

Répéter

par [Jérôme Creel](#)

Dans un très bel ouvrage pour enfants, [Claude Ponti](#) dessinait, toutes les deux pages, deux poussins dont l'un disait à l'autre : « Pète et Répète sont dans un bateau. Pète tombe à l'eau. Qui reste-t-il ? » ; alors l'autre poussin de répondre : « Répète », et c'était reparti pour un tour. En fin d'ouvrage, le second poussin, les yeux exorbités, hurlait : « Répète ! » et cela n'en finissait pas. Un peu comme ces analyses sur la croissance économique et les contractions budgétaires où l'on redécouvre presque chaque mois que les contractions budgétaires réduisent la croissance économique ou que la sous-estimation des effets réels de la politique budgétaire engendre des erreurs de prévision.

Dernièrement, et après avoir signé en octobre 2012, un encadré dans les *Perspectives économiques 2013*, Olivier Blanchard et Daniel Leigh du FMI ont publié un [document d'appui](#) qui confirme que les erreurs récentes de prévision du FMI s'expliquent par des hypothèses erronées à propos de l'effet multiplicateur. Parce que cet effet a été sous-estimé, notamment en bas de cycle économique, les prévisionnistes du FMI, mais ils ne sont pas les seuls (voir notamment le billet de [Bruno Ducoudré](#)), ont sous-estimé les prévisions de croissance : ils n'avaient pas anticipé que les prescriptions de cure d'austérité et leur mise en œuvre auraient autant d'impact négatif sur la consommation des ménages et sur l'investissement des entreprises. La tentative de désendettement des Etats intervenant en pleine période de désendettement des ménages et des entreprises, le piège de la récession allait être difficile à éviter.

Puisqu'il faut répéter, répétons ! « Les-contractions-budgétaires-expansionnistes et Répète sont dans un bateau. **Les-contractions-budgétaires-expansionnistes tombent à l'eau.**

Qui reste-t-il dans le bateau ? Répète ! ». Pour étayer cette courte histoire, on pourra utilement se reporter à la revue de littérature d'[Eric Heyer](#) : il y montre, en effet, l'étendue du consensus sur la valeur des multiplicateurs budgétaires, consensus ayant émergé dès 2009, soit en pleine récession et au moment même où des prescriptions de cure d'austérité commençaient à voir le jour. Le billet de [Xavier Timbeau](#) montre que l'analyse des restrictions budgétaires en cours étaye une évaluation de la valeur du multiplicateur budgétaire en temps de crise bien plus élevée qu'en temps normal ... Quels paradoxes !

Que faire désormais ? Répéter, une fois de plus, que la récession ne peut être une fatalité : comme l'ont souligné [Marion Cochard, Bruno Ducoudré et Danielle Schweisguth](#) en complément du [rapport iAGS 2013](#), il est urgent d'atténuer l'austérité budgétaire dans la zone euro : la croissance européenne mais **aussi l'assainissement budgétaire effectif** en seraient enfin améliorés.

Une autre politique budgétaire est-elle possible pour la France ?

par [Jérôme Creel](#)

La crise économique que traverse la zone euro, et donc la France, ne devrait-elle pas remettre en cause l'orientation de la politique budgétaire ? Dans une situation historique de [consensus large](#) entre les économistes à propos des effets sur

l'économie réelle de la politique budgétaire, il est indéniable que le choix de l'austérité budgétaire en France est une erreur. En outre, l'argument des contraintes européennes pesant sur la politique budgétaire française n'est pas suffisant pour exclure un assainissement bien plus progressif des finances publiques (voir aussi le [projet iAGS](#)).

Aller au-delà de ce que les textes européens imposent n'est pas une nécessité ; et cela devient particulièrement nuisible si ces efforts budgétaires supplémentaires engendrent moins de croissance et, *in fine*, une détérioration des finances publiques par le biais de hausses de dépenses sociales et de baisses des recettes fiscales. Que nous imposent les traités européens en vigueur ? Dans une situation de déficit public au-delà de 3% du PIB, l'effort minimal d'ajustement budgétaire consiste à améliorer chaque année d'au moins 0,5% du PIB le déficit corrigé des variations cycliques, c'est-à-dire le déficit structurel. En outre, l'horizon de retour de la dette publique à 60% du PIB est de 20 ans. Enfin, aux circonstances exceptionnelles s'ajoute désormais un « événement inhabituel » pouvant justifier un dépassement du déficit par rapport aux normes en vigueur (cf. ci-dessous l'annexe à ce post).

Sur la base de ces circonstances exceptionnelles et de la règle d'amélioration annuelle d'au moins 0,5% du PIB du déficit structurel, il est possible de montrer que le gouvernement français dispose de marges de manœuvre budgétaires en 2012 et 2013, en conformité avec les règles budgétaires européennes.

Le tableau 1 répertorie la séquence de déficits publics et de croissance du PIB de 2011 à 2013, selon les deux prévisions réalisées par la Commission européenne au printemps, puis à l'automne 2012. Selon les prévisions de printemps, le déficit structurel français était supposé diminuer de 1,2% du PIB entre 2011 et 2013, soit en moyenne un peu plus que ce que requiert la Commission. En fait, l'amélioration prévue entre 2011 et 2012 allait au-delà de 0,5% du PIB, tandis qu'elle

était en deçà entre 2012 et 2013.

Qu'en est-il selon les prévisions d'automne 2012 ? L'amélioration prévue du déficit structurel français entre 2011 et 2012 serait dorénavant de 1,1% du PIB, puis de 1,4% du PIB entre 2012 et 2013, compte tenu des [engagements pris par le gouvernement de réduire les dépenses publiques et d'augmenter la fiscalité](#). Ces améliorations prévues du déficit structurel sont deux et trois fois supérieures à ce que les règles budgétaires européennes requièrent : c'est considérable ! Pour l'année 2013, ce sont pratiquement 20 milliards d'euros qui pourraient ne pas être ponctionnés sur les ménages et les entreprises françaises. Renoncer à cette ponction ne revient pas à renoncer à l'austérité budgétaire, mais à *l'étaler* dans le temps.

En outre, la Commission européenne anticipe désormais un ralentissement de l'activité française en 2013. A moins de juger que le gouvernement français est responsable de ce ralentissement – et peut-être est-ce effectivement le cas du fait de la cure d'austérité budgétaire qu'il impose à l'économie française, sauf qu'on voit mal la Commission européenne utiliser un tel argument, elle qui est le chantre de l'austérité ! -, la détérioration des perspectives de croissance pourrait rentrer dans la catégorie : « événement inhabituel », ouvrant des circonstances exceptionnelles à la France pour *étaler et différer* ses efforts d'ajustement budgétaire.

Au lieu d'attendre longtemps des miracles de réformes structurelles aux effets potentiellement incertains, il suffirait d'appliquer les textes en vigueur, sans s'imposer une lecture trop contraignante de ce qu'ils contiennent, pour limiter la baisse de croissance induite par l'austérité et éviter une nouvelle phase de hausse du chômage. Selon les conclusions du [rapport iAGS](#), l'étalement de l'austérité budgétaire en France permettrait de gagner 0,7 point de croissance par an entre 2013 et 2017.

L'« événement inhabituel » que peut constituer une nouvelle année de croissance très faible en 2013 pour la France, ouvre aussi la possibilité de suspendre, au moins temporairement, la politique d'austérité. Toujours selon les conclusions du rapport iAGS, le gouvernement français devrait reporter à 2016 la politique d'assainissement de ses finances publiques. Le gain en termes de croissance serait de 0,9 point par an entre 2013 et 2017. Pourvu que cette politique soit effectivement menée scrupuleusement, et non pas reportée *sine die*, elle permettrait à la France de réduire son ratio de dette publique sur PIB, conformément aux traités européens en vigueur.

Prévisions de l'économie française

		2011	2012	2013
Déficit public (en % du PIB)	Spring 2012	5,2	4,5	4,2
	Autumn 2012	5,2	4,5	3,5
Déficit structurel (en % du PIB)	Spring 2012	4,1	3,2	2,9
	Autumn 2012	4,5	3,4	2,0
PIB (en %)	Spring 2012	1,7	0,5	1,3
	Autumn 2012	1,7	0,2	0,4

Source: Prévisions de la Commission européenne.

Annexe : les règles budgétaires européennes

L'Union européenne s'est dotée d'un arsenal de pas moins de cinq règles budgétaires. Les plus connues sont celles issues du traité d'Union européenne, les fameux critères de convergence portant sur le déficit public (inférieur à 3% du PIB) et la dette publique (inférieure à 60% du PIB), introduits sous la forme de règles de bonne conduite budgétaire dans la première mouture du Pacte de stabilité et de croissance (PSC) dès 1997 pour le premier, et dans sa deuxième mouture dès 2005 pour le second. Ces deux règles sont toujours en vigueur (*cf.* les Règlements 1173/2011, 1175/2011 et 1177/2011 de novembre 2011).

La révision du PSC intervenue en novembre 2011 a consacré la

règle du retour de la dette publique au niveau de référence de 60% du PIB, selon une baisse sur les trois années précédentes, à un rythme moyen d'un vingtième par an, de l'écart de la dette par rapport à cette valeur de référence (Règlement 1177/2011, art. 2, par. 1bis). Cette troisième règle est aussi inscrite dans le Traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance (TSCG, art. 4) signé en mars 2012.

Pour les Etats membres en situation de déficit excessif, le Règlement 1177/2011 (art. 3) précise (voir aussi le Règlement 1175/2011, art. 5) que « *dans ses recommandations, le Conseil invite l'Etat membre à respecter des objectifs budgétaires annuels permettant, sur la base des prévisions qui étayent ces recommandations, d'améliorer chaque année d'au moins 0,5% du PIB, à titre de référence, son solde budgétaire corrigé des variations conjoncturelles (le solde structurel) et déduction faite des mesures ponctuelles et temporaires, de manière à assurer la correction du déficit excessif dans le délai prescrit par la recommandation.* » C'est un passage un peu long, mais il est important pour les politiques budgétaires menées actuellement dans l'UE. Il permet en effet de comparer les efforts d'ajustement effectivement consentis avec les efforts d'ajustement minimaux à consentir.

