterminants empiriques des soldes primaires (voir Bohn, 1998 et Debrun et Kinda, 2016), nous avons testé pour la zone euro comment le solde primaire réagit à des variations du ratio paiements d'intérêt sur PIB (voir Martin et Savatier, 2021). La dynamique du ratio dette sur PIB ( $d_t$ ) dépend en effet du différentiel entre les paiements d'intérêt sur la dette  $r_t d_{t-1}$  et le taux de croissance de l'économie  $g_t d_{t-1}$  qui réduit le dénominateur du ratio dette sur PIB, ainsi que du solde primaire  $sp_t$ , selon la formule :

$$d_t - d_{t-1} \approx r_t d_{t-1} - g_t d_{t-1} - sp_t$$

L'équation testée (sur la période 1995-2019) est la suivante :  $sp_t = \alpha r_t d_t + \gamma X_t + \delta$  où nous utilisons les paiements d'intérêt en pourcentage du PIB pour  $r_t d_t$ .  $\delta$  représente les effets fixes pays et années et  $X_t$  des contrôles. Les principaux résultats sont :

- dans la zone euro, une augmentation d'un point de PIB des paiements d'intérêt est associée à une amélioration d'environ 0,5 point de PIB du solde primaire. La réponse est symétrique en cas de baisse des paiements d'intérêt ;
- le résultat est similaire, même si de moindre ampleur (0,4 au lieu de 0,5), pour le solde primaire structurel ;
- la réaction du solde primaire est moins forte pour des niveaux de paiements d'intérêt plus élevés mais ce résultat empirique n'est pas très robuste ;
- les règles budgétaires ne semblent pas la cause de cette réaction, car elle n'est pas plus élevée lorsque le déficit total se rapproche de la limite des 3 % ;
- si les gouvernements réagissent systématiquement aux variations des paiements d'intérêt, le solde primaire semble insensible à l'autre déterminant de la dynamique de la dette, c'est-à-dire au taux de croissance qui réduit le ratio dette sur PIB,  $g_t d_t$ .

Bohn H. (1998) : « The Behavior of US Public Debt and Deficit », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 113, n° 3, pp. 949-963 et Debrun X. et T. Kinda (2016) : « That Squeezing Feeling: The Interest Burden and Public Debt Stabilization? », *International Finance*, vol. 19, n° 2, pp. 147-178.

une réhabilitation du concept de *policy mix*<sup>5</sup>. Au cours des vingt dernières années, le consensus international sur le rôle de la politique budgétaire s'est transformé, comme en témoigne l'écart entre les conceptions de Taylor (2000)<sup>6</sup>, selon lequel « *it is best to let fiscal policy have its main countercyclical impact through the automatic stabilizers* », et celles de Furman (2016)<sup>7</sup>, pour qui « *fiscal policy is a critical complement to monetary policy and [...] we have used it too little, especially given its effectiveness and given the greater fiscal space* ».

<sup>3</sup> Martin P. et B. Savatier (2021) : « Primary Balance and Debt Dynamics: The Role of Interest Payments », *Focus du CAE*, n° 055-2021, avril.

<sup>4</sup> Calvo G.A. (1988) : « Servicing the Public Debt: The Role of Expectations », *The American Economic Review*, n° 647-661 et Cole H.L. et T.J. Kehoe (2000) : « Self-Fulfilling Debt Crises », *The Review of Economic Studies*, vol. 67, n° 1, pp. 91-116.

<sup>5</sup> Bartsch E., A. Bénassy-Quéré, G. Corsetti et X. Debrun (2021) : « Is It All in the Mix? », *Geneva Report on the World Economy*, n° 2.

<sup>6</sup> Taylor J.B. (2000) : « Reassessing Discretionary Fiscal Policy », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 14, n° 3, pp. 21-36.

<sup>7</sup> Furman J. (2016) : « The New View of Fiscal Policy and its Application », *VoxEU.org*, vol. 2.

Ce nouveau contexte, également associé à des multiplicateurs budgétaires plus élevés, renvoie en partie à la « stagnation séculaire » invoquée par Larry Summers pour rendre compte de la situation économique des années 2010<sup>8</sup> : la politique budgétaire se révèle être un instrument nécessaire en cas de blocage des économies dans des équilibres à faible activité et à tendance déflationniste<sup>9</sup>. En pareil cas, une stimulation budgétaire a des effets puissants<sup>10</sup>. Les travaux récents réévaluent aussi la persistance d'effets négatifs des chocs de demande, lorsque ceux-ci ne sont pas contrecarrés par une politique de soutien budgétaire<sup>11</sup>. Le consensus macroéconomique s'est donc déplacé : il donne un rôle accru à la stabilisation budgétaire et envisage même un rôle plus structurant pour les finances publiques, au cas où un déficit persistant de la demande risque de maintenir l'économie en situation de sous-emploi et d'affaiblir le potentiel productif.

C'est pour la zone euro que cette révision est potentiellement la plus forte, parce que le cadre de politique macroéconomique y repose plus qu'ailleurs sur la séparation de la politique monétaire et de la politique budgétaire, la prédominance en dernière instance de la politique monétaire (*monetary dominance*), la priorité à la prévention des comportements budgétaires non soutenables et le faible poids accordé aux objectifs de stabilisation. Nulle part n'a été codifiée de manière aussi extensive une conception du rôle relatif des instruments de politique macroéconomique qui apparaît aujourd'hui extrêmement datée. L'actualisation du logiciel de politique macroéconomique est ainsi beaucoup plus avancée aux États-Unis qu'en Europe.

C'est à la lumière des leçons de l'expérience récente, et notamment de la complémentarité de fait entre politique de la BCE et politiques budgétaires nationales, que se sont fait jour des appels à une révision plus profonde des règles du Pacte. Faisant écho à l'appel de Mario Draghi, qui avait déclaré en 2014 à Jackson Hole qu'« il serait utile pour l'orientation globale de la politique que la politique budgétaire puisse jouer un rôle plus grand aux côtés de la politique monétaire »<sup>12</sup>, Isabel Schnabel, membre du Directoire de la BCE, a récemment invité à repenser les relations entre politique monétaire et politique budgétaire lorsque les taux d'intérêt ne peuvent plus être réduits<sup>13</sup> : « La stabilisation macroéconomique effective dans la zone de la borne inférieure du taux d'intérêt monétaire requiert des politiques non conventionnelles à la fois sur les plans monétaire et budgétaire ». En février 2020, la Commission européenne a lancé un débat public sur la réforme de la gouvernance économique de la zone euro.

## L'émergence d'une dette commune

Enfin, le dernier changement dans le cadre budgétaire européen est la création d'une capacité d'endettement commun d'ampleur significative. En réponse au choc induit par la pandémie l'Union européenne a introduit le plan de soutien *Next Generation EU*. Adossé au budget de l'Union et doté d'une enveloppe de 750 milliards d'euros, décomposée en 390 milliards de transferts et 360 de prêts, ce programme mobilisera des fonds gagés sur un relèvement temporaire du plafond des ressources propres à 2 % du revenu national brut de l'Union. Ces fonds seront principalement consacrés à un soutien aux États membres en matière d'investissements et de réformes.

