European Semester: assessing the aggregate fiscal stance is good, discussing about its economic impact is better

by Raul Sampognaro

On November the 26th, the ECFIN launched the European Semester and published the 2016 Annual Growth Survey and the Euro Area policy recommendation. The ECFIN states that the large spillovers from fiscal policy decisions and the current constraints on the single monetary policy call for strengthened attention to the aggregate fiscal stance at the euro area level. The recommended aggregate fiscal stance should take into account the cyclical position of the euro area. Moreover, a broadly neutral aggregate fiscal stance for the next years in the euro area appears appropriate to ECFIN in light of downside risks to growth and the persistent economic slack.

Opening the debate about the aggregate fiscal stance constitutes an important step in the improvement of the macroeconomic policy framework in the EA. In fact, the crisis that Euro zone has been facing since 2012 can be explained to a large extent by the fragilities in the monetary union. The lack of economic policy coordination emerged as one of the most important weaknesses. Before the crisis, the ECB was left alone to deal with common shocks while the fiscal policy was supposed to manage asymmetric shocks. Furthermore, the fiscal policy was supposed to safeguard public debt sustainability. This double objective was supposed to be assured by the compliance with the Stability and Growth Pact (SGP) rules. This framework failed during the crisis. First, the rules of the SGP were focused only on public debt sustainability and

neglected the impact of fiscal policy on macroeconomic stabilization. Second, the decentralization of the procedures resulted in a bad aggregate outcome. The asymmetry in the rules implies ill-calibrated adjustments in deficit countries while anything forces countries with fiscal space to implement growth supportive policies.

In order to assess about the global orientation of fiscal policy the weighted sum of changes in structural balances is the traditional indicator used in the European Semester. This figure evaluates the evolution of deficits in the long run, once the cyclical effects are purged. This figure depends crucially on the way structural deficits are calculated and hence on the assumptions about the potential output used: even under common budgetary assumptions, the evolution of structural balance can evolve in different ways (see lines 2 and 3 of the table 1, which are computed using the same assumptions in terms of fiscal policy). On the basis of this indicator, the aggregate fiscal stance in the euro area is neutral or slightly expansionary in 2015 and 2016. This assessment is shared by the 2016 independent Annual Growth Survey (iAGS). On the basis of the announcements of the Member States in their Stability Programmes, the iAGS team forecast that the fiscal consolidation will start again in 2017. This result differs with ECFIN forecasts, based on a no-policy change scenario that only takes into account the measures already implemented.

Table 1. Aggregate Fiscal Stance

Change in structural balance

Assumptions	2015	2016	2017
2016 iAGS	-0.1	-0.1	0.2
ECFIN, Autumn Forecast	-0.1	-0.1	-0.1
ECFIN, based on OECD's output gap	0.0	-0.1	-0.1

Note: The 2017 change of structural balance is computed on a no-policy change scenario by ECFIN, and the iAGS scenario takes into account commitments of Member States in their last Stability Programmes.
Source: Ameco, OECD, Draft Budgetary Plans and Stability Programmes.

If the change of the structural balance shows that fiscal policy is broadly neutral in the euro area as a whole, the

assessment of its economic impact needs to be completed. In the 2016 independent Annual Growth Report, we propose a new way to compute the aggregate fiscal stance that takes into account the most recent advances in the literature. According to several authors the multipliers of public expenses – which are decreasing in most of the bigger euro area economies– are higher than those associated with tax changes –which are decreasing and should have an expansionary impact. This is particularly true when output gaps are negative. Hence, the proposed indicator of the aggregate fiscal stance proposed is based on a weight that takes into account the macroeconomic impact of fiscal policy.

When the composition and the localisation of the fiscal impulses are taken into account, the assessment of the aggregate fiscal stance is modified. According to our calculation, fiscal policy will be slightly contractionary in 2016 (-0.1 point of GDP, table 2) in spite of the decrease in the aggregate structural balance. This paradox can be explained by the localisation of the impulsion, which has low impact in Germany and the composition of the expansion in Italy and in Spain (based on large tax cuts with a low multiplier partially compensated by an effort in expenses with a high multiplier).

Table 2. Impact of fiscal policy on Euro Area GDP

In points of GDP

Impact of fiscal policy on EA GDP	2015	2016	2017
2016 iAGS	0.1	-0.1	-0.2
ECFIN, Autumn Forecast	0.2	0.0	0.1
ECFIN, based on OECD's output gap	0.0	-0.1	0.1

Source: Ameco (Autumn Forecast 2015) and OECD (EO 97).

The apparent paradox of a fiscal loosening with recessionary effects raises the matter of the fiscal space –expansionary policies should be larger in unconstrained countries– and the flexibilities in the application of SGP –expansion should be done in countries with high multipliers. Analyzing the situation of each Member State vis-à-vis the SGP, it appears

that very few countries have fiscal space with respect to the rules of the SGP. According to the ECFIN analysis of Draft Budgetary Plans, only Germany would have some fiscal space but the efficiency of a timid German based stimulus would be limited, at least from a GDP point of view. This raises new questions and particularly about the creation of a common fiscal capacity that would enable implementation of a counter-cyclical budgetary policy, especially when there is no scope for monetary policy like a situation of liquidity trap and deflation. This is the rational of the Juncker Plan that aims to increase investment in the euro zone. However, the plan relies on unrealistic leverage assumptions and the selection of investment projects, based on the profitability of the project, may lead to a pro-cyclical bias. This plan may not be sufficient to generate the demand shock needed to escape from the Zero Lower Bound, suggesting that a permanent is needed.Taking into account the very high levels of unemployment and underemployment, even the highest value of the fiscal impulse (+0.1% GDP) is far too low to deliver significant stimulus. A coordinated increase of public investment with a focus on the Europe 2020 targets would be a proper policy change for a more balanced economic policy. With the implementation of the golden rule of public investment, such a stimulus could be achieved in line with the European fiscal rules.

The potential headache of measuring economies in public

expenditure

By Raul Sampognaro

Since 2009, the French budget deficit has been cut by 3.3 GDP points, from 7.2 percent of GDP in 2009 to 3.9 points in 2014, even though the economic situation has been weighing heavily on the public purse. This improvement was due to the implementation of a tighter budget policy. Between 2010 and 2013, most of the consolidation effort came from higher taxes, but since 2014 the effort has largely involved savings in public expenditure. In 2014, public expenditure excluding tax credits[1] recorded its weakest growth since 1959, the year when INSEE began to publish the national accounts: in value, spending excluding tax credits increased by 0.9%, though only 0.3% in volume terms (deflated by the GDP deflator).

At first glance it may seem counter-intuitive to talk about savings on spending even though the latter has been rising constantly. This rise is, however, well below potential growth, which reflects a real long-term effort to reduce the ratio of spending to GDP. Indeed, the formula usually used to calculate the effort on spending depends on the hypothesis adopted on potential growth:

To understand why the extent of the effort on public expenditure is dependent on potential growth, one must understand the underlying concept of the sustainability of the debt. There is a consensus on the theoretical definition of the sustainability of the public debt: it is sustainable if the current stock of debt could be repaid by the anticipated future stream of the State's net revenues[2]. While the concept is clear, its practical application is more difficult. In practice, fiscal policy is deemed sustainable when it makes it possible to stabilize the ratio of public debt to GDP at a level deemed consistent with maintaining refinancing by the

market.

Thus, changes in spending that are in line with that goal should make it possible to stabilize the share of public expenditure to GDP over the long term. However, as public spending essentially responds to social needs that are independent of the economic situation (apart from certain social benefits such as unemployment insurance), stabilizing its share in GDP at any given time (which would imply it changes in line with GDP) is neither assured nor desirable. In order to deal with this, changes in the value of public expenditure are compared to the nominal growth rate of potential GDP[3] (which depends on the potential growth rate and the annual change in the GDP deflator).

An increase in expenditure that is above (respectively below) the potential reflects a positive (negative) impulse, because in the long run it leads to an increase (decrease) in the ratio of public spending to GDP. While the application of this concept may seem easy, potential growth is unobservable and uncertain because it is highly dependent on the assumptions made about demographic variables and future changes in productivity. In the 2016 Budget Bill (PLF), the government revised its potential growth assumptions for the years 2016 and 2017 upwards (to 1.5% instead of 1.3% as adopted at the time of the vote on the LPFP supplementary budget bill in December 2014).

This revision was justified on the basis of taking into account the structural reforms underway, in particular during the vote on the Macron Act. This was the second revision of potential since April 2014 when it was estimated at 1.6% (2014-2017 Stability Programme). The government is not the only one to repeatedly revise its assessments of potential growth. When the European Commission published its latest projections[4], it revised its assessment of potential growth even though its previous assessment had been issued only in

May[5]. It is not easy to see what new information could change its assessment now. These recurring revisions generally complicate the economic debate[6] and cloud discussion of the budget.

Hence using identical sets of hypotheses about the public finances, a measurement of savings on spending, and thus of the structural adjustment, would depend on the potential growth adopted (Table). Assuming a value for the growth in public spending (excluding tax credits) of +1.3% in 2016 and in 2017, the scale of the effort on spending was evaluated at 0.7 GDP point in October 2015 (using the hypotheses in the 2016 PLF) but 0.6 point in December 2014 (2014-2019 LPFP).