La cinquième et dernière règle budgétaire européenne, à ce jour, est la fameuse « règle d'or » selon laquelle tous les Etats membres doivent atteindre un budget équilibré, soit un déficit structurel à moyen terme d'au plus 0,5% du PIB. Contrairement aux quatre règles précédentes, la règle d'or n'est inscrite que dans le TSCG ; elle ne rentrera en vigueur au 1^{er} janvier 2013 qu'à la condition que la procédure de ratification ait été déposée auprès du Conseil par au moins 12 des 17 Etats membres de la zone euro. Au 19 novembre 2012, 14 Etats membres avaient ratifié le TSCG, dont 10 étaient membres de la zone euro, et 12 Etats membres avaient déposé effectivement la procédure de ratification auprès du Conseil, dont seulement 8 étaient membres de la zone euro.

Il reste à rappeler que la première et la cinquième règles – cette dernière n'est pas encore en vigueur – sont soumises à des conditions exceptionnelles. Si ces conditions sont remplies, le déficit public pourra ne pas être jugé excessif, même s'il dépasse les limites convenues. La législation adoptée en novembre 2011 – le 6-pack – confirme ces circonstances exceptionnelles par le rappel de la réforme du PSC intervenue en 2005. Quant au TSCG, il introduit « un événement inhabituel, en dehors du contrôle de l'Etat membre, et ayant un impact majeur sur la position financière de l'administration publique » comme circonstance exceptionnelle.

iAGS, un rapport annuel indépendant

par [Christophe Blot](#), [Jérôme Creel](#) et [Xavier Timbeau](#)

L'austérité budgétaire dans la zone euro est un échec retentissant. Après deux années successives de restrictions budgétaires, la zone euro se prépare à engager, en 2013, une nouvelle phase d'austérité. Sur la base d'un travail collectif ayant abouti à la publication du [premier rapport iAGS 2013](#), les instituts économiques ECLM au Danemark, IMK en Allemagne et l'OFCE montrent que cette stratégie mène à une situation dramatique : la zone euro sera en récession en 2013, comme en 2012, et le chômage va continuer d'augmenter, pour atteindre près de 27 millions d'Européens résidant dans la zone euro à la fin 2013.

Cette situation n'est pas soutenable, socialement et économiquement, et elle ne l'est pas non plus du point de vue des finances publiques : les cures d'austérité ont des effets

réels si néfastes que les déficits et les dettes publics ne peuvent pas durablement baisser. La stratégie européenne doit donc être discutée et une alternative proposée. Celle-ci consiste, en respectant les traités européens en vigueur, à atténuer dès 2013 l'effort d'austérité budgétaire : il faut passer d'une baisse programmée du déficit corrigé de la conjoncture de 1,4% du PIB pour l'ensemble de la zone euro à une baisse de 0,5% du PIB. Et en invoquant les circonstances exceptionnelles que traverse la zone euro – qui prétendra qu'une troisième année de récession anticipée, après celles déjà bien effectives de 2009 et 2012, n'est pas exceptionnelle ? -, il faudrait même décaler dans le temps les efforts d'ajustement. Le rapport iAGS montre que cette stratégie permettrait effectivement de converger vers un ratio de dette publique conforme aux traités européens et à l'horizon de 20 ans qu'imposent ces mêmes traités, tout en limitant considérablement les coûts sur l'emploi et la croissance.

Amis des acronymes, voici venu l'OMT

par [Jérôme Creel](#) et [Xavier Timbeau](#)

Il y avait eu OMD, et son Orchestral Manœuvre in the Dark, nous voici maintenant avec Orchestral Manœuvre in the [liquidity] Trap, ou, plus précisément « Outright Monetary Transactions » ce qui, sans conteste, est plus clair. L'OMT est un dispositif potentiellement efficace qui donne à la BCE le moyen d'intervenir massivement sur la crise des dettes dans la zone euro pour limiter les écarts de taux d'intérêt sur les obligations publiques dans la zone euro. La possibilité d'une

sortie de la zone euro d'un pays qui serait en opposition avec ses pairs est toujours possible, mais dans le cas où la volonté de préserver l'euro est partagée, la BCE peut intervenir et jouer un rôle comparable aux banques centrales des autres grands Etats. Beaucoup d'espoirs sont donc autorisés par cette porte ouverte vers une sortie de la crise des dettes souveraines en zone euro. Pour autant, certains éléments, comme la conditionnalité, pourraient vite poser problème.

OMT est tout simplement un programme de rachat de titres publics par la Banque centrale européenne, comme le SMP 1.0 (Securities Markets Programme) qu'il remplace, mais limité aux Etats qui seront sous programme du FESF/MES (Fonds européen de stabilité financière/Mécanisme européen de stabilité), bénéficiant donc d'une aide conditionnelle européenne. Ainsi, pour que la BCE intervienne, le pays concerné devra, d'une part, négocier un plan d'ajustement macroéconomique avec la Commission européenne et le Conseil Européen et l'appliquer. La BCE, potentiellement des membres du Parlement européen, ou le FMI peuvent être de la partie (ces institutions – Commission, BCE et FMI – forment la Troïka des hommes en noir, célèbres et redoutés en Grèce). D'autre part, et surtout, ledit pays sera sous surveillance de la Troïka par la suite.

Aussi, si l'Italie et l'Espagne veulent bénéficier du rachat de leurs titres publics par la BCE, leurs gouvernements devront se soumettre à un plan d'ajustement du FESF ou du MES. Ceci n'impliquera pas nécessairement que le plan imposé sera plus drastique en termes d'austérité que celui que ces gouvernements avaient d'ores et déjà imaginé ou instauré (la pensée unique en matière de gestion des finances publiques est très contagieuse en Europe), mais obligera l'Italie et l'Espagne à se soumettre *ex ante* à un droit de regard extérieur sur le plan d'ajustement élaboré et *ex post* au contrôle de la Commission et du Conseil. Si les pays sous surveillance venaient à dévier *ex post* de l'application du

plan d'ajustement, ils pourraient se soustraire au programme, certes, mais leurs obligations souveraines ne seraient plus absorbées dans le programme OMT. Ils perdraient le soutien de leurs pairs et devraient affronter les marchés financiers dans des conditions incertaines. Ce serait probablement le premier pas vers un défaut ou une sortie de l'euro.

Par ailleurs, la BCE ne s'est pas engagée à absorber *toutes* les obligations émises et dispose donc d'une réelle capacité de menace : si le pays fronde, il peut être obligé de faire face à des taux plus élevés. L'OMT introduit donc une carotte (faire baisser les taux) et un bâton (les laisser monter, vendre les obligations détenues en portefeuille par la BCE et donc pousser les taux à la hausse), et ce à chaque nouvelle émission. L'OMT s'apparente donc à une mise sous contrôle direct (la conditionnalité), avec sanction progressive et menace ultime (la sortie du programme).

La BCE indique que ses interventions couvriront principalement des titres à moyen terme (maturité entre 1 et 3 ans), sans pour autant exclure des maturités plus longues, et sans limite quantitative. Notons que les émissions de court/moyen terme représentent *habituellement* une proportion faible des émissions totales, qui se font plutôt à 10 ans. Cependant, en cas de crise, l'intervention sur des maturités courtes constitue une bouffée d'oxygène, d'autant que les titres à 10 ans arrivant à échéance peuvent être refinancés par des titres à 3 ans. Cela donne des moyens de pression supplémentaires à la Troïka en termes de conditionnalité : l'engagement de l'OMT sur les titres n'est que de 3 ans et doit être éventuellement renouvelé au bout de 3 ans. Le soulagement financier pour les pays sous programme peut être appréciable à court terme. A titre d'exemple, l'Espagne, qui n'a pas encore franchi ce pas, aura émis en 2012 autour de 180 milliards d'euros de dette. Si l'OMT lui avait permis de réduire tout au long de l'année 2012 les taux souverains auxquels elle emprunte, le gain aurait été entre 7 et 9 milliards pour l'année 2012 (et aurait pu se

répéter en 2013 et 2014 au moins). Ceci parce qu'au lieu d'emprunter à 10 ans au taux de 7%, l'Espagne aurait pu bénéficier des 2% auxquels la France emprunte à 10 ans ou, au lieu de 4,3% à 3 ans, l'Espagne aurait emprunté à 0,3% (le taux souverain de la France à 3 ans). C'est le gain maximal que l'on peut espérer de ce programme, mais il est conséquent : c'est approximativement l'équivalent de l'impact budgétaire de la récente hausse de TVA en Espagne (soit un peu moins d'un point de PIB espagnol). Cela ne changerait pas définitivement la situation budgétaire de l'Espagne mais cela mettrait fin à une absurdité complète qui conduit les Espagnols à devoir payer beaucoup plus cher leur dette pour compenser leurs créanciers d'un défaut qu'ils s'échinent à ne pas déclencher.

On peut même espérer (ce qui apparaît dans la détente des taux souverains espagnols de presque un point qui a suivi l'annonce de la BCE jeudi 6 septembre 2012, ou de celle de presque un demi point pour les taux italiens) que l'existence du dispositif, même si l'Espagne ou l'Italie n'y recourent pas (et ne se soumettent donc pas au contrôle) suffira à rassurer les marchés, à les convaincre qu'il n'y aura ni défaut ni sortie de l'euro et que rien ne justifie donc une prime de risque.