En l'absence de nouvelles ressources propres européennes, ces initiatives ont en commun d'accroître les engagements implicites des États sans augmentation de leur dette financière. Il faut cependant bien distinguer les prêts des subventions : les prêts de l'Union aux États donneront lieu à des remboursements et sont donc sans impact sur sa situation nette. En revanche, la part de la dette européenne correspondant aux transferts aux États n'est pour l'instant pas financée par de nouvelles ressources propres identifiées. Elle demeure donc à la charge des États membres, au prorata de leurs futures contributions au budget de l'Union. Une option possible, tant que de nouvelles ressources propres n'ont pas été affectées au remboursement de cet engagement implicite, consisterait à enregistrer comme dette des États au sens du Traité de Maastricht. Cette option ne peut cependant être retenue, parce que cet endettement n'a pas juridiquement le caractère d'un engagement financier explicite, et parce que répartition future de la charge dépendra à la fois du montant des ressources propres et des revenus nationaux relatifs des États membres. Il faut donc, à ce stade, tenir cet engagement pour une dette de l'Union dont le remboursement, en l'absence de décision sur de nouvelles ressources, reposera ultimement sur les États.

## Pour un changement en profondeur des règles budgétaires

De quelles règles budgétaires une zone monétaire doit être dotée dans le contexte macroéconomique qui vient d'être décrit ? Notre point de vue est que des règles demeurent nécessaires, mais que celles de l'actuel Pacte de stabilité

<sup>8</sup> Christiano L., M. Eichenbaum et S. Rebelo (2011) : « When Is the Government Spending Multiplier Large? », *Journal of Political Economy*, vol. 119, n° 1.

<sup>9</sup> Eggertsson G.B., N.R. Mehrotra et J.A. Robbins (2019) : « A Model of Secular Stagnation: Theory and Quantitative Evaluation », *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 11, n° 1, pp. 1-48.

<sup>10</sup> Notamment : aux États-Unis (Romer C.D. et D.H. Romer (2010) : « The Macroeconomic Effects of Tax Changes: Estimates Based on a New Measure of Fiscal Shocks », *American Economic Review*, vol. 100, n° 3, pp. 763-801 ; Auerbach A.J. et Y. Gorodnichenko (2017) : « Fiscal Stimulus and Fiscal Sustainability, *NBER*, n° w23789), en Grande-Bretagne (Cloyne J. (2013) : « Discretionary Tax Changes and the Macroeconomy: New Narrative Evidence from the United Kingdom », *American Economic Review*, vol. 103, n° 4, pp. 1507-28), en Allemagne (Hayo B. et M. Uhl (2014) : « The Macroeconomic Effects of Legislated Tax Changes in Germany », *Oxford Economic Papers*, vol. 66, n° 2, pp. 397-418).

<sup>11</sup> Fatás A. (2019) : « Fiscal Policy, Potential Output, and the Shifting Goalposts », *IMF Economic Review*, n° 67.

<sup>12</sup> Draghi M. (2014) : *Unemployment in the Euro Area*, Speech at the Annual Central Bank Symposium in Jackson Hole, 22 août.

<sup>13</sup> Schnabel I. (2021) : *Unconventional Fiscal and Monetary Policy at the Zero Lower Bound*, Speech at the Third Annual Conference organised by the European Fiscal Board.

sont aujourd'hui profondément inadéquates. Dès avant la crise sanitaire, un ensemble de propositions convergentes avaient été formulées en vue d'une simplification du Pacte et de la substitution de normes de dépense nationales au pilotage des soldes structurels<sup>14</sup>. Ces propositions ne remettaient cependant en cause ni le critère de dette, ni le rôle second de la politique budgétaire dans l'architecture du système de politique économique européen.

## Deux objectifs prioritaires

La raison d'être d'un système de règles budgétaires est de faire en sorte que les externalités induites par les politiques nationales soient prises en compte dans les décisions des gouvernements.

Un régime d'union monétaire se caractérise par deux externalités principales. La première, qui a été au cœur de la crise de la zone euro, tient au risque pour la stabilité financière et monétaire de l'ensemble de la zone induit par l'insolvabilité, et plus encore par l'éventuelle sortie d'un État membre (en l'occurrence celle de la Grèce). Ce risque est aujourd'hui moins prégnant qu'il n'a été il y a dix ans, d'une part en raison des mesures prises pour renforcer les systèmes bancaires et briser le cercle vicieux entre solvabilité des États et solvabilité des banques, d'autre part en raison du contexte de taux bas qui rend soutenable des endettements beaucoup plus élevés. Mais il demeure.

L'insolvabilité d'un État membre induirait un dommage collatéral sur les autres membres du fait du risque de contagion (de l'État en crise vers les banques et vers les autres États) et de la menace d'un éclatement de la zone. La conséquence serait un appel à l'aide adressé à la BCE et aux États de la zone, en vue, pour la première, d'une monétisation et, pour les autres, de transfert. Sans règles contraignantes sur la dette, les États peuvent ainsi être incités à prendre le risque d'accumuler une dette excessive (et les marchés ne pas imposer une prime de risque suffisante), s'ils anticipent qu'en cas de risque d'insolvabilité ou de sortie de la zone euro ils bénéficieront d'un sauvetage<sup>15</sup>. Mais il faut bien noter que c'est l'insolvabilité de type fondamental (du fait de l'accumulation de dette excessive) qui génère une externalité, et non une crise de dette résultant d'anticipations auto-réalisatrices : une crise de ce type doit, comme expliqué précédemment, être gérée par la BCE.

La deuxième externalité, largement négligée dans le design de l'UEM, concerne la demande agrégée. Dès lors que la poli-

tique budgétaire est appelée à jouer un rôle de soutien de la demande, et tant que ce rôle n'est pas structurellement pris en charge par un budget central, se pose la question de la prise en compte de l'impact des politiques budgétaires nationales sur les partenaires<sup>16</sup>. Comme l'ont montré Blanchard *et al.* (2017)<sup>17</sup> ou Dabla-Norris *et al.* (2017)<sup>18</sup> ces externalités, qui avaient souvent été considérées comme secondaires du fait d'interactions de signe opposé par le marché des biens et le marché des capitaux, sont fortes lorsque le taux directeur de la banque centrale ne peut plus être réduit du fait de l'*effective lower bound*.

Le système de Maastricht postulait une congruence de l'externalité d'insolvabilité et de l'externalité de demande, sous l'hypothèse implicite que des déficits publics excessifs pénalisent les partenaires en faisant monter les taux d'intérêt. Le nouveau contexte conduit à revenir sur cette hypothèse qui a été invalidée empiriquement.

Il est évidemment difficile de concevoir un système de règles qui réponde simultanément à deux impératifs potentiellement contradictoires. À défaut d'un instrument supplémentaire de type budget central, cela impose de définir *a priori* comment il sera répondu à des situations de choix entre objectifs. Une possibilité, que retiennent Blanchard *et al.* (2021)<sup>19</sup> est alors de s'en tenir au premier. Il nous semble cependant qu'au moins dans le cas du maintien d'un système de règles, ne pas explicitement prendre en compte l'externalité de demande aurait, de fait, toute chance d'aboutir à la négliger. Un tel résultat serait contraire au but recherché.

