

Les règles budgétaires en Europe, à débattre

[Pierre Aldama](#) et [Jérôme Creel](#)

Au sommet de la zone euro de décembre 2018, les chefs d'Etat et de gouvernement ont donné un sérieux coup de frein aux réformes de la gouvernance budgétaire : parmi les objectifs assignés au budget commun de la zone euro qu'ils appelaient de leurs vœux, la fonction de stabilisation économique a disparu. C'est dommage dans la mesure où cette fonction est le point faible des règles budgétaires effectivement poursuivies par les Etats membres.

Dans un [article récent](#), nous avons évalué comment les gouvernements répondent, par les outils budgétaires à leur disposition, aux informations sur l'évolution de la dette publique ou de la conjoncture dont ils disposent au moment de prendre leurs décisions budgétaires. Ainsi, au lieu d'évaluer les propriétés des règles budgétaires sur des données éventuellement révisées *a posteriori*, nous les évaluons « en temps réel ».[\[1\]](#)

Trois résultats principaux ressortent de notre étude. D'une part, les gouvernements européens assurent la soutenabilité de leurs dettes publiques, en améliorant leur solde budgétaire lorsque la dette publique augmente. D'autre part, nous trouvons une tendance à la consolidation budgétaire en bas de cycle dans la zone euro : la politique budgétaire y est plutôt déstabilisatrice. Enfin, les Etats membres de la zone euro adoptent un comportement que l'on ne retrouve pas dans les pays non-européens de notre échantillon : contrairement à eux en effet, les Etats membres de la zone euro continuent de stabiliser leurs dettes publiques en bas de cycle et pendant les années de crise. Ainsi la politique budgétaire des pays de la zone euro apparaît-elle assez nettement à contretemps et à

contre-emploi.

L'ensemble des résultats obtenus pour la zone euro plaide pour une réforme des règles budgétaires européennes, mais pas forcément dans le sens le plus généralement admis. La question de la stabilisation de la dette publique ne semble pas primordiale dans la mesure où elle est d'ores et déjà assurée par les politiques budgétaires mises en œuvre. Il conviendrait plutôt de rééquilibrer les objectifs de ces politiques budgétaires en faveur de la stabilisation macroéconomique, surtout si aucun mécanisme commun – un budget de la zone euro – n'est créé à cet effet. Les politiques budgétaires européennes ont grand besoin d'être plus souples, moins normatives, et centrées sur les propriétés de stabilisation macroéconomique. Puisqu'aucune avancée n'est envisagée au plan européen, il faudrait renforcer les stabilisateurs automatiques nationaux, en augmentant la progressivité fiscale et la réactivité des dépenses sociales aux variations de l'activité économique pour faire face, individuellement et collectivement, au prochain retournement conjoncturel.

[1] Un, sinon le premier article consacré à l'évaluation des règles budgétaires à partir de données « en temps réel » est Golinelli et Momigliano ([Journal of Policy Modeling, 2006](#)). On trouvera une synthèse de cette littérature dans Cimadomo ([Journal of Economic Surveys, 2016](#)).

Politique économique et économie politique dans l'UE

après la crise

par [Catherine Mathieu](#) et [Henri Sterdyniak](#)

« Politique économique et économie politique dans l'UE après la crise ». Tel était le thème du 15^e Colloque EUROFRAME sur les questions de politique économique dans l'Union européenne, qui s'est tenu le 8 juin 2018 à Milan. [EUROFRAME](#) est un réseau d'instituts économiques européens qui regroupe : DIW et IFW (Allemagne), WIFO (Autriche), ETLA (Finlande), OFCE (France), ESRI (Irlande), PROMETEIA (Italie), CPB (Pays-Bas), CASE (Pologne) et NIESR (Royaume-Uni). Depuis 2004, EUROFRAME organise chaque année un colloque sur un sujet important pour les économies européennes. Cette année, 25 contributions de chercheurs ont été présentées, dont la plupart sont disponibles sur la [page web](#) du colloque. Cette note fournit un résumé des travaux présentés et discutés lors du colloque.