La BCE a annoncé qu'elle allait mettre fin à son statut de créancier privilégié sur les titres publics. Cette disposition, censée réduire le risque pesant sur la BCE, conduisait à dégrader la qualité des titres détenus en dehors de la BCE et donc à réduire l'impact des interventions de la BCE sur les taux. En acquérant une obligation publique, la BCE reportait le risque sur les obligations détenues par le secteur privé, puisqu'en cas de défaut, elle était un créancier prioritaire passant avant les détenteurs privés d'obligations du même type.

La BCE précise que ses opérations dans le cadre de l'OMT seront intégralement stérilisées (l'impact sur la liquidité en

circulation sera neutre), ce qui impliquerait, si cela était pris au mot, que d'autres types d'opérations (achats de titres privés, crédits aux banques) en soient réduits d'autant. Qu'en sera-t-il ? L'exemple du SMP 1.0 peut être mobilisé à ce sujet. Le SMP 1.0 était en effet lui aussi assorti d'une stérilisation. Cette stérilisation passait par des dépôts à court terme (1 semaine, au passif de la BCE), alloués pour un montant égal aux sommes engagées dans le SMP (209 milliards d'euros à ce jour, à l'actif de la BCE). Chaque semaine, la BCE collecte donc des dépôts à terme fixe mais court pour 209 milliards d'euros. Il s'agit donc d'une partie des dépôts des banques que la BCE affecte à l'instrument de stérilisation, sans que pour autant il y ait stérilisation *stricto sensu* (parce que cela n'empêche ni la hausse de la taille du bilan de la BCE ni ne réduit en soi la liquidité potentielle en circulation). La mention de la stérilisation dans l'OMT apparaît comme un effort de présentation pour tenter de convaincre certains Etats, tels l'Allemagne, que la politique monétaire ne sera pas inflationniste, et donc contraire au mandat que le Traité d'Union européenne lui a imposé. Actuellement, et parce que la crise reste entière, les banques privées ont des dépôts importants auprès de la BCE (par peur de confier ces dépôts à d'autres institutions financières), ce qui lui confère une marge de manœuvre appréciable pour éviter que la stérilisation annoncée modifie la liquidité en circulation (il y a un peu plus de 300 milliards d'euros de dépôts auprès de la BCE qui ne sont pas mobilisés pour la stérilisation). Ensuite, la BCE peut probablement utiliser les comptes courants (en les bloquant pour une semaine), ce qui ne pose pas de difficulté puisque la BCE prête aux banques à guichet ouvert par le LTRO, sa politique de refinancement des banques à long terme. Au pire, la BCE perdrait de l'argent dans l'opération de stérilisation en cas d'écart de rémunération entre les dépôts à terme et les prêts consentis aux banques. La stérilisation pourrait donc conduire à cette comptabilité absurde, mais n'avoir, dans une situation de crise monétaire et financière aucune incidence sur la

liquidité. En revanche, si la situation se normalise, la contrainte de stérilisation pèsera plus lourdement. Nous n'en sommes pas encore là mais quand nous y serons, la BCE devra limiter les crédits à l'économie ou accepter une hausse de la liquidité si l'OMT continue d'être mis en œuvre pour certains Etats membres de la zone euro.

Le marché qui est maintenant sur la table place aujourd'hui les pays de la zone euro dans un dilemme redoutable. D'un côté, l'acceptation du Traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance de la zone euro (TSCG) conditionne l'éligibilité au FESF et au MES [\[1\]](#) et elle conditionne donc désormais l'éligibilité au programme OMT. Refuser de signer le traité budgétaire, c'est refuser par avance l'intervention potentielle de la BCE et donc accepter que la crise se prolonge jusqu'à l'éclatement de la zone euro ou jusqu'à un défaut dévastateur sur une dette souveraine. D'un autre côté, signer le traité, c'est accepter le principe d'une stratégie budgétaire restrictive sans discernement (la règle de réduction de la dette publique inscrite dans le TSCG sera dévastatrice) qui va enclencher en zone euro une récession en 2012 et peut-être en 2013.

Signer le traité, c'est aussi relâcher la pression des marchés, mais pour s'en remettre uniquement à la Troïka et à la conviction infondée que les multiplicateurs budgétaires sont faibles, que les ménages européens sont ricardiens ou que la dette publique pèse toujours sur la croissance. Or, abaisser les taux d'intérêt souverains, et en particulier ceux de l'Italie ou de l'Espagne, procure une relative bulle d'oxygène. Mais le gain principal à abaisser ces taux consisterait à étaler la consolidation budgétaire sur une période de temps plus grande. Les taux d'intérêt donnent une valeur au temps et les baisser, c'est se donner plus de temps. Les dettes contractées à des taux réels négatifs ne sont pas des dettes ordinaires et ne sont pas les fardeaux que sont des dettes émises à des taux prohibitifs.

Trouver une nouvelle marge de manœuvre (l'OMT) pour se lier immédiatement les mains (le TSCG et l'aveuglement de la Troïka sur la stratégie budgétaire) serait un gâchis formidable. Seul un revirement dans la stratégie budgétaire permettrait d'exploiter la porte ouverte par la BCE. Bref, sauver l'euro ne servira à rien si on ne sauve pas d'abord l'Union européenne des conséquences sociales désastreuses de l'aveuglement budgétaire.

[\[1\]](#) Le paragraphe 5 du préambule au traité instituant le Mécanisme européen de stabilité précise : « Le présent traité et le TSCG sont complémentaires dans la promotion de la responsabilité budgétaire et de la solidarité au sein de l'Union économique et monétaire. Il est reconnu et convenu que l'octroi d'une assistance financière dans le cadre des nouveaux programmes en vertu du MES sera conditionné, à partir du 1^{er} mars 2013, par la ratification du TSCG par l'État membre concerné et, à l'expiration de la période de transition visée à l'article 3, paragraphe 2, du TSCG, par le respect des exigences dudit article. »

European Council: wait and sink?

By [Jérôme Creel](#), Paul Hubert and [Francesco Saraceno](#)

The European Council meeting being held at the end of the week should have been spent, according to the wishes of the French authorities, on renegotiating the European Fiscal Compact adopted on 2 March 2012. However, renegotiation has not been

on the agenda. Alas, the Fiscal Compact does need to be re-opened for debate: it should be denounced for being poorly drafted, and its overly restrictive character needs to be reviewed; ultimately, the text should be amended. The focus of the debate on the structural deficit rule, which is unfairly described as the “golden rule”, is wide of the mark in so far as it is the rule on the reduction of public debt that is the more restrictive of the two rules included in the Fiscal Compact. This is the rule that demands to be discussed, and urgently, in order to avoid sinking deeper into a contagion of austerity plans that are doomed in advance...

The conflict over European growth between the French and Italians on the one side and the Germans on the other was probably defused by the agreement late last week with Spain in favour of a coordinated European recovery plan. The plan represents 1% of Europe’s GDP, *i.e.* 130 billion euros, though its contours and funding remain to be clarified. The slogan of the European Council has thus been, by a process of elimination, “banking union”, in an effort to prevent a new wave of banking and financial crises in the European Union. Is the creation of a banking union important? Certainly. Is it urgent? Less so than a return to growth, which, while it certainly cannot be decreed, can be prepared. Given the state of the current Fiscal Compact, we can conclude that what is being prepared is not economic growth, but recession [\[1\]](#).

The Fiscal Compact, which is contained in Title III of the [Treaty on Stability, Coordination and Governance in the Economic and Monetary Union](#), explicitly includes two fiscal rules. The first clarifies what constitutes a budgetary position that is “balanced or in surplus”, a term enshrined long ago in the Stability and Growth Pact. According to the Fiscal Compact of March 2012, a budgetary position that is “balanced or in surplus” means a structural deficit of at most 0.5% of GDP. The structural deficit is the cyclically adjusted public deficit, *i.e.* adjusted for the well-known automatic

stabilizers; this includes interest charges, among other items. When the structural deficit is exceeded, apart from exceptional circumstances, e.g. a “significant” downturn in activity, an automatic adjustment mechanism, whose nature is not specified, must bring it back below this limit. The structural deficit rule is relaxed for Member States whose public debt is below 60% of GDP: the structural deficit ceiling is increased to 1% of GDP.

The second fiscal rule is also a requirement for euro zone Member States with a public debt in Maastricht terms that is greater than 60% of GDP. In 2012, this rule applies to 12 out of the 17 Member States of the euro zone. This second rule aims to reduce the public debt by one-twentieth every year. Unfortunately, the text adopted is poorly written and opens the door to different interpretations, as we show below. It is therefore inapplicable. Even worse, given the current state of the economy, this rule is the more restrictive of the two rules in the Fiscal Compact. It is therefore urgent to pay attention to it and modify it to make it enforceable.

According to Article 4 of the Treaty, “When the ratio of a Contracting Party’s general government debt to gross domestic product exceeds the 60% reference value..., that Contracting Party shall reduce *it* at an average rate of one-twentieth per year as a benchmark....” The problem is that “it”, which we have put in italics, refers to the public debt ratio rather than to the difference between the public debt and the 60% reference value. So, in 2012 should Germany, with a public debt in 2011 of a little more than 80% of GDP, reduce its debt by 4 GDP points (one-twentieth of 80% of GDP) or by 1 GDP point (one-twentieth of the difference with the reference value of 60% of GDP)? Legally, it is essential that a clear answer can be given to this kind of question.

Moreover, the Fiscal Compact is silent on the nature of the surplus to be used to reduce the debt: if, to leave room for maneuver in case of a cyclical deficit, this rule were to

address the structural deficit – which would therefore need to be explained in the Compact – the debt rule would be even more restrictive than the golden rule: a structural *surplus* would be systematically required to reduce the public debt to 60% of GDP in the 12 Member States whose debt exceeds the reference value. Again, the formulation needs to be clear.