Table 1. Evaluation of the effort on public expenditure based on different hypotheses for potential growth

In %

	Potential growth			Effort on spending		
	2015	2016	2017	2015	2016	2017
2016 PLF, October 2015	1,1	1,5	1,5	-0,6	-0,7	-0,5
2014-2019 LPFP, December 2014	1,1	1,3	1,3	-0,6	-0,6	-0,4
2015 PLF, October 2014	1,1	1,3	1,3	-0,6	-0,6	-0,4
2014-2017 Stability Programme, April 2014	1,5	1,6	1,6	-0,8	-0,7	-0,5
2014 PLF, September 2013	1,5	1,6	1,6	-0,8	-0,7	-0,5
2012-2017 LPFP, January 2013	1,5	1,6	1,6	-0,8	-0,7	-0,5
November 2015 forecast	1,0	1,1	1,2	-0,5	-0,4	-0,3
May 2015 forecast	1,0	1,1	—	-0,5	-0,4	—
Ageing Working Group*, May 2015	1,1	1,1	—	-0,6	-0,4	—
Ageing Working Group**, May 2015	1,6	1,6	1,6	-0,8	-0,7	-0,5

* simple average of the potential growth of 2013 and of 2020 published in *The 2015 Ageing Report*.
** average of the 2013-2060 potential growth published in *The 2015 Ageing Report*.
Sources : PLF, LPFP, European Commission forecasts, *The 2015 Ageing Report*.

While the differences identified above may seem small, they can have significant consequences on the implementation of fiscal rules, which can lead the various players to act on their assumptions in order to change the effort shown [7]. Even though this notion should guide the vision of the future trajectory of Europe’s economies, the debate winds up being hijacked. Recurrent revisions in potential growth focus discussion on the more technical aspects, even though the method of estimating potential growth is uncertain by

definition and there is not even a consensus among economists. Thus, the European Semester, which should set the framework for discussion and coordination between Member States in determining the economic policy that best suits the macroeconomic context, for France and for the euro zone as a whole, gets lost amidst technical discussions that are of no particular interest.

---

[1] Reimbursable tax credits – essentially the CICE and the CIR credits – are recognized in public expenditure on the basis of the 2010 national accounts. In order to remain closely in line with economic concepts, public spending will be analyzed excluding tax credits, which will be considered as a component of taxation.

[2] This definition is accepted both by the academic literature (see for example, D'Erasmo P., Mendoza E. and Zhang J., 2015, "What is a Sustainable Public Debt?", *NBER WP*, no 21574, September 2015, and by international organizations (see IMF, 2012, "Assessing Sustainability").

[3] It can also be compared to an underlying trend in public expenditure which itself takes into account the changing needs to which spending responds.

[4] The European Commission expects France to grow by 1.1% in 2015, 1.4% in 2016 and 1.7% in 2017.

[5] The evaluation has changed to the second decimal.

[6] For this debate, see H. Sterdyniak, 2015, "Faut-il encore utiliser le concept de croissance potentielle?" [Should the concept of potential growth still be used?], *Revue de l'OFCE*, no. 142, October 2015.

[7] The revisions of potential growth may have an impact on

the implementation of procedures. These revisions cannot give rise to penalties. At the sanctions stage, the European Commission's hypothesis on potential growth, made at the recommendation of the Council, is used in the discussion. However, it is likely that a difference of opinion on an unobservable variable could generate friction in the process, reducing the likelihood of sanctions and making the rules less credible.

Le casse-tête potentiel de la mesure des économies en dépenses publiques

par Raul Sampognaro

Depuis 2009, le déficit budgétaire français s'est réduit de 3,3 points de PIB, passant de 7,2 points de PIB en 2009 à 3,9 points en 2014, alors même que les conditions conjoncturelles ont pesé sur les finances publiques. Cette amélioration s'explique par la politique de restriction budgétaire mise en œuvre. Entre 2010 et 2013, l'essentiel de l'effort de consolidation s'expliquait par la hausse de la fiscalité, mais depuis 2014, l'effort passe essentiellement par les économies en dépenses publiques. En 2014 la dépense publique hors crédits d'impôts[1] a connu sa progression la plus faible depuis 1959 – année du début des comptes nationaux publiés par l'Insee : en valeur, la dépense hors crédits d'impôts a augmenté de 0,9 % et de seulement 0,3 % en volume (déflatée par les prix du PIB). A première vue, il peut apparaître contre-intuitif de parler d'économies en dépenses, alors que celles-ci sont en hausse croissante. Toutefois, leur

progression est bien inférieure à la croissance potentielle, ce qui marque un vrai effort de réduction à long terme du ratio des dépenses sur le PIB. En effet, la formule usuellement utilisée pour calculer l'effort en dépenses dépend de l'hypothèse retenue sur la croissance potentielle :

$$\begin{matrix}\text{Effort} \\ \text{en dépenses}\end{matrix} = \begin{matrix}\text{Poids des dépenses} \\ \text{publiques dans le PIB}\end{matrix} \times \left(\begin{matrix}\text{Évolution en volume} \\ \text{de la dépense publique}\end{matrix} - \begin{matrix}\text{Croissance} \\ \text{potentielle}\end{matrix} \right)$$

Pour comprendre pourquoi la mesure de l'effort en dépenses publiques est dépendante de la croissance potentielle, il faut comprendre la notion de soutenabilité de la dette qui lui est sous-jacente. La définition théorique de la soutenabilité de la dette est consensuelle : la dette publique serait soutenable si le stock de dette actuel pouvait être remboursé par le flux futur anticipé des revenus nets de l'Etat[2]. Si ce concept est clair, son application concrète est plus difficile. Dans la pratique, la politique budgétaire est jugée soutenable si elle permet de stabiliser le ratio de la dette publique par rapport au PIB, à un niveau jugé conforme au maintien du refinancement de marché. Ainsi, l'évolution de la dépense publique conforme à cet objectif devrait permettre de stabiliser la part de la dépense publique dans le PIB à long terme. Toutefois, comme la dépense publique répond essentiellement à des besoins sociaux indépendants de la conjoncture (en dehors de certaines prestations sociales comme l'assurance chômage), il ne peut pas être assuré, ni souhaitable, de stabiliser sa part dans le PIB à tout moment (ce qui impliquerait une évolution égale à celle de PIB). Pour éviter cet écueil, l'évolution en valeur des dépenses publiques est comparée au taux de croissance nominal du PIB potentiel[3] (dépendant du taux de croissance potentiel et de l'évolution annuelle du déflateur du PIB). Une croissance de la dépense publique supérieure (respectivement inférieure) au potentiel implique une impulsion positive (négative) car cela induit à long terme une hausse (baisse) du ratio des dépenses publiques sur le PIB. Si l'application de ce concept semble aisée, la croissance potentielle est par

essence non observable et incertaine car très dépendante des hypothèses réalisées sur les variables démographiques et l'évolution future de la productivité. Dans le PLF 2016, le gouvernement a revu à la hausse ses hypothèses de croissance potentielle pour les années 2016 et 2017 (qui serait de +1,5 % au lieu de +1,3 % comme retenu lors du vote de la Loi de programmation des finances publiques en décembre 2014). Cette révision est justifiée par la prise en compte des réformes structurelles mises en place, notamment lors du vote de la Loi Macron. Celle-ci serait la deuxième révision du potentiel depuis avril 2014 quand il l'estimait à +1,6 % (Programme de stabilité 2014-2017). Le gouvernement n'est pas le seul à revoir de façon répétée son évaluation du potentiel de croissance. Lors de la publication de ses dernières prévisions[4], la Commission a revu son évaluation de la croissance potentielle alors que sa dernière évaluation datait du mois de mai[5]. Il semble difficile de voir quelle nouvelle information a pu modifier son évaluation. Ces révisions récurrentes rendent difficile le débat économique en général[6] et brouillent le débat budgétaire. Ainsi à partir d'un jeu d'hypothèses de finances publiques identique, la mesure des économies en dépenses, et *a fortiori* de l'ajustement structurel, dépendra de la croissance potentielle retenue (tableau). Sous une hypothèse de croissance de la dépense publique (hors crédits d'impôts) en valeur de +1,3 % en 2016 et en 2017, l'ampleur de l'effort en dépenses aurait été évalué à 0,7 point en octobre 2015 (avec les hypothèses de potentiel du PLF 2016) ou à 0,6 point en décembre 2014 (LPFP

Tableau 1. Évaluation des efforts en dépenses publiques à partir de différentes hypothèses de croissance potentielle

En %

	Croissance potentielle			Effort en dépenses		
	2015	2016	2017	2015	2016	2017
PLF 2016, octobre 2015	1,1	1,5	1,5	-0,6	-0,7	-0,5
LPFP 2014-2019, décembre 2014	1,1	1,3	1,3	-0,6	-0,6	-0,4
PLF 2015, octobre 2014	1,1	1,3	1,3	-0,6	-0,6	-0,4
Programme de stabilité 2014-2017, avril 2014	1,5	1,6	1,6	-0,8	-0,7	-0,5
PLF 2014, septembre 2013	1,5	1,6	1,6	-0,8	-0,7	-0,5
LPFP 2012-2017, janvier 2013	1,5	1,6	1,6	-0,8	-0,7	-0,5
Prévision de novembre 2015	1,0	1,1	1,2	-0,5	-0,4	-0,3
Prévision de mai 2015	1,0	1,1	—	-0,5	-0,4	—
Ageing Working group*, mai 2015	1,1	1,1	—	-0,6	-0,4	—
Ageing Working group**, mai 2015	1,6	1,6	1,6	-0,8	-0,7	-0,5

* moyenne simple de la croissance potentielle de 2013 et de 2020 publiée dans *The 2015 Ageing Report*.
** moyenne de la croissance potentielle 2013-2060 publiée dans *The 2015 Ageing Report*.
Sources : PLF, LPFP, Prévisions de la Commission, *The 2015 Ageing Report*.