Comme l'ont souligné Catherine Mathieu (OFCE) et Stefania Tomasini, (PROMETEIA) en introduction, le 15^e colloque EUROFRAME est centré sur deux défis auxquels la politique économique européenne est confrontée, un peu plus de 10 ans après le déclenchement de la crise financière 2007 : la normalisation de la politique monétaire et l'économie politique de la politique budgétaire. Les banques centrales envisagent de sortir des politiques non conventionnelles. Cela implique-t-il le retour à des taux d'intérêt réels proches du taux de croissance ? Quel en sera l'impact sur les marchés financiers, les entreprises, les ménages ? Les banques centrales pourront-elles dégonfler leurs bilans ? Dans ce contexte, comment se pose la question de la soutenabilité de la dette publique ? Comment définir un *policy mix* optimal dans les années à venir : faut-il choisir entre domination monétaire et domination budgétaire ? Après la grande récession, les différents groupes sociaux et les partis politiques tentent de repenser les systèmes nationaux de finances publiques, tant du

point de vue de la composition des dépenses et des recettes, que du solde public et de la dette publique. De grandes réformes sont-elles envisageables ?

Les règles budgétaires

La question des règles budgétaires reste au centre des débats. Katja Riezler (IMK, Düsseldorf) et Achim Truger (Berlin School of Economics and Law et IMK), dans ["Is the debt brake behind Germany's successful fiscal consolidation?"](#), analysent l'impact du «frein à la dette » allemand qui a servi de modèle au Traité budgétaire européen. Selon ces auteurs, l'amélioration du solde public allemand depuis 2010 ne s'explique pas par ce frein, mais plutôt par la fin des mesures de stimulation budgétaire, la baisse progressive des transferts aux Länder de l'Est, un environnement macroéconomique favorable et le bas niveau des taux d'intérêt.

Christoph Paetz (Université de Duisburg-Essen et IMK, Düsseldorf), dans : ["Have fiscal rules made discretionary policy more countercyclical? Evidence from fiscal reactions functions for the euro area"](#), estime des fonctions de réaction des politiques budgétaires. L'auteur montre que celles-ci ont été faiblement pro-cycliques, ne pratiquant guère de politiques restrictives en sommet de cycle et ayant tendance à se livrer à des restrictions des dépenses publiques en bas de cycle. L'effet des règles budgétaires semble limité : elles inciteraient à réduire les déficits en haut de cycle, mais aussi en bas de cycle. Les règles portant sur les dépenses semblent permettre une meilleure stabilisation que celles portant sur le solde public ou sur la dette.

Heikki Oksanen (Université d'Helsinki), dans ["New output gap estimates for assessing fiscal policy with lessons for euro area reform"](#), propose une méthode simple pour estimer l'écart de production : introduire des hypothèses explicites sur la croissance future et lisser le PIB par un filtre HP. Selon l'auteur, cette méthode donnerait des résultats aussi

satisfaisants que les méthodes plus élaborées des organismes internationaux (CE, FMI et OCDE). L'auteur reconnaît toutefois que l'estimation de l'écart de production reste soumise à des révisions, qui se répercutent sur l'évaluation de l'effort budgétaire. En étudiant les années 2011-14, il montre qu'une sous-évaluation de la croissance potentielle peut être auto-réalisatrice, induisant une politique budgétaire trop restrictive et donc une baisse de la croissance effective. Il plaide cependant pour des transferts entre pays basés sur les différences d'écarts de production. Il estime que les politiques budgétaires pourraient être plus réactives et plus contra-cycliques si la soutenabilité à long terme des finances publiques était assurée, ce qui nécessiterait des réformes des systèmes publics de retraite et de santé.

Leonardo Augusto Tariffi (Université des Andes, Vénézuéla et Université autonome de Barcelone), dans *"A threshold multivariate model to explain fiscal multipliers with government debt"*, analyse l'impact des dépenses publiques en Italie, Belgique et Royaume-Uni selon le ratio de dette publique/PIB. Au-delà d'un certain niveau de dette publique, le multiplicateur deviendrait négatif.

Tero Kuusi (ETLA, Helsinki), dans [*"Finding the bottom line: A quantitative model of the EU's fiscal rules and their compliance"*](#), décrit l'ensemble compliqué des contraintes auxquelles est soumise la politique budgétaire d'un pays membre (objectif de moyen terme de déficit structurel inférieur à 0,5% du PIB, règles des 3%, des 60%, des 0,5%, des 1/20^{ème}). L'auteur construit un modèle dynamique pour déterminer la trajectoire optimale qui vérifie l'ensemble de ces contraintes en minimisant les ajustements budgétaires nécessaires. Il apparaît nécessaire de prendre en compte l'impact de la politique budgétaire sur l'activité et l'incertitude sur l'environnement économique.