Suppose now that the “it” in Article 4 concerns the difference between the debt and the reference value, and that the rule on debt reduction applies to the entire public deficit. The question can then be asked, which of the two rules – the “golden rule” or the debt reduction rule – places greater restrictions on the Member States, and thus needs to be applied. We have set out, in an appendix [\[2\]](#), the small set of fiscal rules compatible with the Fiscal Compact. The total deficit is the sum of the cyclical deficit and the structural deficit. The cyclical deficit depends on the difference between actual and potential GDP, *i.e.* the output gap, which has an elasticity of 0.5 (average elasticity customary in the literature on the European countries, cf. [OECD](#)). The “golden rule” relates only to the structural deficit, while the debt reduction rule concerns the total public deficit, and thus depends on both the output gap and the structural deficit.

For what values of the public debt and the output gap is the “golden rule” more restrictive than the debt reduction rule? Answer: when the output gap is greater than 1 plus one-tenth of the difference between the original debt and the reference value. This means that, for a country like Germany, the debt reduction rule would predominate over the “golden rule” except in cases of very high growth: the real GDP would have to be at least two points higher than the potential GDP. According to the OECD economic forecast published in May 2012, Germany’s output gap in 2012 will be -0.8. The debt reduction rule is thus much more restrictive than the “golden rule”. This is also true for France (debt of 86% of GDP in 2011), which would have to have an output gap of at least 3.6 points for the

“golden rule” to be binding; yet the OECD forecasts an output gap of -3.3 in 2012. The same holds true for all the countries in the euro zone with a debt greater than 60% of GDP, without exception.

Except in cases of very strong growth, the debt reduction component dominates the structural deficit component. Yet it is the latter that is the focus of all the attention.

When a treaty is open to such differences in interpretations, isn't it normal to want to revise it? When a treaty requires intensifying austerity measures in an area like the euro zone, whose GDP is almost 4 percentage points below its potential, according to the estimates of an organization, the OECD, that is generally not suspected of overestimating the said potential, is it not desirable and urgent to renegotiate it?

[1] A recent post emphasized the risks of social instability and the potential losses that might result from austerity-induced contagion in the euro zone (cf. [Creel, Timbeau and Weil, 2012](#)).

[2] Annex:

We start by defining with *def* the total public deficit, which includes a structural component *s* and a cyclical component *dc*:

$$def = s + dc$$

All the variables are expressed as a proportion of GDP. The cyclical component is composed of the variation in the deficit that occurs, thanks principally to the action of the automatic stabilizers, when the economy deviates significantly from its potential. A reasonable estimate is that the deficit increases by 0.5 point per point of lost output. The cyclical component can thus be expressed as:

$$dc = - 0.5 y$$

where we define y as the output gap, *i.e.* the difference between GDP and its potential level.

The rules introduced by the fiscal compact can be expressed as follows:

$$s_1 < 0.5,$$

that is, the structural deficit can never exceed 0.5% of GDP (s_1 refers to the first aspect of the rule), and

$$\text{def} = - (b_0 - 60)/20,$$

that is, the total deficit must be such that the public debt (expressed as a proportion of GDP) is reduced every year by one-twentieth of the difference between the initial public debt (b_0) and the 60% reference level. The debt rule can thus be re-written in terms of the structural deficit as:

$$s_2 = \text{def} - \text{dc} = 0.5 y - (b_0 - 60)/20.$$

We thus have 2 possible cases for when the structural deficit component is less restrictive than the debt reduction component:

Case 1

$$s_1 < s_2 \text{ if } y > 1 + (b_0 - 60)/10.$$

Assume the case of a debt level like Germany's ($b_0 = 81.2$ % of GDP). Case 1 implies that the structural deficit component will be less restrictive than the debt reduction component if and only if $y > 3.12\%$, that is, if Germany has a GDP that is at least three points higher than its potential. If a country has a higher level of debt (*e.g.* Italy, at 120% of GDP), then $y > 7\%$!

Case 2

If the debt reduction rule concerns the structural deficit

(rather than the total public deficit), then we have:

$$s_1 < 0.5$$

and

$$s_2 = - (b_0 - 60)/20$$

In this case, $s_1 < s_2$ if $1 < - (b_0 - 60)/10$, which will never happen so long as the public debt is greater than the reference level.

Conseil européen : wait and sink ?

par [Jérôme Creel](#), Paul Hubert et [Francesco Saraceno](#)

Le Conseil européen de cette fin de semaine devait être consacré, selon les souhaits des autorités françaises, à la renégociation du Pacte budgétaire européen adopté le 2 mars 2012. Cependant, il semblerait qu'une telle renégociation ne soit pas à l'ordre du jour. Las, le débat sur le Pacte budgétaire devrait être rouvert : la médiocrité de sa rédaction doit être dénoncée, et son caractère par trop restrictif doit être à nouveau débattu ; *in fine*, le texte doit être amendé. La focalisation des débats sur la règle de déficit structurel qualifiée injustement de « règle d'or » est déplacée dans la mesure où c'est la règle de réduction de la dette publique qui est la plus contraignante des deux règles inscrites dans le Pacte budgétaire. C'est sans doute d'elle qu'il faudrait reparler, et en urgence, afin d'éviter de sombrer un peu plus dans une contagion de plans d'austérité voués à l'échec...

L'opposition entre français et italiens d'un côté, et allemands de l'autre, à propos de la croissance européenne a sans doute été désamorcée par l'accord de la fin de semaine dernière, avec l'Espagne, en faveur d'un plan de relance européen concerté portant sur 1 % du PIB européen, soit 130 milliards d'euros, dont les contours et le financement restent cependant à préciser. Le mot d'ordre du Conseil européen sera alors, par élimination, « l'union bancaire », solution préventive à un nouvel épisode de crises bancaire et financière dans l'Union européenne. La création d'une union bancaire est-elle importante ? Certainement. Est-elle urgente ? Moins que le retour de la croissance qui, certes, ne se décrète pas, mais se prépare. En l'état actuel du Pacte budgétaire, on peut affirmer que ce n'est pas la croissance économique que l'on prépare, mais la récession que l'on fomenté[1].

Le pacte budgétaire, inscrit au titre III du [Traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance au sein de l'UEM](#), comporte explicitement deux règles budgétaires. La première précise ce en quoi consiste une « position budgétaire à l'équilibre ou en surplus », expression depuis longtemps inscrite dans le Pacte de stabilité et de croissance. Selon le Pacte budgétaire de mars 2012, cette « position budgétaire à l'équilibre ou en surplus » consiste en un déficit structurel d'au plus 0,5 % du PIB. Le déficit structurel est le déficit public corrigé des variations cycliques, donc corrigé des fameux stabilisateurs automatiques; il inclut entre autres les charges d'intérêt. En cas de dépassement de ce déficit structurel, et en dehors de circonstances exceptionnelles, e.g. un retournement « important » de l'activité, un mécanisme correcteur automatique, dont la nature n'est pas précisée, doit le ramener en deçà de la limite. La règle de déficit structurel est assouplie pour les Etats membres dont la dette publique est inférieure à 60 % du PIB : le plafond de déficit structurel est porté à 1 % du PIB.

La seconde règle budgétaire s'impose aussi aux Etats membres de la zone euro dont la dette publique au sens de Maastricht est supérieure à 60 % du PIB. En 2012, cette règle s'impose à 12 pays parmi les 17 Etats membres de la zone euro. Cette seconde règle vise à réduire la dette publique d'un vingtième par an. Malheureusement, le texte adopté est mal rédigé et ouvre la voie à différentes interprétations, comme nous le montrons ci-dessous. Il est donc inapplicable. Pire, cette règle est la plus contraignante et la plus restrictive des deux règles du Pacte budgétaire, en l'état actuel de la conjoncture. Il est donc urgent de s'en soucier et de la modifier pour la rendre applicable.

Selon l'article 4 du *Traité*, « (l)orsque le rapport entre la dette publique et le PIB d'une partie contractante est supérieur à la valeur de référence de 60 % (...), ladite partie contractante le réduit à un rythme moyen d'un vingtième par an. » Problème : le « le » auquel nous avons rajouté les italiques semble se rapporter au ratio de dette publique, plutôt qu'à l'écart de la dette publique aux 60 % de référence. L'Allemagne, avec sa dette publique d'un peu plus de 80 % du PIB en 2011, doit-elle réduire sa dette en 2012 de 4 points de PIB (un vingtième de 80 % du PIB) ou de 1 point de PIB (un vingtième de l'écart à 60 % du PIB) ? Légalement, il est sans doute requis qu'à une telle question, la réponse soit limpide...

Par ailleurs, le Pacte budgétaire est muet sur la nature du surplus permettant de réduire la dette : si, pour laisser des marges de manœuvre en cas de déficit conjoncturel, cette règle devait porter sur le déficit structurel – ce qui mériterait donc d'être explicité dans le Pacte -, la règle de dette serait toujours plus contraignante que la règle d'or : un *surplus* structurel serait systématiquement requis pour ramener la dette publique à 60% du PIB dans les 12 Etats membres dont la dette a dépassé la valeur de référence. Là encore, la formulation se devrait d'être limpide.

Admettons maintenant que le « le » de l'article 4 soit associé à l'écart de la dette à sa cible de référence et que la règle de réduction de la dette porte sur le déficit public total. On peut se poser la question de savoir laquelle des deux règles – « règle d'or » ou règle de réduction de la dette – est la plus contraignante pour les Etats membres, donc celle à appliquer. Nous avons posé, en annexe à ces développements [\[2\]](#), le petit système de règles budgétaires compatible avec le Pacte budgétaire. Le déficit total est la somme du déficit conjoncturel et du déficit structurel. Le déficit conjoncturel dépend de l'écart du PIB à son potentiel, l'output gap, avec une élasticité de 0,5 (élasticité moyenne usuelle dans la littérature pour les pays européens, cf. [OCDE](#)). La « règle d'or » porte uniquement sur le déficit structurel tandis que la règle de réduction de la dette porte sur le déficit public total et dépend donc, à la fois, de l'output gap et du déficit structurel.