2014-2019).

Si les écarts identifiés ci-dessus semblent faibles, ils peuvent avoir des conséquences non négligeables sur l'application des règles budgétaires, ce qui peut amener les différents acteurs à agir sur leurs hypothèses dans le but de modifier l'effort affiché[7]. Alors que cette notion devrait orienter la vision de la trajectoire future des économies européennes, le débat est détourné. Les révisions récurrentes de la croissance potentielle focalisent les débats sur les aspects les plus techniques alors même que la méthode d'estimation de la croissance potentielle est incertaine par définition et n'est même pas consensuelle parmi les économistes. Ainsi, le semestre européen, qui devrait être le cadre de discussion et de coordination entre les Etats membres pour déterminer la politique économique qui s'adapte le mieux au contexte macroéconomique, pour la France ou pour l'ensemble de la zone euro, s'est perdu dans des débats techniques sans intérêt particulier.

---

[1] Les crédits d'impôts restituables – essentiellement le CICE et le CIR – sont comptabilisés en dépenses publiques sur

la base 2010 des comptes nationaux. Afin de rester plus proches des concepts économiques, les dépenses publiques seront analysées hors crédits d'impôts ; ils seront pris en compte comme une composante de la fiscalité.

[2] Cette définition est acceptée tant par la littérature académique (voir par exemple D'Erasmo P., Mendoza E. et Zhang J., 2015, "What is a Sustainable Public Debt?", *NBER WP*, n° 21574, septembre 2015, ou par les organisations internationales (voir FMI, 2012, « Assessing Sustainability »).

[3] Il peut aussi être comparé à une évolution tendancielle de la dépense publique qui, elle, peut tenir compte des évolutions des besoins auxquels la dépense répond.

[4] La Commission européenne table sur une croissance de 1,1 % en 2015, de 1,4 % en 2016 et de 1,7 % en 2017 en France.

[5] L'évaluation a changé à la deuxième décimale.

[6] Pour ce débat voir H. Sterdyniak, 2015, « Faut-il encore utiliser le concept de croissance potentielle ? », *Revue de l'OFCE*, n° 142, octobre 2015.

[7] Les révisions de la croissance potentielle peuvent avoir un impact sur la montée en charge des procédures. Ces révisions ne peuvent pas entraîner des sanctions. Au stade des sanctions seulement, l'hypothèse de croissance potentielle de la Commission, réalisée au moment de la recommandation du Conseil, est utilisée dans les débats. Toutefois, il est probable qu'une divergence d'appréciation sur une variable non observable puisse générer du frottement dans la procédure, réduire la probabilité de sanctions et rendre les règles moins crédibles.

Baisse de la fiscalité sur les entreprises mais hausse

de celle sur les ménages

par Mathieu Plane et Raul Sampognaro

A la suite de la remise du Rapport Gallois en novembre 2012, le gouvernement a fait le choix, au début du quinquennat de François Hollande, de donner la priorité à la réduction de la fiscalité sur les entreprises. Mais depuis 2015, le Président de la République semble avoir entamé une nouvelle phase de son quinquennat en poursuivant l'objectif d'alléger la pression fiscale sur les ménages, dont le marqueur a été la suppression de la première tranche de l'impôt sur le revenu (IR) et l'aménagement d'un nouveau mécanisme de décote qui atténue la progressivité du bas du barème de l'IR. Mais plus globalement, que peut-on dire de l'évolution des prélèvements obligatoires (PO) sur les ménages et sur les entreprises en 2015 et 2016, mais aussi sur une période plus longue ?

A partir des données fournies par l'Insee, nous avons recomposé les évolutions des PO depuis 2001 en distinguant les prélèvements supportés par les entreprises de ceux supportés par les ménages (graphique). Si cette analyse est purement comptable et ne repose pas sur l'incidence finale de l'impôt, elle permet néanmoins d'avoir une vision du découpage de la pression fiscale[1]. En particulier, cet exercice s'attache à identifier les PO par la nature du payeur direct en supposant les salaires et les prix hors taxes constants. Ce découpage comptable ne fait donc pas l'objet d'un bouclage macroéconomique et ne traite pas des effets redistributifs et intergénérationnels[2] de la fiscalité.

De 2001 à 2014, les chiffres sont connus et constatés. Ils sont donc *ex post* et intègrent à la fois les effets des mesures discrétionnaires votées mais aussi les effets des plus/moins-values fiscales qui sont sensibles au cycle conjoncturel. En revanche, pour 2015 et 2016, les évolutions des PO pour les ménages et les entreprises sont *ex ante*,

c'est-à-dire qu'elles reposent uniquement sur les mesures discrétionnaires ayant un impact en 2015 et 2016 et chiffrées dans le cadre du Rapport économique social et financier du Projet de loi de finances pour 2016. Elles n'intègrent donc pas, pour ces deux années, les effets potentiels liés aux variations des élasticités fiscales pouvant modifier les taux de PO apparents. Par ailleurs, les crédits d'impôts, tels que le CICE, sont ici considérés comme des baisses de PO et non pas comme une dépense publique au sens des nouvelles normes comptables issues du SEC 2010. De plus, le CICE est comptabilisé au niveau des PO en versement effectif et non en droits constatés.

Sur la période récente, il en ressort quelques éléments majeurs. Tout d'abord, les taux de prélèvements augmentent fortement sur la période 2010-2013, représentant une hausse de 3,7 points de PIB, dont 2,4 points portent sur les ménages et 1,3 point sur les entreprises. Sur cette période, l'austérité fiscale a porté de façon relativement équilibrée sur les ménages et les entreprises, les deux connaissant une hausse de leur fiscalité plus ou moins proportionnelle à leur poids respectif dans les taux de PO[3].

En revanche, à partir de 2014 est apparu un découplage entre l'évolution des PO des ménages et celle des PO des entreprises, et qui se confirme en 2015 et 2016. En effet, en 2014, les taux de PO des entreprises, sous l'effet de la mise en place du CICE (6,4 milliards, soit 0,3 point de PIB), ont commencé à se réduire de 0,2 point de PIB alors que ceux des ménages ont continué d'augmenter de 0,4 point de PIB en raison notamment de la hausse de la TVA (5,4 milliards), de l'augmentation de la fiscalité écologique (0,3 milliard avec la mise en place de la taxe carbone) et de la hausse de la contribution au service de l'électricité (CSPE) (1,1 milliard), ainsi que l'accroissement des cotisations sociales pesant sur les ménages (2,4 milliards), principalement avec la hausse des taux de cotisation du régime général, de ceux des

régimes complémentaires ainsi que l'alignement progressif des taux des fonctionnaires sur ceux du privé.

En 2015, le taux de PO des entreprises baisserait de 9,7 milliards (0,5 point de PIB) avec la montée en charge du CICE (6 milliards), les premières mesures du Pacte de responsabilité (5,9 milliards liés à la première tranche d'allègements de cotisations sociales patronales, d'un abattement sur l'assiette de la C3S et du suramortissement fiscal de l'investissement) alors que d'autres mesures, comme celles issues de la réforme des retraites, alourdissent la fiscalité sur les entreprises (1,7 milliard au total). A l'inverse, le taux de PO sur les ménages augmenterait en 2015 de 4,5 milliards (0,2 point de PIB) malgré la suppression de la première tranche de l'impôt sur le revenu (-2,8 milliards) et l'allègement des cotisations des indépendants (-1 milliard). La hausse de la fiscalité écologique (taxe carbone et TICPE) et de la CSPE, ainsi que la non reconduction en 2015 de la mesure exceptionnelle de baisse d'IR de 2014 représentent respectivement une hausse de la fiscalité sur les ménages de 3,7 et 1,3 milliards. D'autres mesures, comme celles sur les taux de cotisations des régimes de retraites généraux, complémentaires et des fonctionnaires (1,2 milliard), ou celles sur la fiscalité locale (1,2 milliard), avec notamment la modification du plafond des DMTO et les mesures sur les taxes de séjour et de parking, viennent alourdir la fiscalité sur les ménages.