Grzegorz Poniatowski (CASE et Warsaw School of Economics),

dans [*"Enhancing credibility and commitment to fiscal rules"*](#) analyse économétriquement les déterminants du solde budgétaire structurel (selon l'évaluation de la Commission). Il montre que les pays ont tendance à pratiquer des politiques plus restrictives quand des règles budgétaires sont en place ; de ce point de vue, la réforme de 2005 du Pacte de stabilité et de croissance a été contre-productive, contrairement au Traité budgétaire de 2011. L'auteur suggère de traiter la question des relations entre la Commission et les États membres selon un modèle principal-agent ; la Commission devrait mettre en place des incitations fortes, mais différenciées selon les pays, pour que ceux-ci pratiquent des politiques budgétaires de consolidation.

Les déséquilibres internes de la zone euro

Jamel Saadaoui (Université de Strasbourg), dans [*"Internal devaluations and equilibrium exchange rates: New evidences and perspectives for the EMU"*](#), évalue les déséquilibres de taux de change réels de 2004 à 2016. En corrigeant les soldes courants pour tenir compte des situations conjoncturelles, il apparaît qu'en 2016, la Chine et les États-Unis ne présentent plus de forts déséquilibres de taux de change ; par contre, l'euro est globalement sous-évalué et la livre sterling est fortement surévaluée. La sous-évaluation de l'euro provient de la sous-évaluation de l'Allemagne, mais aussi maintenant de l'Espagne, de l'Irlande et du Portugal, tandis que la France et l'Italie sont proches du taux de change réel d'équilibre.

Serena Fatica et Wildmer Daniel Gregori (tous deux, Commission européenne – Centre commun de recherche, Italie), dans *"Profit shifting by EU banks: Evidence from country-by-country reporting"*, évaluent économétriquement les transferts de profits effectués par les banques multinationales européennes par l'intermédiaire de leurs filiales de façon à être taxées à de faibles taux dans des paradis fiscaux. Les profits exportés sont particulièrement importants pour la France ; en sens inverse, les profits importés sont importants pour Hong Kong

et l'Irlande.

Angela Cheptea (INRA, Rennes) et Iuliana Matei (IESEG et Université Paris 1), dans ["Does political instability matter for sovereign yield spreads in the euro area market?"](#), analysent les déterminants des écarts de taux d'intérêt de 2002 à 2017 entre l'Allemagne et les autres pays européens. Ces écarts s'expliquent par des différences de taux de croissance, de taux d'inflation, de dettes publiques, de solde public et extérieur, mais aussi de risques politiques.

La gouvernance de la zone euro

Riccardo Rovelli (Université de Bologne), dans ["Completing EMU: A feasible and shared goal ? Economics and political economy of the next EU reforms"](#), pointe deux sources de déséquilibres dans l'UEM : les différentiels d'inflation et de soldes courants. Il en voit l'origine dans les différences de fonctionnement des marchés du travail, en particulier des négociations salariales, sans toutefois estimer que plus de flexibilité des salaires et moins de coordination des négociations salariales suffiraient à résoudre le problème. L'auteur soutient la mise en place de réformes visant à la convergence macroéconomique et salariale, en proposant que ces réformes conditionnent la participation à un système européen d'assurance chômage.

L'article de Sebastian Blesse (ZEW Mannheim), Pierre Boyer (CREST, École Polytechnique), Friedrich Heinemann (ZEW Mannheim), Eckhard Janeba (Université de Mannheim) et Anasuya Raj (CREST, École Polytechnique), ["European Monetary Union reform preferences of French and German parliamentarians"](#), analyse un sondage effectué auprès de parlementaires allemands et français sur des questions de politique économique européenne. Pour certaines questions, les différences de réponses s'expliquent par les appartenances partisans : c'est le cas pour la flexibilité du marché du travail (prônée par la droite) et la relance de l'investissement (prônée par la

gauche). Pour d'autres questions, la nationalité est aussi un facteur discriminant : c'est le cas pour les achats de titres par la BCE, pour les Euro-obligations, pour l'harmonisation fiscale et pour l'assurance chômage européenne (prônés par les parlementaires de gauche et français) et surtout pour le Traité budgétaire (approuvé les parlementaires de droite et tout particulièrement par les allemands).

L'article de Catherine Mathieu et Henri Sterdyniak (tous deux, OFCE, Paris), ["Euro area macroeconomics, where do we stand ?"](#), présente les projets récents de réforme de la zone euro émanant des institutions européennes et des États membres. L'article présente et discute les différents points de vue des économistes, ceux qui font confiance aux marchés financiers pour contrôler les politiques économiques nationales, ceux qui veulent renforcer les règles budgétaires, ceux qui veulent les améliorer, ceux qui veulent organiser des transferts, plus ou moins automatiques, entre les pays membres, ceux qui veulent instaurer un budget et un ministre des Finances de la zone euro, ceux qui veulent aller vers une Europe fédérale démocratisée, ceux qui proposent des mesures originales pour réduire les dettes publiques, ceux enfin qui préconisent une meilleure coordination de politiques budgétaires autonomes dans une optique keynésienne.