Pour quelles valeurs de dette publique et d'output gap la « règle d'or » est-elle plus contraignante que la règle de dette ? Réponse : lorsque l'output gap est supérieur à 1 plus 1/10 de l'écart de la dette initiale à sa valeur de référence. Cela signifie que pour un pays comme l'Allemagne, la règle de réduction de la dette dominerait la « règle d'or », sauf en cas de croissance très forte : le PIB effectif devrait être au moins deux points supérieurs au potentiel. Selon les perspectives économiques de l'OCDE publiées en mai 2012, l'output gap de l'Allemagne serait de -0,8 en 2012... La règle de réduction de la dette est donc bien plus restrictive que la « règle d'or ». Elle l'est aussi pour la France (dette de 86% du PIB en 2011), qui devrait avoir un output gap d'au moins 3,6 points pour que la « règle d'or » soit contraignante ; l'OCDE prévoit un output gap de -3,3 en 2012... Elle l'est pour tous les pays de la zone euro avec une dette supérieure à 60 % du PIB, sans exception.

Aussi, sauf en cas de très forte croissance, le volet

réduction de la dette domine le volet déficit structurel. Et pourtant c'est sur le deuxième que se concentre toute l'attention...

Lorsqu'un traité laisse ouvertes autant de voies à l'interprétation, n'est-il pas normal de vouloir le revoir ? Lorsqu'un traité prévoit d'intensifier les cures d'austérité dans une zone, la zone euro, dont l'écart de production à son potentiel est de -4 points, selon les estimations d'une organisation, l'OCDE, généralement peu suspectée de surestimer ledit potentiel, n'est-il pas souhaitable et urgent de le renégocier ?

[1] Dans un post récent étaient soulignés les risques d'instabilité sociale et les pertes de croissance potentielle que la contagion de l'austérité impliquait dans la zone euro (cf. [Creel, Timbeau et Weil, 2012](#)).

[2] Annexe :

Nous commençons par définir avec *def* le déficit public total qui comporte une composante structurelle *s*, et une composante cyclique *dc*:

$$def = s + dc$$

Toutes les variables sont exprimées en proportion du PIB. La composante cyclique est constituée de la variation du déficit qui intervient, grâce principalement à l'action des stabilisateurs automatiques, quand l'économie s'éloigne de son potentiel. Une estimation raisonnable est que le déficit augmente de 0,5 point par point d'output perdu. La composante cyclique peut donc être écrite:

$$dc = - 0,5 y$$

où nous définissons *y* comme l'output gap, i.e. la différence entre le PIB et son niveau potentiel.

Les règles introduites par le pacte budgétaire peuvent être écrites comme suit:

$$s_1 < 0,5,$$

c'est-à-dire que le déficit structurel ne peut jamais dépasser 0,5 % du PIB (s_1 fait référence au premier volet de la règle), et

$$\text{def} = - (b_0 - 60)/20,$$

c'est-à-dire que le déficit total doit être tel que la dette publique (exprimée en proportion du PIB) se réduit chaque année d'un vingtième de la différence entre la dette publique initiale (b_0) et le niveau de référence de 60 %. La règle de la dette peut être réécrite en termes de déficit structurel, soit :

$$s_2 = \text{def} - dc = 0,5 y - (b_0 - 60)/20.$$

Nous avons alors 2 cas possibles pour que le volet déficit structurel soit moins restrictif que le volet réduction de la dette :

Cas 1

$$s_1 < s_2 \text{ si } y > 1 + (b_0 - 60)/10.$$

Supposons qu'on démarre d'un niveau de dette comme celui de l'Allemagne ($b_0 = 81,2$ % du PIB). Le cas 1 implique que le volet déficit structurel sera plus contraignant que le volet réduction de la dette si et seulement si $y > 3,12$ %, c'est à dire si l'Allemagne a un écart de production par rapport au potentiel de plus de trois points. Le même calcul, pour un pays à dette élevée (120 % du PIB) comme l'Italie, donne $y > 7$ % !

Cas 2

Si la règle de réduction de la dette porte sur le déficit structurel (plutôt que sur le déficit public total), on a :

$$s_1 < 0,5$$

et

$$s_2 = - (b_0 - 60)/20$$

Dans ce cas, $s_1 < s_2$ si $1 < - (b_0 - 60)/10$, ce qui ne peut jamais arriver tant que la dette publique est supérieure au niveau de référence.

Lettre au Président de la République française, François Hollande

par [Jérôme Creel](#), [Xavier Timbeau](#) et [Philippe Weil](#)

Le 15 mai 2012, nous adressions une lettre au Président de la République française pour faire part de nos craintes sur la poursuite de politiques de restriction budgétaire entamant le potentiel de croissance de l'Union européenne. Nous proposons un Pacte budgétaire intelligent, un Smart Fiscal Compact. La lettre initiale a été préparée [en anglais](#), car elle s'inscrit dans le cadre d'un débat résolument européen. En voici la traduction française.

Monsieur le Président,

La France et l'Union européenne sont à un tournant économique critique. Le chômage est élevé, la perte d'activité induite par la crise financière depuis 2008 n'est pas résorbée et vous

avez promis, dans ce contexte dégradé, d'éradiquer les déficits publics français d'ici 2017.

Votre prédécesseur s'était engagé à atteindre le même objectif, quoiqu'un peu plus tôt, en 2016 et votre campagne a été marquée par la priorité que vous avez donnée à faire participer les plus riches à l'effort fiscal. Cette différence est importante et elle a probablement pesé dans le résultat final mais, d'un point de vue macroéconomique, elle reste secondaire tant que le long terme de l'économie européenne et française ne dépend pas de son court terme.

Selon la macroéconomie standard qui a longtemps constitué le cadre de la politique économique, les multiplicateurs budgétaires sont positifs dans le court terme mais nuls dans le long terme, long terme déterminé par la productivité et l'innovation. Dans ce cadre, réduire les déficits à un rythme moins soutenu allège un peu le fardeau dans l'immédiat mais ne change rien à long terme. Au bout du compte, l'austérité est la seule solution pour réduire durablement le ratio dette sur PIB et elle est douloureuse – très douloureuse même. Notons en effet que :

- La fable selon laquelle les multiplicateurs à court terme pourraient être négatifs a définitivement été écartée. Une restriction budgétaire a un impact négatif sur l'activité, sauf dans le cas très particulier d'une petite économie ouverte qui, en régime de changes flexibles mène une politique monétaire accommodante, ce qui est loin de pouvoir s'appliquer à la France d'aujourd'hui. Parce que la France de 2012 n'est pas la Suède de 1992, la perspective d'un meilleur état futur des finances publiques n'est pas à même de compenser les effets récessifs directs et immédiats d'une restriction fiscale.

- Si, comme le dit le FMI, la crise financière a durablement réduit l'activité économique, alors le déficit public que connaît la France est structurel – pas conjoncturel. Dans ce cas de figure, la seule solution est une

restriction budgétaire pour assurer la soutenabilité à long terme.

- Par ailleurs, il existe désormais un consensus sur le fait que les multiplicateurs budgétaires de court terme sont élevés en bas de cycle et plus faible en haut de cycle. Ainsi, laisser croître la dette en période faste et chercher à réduire les déficits en période de ralentissement est très coûteux.

Cette analyse est cependant périmée car il semble de plus en plus évident que la crise financière a profondément changé le contexte macroéconomique. Les multiplicateurs budgétaires y sont toujours positifs à court terme mais ne sont pas nuls à long terme à cause de deux effets contradictoires :

- Le premier est le cauchemar des dirigeants français et européens, alimenté par le travail historique de Carmen Reinhart et de Kenneth Rogoff et illustré par les difficultés que l'Italie, l'Espagne ou la Grèce ont rencontrées lorsqu'il a fallu refinancer leur dette publique. Dans ce cauchemar, le pire se produirait après que le rapport de la dette au PIB aurait franchi un seuil se situant autour de 90%. Passé ce seuil, les investisseurs réaliseraient brutalement qu'il n'y a plus de moyen facile de ramener la dette à un niveau contrôlable sans inflation ou sans répudiation. Ils exigeraient alors des taux plus élevés pour couvrir ce risque, impliquant une dégradation des comptes publics et alimentant l'effet "boule de neige" sur la dette. La restriction budgétaire qui serait alors imposée par la dégradation des conditions de financement achèverait de creuser la récession – validant ainsi les doutes des investisseurs sur la soutenabilité des finances publiques. Le franchissement du seuil déclencherait une spirale irréversible. Pour l'éviter, il faudrait s'infliger immédiatement une restriction budgétaire conséquente pour en éviter une future encore plus considérable. Dans ce schéma, notre salut (économique) passerait par un changement radical et immédiat de cap pour échapper à la tempête qui s'annonce.

- Mais il existe un danger symétrique : dans un contexte de finances publiques dégradées non pas par le laxisme budgétaire (ce qui exclut la Grèce) mais par la crise financière de 2008, une restriction budgétaire maintenant peut provoquer un effondrement social, politique ou économique ou détruire durablement la capacité productive. La restriction budgétaire ne serait donc pas simplement récessive à court terme mais également à long terme. L'expansion budgétaire serait alors une condition nécessaire pour la prospérité à long terme et la soutenabilité des finances publiques. Dans ce schéma, notre salut exigerait que nous gardions le cap dans la tempête.

Monsieur le Président, la pertinence de votre stratégie visant à « équilibrer les comptes publics en 2017 » dépend celui de ces deux écueils que vous considérerez comme le plus menaçant ou inéluctable. Devez-vous craindre que la négligence budgétaire finisse toujours par se payer au prix fort ou devez-vous redouter par-dessus tout qu'une rigueur brutale compromette le futur de notre économie et n'alimente frustrations et désespoirs ?