Tableau. Mesures sur les PO des ménages et des entreprises en 2015 et 2016

En milliards d'euros

	2015	2016
Ménages		
Baisse de l'IR sur les revenus modestes	-2,8	-2,0
Taxation écologique + TICPE + CSPE	3,7	2,7
Modifications de la TVA	0,5	-0,2
Fiscalité locale	1,3	1,1
Suppression PPE		2,0
Cotisations sociales vieillesse et contribution autonomie	0,5	0,8
Autres modifications de cotisations sociales salariées	0,8	0,1
Autres mesures	1,9	0,2
Allègement de cotisations des indépendants (Pacte de responsabilité)	-1,0	
Lutte contre la fraude fiscale et contentieux	-0,4	-0,6
Total des mesures en prélèvement sur les ménages	4,5	4,1
Total hors contentieux et lutte fraude fiscale	4,9	4,7
Entreprises		
CICE	-6,0	-0,3
Abattement C3S (Pacte de responsabilité)	-1,0	-1,0
Abrogation de la surtaxe exceptionnelle de l'IS (Pacte de responsabilité)		-2,3
Allègement de cotisations sociales employeurs (Pacte de responsabilité)	-4,5	-3,5
Suramortissement de l'investissement	-0,4	-0,2
Autres mesures cotisations sociales	1,1	1,0
Autres mesures	0,9	0,9
Lutte contre la fraude fiscale et contentieux	0,2	-0,5
Total des mesures en prélèvement sur les entreprises	-9,7	-5,9
Total hors contentieux et lutte fraude fiscale	-9,9	-5,4

Sources : PLF 2016, calculs OFCE.

En 2016, le taux de PO des entreprises se réduirait de 5,9 milliards (0,3 point de PIB), principalement en lien avec la seconde phase du Pacte de responsabilité. Les allègements de cotisations sociales patronales sur les salaires compris entre 1,6 et 3,5 SMIC (3,1 milliards d'euros), la suppression de la surtaxe IS (2,3 milliards), le deuxième abattement sur l'assiette de la C3S (1 milliard), la montée en charge du CICE (0,3 milliard) et du dispositif de suramortissement de l'investissement (0,2 milliard) ne sont que partiellement compensés par des hausses de fiscalité sur les entreprises, avec principalement la hausse des taux de cotisation retraite (0,6 milliard). En revanche, à l'instar des années précédentes, le taux de PO sur les ménages augmenterait, en 2016, de 4,1 milliards (0,2 point de PIB) malgré une nouvelle baisse de l'IR (2 milliards). Les principales mesures qui

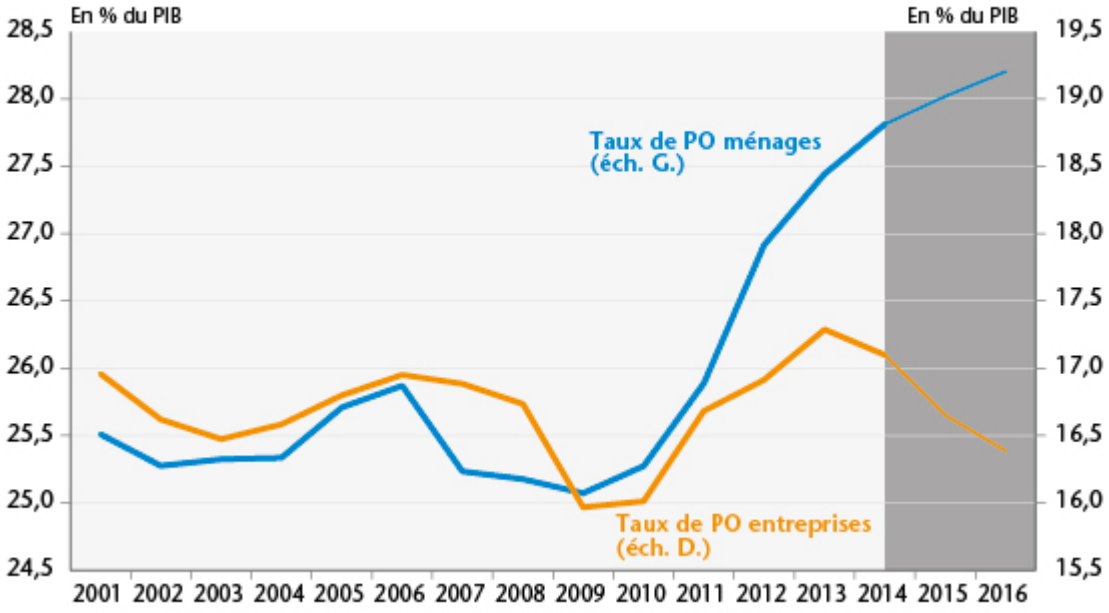
augmentent la fiscalité des ménages sont semblables à celles de 2015, que ce soit la fiscalité écologique avec la hausse de la taxe carbone (1,7 milliard) et la CSPE (1,1 milliard), les mesures sur le financement des retraites (0,8 milliard) ou la hausse attendue de la fiscalité locale (1,1 milliard). A noter que la suppression de la Prime pour l'emploi (PPE) en 2016 conduira à augmenter mécaniquement les PO sur les ménages de 2 milliards[4], mais cette hausse serait compensée par la nouvelle Prime d'activité pour un montant équivalent.

Au final, sur la période 2010-2016, les PO sur les ménages augmenteraient de 66 milliards d'euros (3,1 points de PIB) et ceux sur les entreprises de 8 milliards (0,4 point de PIB). Le taux de PO sur les ménages atteindrait un plus haut historique en 2016, à 28,2 % du PIB. A l'inverse, le taux de PO sur les entreprises reviendrait en 2016 à 16,4 % du PIB, soit un niveau inférieur à celui d'avant la crise de 2008. Et en 2017, la dernière phase du Pacte de responsabilité (avec la suppression totale de la C3S et la réduction du taux d'IS) et les remboursements attendus liés au CICE devraient conduire à réduire la fiscalité des entreprises d'environ 10 milliards d'euros, amenant le taux de PO des entreprises à un plus bas historique depuis le début des années 2000.

La nécessité de financer à la fois les mesures de compétitivité des entreprises et la réduction du déficit public structurel font porter pleinement l'ajustement budgétaire sur les ménages. Ainsi, la baisse de l'impôt sur le revenu en 2015 et 2016 ne permet pas de compenser la hausse des autres mesures fiscales, pour la plupart décidées dans le cadre des Lois de finances antérieures à 2015, et semble bien faible au regard du choc fiscal subi par les ménages depuis 2010. En revanche, l'effet sur la croissance de l'évolution récente de la fiscalité et son impact sur les inégalités va dépendre de l'utilisation faite par les entreprises des nouvelles ressources générées par la baisse massive des PO depuis 2014. Ces ressources peuvent induire une hausse des

salaires, de l'emploi, de l'investissement ou une baisse des prix ou bien encore une augmentation des dividendes ou une réduction de l'endettement. Selon les arbitrages réalisés par les entreprises, les effets à attendre sur le niveau de vie en France et sur les inégalités ne seront bien sûr pas les mêmes. L'évaluation de l'effet de ces évolutions des PO ne manquera pas de donner lieu à des études et débats à venir.

Graphique. Évolution des taux de PO des ménages et des entreprises



Sources : Insee, PLF 2016, calculs OFCE.

---

[1] Sont considérés comme des **PO sur les ménages**, les impôts directs (CSG, CRDS, IRPP, taxe d'habitation, …), les impôts indirects (TVA, TICPE, CSPE, accises…), les impôts sur le capital (ISF, DMTG, taxe foncière, DMTO, …), les cotisations sociales salariées et non salariées. Sont considérés comme des **PO sur les entreprises**, les impôts divers sur la production (Cotisation sur la VA et Cotisation foncière sur les entreprises (ex-TP), taxe foncière, C3S, …), les impôts sur les salaires et la main-d'œuvre, les impôts sur les sociétés et les cotisations sociales patronales.

[2] Par exemple, les cotisations sociales patronales pour les retraites sont analysées ici comme un PO sur les entreprises et non pas comme un salaire différé pour les ménages ou un transfert de revenu des actifs vers les retraités.

[3] En 2013, 61 % des PO concernaient les ménages et 39 % les entreprises. Or, sur la période 2010-2013, la hausse de la fiscalité portait à 64 % sur les ménages et à 36 % sur les entreprises, soit peu ou prou leur poids respectif dans la fiscalité.

[4] La PPE sera remplacée par la Prime d'activité d'un montant équivalent, englobant aussi le RSA « activité », mais qui est considérée comptablement comme une dépense publique. Or, cette nouvelle mesure ne devrait pas changer macroéconomiquement le revenu des ménages mais seulement la nature du transfert. Ainsi, hors prise en compte de la suppression de la PPE, le taux de PO sur les ménages augmenterait de 2,1 milliards en 2016.

Grèce : un accord, encore et encore

par Céline Antonin, Raul Sampognaro, Xavier Timbeau, Sébastien Villemot

… La même nuit que la nuit d'avant
Les mêmes endroits deux fois trop grands
T'avances comme dans des couloirs
Tu t'arranges pour éviter les miroirs
Mais ça continue encore et encore …

Francis Cabrel, Encore et encore, 1985.