Raphaël Lee et Jocelyn Boussard (INSEE-CREST, Paris), dans ["How different are supply shocks under the zero lower bound and normal times? Empirical investigation of the New-Keynesian model and paradoxes"](#), discutent de l'impact de chocs d'offre positifs dans une situation où les taux d'intérêt sont rigides à la baisse. Les auteurs développent d'abord un modèle théorique dit néo-keynésien dans lequel ces chocs ont effectivement un impact négatif sur l'activité dans cette situation, puisqu'ils induisent une baisse du taux d'inflation, donc une hausse du taux d'intérêt réel. Par contre, ils ne réussissent pas à mettre en évidence un tel effet empiriquement (mais les chocs d'offre sont difficiles à

mettre en évidence).

Bas van Aarle (KU, Leuven), Jacob Engwerda (Tilburg University) et Arie Weeren (Mathworks BV, Eindhoven), [dans "Effects of debt mutualization in a monetary union with endogenous risk premia: Can eurobonds contribute to debt stabilization ?"](#), comparent le régime où les dettes publiques nationales ne sont pas collectivement garanties et les marchés financiers leur imposent des primes de risque spécifiques et un régime d'euro-obligations où les dettes publiques sont collectivement garanties et où la prime de risque est uniforme. Compte tenu de l'hypothèse de non-linéarité entre la prime de risque et le niveau des dettes publiques, l'introduction d'euro-obligations produit des gains nets pour les pays membres. Toutefois, restent à analyser les questions d'aléa moral et de discipline budgétaire.

Harmen Lehment (IfW Kiel), [dans "Fiscal implications of the ECB's Public Sector Purchase Programme"](#) analyse les conséquences budgétaires en terme de gains de seigniorage du Programme d'Achat de Titres Publics de la BCE. L'auteur montre que, du fait de ce programme, les États se financent par les réserves excédentaires des banques, donc à un taux de court terme sans risque, au lieu de se financer par titres, donc à un taux de long terme incorporant une prime de risque. Le gain est d'autant plus fort que le taux de rémunération des réserves est faible et la prime de risque forte. Pour compenser la future hausse du taux de rémunération des réserves, l'auteur préconise d'augmenter le taux de réserves obligatoires des banques et de ne pas les rémunérer.

Le chômage dans les pays européens

Robert Calvert Jump (University of West England, Bristol) et Engelbert Stockhammer (Kingston University), [dans "New evidence on unemployment hysteresis in the EU"](#) proposent des estimations de l'hystérèse du chômage dans les pays de l'UE. En moyenne, une hausse de 1 point du taux de chômage

conjoncturel induirait une hausse de 0,8 point du taux de chômage d'équilibre (le NAIRU) un an plus tard. C'est l'hystérèse qui expliquerait la hausse du NAIRU dans les pays européens, et non des changements dans les institutions du marché du travail. Cela milite pour une politique de gestion de la demande plus active, faute de quoi un cercle vicieux pourrait s'enclencher : la baisse de la demande induisant une hausse du NAIRU, donc de la production potentielle. Mais, le concept de NAIRU a-t-il encore un sens dans cette problématique ?

Markku Lehmus (ETLA, Helsinki), dans [*"The long-term unemployment adjusted NAWRU estimates for selected European countries"*](#), propose, de n'incorporer les chômeurs de long terme qu'avec un coefficient de 0,5 dans l'estimation du taux de chômage d'équilibre (le NAWRU, ici). Il montre que le taux de chômage d'équilibre ainsi mesuré apparaît plus stable et que son impact sur la hausse des salaires est plus net. En fin de période, le taux de chômage serait nettement plus élevé que son niveau d'équilibre en Finlande, France et Italie.

La politique monétaire : considérations structurelles

José A. Carresco-Gallego (King Juan Carlos University, Madrid), dans [*"Macroprudential policies interactions"*](#), construit un modèle DSGE pour analyser la pertinence des instruments de la politique macro-prudentielle, soit un plafond contra-cyclique pour le ratio crédit/valeur de l'actif pour les prêts aux ménages, soit un plafond contra-cyclique pour le ratio crédit/capital au niveau des banques. Ses simulations montrent que, selon le type de chocs, l'introduction de ces instruments peut être stabilisante ou déstabilisante.