Pour répondre à ces questions redoutables, les préjugés ou l'idéologie sont de mauvais conseils. Nous vous pressons au contraire de considérer les éléments les plus factuels :

- Les notations des dettes souveraines de pays dont les déficits et les dettes publics sont considérables, comme les Etats-Unis et le Royaume-Uni, ont été dégradées par les agences de notation sans conséquence particulière. Votre prise de fonctions ne s'est pas, elle non plus, traduite par une dégradation des conditions de financement de l'Etat. Ceci laisse à penser que les marchés comprennent mieux, semble-t-il, que certains dirigeants, que le problème principal des finances publiques européennes n'est ni la dette ni les déficits mais bien la gouvernance de la zone euro et ses politiques monétaire et budgétaire. Un prêteur en dernier ressort – il n'y en a pas en zone euro – résoudrait facilement et directement les crises de dette souveraine. L'objection

voulant que cela forcerait la Banque centrale européenne à monétiser les dettes publiques, en violation de ses statuts et de son objectif de stabilité des prix, ne tient pas. La simple possibilité d'une monétisation réduirait en effet la prime de risque et en éliminerait la nécessité, de sorte qu'il n'y aurait plus de panique autoréalisatrice sur le financement d'un Etat et de crise de dette souveraine italienne, espagnole, voire française.

- En outre, Ugo Panizza et Andrea Presbitero ont montré qu'il n'existe pas de preuve historique convaincante que la réduction de la dette engendre une croissance plus forte. Dès lors, l'affirmation courante selon laquelle la réduction de la dette publique est un prérequis à la reprise de l'activité est au mieux une corrélation, au pire fallacieuse, mais en aucun cas une causalité impliquée par les données.

- Vingt années de stagnation au Japon nous rappellent que la déflation est un piège durable et délétère. La sous-activité pousse les prix inexorablement à la baisse. Paul Krugman et Richard Koo ont montré comment les taux d'intérêt réels anticipés enclenchent une spirale de désendettement lorsque les anticipations de prix se verrouillent sur la déflation. Si de surcroît, la déflation des bilans touche le secteur bancaire, l'effondrement du crédit nourrit la contraction.

- Un des effets pervers de l'austérité budgétaire découle de la destruction de capital humain par de longues périodes de chômage. Les cohortes de jeunes qui entrent sur un marché du travail dégradé prendront un mauvais départ qui les marquera durablement. Plus longtemps le taux de chômage persistera au-dessus de son niveau d'équilibre, plus profondes seront les frustrations issues d'un avenir bouché.

- Au-delà du capital humain, les entreprises sont le lieu d'accumulation d'une grande variété de capital, allant du capital social aux actifs immatériels produit par la R&D. Philippe Aghion et d'autres ont montré qu'à travers ce canal la volatilité de court terme de l'activité avait un impact (négatif) sur le potentiel de croissance. Dans un monde

compétitif, le sous-investissement en R&D se traduit par des pertes de parts de marché. En rendant l'activité plus volatile, la restriction budgétaire pèse ainsi durablement sur le potentiel de croissance.

- Ce qui est vrai pour l'investissement dans les actifs immatériels privés l'est encore plus en ce qui concerne les actifs immatériels publics, c'est-à-dire des actifs qui génèrent des flux de biens publics que les incitations individuelles peinent à produire. Les règles d'or habituellement évoquées négligent ce type d'actifs dont la comptabilité est par nature complexe. En conséquence, la recherche d'une réduction prompte des déficits se fait bien souvent aux dépens des investissements dans ces actifs publics immatériels, bien qu'ils aient une profitabilité (sociale) élevée et qu'ils seront essentiels lorsqu'il s'agira d'assurer la transition la moins brutale possible vers une économie plus économe en carbone.

Sur la base de ces constats, nous prenons la liberté de vous suggérer une stratégie en quatre points :

1. Vous devez affirmer que l'austérité budgétaire est mauvaise à la fois à court terme et à long terme. Il faut rappeler à Madame Merkel que, par conséquent, la plus grande prudence s'impose quand on prône la rigueur.

2. Ralentir le rythme auquel la restriction budgétaire est infligée aux pays de l'Union européenne est essentiel aussi bien pour réduire le chômage dans le court terme que pour maintenir la prospérité à long terme. Sans prospérité de long terme, la réduction des ratios de dette sur PIB sera impossible sauf à accepter inflation et répudiation.

3. Vous devez reconnaître que les peurs de votre prédécesseur étaient fondées : sans un prêteur de dernier ressort ou sans mutualisation des dettes publiques, une rigueur budgétaire moins déterminée expose à un risque de hausse des taux d'intérêt souverains en déclenchant une anxiété autoréalisatrice. L'exemple des Etats-Unis nous montre

que le meilleur moyen de traiter ce risque est d'avoir une banque centrale bien armée qui agit comme un prêteur de dernier ressort. Il faut donc une modification rapide du traité de Maastricht dans ce sens. Amender les objectifs de la BCE en intégrant la préoccupation de la croissance est secondaire.

4. Madame Merkel a raison de croire qu'une banque centrale qui sauve les Etats de la faillite est la porte ouverte à l'aléa moral. Vous devez donc accepter, en contrepartie de la modification des statuts de la banque centrale, qu'un pacte budgétaire (le Fiscal Compact) gouverne les finances publiques européennes. Mais vous devez lutter pour un pacte « intelligent », un Smart Fiscal Compact (SFC). Ce SFC doit renforcer la soutenabilité des finances publiques dans un monde où le long terme n'est pas écrit et invariant à l'avance et dépend de la trajectoire économique dans le court terme. Il doit s'appuyer sur des institutions européennes légitimes investies du pouvoir de contrôler et de veiller au respect des engagements budgétaires de chaque pays. Cette tâche nécessitera du pragmatisme et une solide approche empirique de l'économie plutôt que de la numérologie budgétaire ou les règles simplistes qui sont pour l'instant prévues.

Ne pas réduire les déficits publics en Europe conduira à une débâcle. Les réduire brutalement est la voie la plus sûre vers le désastre. Croire que de vieilles astuces comme la dérégulation du marché du travail stimuleront la croissance est illusoire, comme nous le rappelle l'OIT dans son dernier rapport. Le risque de bouleversements et basculements soudains dans les modes de fonctionnement économiques ou sociaux interdit les demi-mesures. La montée rampante de déséquilibres de long terme oblige à des actions rapides. Ce qui est vrai pour la France est encore plus vrai pour nos partenaires : l'ensemble des membres de l'Union européenne ont un besoin impératif de marges de manœuvres immédiates, sans quoi le futur risque bien d'être fort compromis.

Nous espérons, Monsieur le Président, que vous trouverez utiles ces quelques suggestions et nous vous prions de bien vouloir agréer l'expression de notre respectueuse considération.

A letter to President François Hollande

by Jérôme Creel, Xavier Timbeau and Philippe Weil [\[1\]](#)

Dear Mr. President,

France and the European Union are at a crucial economic juncture. Unemployment is high, the output loss to the financial crisis since 2008 has not been recovered and you have promised, in this dismal context, to eliminate French public deficits by 2017.

Your predecessor had committed to achieving the same objective a tad faster, by 2016, and a distinctive feature of your campaign has been your insistence that the major burden of the coming fiscal retrenchment be borne by the richest of taxpayers. These differences matter politically (you did win this election) but they are secondary from a macroeconomic viewpoint unless the long-run future of France and Europe depends on short-run macroeconomic outcomes.

In the *standard macroeconomic framework*, which has guided policy in “normal” and happier times, fiscal multipliers are positive in the short run but are zero in the long run where productivity and innovation are assumed to reign supreme. In such a world, giving your government an extra year to reduce public deficits spreads the pain over time but makes no

difference in the long run. When all is said and done, austerity is the only way to reduce the debt to GDP ratio durably – and it hurts badly:

- The fantasy that short-run multipliers might be negative has been dispelled: a fiscal contraction depresses economic activity unless you are a small open economy acting alone under flexible exchange rates and your own national central bank runs an accommodative monetary policy – hardly a description of today's France. Since France 2012 is not Sweden 1992, the prospect of a rosier fiscal future is not enough to outweigh the immediate recessionary effects of a fiscal contraction.
- To add insult to injury, if the financial crisis has lowered economic activity permanently (as previous banking or financial crises did, according to the IMF), public finances are now in structural deficit. To insure long-term debt sustainability, there is no way to escape fiscal restriction.
- On top of this, the consensus now recognizes that short-run fiscal multipliers are low in expansions and high in recessions. As a result, accumulating public debt in good times and refraining from running deficits in order to control debt in bad times is very costly: it amounts to squandering precious fiscal ammunition when there is no enemy and to scrimping on it in the heat of combat.

It increasingly looks like, that we are living, since the financial crisis, in a *"new normal" macroeconomic environment* in which fiscal multipliers are still positive in the short run but non-zero in the long run because of **two conflicting effects**:

- A primal fear of French and European policy makers – fed by the outstanding historical work of Carmen Reinhart and Kenneth Rogoff and the difficulties encountered by Italy, Spain or Greece to roll over their public debt – is that bad things might happen when the debt to GDP

ratio steps over 90%. For instance, the sudden realization by investors that, past that level, there is no easy way to bring debt back to “normal” levels without inflation or outright default might lead to a rapid rise in sovereign interest rates. These high rates precipitate an increase in the debt to GDP ratio by raising the cost of servicing the debt and impose intensified deficit reduction efforts that further shrink GDP. Thus, crossing the 90% threshold might lead to a one-way descent into the abyss. This implies that fiscal contraction, although recessionary in the short run, is beneficial in the long run. Fiscal pain now is thus an evil necessary for long-run prosperity and debt sustainability. According to this narrative, we may survive – but only if we stop dancing right away.

- An opposite danger is that fiscal contraction now – in a context of public finances damaged (except for Greece) not by fiscal laxity but by the slowdown in economic activity engendered by the financial crisis since 2008 – might cause a social, political and economic breakdown or durably destroy productive capacity. Fiscal contraction is thus recessionary both in the short run and in the long run. Short-run fiscal expansion is then a necessary condition for long-run prosperity and debt sustainability. In this narrative, we may survive – but only if we keep dancing!