## Des règles ou des standards ?

Si la nécessité d'une réforme est aujourd'hui assez consensuelle, sa nature fait l'objet de débats. Blanchard *et al.* (2021) appellent à une option radicale consistant à remplacer les règles budgétaires par des « standards » qualitatifs. Concrètement, ils proposent de débarrasser la législation communautaire de tout l'appareillage de critères numériques qui s'est accumulé au fil du temps pour y substituer le seul principe que les États membres « garantissent que leurs dettes publiques demeurent soutenables avec un haut niveau de probabilité ».

Le respect de cet engagement ferait l'objet d'analyses stochastiques de soutenabilité (voir l'encadré 2 sur cette méthode) conduites par les institutions européennes. En cas de non-respect (si l'analyse déterminait que la probabilité de sou-

<sup>14</sup> Voir Bénassy-Quéré A., X. Ragot et G. Wolff (2016) : « Quelle union budgétaire pour la zone euro ? », *Notes du CAE*, n° 29, février.

<sup>15</sup> Gourinchas P.O., P. Martin et T.E. Messer (2020) : « The Economics of Sovereign Debt, Bailouts and the Eurozone Crisis », *CEPR Discussion Paper*, n° 14891, estimant que pendant la crise de zone euro les transferts ont été conséquents entre 0,5 % du PIB (Irlande) et 43 % du PIB (Grèce).

<sup>16</sup> Voir Micossi S. (2020) : « Raising Growth in the Euro Area » in *Strengthening the Institutional Architecture of the Economic and Monetary Union*, Buti, Giudice et Leandro (eds) (2020), VoxEU.org eBook, CEPR Press.

<sup>17</sup> Blanchard O.J., C.J. Erceg et J. Lindé (2017) : « Jump-Starting the Euro-Area Recovery: Would a Rise in Core Fiscal Spending Help the Periphery? », *NBER Macroeconomics Annual*, vol. 31, n° 1, pp. 103-182.

<sup>18</sup> Dabla-Norris M.E., P. Dallari et M.T. Poghosyan (2017) : « Fiscal Spillovers in the Euro Area: Letting the Data Speak », *International Monetary Fund Working Paper*, n° 17/241.

<sup>19</sup> Blanchard O.J., Á. Leandro et J. Zettelmeyer (2021) : « 21-1 Redesigning EU Fiscal Rules: From Rules to Standards », *PIIE Working Paper*, n° 21/1.



## 2. Méthodes stochastiques pour évaluer la soutenabilité

La soutenabilité des dettes publiques est un exercice maintenant régulièrement mené par des institutions internationales, comme le FMI et la Banque mondiale ou les institutions européennes, qui présentent de manière exhaustive leur cadre d'analyse et leur retour d'expérience<sup>a</sup>. L'analyse de la soutenabilité repose sur un scénario moyen puis une estimation des risques autour de ce scénario. Le scénario moyen repose sur quelques variables clés, comme le taux de croissance nominale de l'économie, la perspective de taux d'intérêt et enfin des variables permettant de mesurer l'acceptabilité politique de la charge de la dette. La Commission prend aussi en compte le vieillissement démographique comme variable de long terme.

Deux variables d'acceptabilité politique sont utilisées. La première est le surplus primaire maximum que le pays peut maintenir sur longue période. La seconde variable, récemment discutée dans un environnement de taux d'intérêt bas, est le service de la dette rapporté au PIB. Ainsi, dans le cas des États-Unis, Furman et Summers (2020)<sup>b</sup> proposent de renoncer au critère de ratio dette/PIB auquel ils reprochent d'ignorer le taux d'intérêt, et plus fondamentalement de rapporter deux grandeurs de nature hétérogène, un stock (la dette) et un flux (le PIB). Ils recommandent de lui substituer un ratio homogène, soit de type stock/stock soit, de manière plus opérationnelle, de type flux/flux (charges d'intérêt/PIB). Concrètement, ils suggèrent de fixer à 2 % le niveau maximum de la charge d'intérêt en pourcentage du PIB. Appliquée aux États-Unis, cette règle conduirait asymptotiquement, au niveau actuel des taux longs (1,60 %) à un endettement maximal de 125 % du PIB.

Dans le cas de la France, Ragot (2021)<sup>c</sup> utilise les valeurs historiques du ratio charges d'intérêt/PIB pour déterminer une capacité budgétaire maximale. Sur les années récentes, une valeur de moyenne de 2 % semble réaliste. Elle est similaire à celle de Furman et Summers pour les États-Unis.

Le ratio charges d'intérêt/PIB est une composante importante de la dynamique de la dette aux côtés du solde pri-

maire et du taux de croissance de l'économie. Cependant, ces trois composantes ne sont pas indépendantes les unes des autres. Ainsi, en zone euro, nous avons vérifié empiriquement que le solde primaire réagit aux variations du ratio charges d'intérêt sur PIB : une augmentation (une réduction) d'un point de PIB des paiements d'intérêt est associée à une amélioration (détérioration) d'environ 0,5 point de PIB du solde primaire. Ce résultat suggère que l'impact du ratio charges d'intérêt/PIB sur la soutenabilité de la dette est en partie réduit si en prend en compte la force de rappel que constitue la réaction des soldes primaires aux charges d'intérêt.

Par ailleurs, l'utilisation du ratio charges d'intérêt/PIB ne se prête pas à une contrainte juridique numérique. En effet, on observe un caractère abrupt de la réponse des taux de marché à l'apparition de doutes sur la soutenabilité des finances publiques. Les crises de dette, qui se caractérisent par de fortes non-linéarités dans la relation taux d'intérêt/taux d'endettement, peuvent rapidement bloquer l'accès au refinancement des dettes existantes (*rollover*)<sup>d</sup>.

L'analyse stochastique de la soutenabilité de la dette capte l'incertitude entourant les trajectoires déterministes de la dette. Cet outil probabiliste fait désormais partie des évaluations de la politique budgétaire dans de nombreuses institutions internationales. Le plus souvent, il utilise la volatilité historique et le co-mouvement des variables macroéconomiques entrant dans l'équation d'accumulation de la dette et produit un graphique en éventail (*fan chart*) autour de la trajectoire déterministe de la dette. Ces graphiques peuvent être utilisés pour calculer les probabilités attachées à certains indicateurs de soutenabilité<sup>e</sup>.

Enfin, la crise des *subprimes* de 2008 et la crise du Covid-19 montre que l'aléa autour du scénario moyen doit tenir compte de crises de grande ampleur, qui surviennent une fois tous les dix ou vingt ans. La soutenabilité de la dette publique doit donc tenir compte d'événements extrêmes qui sont modélisés comme des stress tests macroéconomiques.