Salvatore Capasso, Oreste Napolitano et Anna Laura Viveros (tous trois, Université de Naples – Parthenope), dans *"Banks' lending technology and the transmission of monetary policy "*, étudient empiriquement les relations entre les banques et les

emprunteurs. Les auteurs montrent que des relations étroites diminuent la probabilité de rationnement du crédit, ce qui, selon eux, diminuerait l'impact de la politique monétaire.

Ilkka Kiema (Labour Institute for Economic Research, Helsinki) et Esa Jokivuolle (Banque de Finlande), dans [*"Bank stability and the European deposit insurance scheme"*](#) analysent l'impact du mécanisme de garantie des dépôts, en faisant l'hypothèse que les déposants anticipent que le gouvernement pourrait choisir de trahir sa promesse, en comparant le coût de la garantie à celui de la perte de réputation. Dans cette optique, le Système européen d'assurance des dépôts augmenterait la stabilité du système bancaire en cas de choc n'affectant qu'un pays membre, mais pourrait être déstabilisant en cas de choc affectant l'ensemble du système bancaire (en augmentant la probabilité de défaut volontaire de l'ensemble des États membres).

La politique monétaire : les politiques non-conventionnelles et la normalisation

Maritta Paloviita, Markus Haavio, Pirkka Jalasjoki et Juha Kilponen (tous, Banque de Finlande) dans [*"What does 'below, but close to, two per cent' mean? Assessing the ECB's reaction function with real time data"*](#) estiment une fonction de réaction de la BCE à partir de données en temps réel et des projections des services de la BCE. Ils montrent que l'on peut hésiter entre deux interprétations : la BCE a un objectif d'inflation symétrique de l'ordre de 1,65% ou la BCE réagit plus à des taux d'inflation supérieur à 2% qu'à des taux inférieurs. Toutefois, la première interprétation rend mieux compte du taux d'intérêt implicite dans la période de taux zéro.

Huub Meijers et Joan Muysken (tous deux, Maastricht University) dans [*"The impact of quantitative easing on a small open euro area economy: the case of the Netherlands"*](#), présentent un modèle stock-flux cohérent de l'économie

néerlandaise qui rend compte de ses spécificités (le fort excédent extérieur, les taux d'épargne élevés des ménages et des entreprises, les investissements importants à l'étranger, une faible dette publique). Leurs simulations montrent que l'assouplissement quantitatif n'a pas eu d'impact direct sur la sphère réelle, mais qu'il a aggravé l'exposition du secteur financier aux marchés extérieurs.

Adam Elbourne, Kan Ji et Sem Duijndam (tous CPB, La Haye), dans ["The effects of unconventional monetary policy in the euro area"](#), analysent l'impact de la politique monétaire non conventionnelle, mesurée par le taux d'intérêt fantôme (*shadow rate*) de la BCE, ceci en utilisant un modèle SVAR. La politique non conventionnelle n'aurait eu que des effets faibles sur la production et imperceptibles sur l'inflation. Les effets seraient plus nets dans les pays où le secteur bancaire était en bonne santé.

Jagjit Chadha et Arno Hantzche (tous deux, NIESR, Londres), dans ["The impact of the ECB's QE Programme: Core versus periphery"](#), analysent l'impact des trois programmes lancés par la BCE (SMP en Mai 2010, OMT en juillet 2012 et PSPP en septembre 2014) sur les taux d'intérêt longs des pays de la zone euro. Il apparaît que l'impact est plus fort sur les pays de la périphérie que sur ceux du cœur. À l'avenir, la normalisation de la politique monétaire doit éviter d'accentuer les écarts de taux d'intérêt dans la zone euro, ce qui plaide pour maintenir l'OMT et l'accompagner de réformes structurelles.

Marek Dabrowki (CASE, Varsovie), dans ["Prospects of monetary policy normalization in major currency areas"](#), estime que les pays de la zone euro se rapprochent de leur production potentielle, que les pressions inflationnistes reviennent (en particulier pour les actifs), que le multiplicateur monétaire peut remonter et donc que la BCE doit renoncer aux mesures non conventionnelles et se préparer à normaliser la politique monétaire.