The advisability of your proposal to reduce the public deficits to zero by 2017 depends, Mr. President, on which of these two dangers is the most intense or the most difficult to thwart. Should you be more concerned that loose fiscal policy may hurt long-run growth by increasing the cost of debt service, or should you fear instead first and foremost that strict fiscal policy may harm output durably by leading to social unrest or by reducing productive capacity?

To answer these portentous questions, whose answer is not a

matter of ideology or of economic paradigm, we urge you to look at the evidence:

- The sovereign rating of countries with large deficits and debts, like the US and the UK, has been downgraded without any adverse effect on interest rate. This suggests that markets understand, seemingly better than policymakers, that the key problem with EU public finances nowadays is not deficits and debt per se but the governance of the euro zone and its fiscal and monetary policy mix. With a lender of last resort – the euro zone has none –, managing a national debt crisis would be easy and straightforward. The counter-argument that it would lead the ECB to monetize public debts, in sharp contrast with the statutes of this institution and its duty to reach price stability, is invalid: the ex-ante ability to monetize debt would reduce risk premia by eliminating self-fulfilling runs on national debts.
- Ugo Panizza and Andrea Presbitero have shown that there is no convincing historical evidence that debt reduction leads to higher economic growth. Hence the statement that public debt reduction is a prerequisite to economic growth is at worst an assumption, at best a correlation, but in any case not a causal relation supported by data.
- Twenty years of Japanese stagnation remind us that deflation is a deadly and durable trap. Under-activity pushes prices down slowly but surely. Paul Krugman and Richard Koo have shown how real expected interest rates feed a spiralling of deleveraging when deflation locks into prices expectation. If deleveraging extends to the banking sector, it adds a credit squeeze to the contraction.
- One of the pernicious drawbacks of fiscal austerity is the destruction of human capital by long unemployment spells. Young cohorts entering now on the job market will undergo a problematic start and may never recover. The longer unemployment remains over its natural rate,

the larger the frustration stemming from a bleak future will grow.

- Beyond human capital, firms are the place where all sorts of capital are accumulated, ranging from social capital to immaterial assets such as R&D. Philippe Aghion and others have argued that this channel links short-term macroeconomic volatility to long-term growth potential. Moreover, in a competitive world, underinvestment in private R&D impairs competitiveness. Hence, austerity, by making output more volatile, has a negative long-term impact.
- What is true for private immaterial assets is even truer for public assets, that is to say assets that generate flows of public goods that individual incentives fail to produce. Typically, so-called golden rules neglect such assets which are by their very nature hard to measure. As a result, the pursuit of quick deficit reduction is usually carried out at the expense of investment in assets which have a high social profitability and are essential to ensure a smooth transition to a low carbon economy.

Drawing on these facts, please let us suggest you a four-pronged strategy:

1. You should argue that fiscal austerity is bad for both short-term *and* long-term growth and remind Mrs. Merkel that, as a result, it should be handled with the utmost care.
2. Slowing down the pace at which austerity is imposed on EU countries is vital – both to reduce unemployment in the short-run and to maintain the long-run prosperity without which the reduction of debt-to-GDP ratios will be impossible.
3. You should acknowledge that the fears of your predecessor were well-founded: in the absence of a lender of last resort or without debt mutualization,

slowing down austerity does expose sovereign debt to the risk of rising interest rates by provoking the self-fulfilling anxiety of creditors. But the experience of the US shows that the best way to deal with this danger is to have a full-fledged central bank that can act as a lender of last resort. The Maastricht Treaty should be amended fast in that dimension. Endowing the ECB with growth as a second mandate is not essential.

4. Mrs. Merkel is right that allowing the ECB to bail out States is a sure recipe for moral hazard. You should therefore agree, as a complement of the modification of ECB statutes, with her insistence that a Fiscal Compact governs Europe but you should strive for a Smart Fiscal Compact. This Smart Fiscal Compact should aim at enforcing the sustainability of public finances in a world where the long run is not given but depends on the short-run fiscal stance. It should draw its strength from legitimate European political institutions endowed with the power to control and enforce the commitment of each country to fiscal discipline. This task will require pragmatism and evidence-based economic policy – rather than budgetary numerology and simple-minded rules.

Failing to reduce deficits in Europe may end in a debacle. However, reducing them cold turkey is a sure recipe for disaster. Believing that old tricks like deregulating job markets will bring back economic growth lost in the recession is delusional, as the ILO warned in its last report. The possibility of brutal switches in economic or social trends rules out half-measures. The creeping build-up of long-term disequilibria requires prompt and decisive action in the short run. What is true for France is even truer for our main neighbors: the whole EU needs room for maneuver, and it needs it fast for the sake of its future.

Yours faithfully.

[1] Jérôme Creel is deputy director of the Research Department, Xavier Timbeau is director of the Analysis and Forecasting Department, and Philippe Weil is president of OFCE.

Should the Stability and Growth Pact be strengthened?

By [Jérôme Creel](#), Paul Hubert and [Francesco Saraceno](#)

The European fiscal crisis and the ensuing need to reduce the levels of public debt accelerated the adoption of a [series of reforms of European fiscal rules in late 2011](#). Two rules were introduced to strengthen the Stability and Growth Pact (SGP). Given that many Member States in the euro zone have structural deficits and public debts that exceed the thresholds under consideration, it seemed worthwhile to assess the macroeconomic implications of compliance with these fiscal rules by four countries, including France.

The current limit of the public deficit to 3% of GDP was supplemented by a limit on the structural deficit equivalent to 0.5% of GDP, and by a rule on debt reduction requiring heavily indebted countries to reduce their level of public debt every year by 1/20th of the difference with the reference level of 60% of GDP. Moreover, the limit on the structural deficit goes beyond the 3% rule because it is associated with a requirement to incorporate a balanced budget rule and automatic mechanisms for returning to balanced budgets in the constitution of each Member State in the euro zone. Due to an unfortunate misnomer, this is now often called the “golden rule” [1]. To distinguish this from the “golden rule of public

finance" applied by the French regions, the German Länder and, from 1997 to 2009, the UK, we will henceforth call this "balanced budget rule" the "new golden rule".

Because of the international financial crisis raging since 2007, the euro zone States often fall far short of the demands of the new rules. This raises the question of the consequences that flow from imposing these rules on the Members. To this end, we decided to study the paths of convergence with the different rules of four countries that are representative of the euro zone, using a [standard theoretical model](#).

We chose a large country with an average level of public debt (France), a small country with a somewhat larger debt (Belgium), a large country with a large debt (Italy) and a small country with a relatively low level of debt (Netherlands). The size of the country, large or small, is associated with the size of their fiscal multiplier, i.e. the impact of public spending on growth: large countries that are less open than the small countries to international trade have a greater multiplier effect than the small countries. The four countries also differed with respect to the size and sign of their structural primary balance in 2010: France and the Netherlands ran a deficit, while Belgium and Italy had a surplus.

In the model, the evolution of the public deficit is countercyclical and the impact of an increase in the public deficit on GDP is positive, but excessive indebtedness increases the risk premium on the long-term interest rates paid to finance this debt, which ultimately undermines the effectiveness of fiscal policy.

The rules that we simulated are: (a) a balanced (at 0.5% of GDP) budget or the "new golden rule"; (b) the 5% per year rule on debt reduction; (c) the 3% ceiling on the total deficit (status quo). We also evaluated: (d) the impact of adopting an investment rule along the lines of the golden rule of public finance which, in general, requires a balanced budget for current expenditure over the cycle, while allowing the debt to finance public investment.

We simulated over 20 years, i.e. the horizon for implementing the 1/20th rule, the impact of the rules on growth, on the inflation rate and the structural public deficit and on the level of public debt. First, we analyzed the path followed by the four economies after the adoption of each fiscal rule in 2010. In other words, we asked how the rules work in the context of the fiscal austerity that Europe is currently experiencing. Second, we simulated the dynamics of the economy after a demand shock and a supply shock, starting from the base situation of the Maastricht Treaty, with the economy growing at a nominal rate of 5% (growth potential of 3% and inflation rate of 2%), and a debt level of 60%. It is interesting to note that the real growth potential in the euro zone countries has been consistently below 3% since 1992, which has helped to make the rule limiting public finances even more restrictive than originally planned.

Our simulations led to a number of results. First, in every case the adoption of the rules produced a short-term recession, even in small countries with a small fiscal multiplier and a small initial public debt, such as the Netherlands. This complements the analysis that the widespread implementation of austerity in Europe is inevitably undermining growth (see [The very great recession](#), 2011) by showing that there is no fiscal rule that, strictly applied in the short term, makes it possible to avoid a recession. This finding points to an incentive on the part of government to dissociate the use of the fiscal rules de facto and de jure: in other words, if the ultimate goal of economic policy is the preservation and stability of economic growth, then it is wise not to act on the pronouncements.

Second, recessions can lead to deflation. Under the constraint of zero nominal interest rates, deflation is very difficult to reverse with fiscal austerity.

Third, the investment rule leads to a better macroeconomic performance than the other three rules: the recessions are shorter, less pronounced and less inflationary over the time period considered. Ultimately, the levels of public debt

decreased admittedly less than with the 1/20th rule but, as a result of the growth generated, France's public debt shrinks by 10 GDP points from its 2010 level, while the Belgian and Italian debt are reduced by 30 and 50 GDP points, respectively. Only the country that was least indebted initially, the Netherlands, saw its debt stagnate.

Fourth, while ignoring the investment rule, which is not part of European plans, it appears that, in terms of growth, the status quo is more favorable than the "new golden rule" or the rule on debt reduction; it is, however, more inflationary for the large countries. This indicates that, in terms of growth, the strengthening of the Stability and Growth Pact, brutally applied, would be detrimental to the four economies.