À quelques heures d'un sommet européen exceptionnel sur la Grèce, un accord pourrait être signé et permettrait de clore le second plan d'aide à la Grèce, débloquant la dernière tranche de 7,2 milliards d'euros. La Grèce pourrait alors faire face aux échéances de la fin juin auprès du FMI (1,6 Mds d'euros), puis de celles de juillet et août auprès de la BCE (6,6 Mds d'euros) et à nouveau auprès du FMI (0,45 Mds d'euros). A la fin du mois d'août, la dette de la Grèce auprès du FMI pourrait augmenter de presque 1,5 Mds d'euros, puisque le FMI contribue à hauteur de 3,5 Mds d'euros à la tranche de 7,2 Mds d'euros.

Jusqu'au mois de septembre, la Grèce doit rembourser un total de 8,6 Mds d'euros et, jusqu'à la fin de l'année, presque 12 Mds d'euros, soit des besoins qui excèdent les 7,2 Mds d'euros sur lesquels porte la négociation avec le Groupe de Bruxelles (*i.e.* l'ex troïka). À cet effet, le fonds hellénique de stabilité financière (HFSF) pourrait être mobilisé, à hauteur d'environ 10 Mds d'euros, mais il ne serait plus disponible pour recapitaliser les banques.

Si un accord est signé, il risque fort d'être difficile à tenir. En premier lieu, la Grèce va devoir faire face à la panique bancaire (*bank run*) en cours (le calme apparent devant les agences bancaires n'a pas empêché que plus de 6 Mds d'euros soient retirés la semaine dernière d'après le *Financial Times*). Or, même si un accord peut écarter pour un temps le scénario de la sortie de la Grèce de la zone euro, la perspective de taxes exceptionnelles ou d'une réforme fiscale peut dissuader le retour des fonds vers les établissements grecs. Par ailleurs, l'accord devrait inclure un excédent primaire de 1 % du PIB d'ici à la fin de l'année 2015. Or les informations sur l'exécution budgétaire jusqu'au mois de mai 2015 (publiées le 18 juin 2015) montrent que les recettes continuent d'être inférieures à la projection initiale (– 1 Mds d'euros), traduisant une situation conjoncturelle très

dégradée depuis le début de l'année 2015. Certes, ces moindres rentrées fiscales sont plus que compensées par la baisse des dépenses (presque 2 Mds). Mais il s'agit-là d'une comptabilité de caisse. Le bulletin mensuel d'avril 2015, publié le 8 juin 2015, fait apparaître des arriérés de paiement du gouvernement central en hausse de 1,1 Mds d'euros depuis le début de l'année 2015. Il paraît presque impossible qu'en six mois, même avec une excellente saison touristique, le gouvernement grec rattrape ce retard et affiche, en comptabilité de droits constatés, un surplus primaire de 1,8 Mds d'euros. Un nouveau resserrement budgétaire pénaliserait une activité déjà en berne et pourrait être d'autant plus inefficace que les acteurs seraient fortement incités à sous-déclarer leurs impôts dans un contexte où l'accès à la liquidité sera particulièrement difficile. Le gouvernement grec pourra jouer sur la collecte de l'impôt, mais introduire un nouveau plan d'austérité serait politiquement et économiquement suicidaire. La discussion d'un troisième plan d'aide devra certainement être lancée, en incluant en particulier une négociation sur l'allègement de la dette grecque et des contreparties à cet allègement.

L'accord qui pourrait être trouvé dans les prochains jours risque d'être très fragile. Retrouver un peu de croissance en Grèce suppose d'abord de faire à nouveau fonctionner le financement de l'économie et de retrouver un peu de confiance. Cela supposerait aussi de traiter les questions de la Grèce en profondeur et de trouver un accord pérenne, sur plusieurs années, dont les étapes à court terme doivent absolument être adaptées à la situation présente de la Grèce. Nous avions, dans notre étude spéciale « La Grèce sur la corde raide », analysé les conditions macroéconomiques de la soutenabilité de la dette grecque. Plus que jamais la Grèce est sur la corde raide. Et la zone euro avec elle.

L’esprit ou la lettre de la loi, pour éviter le « Graccident »

Raul Sampognaro et Xavier Timbeau

Le nœud coulant, selon l’expression d’Alexis Tsipras, se resserre de plus en plus autour du gouvernement grec. La dernière tranche du programme d’aide (7,2 milliards d’euros) n’est toujours pas débloquée, faute d’une acceptation par le Groupe de Bruxelles (l’ex-Troïka) des conditions associées à ce plan d’aide. De ce fait, l’Etat grec est au bord du défaut de paiement. On pourra croire qu’il s’agit-là d’un nouvel épisode dans la pièce de théâtre que la Grèce joue avec ses créanciers et, qu’une fois de plus, l’argent nécessaire sera trouvé au dernier moment. Pourtant, si la Grèce a réussi jusqu’à maintenant à honorer ses échéances, c’est au prix d’expédients dont il n’est pas certain qu’elle puisse user à nouveau.

Alors que les recettes fiscales sont, depuis le début de l’année, inférieures de près d’un milliard d’euros de retard aux cibles anticipées, les dépenses de salaires et de retraites doivent continuer à être payées chaque mois. Cette fois-ci, le mur s’approche et un accord est nécessaire pour que le jeu continue. Au mois de juin, la Grèce doit verser 1,6 milliard d’euros au FMI en quatre tranches (les 5, 12, 16 et 19 juin). Un porte-parole du FMI a confirmé le 28 mai l’existence d’une règle permettant de grouper ces paiements le dernier jour du mois (règle qui aurait été invoquée pour la dernière fois par la Zambie dans les années 1980). Comme il faut 6 semaines ensuite au FMI pour considérer un défaut de

paiement, la Grèce peut encore gagner quelques jours, au-delà du 30 juin et avant les échéances auprès de la BCE (avec 2 tranches pour 3,5 milliards d'euros le 20 juillet 2015).

Dans l'histoire, très peu de pays n'ont pas honoré leurs paiements auprès du FMI (actuellement seuls la Somalie, le Soudan et le Zimbabwe ont des arriérés auprès du FMI pour quelques centaines de millions de dollars). Le FMI étant le dernier recours en cas de crise de liquidité ou de balance des paiements, il dispose, à ce titre, d'un statut de créancier préférentiel et un défaut sur sa dette peut déclencher des défauts croisés sur d'autres titres, en particulier, dans le cas grec, ceux détenus par le FESF, les rendant exigibles immédiatement. Un défaut de la Grèce auprès du FMI pourrait ainsi compromettre l'ensemble de la dette publique grecque et obligerait la BCE à refuser les bons grecs comme collatéral dans les opérations de *l'Emergency Liquiditity Assistance* (ELA), seul pare-feu restant contre l'effondrement du système bancaire grec.

Les conséquences juridiques d'un tel défaut sont difficiles à appréhender (ce qui en dit long sur le système financier moderne). Un article publié par la Banque des Règlements Internationaux, daté de juillet 2013, et dont l'auteur, Antonio Sáinz de Vicuña, était à l'époque directeur général des services légaux de la BCE, est très informatif sur cette question dans le cadre de l'union monétaire (**voir Figure 1**).

En présentant le cadre légal, il s'attarde bien évidemment sur l'article 123 du Traité sur le Fonctionnement de l'Union Européenne (TFUE), un des piliers de l'Union monétaire, qui interdit le financement par la BCE ou les banques centrales nationales des administrations publiques[1]. Dans une note en bas de page, l'auteur concède que cette règle a deux exceptions :

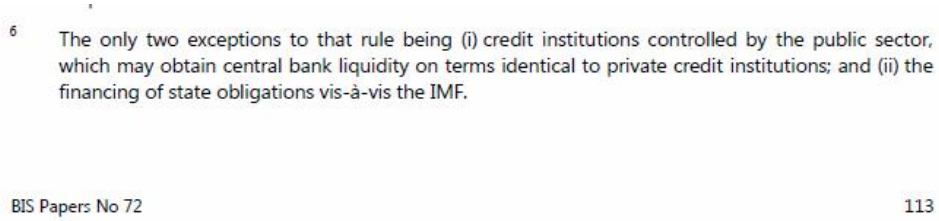
– Les institutions de crédit publiques peuvent obtenir des liquidités auprès de l'Eurosystème dans les mêmes

conditions que les banques privées. Cette exception apparaît explicitement dans le paragraphe 2 de l'article 123 du TFUE[2].

– Le financement des obligations des Etats vis-à-vis du FMI (notre traduction).

Ce deuxième aspect a attiré notre attention car il est peu connu du grand public, il n'apparaît pas explicitement dans le Traité et pourrait constituer une solution, au moins à court terme pour éviter que la Grèce soit mise en défaut de paiement par le FMI.

Figure 1-Copie de la note en bas de page 6 de l'article de Sáinz de Vicuña



6 The only two exceptions to that rule being (i) credit institutions controlled by the public sector, which may obtain central bank liquidity on terms identical to private credit institutions; and (ii) the financing of state obligations vis-à-vis the IMF.