<sup>a</sup> Voir Commission Européenne (2021) : « Debt Sustainability Monitor 2020 », *Institutional Paper*, n° 143, février ainsi que Bouabdallah O., C. Checherita-Westphal, T. Warmendinger, R. de Stefani, F. Drudi, R. Setzer, et A. Westphal (2017) : « Debt Sustainability Analysis for Euro Area Sovereigns: A Methodological Framework », *ECB Occasional Paper*, n° 185 pour le cadre utilisé par les institutions européennes. Voir également FMI (2021) : *Debt Sustainability Framework for Low-Income Countries*. Disponible sur [www.imf.org/en/About/Factsheets/Sheets/2016/08/01/16/39/Debt-Sustainability-Framework-for-Low-Income-Countries](http://www.imf.org/en/About/Factsheets/Sheets/2016/08/01/16/39/Debt-Sustainability-Framework-for-Low-Income-Countries), pour une présentation de la méthodologie jointe du FMI et de la Banque mondiale.

<sup>b</sup> Furman J. et L. Summers (2020) : *A Reconsideration of Fiscal Policy in the Era of Low Interest Rates*, Discussion Draft, Harvard University.

<sup>c</sup> Ragot X. (2021) : « More or Less Public Debt in France », *OFCE Policy Brief*, n° 86, mars.

<sup>d</sup> Mauro P. et J. Zhou (2021) : «  $r - g < 0$ : Can We Sleep More Soundly? », *IMF Economic Review*, n° 69, pp.197-227.

<sup>e</sup> Voir Collard F., M. Habib et J-C. Rochet (2015) : « Sovereign Debt Sustainability in Advanced Economies », *Journal of the European Economic Association*, vol. 13, n° 3, pp. 381-420 pour une analyse de la soutenabilité de la dette des pays développés en présence de risque de refinancement.

tenabilité est inférieure à un certain seuil, par exemple de 95 %), l'État membre serait invité à corriger sa trajectoire budgétaire, à un rythme d'autant plus rapide que la probabilité de soutenabilité est faible. Quant à la mise en œuvre, Blanchard et ses co-auteurs envisagent, dans la version la plus épurée de leur proposition, de substituer à la mécanique des sanctions graduées décidées par l'Ecofin la procédure habituelle en matière communautaire d'une plainte de la Commission devant la Cour de Justice, qui pourrait alors décider de sanctions envers l'État membre en infraction<sup>20</sup>.

Comme nous l'expliquons plus loin, nous les rejoignons pour donner un caractère central à l'analyse de la soutenabilité et pour débarrasser le système européen des multiples critères numériques qui se sont accumulés. En revanche nous jugeons irréaliste l'idée d'une rupture complète avec le Pacte et la substitution d'une procédure judiciaire à la décision du Conseil. Il nous semble en effet important de reconnaître que la nature du risque qu'il s'agit de prévenir appelle une implication directe des États membres dans la décision de placer l'un d'entre eux en situation d'infraction.

<sup>20</sup> Ceci nécessiterait évidemment d'amender le Traité TFUE.

## Une nécessaire remise en cause des critères numériques européens

Nous ne proposons pas de remettre en cause les dispositions centrales du TFUE. Cela s'applique d'abord à l'article 126 (« Les États membres évitent les déficits publics excessifs »), aux procédures graduées de pression qu'il prévoit, et à la possibilité (jamais utilisée) de déboucher sur une sanction pécuniaire. On pourrait certes concevoir d'autres modalités de surveillance des situations budgétaires nationales, mais dès lors qu'on ne fait pas confiance à la seule discipline de marché pour prévenir les risques d'insolvabilité, un principe de bon comportement et une procédure graduée de pression sont nécessaires.

De la même manière, nous ne proposons pas de revenir sur la disposition centrale de l'article 121 (« Les États membres considèrent leurs politiques économiques comme une question d'intérêt commun et les coordonnent au sein du Conseil ») sur la base de laquelle a été construit le bras préventif du Pacte de stabilité. Ni l'esprit ni la lettre de cet article ne préjugent en effet de la nature des externalités ou de l'orientation souhaitable des politiques nationales.

En revanche, il nous semble indispensable de remettre en cause, dans les faits et même, à terme, en droit, les critères numériques de dette (seuil de 60 % du PIB) et de déficit (seuil de 3 % du PIB) du protocole 12 annexé au TFUE.

Le seuil de dette fixe une cible à la fois trop éloignée de la réalité de la zone euro et trop peu fondée analytiquement pour pouvoir être maintenue. Dès avant la crise du Covid-19, le Comité budgétaire européen (2019)<sup>21</sup> avait constaté l'abandon de fait de la tentative d'opérationnalisation de ce critère par une norme de réduction d'un vingtième par an de l'écart du ratio de dette à 60 % (voir Bennani et Savatier, 2021, *op. cit.*). En pratique, le système de surveillance européen fonctionne ainsi sans référence opérationnelle au niveau de la dette publique, alors même que c'est d'abord le risque d'insolvabilité qu'il s'agit de contrôler.

Nous proposons donc de faire de la soutenabilité le point de départ d'un pacte de stabilité rénové. Comme Blanchard *et al.* (2021), nous considérons que la prohibition des déficits excessifs doit s'entendre comme une obligation juridiquement contraignante de maintenir à un niveau très faible le risque de non-soutenabilité de la trajectoire de finances publiques<sup>22</sup>. Ce risque devrait s'apprécier sur la base d'analyses stochastiques permettant de mesurer dans différents états de la nature la probabilité d'une évolution des finances publiques conduisant à terme à l'insolvabilité (encadré 2).

Une telle démarche conduit à écarter l'application de critères numériques uniformes. La soutenabilité des finances

publiques dépend fondamentalement de la capacité à maintenir un surplus primaire suffisant pour éviter une dérive du ratio d'endettement dans une configuration de croissance et de taux d'intérêt défavorable. Or tant le niveau maximal du surplus primaire  $sp_{max}$  que l'écart entre taux d'intérêt et taux de croissance ( $r - g$ ) sont spécifiques à chaque pays :

- le premier,  $sp_{max}$ , parce que le seuil de surplus primaire maximal atteignable ne résulte pas de l'analyse économique mais de l'économie politique. L'analyse empirique met en évidence qu'il est très rare de pouvoir maintenir durablement un surplus primaire supérieur à 5 % du PIB, mais la limite précise peut varier d'un pays à l'autre ;
- le second, ( $r - g$ ), parce que les écarts de croissance et de taux d'intérêt réel entre pays sont considérables. Même si le taux d'intérêt nominal est le même, les écarts d'inflation d'équilibre résultant de l'augmentation du taux de change réel au long d'un sentier de convergence se traduisent par des écarts substantiels de taux d'intérêt réel. Quant aux taux de croissance, ils diffèrent en raison des écarts de potentiel.

Au total, les écarts prolongés de croissance nominale, et donc les écarts sur ( $r - g$ ) ont été considérables sur la période 1999-2019, entre les pays à croissance nominale élevée (Irlande, Espagne) et les pays à croissance nominale faible (Italie, Grèce).