Fifth, when the economy in equilibrium is hit by demand and supply shocks, the status quo seems appropriate. This confirms the idea that the current Pact provides room for fiscal maneuvering. The simulations nevertheless suggest that the status quo remains expensive compared with the investment rule.

To conclude, it is difficult not to notice a paradox: the rules designed to prevent governments from intervening in the economy are being discussed precisely after the global financial crisis that required governments to intervene to help cushion the shocks resulting from market failures. This work aims to shift the debate: from the goal of fiscal stabilization to the goal of macroeconomic stabilization. The European authorities – the governments, the ECB and the Commission – seem to consider the public debt and deficit as policy objectives in their own right, rather than as instruments to achieve the ultimate objectives of growth and inflation. This reversal of objectives and instruments is tantamount to denying a priori any role for macroeconomic policy. Many studies [2], including the one we have conducted here, adopt the opposite position: economic policy definitely plays a role in stabilizing economies.

[1] This misnomer has been criticised in particular by [Catherine Mathieu and Henri Sterdyniak](#) in 2011, and by Bernard Schwengler in 2012.

[2] See, for example, the cross-disciplinary study that appeared in English in 2012 in the [American Economic Journal](#), Macroeconomics, and the bibliography that it contains, or in French, the study that appeared in 2011 by [Creel, Heyer and Plane](#) on the multiplier effects of temporary fiscal stimulus policies.

Fallait-il renforcer le Pacte de stabilité et de croissance ?

par [Jérôme Creel](#), Paul Hubert et [Francesco Saraceno](#)

La crise budgétaire européenne et l'exigence de réduire les niveaux de dette publique qui a suivie ont accéléré l'adoption d'[une série de réformes des règles budgétaires européennes](#) à la fin de l'année 2011. Deux règles ont été introduites afin de renforcer le pacte de stabilité et de croissance (PSC). Etant donné que de nombreux Etats membres de la zone euro ont des déficits structurels et des dettes publiques supérieurs aux seuils considérés, il nous a semblé intéressant d'évaluer les conséquences macroéconomiques du respect de ces règles budgétaires par 4 pays, dont la France.

La limite actuelle de déficit public à 3% du PIB a été complétée par une limite sur le déficit structurel équivalant à 0,5% du PIB, et par une règle de réduction de la dette

imposant aux pays fortement endettés de réduire chaque année leur taux d'endettement public d' $1/20^e$ de la différence vis-à-vis du niveau de référence de 60% du PIB. De plus, la limite de déficit structurel va au-delà de la règle des 3% car elle est associée à l'obligation d'incorporer une règle de budget équilibré et des mécanismes automatiques de retour à l'équilibre budgétaire dans la Constitution de chaque Etat membre de la zone euro. Par un malheureux abus de langage, elle est désormais souvent qualifiée de « règle d'or » [1]. Afin de distinguer la « règle d'or des finances publiques » appliquée par les régions françaises, les *Länder* allemands et, de 1997 à 2009, par le Royaume-Uni, nous qualifierons par la suite cette « règle de budget équilibré » de « nouvelle règle d'or ».

Du fait de la crise financière internationale qui sévit depuis 2007, les Etats de la zone euro sont souvent loin de satisfaire aux exigences des nouvelles règles en vigueur. Cela pose donc la question des conséquences que le respect de ces règles imposerait à ces Etats. Pour ce faire, nous avons choisi d'étudier les trajectoires de convergence aux différentes règles de quatre pays, représentatifs de la zone euro, à l'aide d'un [modèle théorique standard](#).

Nous avons choisi un grand pays avec un niveau moyen d'endettement public (France), un petit pays avec une dette un peu plus élevée (Belgique), un grand pays avec une dette élevée (Italie) et un petit pays avec une dette comparativement assez faible (Pays-Bas). La taille des pays, grande ou petite, est associée à la taille de leur multiplicateur budgétaire, l'effet des dépenses publiques sur la croissance : les grands pays moins ouverts que les petits pays au commerce international ont un effet multiplicateur plus important que les petits pays. Les quatre pays diffèrent également en fonction de la taille et du signe de leur solde primaire structurel en 2010 : la France et les Pays-Bas ont un déficit, alors que la Belgique et l'Italie dégagent un

excédent.

Dans le modèle, l'évolution du déficit public est contracyclique et l'impact d'une hausse du déficit public sur le PIB est positif, mais un endettement excessif augmente la prime de risque sur les taux d'intérêt de long terme payés pour financer cette dette, ce qui nuit *in fine* à l'efficacité de la politique budgétaire.

Les règles que nous simulons sont : (a) l'équilibre (à 0,5% du PIB) du budget ou «nouvelle règle d'or» ; (b) la règle de 5% par an de réduction de la dette ; (c) le plafond de 3% de déficit total (statu quo). Nous évaluons également : (d) l'effet de l'adoption d'une règle d'investissement dans la veine de la règle d'or des finances publiques qui, de façon générale, impose l'équilibre budgétaire au cours du cycle pour les dépenses courantes, tout en permettant de financer l'investissement public par la dette.

Nous simulons sur 20 ans, *i.e.* l'horizon de réalisation de la règle du 1/20^e, l'effet des règles sur la croissance, le taux d'inflation et le déficit public structurel, ainsi que sur le niveau de la dette publique. Premièrement, nous analysons le chemin suivi par les quatre économies après l'adoption de chaque règle budgétaire à partir de 2010. Nous demandons, en d'autres termes, comment les règles fonctionnent dans un scénario de consolidation budgétaire que l'Europe connaît d'ores et déjà aujourd'hui. Deuxièmement, nous simulons la dynamique de l'économie après un choc de demande et un choc d'offre, partant de la situation de base du Traité de Maastricht, avec l'économie à un taux de croissance nominal de 5% (une croissance potentielle à 3% et un taux d'inflation de 2%), et un niveau d'endettement de 60%. Il est d'ailleurs intéressant de remarquer que la croissance potentielle réelle dans les pays de la zone euro a été constamment inférieure à 3% depuis 1992, ce qui a contribué à rendre encore plus contraignante qu'initialement prévu la règle coercitive pesant

sur les finances publiques.

Les résultats de nos simulations sont multiples. Premièrement, l'adoption des règles produit dans tous les cas une récession à court terme, même dans les petits pays avec un multiplicateur budgétaire faible et une faible dette publique initiale comme aux Pays-Bas. Cela complète le diagnostic selon lequel la rigueur généralisée en Europe nuit inmanquablement à la croissance (cf. [La très grande récession](#), 2011) en montrant qu'il n'existe pas de règle budgétaire qui, appliquée scrupuleusement à court terme, permet d'échapper à une récession. Cette constatation révèle une incitation, de la part des gouvernants, à dissocier les usages *de jure* et *de facto* des règles budgétaires : les annonces ont tout intérêt à ne pas être suivies d'effets, si l'objectif final de la politique économique est la préservation et la stabilité de la croissance économique.

Deuxièmement, les récessions peuvent engendrer la déflation. En vertu de la contrainte à zéro pesant sur les taux d'intérêt nominaux, une déflation est très difficile à inverser avec une contrainte budgétaire.

Troisièmement, la règle d'investissement aboutit à de meilleures performances macroéconomiques que les trois autres règles : les récessions sont plus courtes, moins prononcées et aussi moins inflationnistes sur l'horizon considéré. *In fine*, les niveaux de dette publique diminuent certes moins qu'avec la règle du 1/20^e mais, sous l'effet de la croissance engendrée, la dette publique française perd 10 points de PIB par rapport à son niveau de 2010, tandis que les dettes belges et italiennes diminuent respectivement de 30 et 50 points de PIB. Seul le pays initialement le moins endetté, les Pays-Bas, voit sa dette stagner.

Quatrièmement, en faisant abstraction de la règle d'investissement qui ne figure pas dans les projets européens, il apparaît que le statu quo est plus favorable que la «

nouvelle règle d'or » ou que la règle de réduction de la dette en termes de croissance ; il s'avère cependant plus inflationniste pour les grands pays. En termes de croissance, cela semble signifier que le renforcement du Pacte de stabilité et de croissance, appliqué brutalement, serait préjudiciable aux 4 économies considérées.

Cinquièmement, lorsque l'économie à l'équilibre est frappée par des chocs de demande et d'offre, le statu quo semble approprié. Ceci confirme l'idée que le PSC actuel donne des marges de manœuvre budgétaire. Les simulations montrent néanmoins que le statu quo reste coûteux en comparaison avec la règle de l'investissement.

Pour conclure, il est difficile de ne pas remarquer un paradoxe : des règles visant à empêcher les gouvernements d'intervenir dans l'économie sont discutées précisément après la crise financière mondiale qui a requis des gouvernements qu'ils interviennent afin de contribuer à amortir les chocs découlant de défaillances de marché. Ce travail vise ainsi à réorienter le débat de l'objectif de stabilisation budgétaire à celui de stabilisation macroéconomique. Les autorités européennes – les gouvernements, la BCE, ou la Commission – semblent considérer la dette et le déficit publics comme des objectifs politiques en soi, plutôt que comme des instruments pour atteindre les objectifs finaux de croissance et d'inflation. Ce renversement des objectifs et des instruments équivaut à nier *a priori* tout rôle à la politique macroéconomique. De nombreux travaux [2], dont celui que nous avons mené, adoptent plutôt la position opposée : la politique économique joue certainement un rôle dans la stabilisation des économies.

[1] Cet abus de langage a notamment été dénoncé par [Catherine](#)

[Mathieu et Henri Sterdyniak](#) en 2011, ou par [Bernard Schwengler](#) en 2012.

[2] Voir par exemple, en anglais, l'étude transversale parue en 2012 dans [American Economic Journal, Macroeconomics](#), et la bibliographie qu'elle contient, ou, en français, l'étude parue en 2011 de [Creel, Heyer et Plane](#), sur les effets multiplicateurs de politiques temporaires de relance budgétaire.