Après la déclaration de Meseberg...

par [Catherine Mathieu](#) et [Henri Sterdyniak](#)

Rien n'est facile en Europe. S'il y a un certain consensus sur la nécessité d'améliorer le fonctionnement de l'UE, les projets diffèrent entre la Commission européenne, les États membres et à l'intérieur même des pays de l'UE. Sur la base du rapport des Cinq présidents de juin 2015 : [Compléter l'Union économique et monétaire](#), la Commission propose de nouvelles avancées pour la zone euro, comme finaliser l'Union bancaire, développer l'Union des marchés de capitaux, créer de nouveaux instruments pour inciter les États membres à entreprendre des réformes structurelles ; créer une capacité de stabilisation budgétaire à l'échelle de la zone euro.

Si le projet de rénovation de l'Europe, basé sur l'impulsion du couple franco-allemand, présenté par Emmanuel Macron, en particulier dans son discours de la Sorbonne du 21 septembre 2017, a été reçu avec un grand intérêt, de grandes réserves sont aussi apparues. Beaucoup d'États membres réclament que les 27 soient traités sur un pied d'égalité ; ils rejettent tout projet accentuant les disparités entre les pays de la zone euro et les autres et tout projet créant un « groupe de rénovation » à l'intérieur même de la zone euro. L'approfondissement de l'Union économique et monétaire doit se limiter à ce « qui est nécessaire » et non s'étendre à « ce qui serait agréable d'avoir »[\[1\]](#). Par ailleurs, beaucoup d'économistes ou personnalités politiques allemands, refusent toute une *Europe des transferts*, qui organiserait des transferts permanents, sans un montant limité voté par le Parlement allemand et sans une stricte conditionnalité.

La [déclaration](#) faite le 19 juin dernier par Angela Merkel et Emmanuel Macron, à l'issue du sommet franco-allemand de Meseberg, était donc très attendue pour préciser les intentions des deux plus grands pays de l'UE, avant le Conseil européen des 28-29 juin. La déclaration[\[2\]](#) est un compromis qui reste souvent vague.

Les deux dirigeants reprennent la proposition de la Commission de développer « les liens entre les fonds structurels et la coordination des politiques économiques », ce qui est contestable si, par coordination, il faut comprendre le respect des règles budgétaires actuelles, et non une véritable coordination des politiques économiques. Les traités prévoient certes des dispositifs de sanctions financières, en l'absence de respect des règles budgétaires, mais ceux-ci ne peuvent consister en des diminutions de fonds structurels.

Les deux dirigeants acceptent de soutenir le projet présenté par la Commission d'assiette commune pour l'impôt sur les sociétés (ACIS), tout en refusant certains aspects contestables (comme la déduction d'intérêts notionnels sur les fonds propres). Toutefois, la discussion devra être poursuivie sur deux points : la possibilité pour un pays d'introduire ou de maintenir des dispositifs de crédit d'impôt, le rapprochement des taux[\[3\]](#).

Les deux dirigeants envisagent de réviser le Traité sur le mécanisme européen de stabilité (MES). Celui-ci pourrait être incorporé dans le droit de l'UE, comme le demande la Commission, tout en restant un organisme inter-gouvernemental, comme le réclament les pays du Nord. Le MES pourrait changer de nom, mais le nom souvent proposé de Fonds monétaire européen semble écarté. Il n'est pas écrit clairement (contrairement aux souhaits de beaucoup d'économistes et personnalités politiques allemands) que tout pays aidé devra aussi imposer à ses créanciers privés une restructuration de sa dette, mais il est précisé que la soutenabilité de la dette d'un pays aidé devra être examinée ; que des clauses d'action

collective pourraient être introduites ; que le MES facilitera le dialogue entre le pays aidé et ses créanciers privés. Certains proposaient que le MES soit chargé de surveiller les politiques budgétaires des États membres, de façon purement technique, pour imposer le respect des traités. La déclaration stipule que le MES devra évaluer la situation économique des États membres (« sans dupliquer le rôle de la Commission et dans le plein respect des traités »). On voit mal comment éviter cette duplication (en fait sans doute une « triplification », compte-tenu du rôle des Comités budgétaires). Un pays aidé par le MES pourrait demander aussi l'aide du FMI (ce qui suppose que l'UE renonce à l'objectif de siège unique au FMI). Une ligne de crédit de précaution pourrait soutenir un pays membre, qui n'a plus accès aux marchés financiers, sans avoir besoin d'un programme complet. La feuille de route précise, bizarrement, que ce soutien serait réservé aux pays économiquement et budgétairement sains.