Ceci nous conduit à proposer de fixer une cible de dette spécifique à chaque État membre en partant d'une évaluation du risque sur la soutenabilité mais en prenant en compte, naturellement, les interactions entre politique budgétaire, croissance et taux d'intérêt et en prenant en compte la nécessité de maintenir une marge de sécurité<sup>23</sup>.

S'agissant du critère de déficit, la nécessité d'une réforme peut paraître moins pressante car la baisse de la charge d'intérêt observée depuis plusieurs années se traduit par une augmentation parallèle du déficit primaire compatible avec le respect des 3 %. Le maintien des 3 % aurait cependant d'importants effets pervers. Outre qu'il n'a aucun fondement analytique, cela pourrait contraindre à l'excès les politiques budgétaires dans un contexte dans lequel elles peuvent être appelées à jouer durablement un rôle de soutien. Enfin et surtout, cela entraverait la logique de notre proposition, qui est de donner un rôle central au critère de dette.

Quant aux critères structurels sur lesquels s'appuient le bras préventif du Pacte, depuis la réforme de 2005, ils se sont montrés insuffisamment fiables pour guider les politiques budgétaires dans un contexte de fortes perturbations économiques. Il convient de les remplacer par un système plus robuste (voir *infra*).

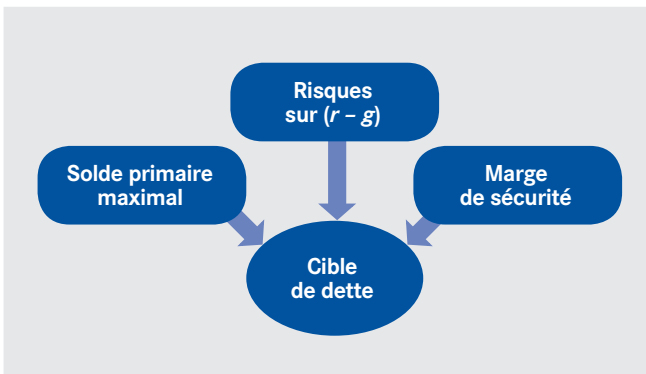
<sup>21</sup> Thygesen N., R. Beetsma, M. Bordignon, S. Duchêne et M. Szcurek (2019) : *Assessment of EU Fiscal Rules with a Focus on the Six and Two-Pack Legislation*, European Fiscal Board.

<sup>22</sup> Ou, ce qui est équivalent, d'assurer la soutenabilité des finances publiques avec un haut niveau de probabilité (formulation usuelle du FMI).

<sup>23</sup> Une différenciation du rythme de convergence du ratio de dette était recommandée dans le rapport 2020 du Comité budgétaire européen, mais dans le cadre d'une référence préservée à l'objectif des 60 %.

### Limite à l'endettement et norme de dépense

Nous proposons donc que dans le cadre d'une méthodologie commune, chaque gouvernement retienne une cible de dette à moyen terme la pertinence ferait l'objet d'une appréciation par l'institution budgétaire indépendante nationale et par l'Union européenne. Cette cible devrait explicitement reposer sur des évaluations du solde primaire maximal et des risques sur l'écart entre taux d'intérêt et taux de croissance. On pourrait par exemple concevoir que le gouvernement fixe le surplus primaire maximal tandis que les scénarios probabilisés de taux et les hypothèses de croissance relèveraient d'une institution budgétaire indépendante. En vue de permettre de faire face à des chocs, cette cible tiendrait aussi compte d'une marge de sécurité nécessaire par rapport au niveau maximal d'endettement soutenable. Elle ne devrait pas être fixée une fois pour toutes (comme le plafond actuel des 60 %) mais devrait varier, notamment en fonction des risques sur le différentiel ( $r - g$ ). On aurait donc le schéma suivant.



**Recommandation 1.** Remplacer les critères numériques uniformes du cadrage budgétaire actuel par une cible de dette à horizon de cinq ans, fixée par chaque État membre sur la base d'une évaluation spécifique de la soutenabilité budgétaire.

Cette cible de dette une fois fixée servirait d'ancrage à la programmation à moyen terme des finances publiques<sup>24</sup>, selon le mécanisme déjà décrit dans Bénassy-Quéré *et al.* (2018) et Darvas, Martin et Ragot (2018) : sur la base d'hypothèses de croissance et d'inflation, détermination de la norme d'évolution de la dépense nominale<sup>25</sup> primaire (hors stabilisateurs automatiques en dépense) cohérente avec cette cible sous une hypothèse de fiscalité inchangée.

Nous proposons que la norme de croissance des dépenses nominales soit calculée nette du paiement des intérêts, des dépenses d'assurance-chômage (sauf si elles résultent de modifications discrétionnaires des prestations) et de l'impact estimé de nouvelles mesures de recettes (changements des taux d'imposition et des assiettes fiscales). Les deux premiers ajustements sont destinés à permettre davantage de contracyclicité, tout en excluant l'effet des mesures structurelles qui augmentent les dépenses. Le dernier est destiné à permettre aux gouvernements de faire des choix en matière de politique budgétaire qui reflètent leurs préférences politiques.

Cette norme, établie pour une législature après validation communautaire (décrite ci-dessous), servirait de cadre limitatif pour les lois de finances annuelles<sup>26</sup>. Elle ne serait modifiée, à l'initiative du gouvernement, qu'en cas de choc économique persistant, de changement d'orientation politique, ou encore d'application de la clause dérogatoire générale.

**Recommandation 2.** Établir en tenant compte de la croissance potentielle et de la cible de dette une norme de dépense nominale (nette des mesures discrétionnaires sur les recettes) pour le pilotage budgétaire sur 5 ans. Conférer à cette norme un caractère limitatif pour les lois budgétaires annuelles. Sous condition de respect de cette norme, laisser pleinement jouer les stabilisateurs automatiques.

Le pilotage par une norme de dépense directement dérivée de la cible de dette se substituerait ainsi à la dualité objectif de dette/objectif de déficit qui n'a jamais bien fonctionné dans le système européen. Elle rendrait sans objet le pilotage par les soldes structurels qui a introduit beaucoup de bruit dans la surveillance budgétaire du fait du caractère inobservable et volatil de la variable cible. Les normes de solde structurel et la borne supérieure de 3 % pour de déficit nominal devraient donc être abandonnées au profit d'une logique intégrée, qui offrirait beaucoup plus de lisibilité et favoriserait une meilleure appropriation par les décideurs politiques.

Bien entendu, cette programmation devra nécessairement reposer sur des hypothèses, notamment, pour la fixation de la norme de dépense, sur la croissance potentielle. Il a été montré cependant que ce type de pilotage crée moins d'instabilité et de dépendance à l'égard des erreurs sur les variables inobservables que la programmation en termes structurels (Darvas et Anderson, 2020)<sup>27</sup>.

<sup>24</sup> Sur ce point, ainsi que sur le rôle contra-cyclique de la politique budgétaire discrétionnaire, notre proposition rejoint les idées exprimées récemment par la Commission européenne, cf. Gentiloni P. (2021) : *High Debt, Low Rates and Tail Events: Rules-Based Fiscal Frameworks under Stress*, Speech at the Third Annual Conference organised by the European Fiscal Board, 26 février.