BIS Papers No 72 113

En cherchant dans le corpus juridique européen, cette exception est définie plus précisément dans le règlement n°3603/93 du Conseil qui précise les termes de l'actuel article 123 du TFUE, ce qui lui est autorisé par le paragraphe 2 de l'article 125 du TFUE[3]. Plus précisément il apparaît dans l'article 7 :

Le financement, par la Banque centrale européenne et par les banques centrales nationales, des obligations incombant au secteur public à l'égard du Fonds monétaire international ou résultant de la mise en œuvre du mécanisme de soutien financier à moyen terme institué par le règlement (CEE n° 1969/88 (4)) n'est pas considéré comme un crédit au sens de l'article 104 du Traité[4].

La motivation de cet article s'explique : lors des hausses des quotes-parts dans le FMI, le financement par la banque

centrale était accepté car il avait comme contrepartie un actif assimilable à des réserves internationales. Selon l'esprit de la loi, on ne devrait donc pas permettre de financer les emprunts grecs auprès du FMI par un crédit auprès d'une banque centrale (la BCE ou la Banque de Grèce). Les *obligations incombant* à l'Etat grec ne concernent, selon l'esprit du texte, probablement que la contribution aux quotes-parts du FMI. Néanmoins, l'esprit de la loi n'est pas la loi, et l'interprétation exacte de la phrase « *obligations incombant au secteur public à l'égard du Fonds monétaire international* » pourrait ouvrir une porte de plus à la Grèce. Compte tenu des conséquences d'un défaut auprès du FMI – notamment sur la continuité de l'ELA – on pourrait le justifier pour préserver le fonctionnement du système de paiement grec, préservation qui rentre dans les missions de la BCE.

Au-delà de la possibilité juridique du financement par une banque centrale de la dette grecque auprès du FMI, qui serait certainement contestée par certains gouvernements, cette action ouvrirait un conflit politique. En effet, un Etat membre pourrait être accusé de contrevenir aux (à l'esprit des) Traités, bien que cela ne soit pas un motif pour l'exclure (selon les services juridiques de la BCE). Mais est-ce bien un obstacle au regard des enjeux qu'un défaut sur la dette grecque poserait pour la pérennité de la Monnaie unique ?

Les problèmes de trésorerie de la Grèce ne sont pas nouveaux. Depuis le mois de janvier, le gouvernement a financé ses dépenses grâce à des opérations comptables qui lui ont permis de pallier les moins-values fiscales. En particulier, le 12 mai, le gouvernement grec a pu rembourser une tranche du crédit du FMI en puisant dans un fond d'urgence assimilable à des réserves internationales. L'Eurosystème pourrait accorder par le biais de cette exception un délai supplémentaire à la Grèce, afin de prolonger encore un peu les négociations et

éviter l’accident.

---

[1] Le paragraphe 1 de article stipule que « [il] est interdit à la Banque centrale européenne et aux banques centrales des États membres, ci-après dénommées “banques centrales nationales”, d’accorder des découverts ou tout autre type de crédit aux institutions, organes ou organismes de l’Union, aux administrations centrales, aux autorités régionales ou locales, aux autres autorités publiques, aux autres organismes ou entreprises publics des États membres. L’acquisition directe, auprès d’eux, par la Banque centrale européenne ou les banques centrales nationales, des instruments de leur dette est également interdite.

[2] Qui stipule que « [l]e paragraphe 1 ne s’applique pas aux établissements publics de crédit qui, dans le cadre de la mise à disposition de liquidités par les banques centrales, bénéficient, de la part des banques centrales nationales et de la Banque centrale européenne, du même traitement que les établissements privés de crédit. »

[3] Qui stipule que : « [l]e Conseil, statuant sur proposition de la Commission et après consultation du Parlement européen, peut, au besoin, préciser les définitions pour l’application des interdictions visées aux articles 123 et 124, ainsi qu’au présent article. »

[4] L’article 104 est devenu l’actuel article 123 du TFUE.

La Grèce sur la corde raide

par Céline Antonin, Raul Sampognaro, Xavier Timbeau et Sébastien Villemot

Ce texte résumé l'étude spéciale : « La Grèce sur la corde raide ».

Depuis le début de l'année 2015, une forte pression s'exerce sur le nouveau gouvernement grec. Alors qu'il est en pleine négociation en vue d'une restructuration de sa dette, il doit faire face à une succession d'échéances de remboursement. Le 12 mai 2015, 750 millions d'euros ont pu être remboursés au FMI en puisant sur les réserves internationales du pays, signe que les contraintes de liquidité deviennent de plus en plus prégnantes comme l'atteste la lettre envoyé par A. Tsipras à C. Lagarde quelques jours avant l'échéance. Le répit sera de courte durée : en juin, le pays doit encore rembourser au FMI un total de 1,5 milliard d'euros. Ces deux premières échéances ne sont qu'un prélude au « mur de la dette » auquel devra faire face le gouvernement pendant l'été puisqu'il devra honorer un remboursement de 6,5 milliards d'euros à la BCE.

Jusqu'à présent, la Grèce a payé en dépit des difficultés et de la suspension du programme d'aide négocié avec les institutions (ex-troïka). Ainsi les 7,2 milliards d'euros de déboursements sont bloqués depuis février 2015 et la Grèce doit trouver un accord avec l'ex-troïka avant le 30 juin si elle veut pouvoir bénéficier de cette manne financière, faute de quoi les échéances auprès de la BCE et du FMI conduiraient la Grèce au défaut de paiement.

Outre les remboursements extérieurs de la Grèce, le pays doit également honorer ses dépenses courantes (salaires des fonctionnaires, pensions de retraite). Or, les nouvelles sur le front budgétaire ne sont pas très encourageantes (voir State Budget Execution Monthly Bulletin, March 2015) : sur les

trois premiers mois de l'année, les recettes courantes sont inférieures de près de 600 millions d'euros aux projections. Seule l'utilisation de fonds européens préalablement versés, combinée à la baisse comptable des dépenses (qui sont inférieures de 1,5 milliard d'euros aux prévisions) ont permis au gouvernement grec de dégager un excédent de 1,7 milliard d'euros et d'honorer ses échéances. Ainsi, par des opérations comptables, le gouvernement grec a vraisemblablement transféré sa dette soit vers des organismes publics soit vers ses fournisseurs, confirmant ainsi le fort poids des contraintes de liquidité qui pèsent sur l'État. Les données préliminaires à l'issue du mois d'avril (à prendre avec prudence car elles ne sont ni définitives ni consolidées pour l'ensemble des administrations publiques) semblent néanmoins nuancer le constat. Fin avril, les rentrées fiscales auraient retrouvé leur niveau attendu, mais la capacité du gouvernement à générer les liquidités pour éviter le défaut de paiement s'expliquerait par un coup de frein sur la dépense publique à travers les opérations comptables décrites ci-dessus. Ces manipulations comptables ne sont que des mesures d'urgence et il est grand temps, 6 ans après le déclenchement de la crise grecque, de mettre fin au psychodrame et de trouver enfin une solution pérenne aux problèmes budgétaires de la Grèce.

Notre étude « la Grèce : sur la corde raide » s'interroge sur la meilleure solution pour résoudre durablement la crise de l'endettement en Grèce et les potentielles conséquences d'une sortie de la Grèce de la zone euro. Nous concluons que le scénario le plus raisonnable est celui d'une restructuration avec réduction significative de la valeur présente de la dette publique (qui serait portée à 100 % du PIB grec). Lui seul permet de diminuer sensiblement la probabilité de sortie de l'euro, ce qui est non seulement dans l'intérêt de la Grèce mais également de la zone euro dans son ensemble. En outre, ce scénario diminuerait l'ampleur de la dévaluation interne nécessaire pour stabiliser la position extérieure grecque.

Si l’Eurogroupe refusait la restructuration de la dette grecque, un nouveau programme d’aide devrait alors être accordé afin d’interrompre la crise de confiance en cours et d’assurer le financement des besoins de trésorerie de l’État grec au cours des prochaines années. D’après nos calculs, cette solution nécessiterait un troisième plan d’aide autour de 95 milliards d’euros et son succès resterait tributaire des surplus budgétaires primaires conséquents (de l’ordre de 4 à 5% du PIB grec) que la Grèce devra produire au cours des prochaines décennies. L’expérience historique montre que le maintien d’un tel surplus pendant une période aussi longue ne peut pas être garanti, du fait des contraintes politiques, rendant un tel engagement peu crédible. Ainsi, un nouveau programme d’aide ne permettrait pas d’éliminer le risque d’une nouvelle crise de financement de l’État grec au cours des années à venir.

Pour le dire autrement, le remboursement intégral de la dette grecque repose sur la fiction d’un excédent budgétaire maintenu pendant plusieurs décennies. Se résoudre à la sortie de la Grèce de la zone euro induirait une perte significative de la créance que le monde (principalement l’Europe) détient à la fois sur le secteur public grec (250 milliards d’euros) et sur le secteur privé (également de l’ordre de 250 milliards d’euros). À cette perte facile à quantifier s’ajouteraient les conséquences financières, économiques, politiques et géopolitiques de la sortie de la Grèce de la zone euro ou de l’Union Européenne. Le choix peut paraître facile, puisqu’un abandon de 200 milliards d’euros de créances sur l’État grec permettrait de sortir une bonne fois pour toute du psychodrame. Reste que l’impasse politique est grande et qu’il est difficile d’abandonner 200 milliards d’euros sans de très fortes contreparties et sans évoquer la question de l’aléa moral, qui peut notamment pousser d’autres pays de la zone euro à demander des restructurations d’ampleur de leur dette publique.