Les deux dirigeants acceptent le projet d'Union des marchés de capitaux. Ils acceptent le principe de renforcement de l'Union bancaire, mais, selon le souhait allemand, les risques des systèmes bancaires nationaux actuels devront être réduits avant d'être partagés. Le MES devrait établir une ligne de crédit, servant de filet de sécurité pour le Fonds de résolution unique, de taille légèrement inférieure à celle du fonds lui-même. Les éventuelles contributions de cette ligne à des banques en difficulté seront remboursées par le secteur bancaire en 3 (voire 5) ans. Son entrée en vigueur, avant 2024, dépendra donc de l'évolution des risques des secteurs bancaires nationaux. La négociation politique sur la garantie européenne des dépôts pourrait débuter dès juin 2018 ; sa mise en place dépendra elle-aussi de la réduction des risques.

La feuille de route franco-allemande rejette nettement le projet de la Commission de mettre en place un actif synthétique, déclaré comme sans risque, élaboré à partir d'un

portefeuille titrisé de titres publics. Par contre, elle est silencieuse sur l'autre projet de la Commission, celui de décourager les banques de détenir trop de titres publics émanant de leur pays, en les obligeant à les considérer comme risqués, de sorte qu'elles auraient été incitées à détenir cet actif synthétique. Ces deux propositions auraient affaibli la capacité des États membres à se financer et auraient fait augmenter les *spreads* en Europe.

L'Allemagne s'est ralliée à la proposition française de mettre en place un budget de la zone euro pour promouvoir « la compétitivité, la convergence et la stabilité ». Cependant, la taille de ce budget n'est pas précisée (plusieurs centaines de milliards d'euros ou quelques dizaines ?). Il serait financé par des contributions nationales, des contributions européennes et des ressources spécifiques : une taxe sur les transactions financières (selon le modèle français, donc uniquement sur les achats d'actions), la taxation des entreprises numériques et une partie des ressources de l'impôt sur les sociétés, une fois l'ACIS mise en place. Il est précisé que les dépenses viendront en substitution des dépenses nationales et que la réduction du ratio dette publique/PIB reste une priorité. Il n'est pas dit que ce budget pourrait être déficitaire. Il est précisé que la fonction de stabilisation n'induera pas des transferts permanents : la déclaration envisage un simple report des contributions au budget de la zone euro du pays frappé par un choc (mais cela suppose que ces contributions soient importantes) ou un Fonds européen de stabilisation du chômage qui prêterait de l'argent au système d'indemnisation du chômage d'un pays frappé par une perte importante d'emplois. Cela ne serait qu'un prêt de taille limité ; on en voit mal l'intérêt pour des pays qui empruntent sans problème sur les marchés financiers. Le texte précise que les décisions stratégiques concernant la zone euro seront prises par les pays de la zone euro, mais les dépenses seront effectuées par la Commission.

Selon le [Financial Times](#), Wopke Hoekstra, le ministre des Finances néerlandais, aurait adressé le 22 juin au président de l'Eurogroupe, une lettre au nom de douze pays de l'UE (les Pays-Bas, la Belgique, le Luxembourg, la Finlande, l'Irlande, l'Estonie, la Lettonie, la Lituanie, l'Autriche, Malte, le Danemark et la Suède) se déclarant hostiles au projet de budget de la zone euro, refusant toute hausse des dépenses de l'UE et tout impôt commun.

Il n'est pas simple de « rénover l'Europe ». Certains pays refusent toute avancée institutionnelle, pour de bonnes ou de mauvaises raisons. Tout projet créant plus de solidarité se heurte aux pays qui refusent toute hausse des transferts. Enfin, les pays réticents refusent aussi toute Europe à plusieurs vitesses.

[\[1\]](#) Déclaration du 6 mars 2018 des ministres des Finances de huit pays du Nord (Pays-Bas, Irlande, Finlande, Estonie, Lettonie, Lituanie, Danemark, Suède).

[\[2\]](#) Elle est complétée par une [feuille de route franco-allemande](#).

[\[3\]](#) Voir la [Position commune de la France et de l'Allemagne sur la directive ACIS](#).

PLF 2018 : fin d'une

procédure, début d'une nouvelle ?

par [Raul Sampognaro](#)

Le 22 novembre, la Commission européenne a publié son [avis concernant le Projet de Loi de Finances \(PLF\) 2018](#). Le PLF 2018 devrait permettre de maintenir le déficit en dessous de la barre de 3 % pour la deuxième année consécutive (2,9 % prévu par les services de la Commission en 2017 et 2018). Dans ce contexte, la procédure de déficit excessif (PDE) ouverte au lendemain de la crise financière devrait être clôturée courant 2018.