<sup>25</sup> Une norme de dépense nominale plutôt que réelle est de nature stabilisatrice car un choc de demande négatif génère une inflation moins forte qu'attendue. Le taux de croissance nominal des dépenses publiques étant basé sur la prévision initiale d'inflation, un tel choc provoque un taux de croissance en volume des dépenses plus élevé et donc une impulsion budgétaire positive.

<sup>26</sup> Et, dans le cas français, pour les lois de financement de la Sécurité sociale.

<sup>27</sup> Darvas Z. et J. Anderson (2020) : *New Life for an old Framework: Redesigning the European Union's Expenditure and Golden Fiscal Rules*, Bruegel.



Nous ne sommes pas favorables à l'introduction d'une règle d'or qui traiterait les dépenses d'investissement différemment des autres dépenses publiques, car nous considérons qu'une telle règle se heurte à des difficultés pratiques trop grandes, par exemple pour ce qui est de la définition de l'investissement public. En particulier, les dépenses d'éducation et de formation ne sont pas comptées comme investissement public alors qu'elles ont un impact crucial sur la croissance potentielle. En revanche, il sera du rôle des institutions budgétaires indépendantes (IBI)<sup>28</sup> et du Comité budgétaire européen (*European Fiscal Board*) dans son analyse de soutenabilité de la dette de prendre en compte l'impact de l'investissement public au sens large sur la croissance potentielle. L'appréciation de la soutenabilité des finances publiques devra également prendre en compte le profil temporel des investissements climat (au-delà de l'horizon de 5 ans) afin de ne pas inciter à leur report dans le temps.

En exécution, l'évolution effective des finances publiques pourra naturellement différer de la norme de dépense. Ces écarts devront cependant rester limités et ne pas avoir de caractère systématique. À l'image de la pratique allemande, cela pourrait se faire par la création d'un compte de contrôle qui enregistrerait les écarts positifs ou négatifs à l'égard de la norme de dépense, et dont le déficit total serait borné.

**Recommandation 3.** Prévoir, pour mettre en cohérence programmation pluriannuelle des finances publiques et lois budgétaires annuelles, un compte d'ajustement dont le déficit serait plafonné : il serait crédité si les dépenses, déduction faite des baisses discrétionnaires d'impôts, sont inférieures à la norme de dépense et débité si elles la dépassent.

### Un espace pour la politique discrétionnaire

Comme on l'a dit, la politique budgétaire discrétionnaire a un rôle important à jouer en régime de faibles taux d'intérêt et donc d'efficacité limitée de la politique monétaire. La question est de savoir quelle place elle peut avoir dans le cadre d'un système qui restera régi par des règles.

Au niveau national, une règle de dépense fondée sur une cible de dette ne permettra pas seulement de laisser jouer à plein les stabilisateurs automatiques. Dans un cadre européen coordonné elle devra aussi laisser aux pays qui ne font pas face à un risque d'insolvabilité, l'espace nécessaire à une politique budgétaire discrétionnaire, éventuellement expansionniste.

Pour le dire autrement, la soutenabilité des finances publiques des États membres est l'objectif principal du cadre budgétaire européen. Mais tant que cet objectif n'est pas mis en danger, ce cadre doit laisser place à la gestion de la demande.

Nous proposons pour cela que sauf en cas de menace d'insolvabilité, la norme de dépense puisse être modulée s'il s'avérait qu'une récession prononcée dans l'ensemble de la zone euro ne peut pas être contrée par la seule politique monétaire. Concrètement, l'Union pourrait adopter un facteur de modulation qui s'appliquerait aux normes de dépense nationales des différents États. Ceci permettrait de coordonner simplement les politiques nationales.

L'expérience a toutefois montré les difficultés de cette coordination. En particulier, la procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques mise en place en réponse à la crise de la zone euro n'a pas donné la preuve de sa capacité à contenir les excédents de balance des paiements.

C'est en partie pour cette raison que pour apporter une réponse structurelle à la crise Covid, l'Union européenne a fait appel à un instrument nouveau : le programme *Next Generation EU* ne repose pas sur la coordination mais sur le financement par l'emprunt communautaire d'investissements prioritaires dans les États membres. Il est trop tôt pour dire si cette innovation radicale va atteindre ses objectifs, qui sont de contribuer à la fois à des finalités communes spécifiées et au redressement des économies en difficulté. Cela dépendra notamment de la qualité des programmes proposés et mis en œuvre par les États membres<sup>29</sup>. Mais comme le soulignent Guttenberg, Hemker et Tordoir (2021)<sup>30</sup>, la réponse apportée à la crise Covid a d'ores et déjà tranché deux débats qui restaient sans réponse au sein de la zone euro : un endettement conjoint et la construction d'une « capacité budgétaire » commune sont possibles, c'est à l'échelle de l'Union, en prenant appui sur le budget communautaire, et non dans le cadre de la seule zone euro que ces réponses sont mises en œuvre.

Notre conviction est que l'instrument budgétaire européen qui fait aujourd'hui défaut s'élaborera sur ces bases. Il ne s'agira pas d'un budget au sens usuel du terme, et la stabilisation des cycles conjoncturels continuera de reposer, d'une part, sur la politique monétaire et, d'autre part, sur les politiques budgétaires des États membres. En revanche, l'expérience de la Facilité pour la reprise et la résilience pourra fournir le socle d'initiatives budgétaires plus rares, mais à caractère plus fondamental, en réponse des crises (par opposition à des fluctuations cycliques) conduisant à une insuffisance prolongée de la demande ou à une insuffisance structurelle de l'investissement public.

<sup>28</sup> Ces institutions, comme le Haut Conseil des finances publiques, ont été mises en place dans tous les États membres à la suite de l'entrée en vigueur du *Fiscal Compact* et du *Two-Pack*.

<sup>29</sup> Sur ce point voir Pisani-Ferry J. (2020) : « European Union Recovery Funds: Strings Attached, but not Tied up in Knots », *Bruegel Blog Post*, octobre.

<sup>30</sup> Guttenberg L., J. Hemker et S. Tordoir (2021) : « Everything Will Be Different: How the Pandemic is Changing EU Economic Governance », *Policy Brief Hertie School*, 11 février.

Ce qui doit être envisagé et élaboré conjointement c'est un dispositif proprement communautaire de financement par endettement mutualisé de programmes d'investissement public dédiés à des finalités spécifiées, la contrepartie étant soit un engagement des États de contribuer au prorata de leur revenu national au budget communautaire à hauteur de cet endettement, soit la création de nouvelles ressources propres<sup>31</sup>.

En comparaison de la Facilité de relance et de résilience, ce dispositif devra certainement réserver une part plus grande au financement des biens publics européens qui ont été largement oubliés dans la négociation sur l'initiative *Next Generation EU* (*a posteriori*, il apparaît clairement que l'Union aurait dû dégager dès l'été 2020 des ressources communes en vue d'investir dans la recherche et la production vaccinales). Il devra aussi expliciter la nature des ressources qui gageront un endettement commun, qu'il s'agisse de contributions à venir des États ou de nouvelles ressources propres, et garantir la maîtrise du niveau de la dette commune, dont il ne faut pas oublier que la charge repose en dernière analyse sur les mêmes contribuables que celle qui provient des dettes publiques nationales.