L’ « alignement des planètes » n’a pas toujours été favorable aux pays de la zone euro

par Eric Heyer et Raul Sampognaro

En 2015, les économies de la zone euro vont bénéficier d’un « alignement des planètes » favorable (euro et prix du pétrole en baisse, relâchement des contraintes financières qui pèsent sur l’économie) qui devrait enclencher un cercle vertueux de leur croissance. Au cours des quatre dernières années (2011-2014), un « alignement planétaire » s’était également produit mais avec une orientation diamétralement opposée. Au cours de cette période, l’euro et le prix du pétrole étaient en hausse et les conditions de financement ainsi que l’orientation budgétaire étaient très fortement restrictives.

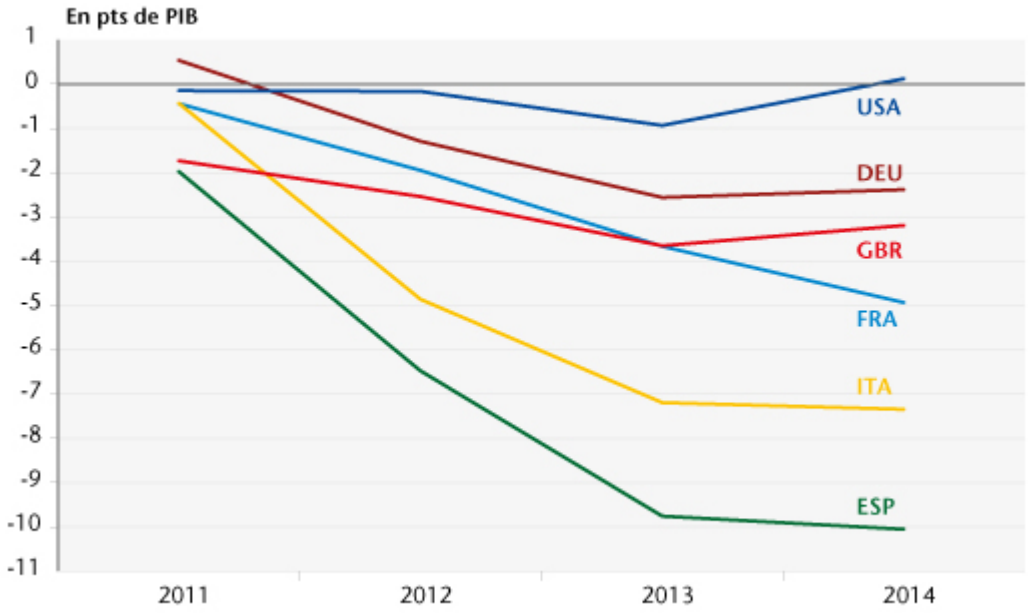
Dans un article récent, nous proposons une évaluation de l’impact depuis 2011 de ces quatre facteurs sur les performances économiques de six grands pays développés (France, Allemagne, Italie, Espagne, Royaume-Uni et Etats-Unis).

Il ressort de notre analyse que le cumul de ces chocs explique une grande part des écarts de croissance entre les grandes économies européennes et les États-Unis enregistrés au cours de la période 2011-2014. Une part non-négligeable de cet écart de performance s’expliquerait notamment par le choix divergent de stratégies de politiques économiques, avec notamment un *policy mix* qui a été nettement plus contraignant en zone euro

qu'outre-Atlantique. En particulier, l'ajustement budgétaire a été très fort dans les pays soumis aux tensions sur leur dette souveraine, comme l'Espagne et l'Italie. En outre, les effets des tensions sur les dettes souveraines ont été démultipliés par la fragmentation financière qui s'est traduite par une dégradation des conditions de financement du secteur privé alors que les mesures d'assouplissement quantitatif mises en œuvre par la Fed et la Banque d'Angleterre ont permis de préserver les conditions de financement dans ces pays. Ainsi, il aura fallu attendre le discours de M. Draghi de juillet 2012 et l'annonce du programme OMT en septembre 2012 pour que l'action de la BCE permette d'atténuer ces tensions financières. Si les évolutions des taux de change ont plutôt soutenu l'activité en zone euro sur l'ensemble de la période 2011-2014, leur contribution a été dépendante du type d'intégration des différents pays aux flux des échanges commerciaux mondiaux[1] et à l'ampleur de la politique de désinflation salariale, particulièrement prononcée en Espagne. Enfin, la hausse du prix du pétrole a pesé sur la croissance européenne alors que ses effets ont été moindres aux États-Unis, qui ont bénéficié de la rentabilisation de l'exploitation du pétrole de schiste.

Les pertes cumulées de PIB sont très importantes en Espagne (-10 points entre 2011 et 2014), en Italie (-7,5 points) et en France (-5 points) et de façon plus modérée au Royaume-Uni (-3 points) et en Allemagne (-2,5 points). En revanche, depuis 2011, le cumul des chocs a eu un impact nul sur la croissance aux États-Unis, suggérant que la croissance américaine a été en ligne avec sa croissance spontanée[2] (graphique 1).

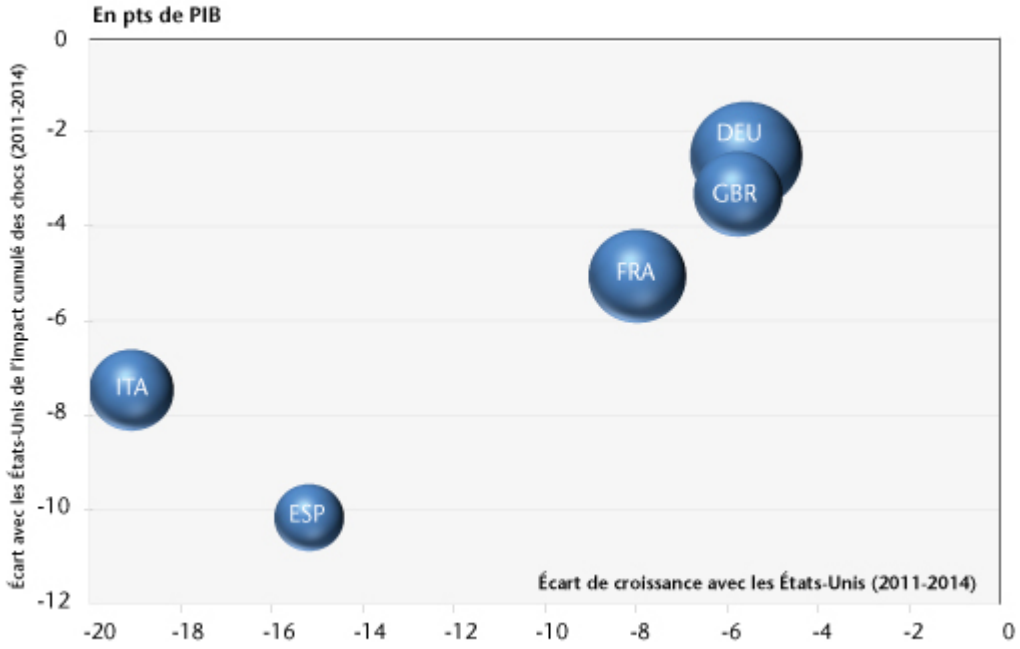
Graphique 1. Impact cumulé sur le PIB des différents chocs depuis 2011



Sources : Comptabilités nationales, calculs OFCE.

Ainsi, en l'absence de ces chocs, la croissance spontanée aurait pu s'établir en Europe au-delà du rythme de la croissance potentielle, comme aux États-Unis (graphique 2). Cela aurait permis une convergence durable du PIB vers son niveau potentiel, la réduction des déséquilibres sur le marché du travail, la normalisation de l'utilisation de l'appareil productif et le redressement des comptes publics, tout particulièrement dans les pays de la zone euro.

Graphique 2. Écart de croissance et d'impact cumulé sur le PIB des différents chocs avec les États, au cours de la période 2011-2014



Sources : OCDE eo96 pour l'*output gap*, comptabilités nationales, calculs OFCE pour l'impact des chocs

[Accéder à la version complète de notre étude.]

---

[1] Les effets de ces chocs de compétitivité sont différents selon les pays du fait des différences d'élasticité du commerce extérieur, mais aussi des variations selon les pays du degré d'exposition au commerce et à la concurrence intra/extra zone euro . Pour plus de détails se référer à Ducoudré et Heyer (2014).

[2] La croissance spontanée d'une économie résulte de sa croissance potentielle de long terme (qui dépend des facteurs structurels qui déterminent notamment la dynamique de la productivité globale des facteurs et de la population active) et du rythme de fermeture de l'*output gap*, creusé dans la plupart des pays par la crise de 2008-2009 qui dépend de la capacité d'une économie à absorber les chocs subis.

France : la reprise, enfin !

par Mathieu Plane, Bruno Ducoudré, Pierre Madec, Hervé Péléraux et Raul Sampognaro

Les perspectives 2015-2016 pour l'économie française de l'OFCE sont disponibles.

Jamais depuis le début de la crise des *subprime* l'économie française n'avait connu un contexte aussi favorable à l'enclenchement d'une reprise. La chute des prix du pétrole, la politique volontariste et innovante de la BCE, le ralentissement de la consolidation budgétaire en France et dans la zone euro, la montée en charge du CICE et la mise en place du Pacte de responsabilité (représentant un transfert fiscal vers les entreprises de 23 milliards d'euros en 2015 et près de 33 en 2016) sont autant d'éléments permettant de l'affirmer. Les principaux freins qui ont pesé sur l'activité française ces quatre dernières années (austérité budgétaire sur-calibrée, euro fort, conditions financières tendues, prix du pétrole élevé) devraient être levés en 2015 et 2016, libérant ainsi une croissance jusque-là étouffée. La politique de l'offre impulsée par le gouvernement, dont les résultats se font attendre sur l'activité, gagnerait en efficacité grâce au choc de demande positif provenant de l'extérieur, permettant un rééquilibrage économique qui faisait défaut jusqu'à présent.

L'année 2015 connaîtrait une hausse du PIB de 1,4 % avec une accélération du rythme de croissance au cours de l'année (2 % en glissement annuel). Le second semestre 2015 marquerait le tournant de la reprise avec la hausse du taux d'investissement des entreprises et le début de la décrue du taux de chômage qui finirait l'année à 9,8 % (après 10 % fin 2014). 2016

serait quant à elle l'année de la reprise avec une croissance du PIB de 2,1 %, une hausse de l'investissement productif de 4 % et la création près de 200 000 emplois marchands permettant au taux de chômage d'atteindre 9,5 % à la fin 2016. Dans ce contexte porteur, le déficit public baisserait significativement et s'établirait à 3,1 % du PIB en 2016 (après 3,7 % en 2015).

Evidemment, le déroulement de ce cercle vertueux ne sera rendu possible que si l'environnement macroéconomique reste porteur (pétrole bas, euro compétitif, pas de nouvelles tensions financières dans la zone euro, …) et si le gouvernement se limite aux économies budgétaires annoncées.

Flexibilités contre nouvel effort budgétaire, la messe n'est pas encore dite

par Raul Sampognaro

Le 13 janvier dernier, la Commission Juncker a clarifié sa position concernant les flexibilités mobilisables par les Etats dans l'application du Pacte de Stabilité et de Croissance (PSC). La nouvelle lecture du PSC devrait se traduire par une atténuation de la consolidation budgétaire nécessaire pour certains pays[1]. Dorénavant, la Commission pourra appliquer la « clause de réformes structurelles » à un pays soumis au volet correctif[2] du Pacte alors qu'auparavant, ceci n'était possible que pour les pays soumis au volet préventif du Pacte[3]. Cette clause permettra à l'Etat membre de dévier temporairement de ses engagements préalables pour les reporter à un moment où les fruits des

réformes devraient faciliter l'ajustement. Pour que la Commission accepte de déclencher la clause, certaines conditions devront être réunies :

– Le plan de réformes présenté par l'Etat membre doit être majeur et précis, approuvé par le gouvernement ou le Parlement national ; son calendrier d'application doit être explicite et crédible ;

– Le plan doit avoir un impact favorable sur la croissance potentielle et/ou la position budgétaire à moyen terme. La quantification de l'impact doit être réalisée de façon transparente et l'Etat membre doit présenter à la Commission la documentation pertinente ;

– L'Etat membre doit réaliser un ajustement budgétaire structurel minimal de 0,5 point de PIB.

Dans ce nouveau contexte, la France a des réformes à faire valoir telles que la réforme territoriale et la loi pour la croissance et l'activité, dite loi Macron. Selon les calculs de l'OCDE datant d'octobre 2014, l'ensemble des réformes prises et celles en cours d'adoption[4]pourraient augmenter le PIB de 1,6 point à l'horizon de 5 ans et améliorer le solde budgétaire structurel de l'ordre de 0,8 point de PIB[5] (le détail des effets estimés par l'OCDE est présenté dans le tableau 1).

Tableau 1. Impact sur le PIB des réformes engagées ou annoncées

En points

Réformes	Effet sur le PIB à l'horizon de 5 ans	Effet sur le PIB à l'horizon de 10 ans
Réformes engagées	1,2	3,0
Hausse de la concurrence (choc de simplification et premières mesures sur les professions réglementées)	0,2	0,3
Réforme marché de l'emploi	0,6	1,3
– dont CICE et Pacte de Responsabilité	0,5	1,1
– autres (réforme assurance chômage, politiques actives)	0,1	0,2
Modification système fiscal	0,1	0,4
Création des métropoles (Paris et Aix-Marseille)	0,3	1,0
Réformes annoncées	0,4	0,7
Hausse de la concurrence dans l'électricité et le gaz et réforme des professions réglementées (réforme un peu plus vaste que la loi Macron)	0,4	0,7

Source : OCDE (2014), "France. Structural reforms: impact on growth and options for the future". Octobre 2014.

Au mois de mars, la Commission devra évaluer si la Loi de finances 2015 est en conformité avec les règles du PSC. Pour pouvoir bénéficier de la clause de réformes structurelles, la France devra alors remplir certaines conditions :

1) Le contour des réformes devra être spécifié : fin-décembre 2014, la Commission considérait que de nombreuses incertitudes subsistaient concernant la réforme territoriale et sur le contenu de la loi Macron, incertitudes qui seront levées avec l'avancée du traitement parlementaire.

2) Bercy devra produire des évaluations convaincantes de l'impact de la loi Macron tandis que la Commission réalisera les siennes. La Commission a déjà signalé que le chiffrage réalisé par l'OCDE constitue la borne supérieure de l'impact.

L'exercice d'évaluation de la Loi de finances de 2015 peut aboutir à l'imposition de sanctions financières à l'encontre de la France, à moins que le gouvernement ne décide de renforcer l'ajustement budgétaire. Pour rappel, la Commission a prévenu fin novembre que de nouvelles mesures seraient nécessaires pour garantir la conformité du budget 2015 avec le PSC. En effet, la Commission a estimé que l'ajustement était seulement de 0,3 point, alors qu'en juin 2013 la France s'était engagée à réaliser un ajustement budgétaire structurel de 0,8 point de PIB en 2015 afin de ramener son déficit sous la barre des 3 % dès 2015[6].

Si la Commission valide les effets positifs escomptés des réformes, un problème persiste pour l'application de la « clause de réformes structurelles » : l'ajustement budgétaire structurel reste inférieur à 0,5 point de PIB, ce qui empêche l'application de la nouvelle clause. La France reste donc toujours sous la menace de sanctions malgré la nouvelle doctrine.

Si l'analyse du document publié le 13 janvier montre que la Commission a ajouté une flexibilité au Pacte, il en ressort

aussi que la Commission attend que la France réalise un ajustement budgétaire supplémentaire. Celui-ci serait de l'ordre de 4 milliards d'euros (soit 0,2 point de PIB) au lieu des 8 milliards (soit 0,4 point de PIB) qu'on pouvait attendre au mois d'octobre (les effets d'une lecture stricte du Pacte ont été analysés ici).

Le gouvernement répète qu'il ne souhaite pas aller plus loin dans l'ajustement budgétaire et que cela n'est pas souhaitable au regard de la situation économique : 2015 peut être l'année de la reprise à condition que le risque déflationniste soit pris au sérieux. L'activité aura de nombreux soutiens : à la baisse du prix du pétrole et de l'euro s'ajoutent une politique monétaire expansionniste et le plan Juncker, même si ce dernier est loin d'être à la hauteur de la situation. Néanmoins, en France, la politique budgétaire constituera un frein dont l'ampleur restera incertaine jusqu'au mois de mars. D'ici là, les termes du débat venant d'être posés, il faut que l'ensemble des acteurs prenne le risque déflationniste au sérieux.

---

[1] La Commission permet de retirer du calcul du déficit les investissements réalisés dans le cadre du Plan Juncker ; elle clarifie les conditions d'application de la « clause de réformes structurelles » et modère la vitesse de convergence vers les objectifs de moyen terme (OMT) pour les pays soumis au volet préventif du Pacte selon leur position dans le cycle conjoncturel.

[2] *Grosso modo* il s'agit des pays dont le déficit est supérieur à 3 %.

[3] *Grosso modo* il s'agit des pays dont le déficit est inférieur à 3 %.

[4] Ce qui va au-delà de la seule loi Macron et comprend notamment le CICE et le Pacte de Responsabilité.

[5] Le chiffrage de l'OCDE a été utilisé par le Premier ministre dans sa lettre à la Commission du 27 octobre.

[6] Dans ses prévisions d'automne 2014, la Commission quantifie l'ajustement à 0,1 point de PIB, mais ce chiffre n'est pas directement comparable avec l'engagement de 0,8 point de juin 2013. Une fois pris en compte les changements des normes de la comptabilité nationale et les évolutions imprévisibles de certaines variables, l'ajustement corrigé est de 0,3 point de PIB. Ce chiffre sert de base de calcul dans la procédure de déficit excessif.