**Recommandation 4.** Construire graduellement, sur la base de l'expérience de la Facilité pour la reprise et la résilience, un instrument budgétaire européen pérenne doté d'une capacité d'emprunt à moyen terme gagée sur des ressources propres. Cet instrument devra pouvoir être mobilisé pour répondre à des situations exceptionnelles en finançant des initiatives communes d'intérêt prioritaire ou des programmes de correction de divergences économiques aggravées entre les États membres.

## Un nouveau schéma institutionnel

Le dispositif institutionnel de surveillance des politiques budgétaires en vigueur confie l'instruction des dossiers à la Commission et les décisions au Conseil. Au fil des ans il a évolué d'un modèle associant encadrement de la Commission et complète latitude laissée au Conseil à un modèle qui laisse plus de flexibilités à la Commission et lie davantage les mains du Conseil (du fait de l'application de la règle de majorité qualifiée inversée). Avec l'inscription des normes d'équilibre dans les constitutions ou les législations nationales, et la mise en place dans les États membres d'institutions budgétaires indépendantes comme le Haut Conseil des finances publiques, s'est également opéré le début d'un mouvement de décentralisation de la discipline budgétaire. Enfin la Commission s'est dotée d'un organe consultatif indépendant, le Comité budgétaire européen.

La réforme que nous proposons devra s'accompagner d'une redéfinition des responsabilités des différentes institutions. En même temps que la renonciation au micro-management par l'Union européenne des choix budgétaires nationaux, nous recommandons un renforcement des moyens, des garanties d'indépendance et de la capacité d'examen et d'alerte des institutions budgétaires indépendantes (IBI) nationales, afin d'ancrer davantage la culture de la responsabilité budgétaire dans les institutions des États. Les travaux d'analyse de soutenabilité des finances publiques seraient ainsi conduits sous la responsabilité des IBI. Mais, pour éviter tout doublon administratif, les travaux techniques pourront être effectués par les administrations compétentes sous l'autorité des IBI. Ce type de coopération entre administration et IBI fonctionne déjà au Royaume-Uni avec l'OBR (*Office for Budget Responsibility*).

Pour assurer la soutenabilité, nous proposons ainsi :

- de confier au Comité budgétaire européen (EFB) la définition de la méthodologie d'évaluation de la soutenabilité des finances publiques des États et le contrôle de la mise en œuvre de cette méthodologie par les IBI ;
- de demander à chaque gouvernement de fixer, en cohérence avec les normes de soutenabilité établies par l'EFB, une cible de dette et une norme de dépenses publiques à horizon de cinq ans ;
- de confier aux institutions budgétaires indépendantes nationales la mission d'apprécier, au regard des objectifs de soutenabilité, l'adéquation de la cible de dette proposée par le gouvernement. Cette appréciation publique et détaillée devrait reposer sur la méthodologie commune définie par l'EFB et être soumise pour validation à la Commission ;
- de conserver à la Commission son rôle de surveillance et de recommandation au Conseil, auquel reviendrait la décision ultime de validation ou de censure des cibles de dette et des normes de dépense primaire associées. La Commission aurait également pour responsabilité de surveiller la conformité des politiques budgétaires mises en œuvre dans les États membres à la norme de dépense. Enfin elle formulerait une recommandation au Conseil quant à l'orientation d'ensemble de la politique budgétaire dans l'UE et la zone euro ;
- de conserver au Conseil Ecofin le rôle de décisionnaire ultime qui est aujourd'hui le sien en matière de surveillance des politiques budgétaires nationales. En cohérence avec l'économie générale de notre proposition, cette surveillance serait centrée sur les cibles de dette et sur les normes de dépense primaire. Nous recommandons dans ce cadre de prendre appui sur la législation *Two Pack* de 2013 et de donner la possibilité au Conseil de rejeter un budget national qui mettrait en danger la soutenabilité des finances publiques d'un État.

<sup>31</sup> Voir sur ce plan Fuest C. et J. Pisani-Ferry (2020) : « Financing the European Union: New Context, New Responses », *Bruegel Policy Contribution*, septembre.

## Schéma d'organisation institutionnelle de la surveillance budgétaire

Programmation glissante à 5 ans

**Comité budgétaire européen (EFB)**

Définit : méthodologie d'évaluation de la soutenabilité  
 Contrôle : méthodes et indépendance des IBI

**Institution budgétaire indépendante nationale (IBI)**

Choisit ou valide : le scénario macroéconomique  
 Évalue : soutenabilité des finances publiques  
 Valide : cible de dette  
 Apprécie : risques (probabilité d'atteindre la cible de dette)

Soumet ↑ ↓ Avis IBI

**Commission**

Recommande à l'Ecofin :

- orientation budgétaire de la zone à 5 ans (externalités de demande)
- approbation ou rejet des cibles de dette des EM
- approbation ou rejet des normes de dépenses des EM

Surveille : mise en œuvre des politiques budgétaires

**Gouvernement**

Propose :

- cible de dette à 5 ans
- norme de dépense primaire

**Ecofin**

Détermine : orientation budgétaire d'ensemble zone euro

Approuve ou rejette :

- cibles de dette des EM
- normes de dépenses des EM

(en cas de rejet : obligation de révision sous peine d'exclusion des soutiens financés par l'UE)

**Parlement européen**

- Auditionne l'EFB
- Vote : orientation budgétaire à 5 ans
- Auditionne le ministre des Finances en cas de violation de la règle budgétaire

Pour la gestion des externalités de demande, nous proposons :

- de demander à la Commission d'émettre une recommandation au Conseil sur l'orientation budgétaire d'ensemble de la zone euro à horizon d'un an et de cinq ans, et le cas échéant de proposer une modulation des normes de dépenses appliquées par les États membres. Elle pourrait aussi recommander la réorientation d'une politique budgétaire (trop restrictive ou trop expansionniste) d'un pays membre et qui aggraverait les déséquilibres de compte courant au sein de la zone ;
- de permettre à la Commission de proposer la mise en œuvre d'un soutien communautaire exceptionnel *via* l'instrument budgétaire commun à construire.

Nos propositions donnent aussi un nouveau rôle au Comité budgétaire européen (EFB) qui jouerait un double rôle de définition de la méthodologie d'appréciation de la soutenabilité et de contrôle des IBI. Il resterait un organe rattaché à la Commission mais serait rendu indépendant. Son rôle de validation des méthodes des IBI demande un changement de gouvernance : le Comité pourrait par exemple être composé de dix membres (contre cinq actuellement), nommés pour trois ans. Cinq seraient des présidents d'IBI élus par les présidents d'IBI en leur sein. Cinq autres seraient des experts indépendants sélectionnés pour leur compétence.

**Recommandation 5.** Confier à un Comité budgétaire européen indépendant et réformé la définition de la méthodologie d'évaluation de la soutenabilité des finances publiques des États et le contrôle de sa mise en œuvre par des institutions budgétaires indépendantes nationales (IBI), elles-mêmes renforcées et chargées également de valider la cible de dette.

S'agissant de la France, nos propositions rejoignent en partie celles du rapport Arthuis (objectif pluriannuel de dépense, protection des dépenses d'avenir, élargissement du mandat du HCFP)<sup>32</sup>. Le changement de mandat du HCFP pourrait se faire sans délai, d'ici la fin 2021.

**Recommandation 6.** Élargir le mandat du HCFP à l'évaluation de la soutenabilité des finances publiques et au choix des scénarios macroéconomiques sous-jacents, ainsi qu'à l'appréciation de l'adéquation de la cible de dette.

Les travaux techniques requis pour l'analyse de soutenabilité pourront être effectués par les administrations à la demande et sous la responsabilité du HCFP, sur la base des méthodologies communes établies au niveau européen.

<sup>32</sup> Arthuis J. (2021) : *Rapport de la Commission sur l'avenir des finances publiques*.

L'ensemble de ces modifications pourraient pour l'essentiel s'inscrire dans le cadre des traités existants. Comme nous l'avons dit, le cadre que nous proposons reste compatible avec les dispositions fondamentales de l'article 126 et de l'article 121. Les valeurs numériques inscrites au Protocole 12 devraient être modifiées ou, à défaut, les conditions de leur respect devraient être réinterprétées. En revanche, l'ensemble de la législation secondaire (Pacte de stabilité, *Six-Pack* et *Two-Pack*) et les textes réglementaires associés devraient être profondément revus.

## Transition vers de nouvelles règles

Le 23 mars 2020, le Conseil a activé pour la première fois la clause dérogatoire générale du cadre budgétaire de l'UE. Sa motivation était qu'en situation de grave récession économique dans l'ensemble de l'Union il fallait laisser une marge de manœuvre maximale aux États membres pour adopter des mesures budgétaires d'urgence. Une clarification des conditions nécessaires pour sortir de la clause dérogatoire et pour revenir à des règles budgétaires doit être rapidement menée. Elle permettra aux États, aux entreprises et aux ménages de mieux anticiper les contraintes budgétaires auxquels ils feront face dans les années qui viennent. L'incertitude, déjà extrême sur le plan sanitaire et économique, ne doit pas être renforcée. L'anticipation que l'ajustement budgétaire ne sera ni précoce ni brutal comme ce fut le cas en 2011, n'est pas encore ancrée. Sans clarification de la part de l'Europe sur de nouvelles règles et sur la transition vers celles-ci les États membres pourraient vouloir réduire trop rapidement leur soutien budgétaire.

Nous considérons que la levée de la clause dérogatoire, aujourd'hui envisagée pour 2023, doit être contingente à l'état de l'économie<sup>33</sup>. La désactivation devrait dépendre de conditions institutionnelles et économiques. La condition institutionnelle est qu'un accord politique existe entre les États membres pour réformer le Pacte de stabilité et de croissance (PSC) dans le sens précédemment défendu. Le débat sur les règles qui seront effectivement (ré)activées ne peut être séparé du débat sur le moment de leur réactivation.

Sur le plan économique, l'objectif est de ne pas réitérer l'erreur de l'ajustement budgétaire de 2011 qui a été décidé alors même que les prévisions publiées par la Commission indiquaient que

l'économie ne serait pas revenue à son état d'avant crise au moment de l'ajustement. Lorsqu'il fut décidé en 2010, l'ajustement ne fut pas considéré comme pro-cyclique parce que la croissance était positive et que l'*output gap* était sous-évalué (voir Fatas, 2019). Choisir de lever la clause de dérogatoire sur la base d'une mesure de l'*output gap* serait encore plus dangereux dans la présente crise où la mesure de la production potentielle est rendue extrêmement hasardeuse par la crise sanitaire. Nous recommandons donc que la désactivation soit conditionnée sur un retour à un niveau normal de l'économie sur la base d'une mesure simple telle que le PIB par habitant.

**Recommandation 7.** Conditionner la sortie de la clause dérogatoire du Pacte de stabilité, d'une part, à un accord politique sur le nouveau cadre budgétaire européen et, d'autre part, au retour effectif de l'économie de l'Union européenne au niveau de PIB par tête de la fin 2019.

La situation de chaque pays doit aussi être prise en compte. Une fois la clause dérogatoire levée, la même condition (PIB par habitant revenu au niveau du dernier trimestre 2019) devra être appliquée pour chaque pays individuellement. Si un pays ne la satisfait pas, la clause de circonstances exceptionnelles lui sera appliquée et les nouvelles règles budgétaires ne seront pas opératoires pour ce pays. En contrepartie de cette flexibilité, le pays concerné ne devrait pas entreprendre une augmentation permanente de son déficit structurel pendant cette période, à moins qu'elle ne soit motivée par un investissement ou une réforme, augmentant la croissance à moyen terme.

Les réformes que nous proposons sont substantielles mais compatibles avec les clauses essentielles des traités européens. Elles ont pour objectif d'éviter des politiques qui mettraient en danger la stabilité de la zone euro que ce soit du fait d'un endettement excessif ou d'un manque de soutien budgétaire. Notre conviction est que le système de politique économique européen doit tirer toutes les leçons du nouveau contexte économique et financier. La refonte que nous proposons a pour but de rendre les États à la fois plus libres de leurs mouvements et plus responsables. ●

<sup>33</sup> Voir la communication de la Commission du 3 mars 2021 et l'analyse détaillée de Martin P. et X. Ragot (2021) : *When and How to Deactivate the SGP General Escape Clause?*, Report to the European Parliament, 15 janvier.



**conseil d'analyse  
économique**

Le Conseil d'analyse économique, créé auprès du Premier ministre, a pour mission d'éclairer, par la confrontation des points de vue et des analyses de ses membres, les choix du Gouvernement en matière économique.

**Président délégué** Philippe Martin  
**Secrétaire générale** Hélène Paris

**Conseillers scientifiques**  
Hamza Bennani, Jean Beuve, Claudine Desrieux,  
Kevin Parra Ramirez, Thomas Renault

**Ch. d'études/Économistes**  
Étienne Fize, Madeleine Péron,  
Baptiste Savatier

**Membres** Yann Algan, Emmanuelle Auriol,  
Anne Épaulard, Gabrielle Fack, François Fontaine,  
Maria Guadalupe, Xavier Jaravel, Sébastien Jean,  
Camille Landais, Philippe Martin, Isabelle Méjean,  
Thomas Philippon, Xavier Ragot, Katheline Schubert,  
Claudia Senik, David Sraer, Stefanie Stantcheva,  
Jean Tirole

**Correspondants**  
Dominique Bureau, Ludovic Subran

**Les Notes du Conseil d'analyse économique**  
ISSN 2273-8525

**Directeur de la publication** Philippe Martin  
**Rédactrice en chef** Hélène Paris  
**Réalisation** Christine Carl

**Contact Presse** Christine Carl  
christine.carl@cae-eco.fr Tél. : 01 42 75 77 47