Le PLF 2018 étant celui qui assure le passage du volet correctif au volet préventif du Pacte de stabilité et de croissance a un statut ambigu avec les règles de la gouvernance européenne. Il est conforme avec les règles de la PDE, car il assure le maintien sous les 3 % mais il risque de dévier significativement par rapport aux règles du volet préventif.

La Commission pointe des risques significatifs de non-respect des règles du volet préventif...

Les pays de la zone euro sortant d'une PDE ont deux obligations à respecter :

1. Avoir une cible de déficit structurel (c'est-à-dire après correction des effets de la conjoncture) au moins inférieure à 0,5 point de PIB potentiel. Cette cible est l'Objectif de Moyen Terme (OMT) de l'État membre ;
2. Avoir une dette publique inférieure à 60 % du PIB, ou qui est en train de converger vers cette cible à un horizon de 20 ans. Ceci est connu comme le respect du critère de dette.

La France sortira de la PDE avec un déficit structurel sensiblement supérieur à son OMT[1]. Au cours des prochaines années, elle devra converger vers sa cible. Les flexibilités introduites dans l'application du Pacte du 13 janvier 2015 permettent d'adapter la vitesse de convergence à la situation conjoncturelle. Compte tenu de la situation française, l'ajustement requis est de 0,5 point par an jusqu'à atteindre la cible.

Par ailleurs, la France sortira de la PDE avec une dette publique supérieure à 60 % et devrait réaliser un sur-ajustement au cours des 3 prochaines années pour faire converger la dette vers cette cible. Cette dernière règle s'est avérée extrêmement difficile à respecter, notamment par des effets non anticipés par le législateur comme le risque déflationniste. Toutefois, ce critère serait moins strict que celui de convergence vers l'OMT.

Selon les services de la Commission, le solde structurel français devrait se dégrader de 0,4 point en 2018, à la faveur des baisses de fiscalité et de la maîtrise limitée de la dépense. Ainsi, la Commission pointe un écart de 0,9 point de PIB entre l'évolution du solde structurel et les règles du volet préventif. Dans son avis, la Commission parle « d'un risque significatif de déviation par rapport aux contraintes du volet préventif en 2018 ». L'évaluation finale du budget 2018 au regard des règles du volet préventif sera faite au moment de la notification du déficit 2018 en mars 2019.

... comme l'ont fait quasiment tous les pays soumis au volet préventif

Depuis 2012, quasiment tous les pays de la zone euro ont clôturé leur PDE[2] (tableau 1). L'expérience des différents États Membres nous permet d'évaluer la sévérité avec laquelle les règles ont été appliquées. En 2018, la France sera dans une situation comparable à celle de l'Autriche, la Belgique et l'Italie au moment de leur entrée dans le volet préventif.

Parmi ces pays, censés être les plus contraints après la PDE, seule la Belgique s'est approchée de l'ajustement structurel de référence des traités. Ceci masque le fait que la Belgique a réalisé la quasi-totalité de l'ajustement sur la seule année 2017. Au cours des deux premières années hors DPE, l'ajustement structurel mis en place n'a été que de 0,1 point de PIB par an.

L'Autriche et l'Italie ont même relâché leurs efforts budgétaires une fois sortis de leur PDE. Le cas transalpin (impulsion budgétaire de 0,3 point par an en moyenne) est informatif sur la lecture flexible des règles européennes réalisée par la Commission. La Commission a ouvert des rapports en 2015, 2016 et 2017, sans jamais aboutir à l'ouverture d'une nouvelle procédure. En 2015, l'Italie a sensiblement dévié de l'ajustement requis au titre du critère de dette. La Commission a admis que le critère de dette était très dur à tenir dans un contexte conjoncturel défavorable et déflationniste. Puis, en 2016, la Commission a autorisé au gouvernement italien à dévier de l'ajustement structurel nécessaire pour assurer la convergence vers l'OMT. Pour faire cela, elle a appliqué le niveau maximal de déviation autorisée par les nouvelles flexibilités, notamment la clause d'investissement et la clause de réformes structurelles. Finalement, en avril 2017, la Commission a pointé à nouveau des risques de déviation à la suite de la publication du Programme de stabilité. En revanche, la Commission n'a pas imposé de sanctions et a annoncé la réévaluation de la situation à la fin de l'exercice comptable.

Tableau 1. Les procédures de déficit excessif depuis 2009

	Début de la procédure	Fin de la procédure	Dette à la sortie	Solde structurel à la sortie	Ajustement structurel moyen depuis la sortie	Réduction moyenne du solde public depuis la sortie
Pays sortant de la procédure sans problème de dette ni de MTO						
Allemagne	2009	2012	79,9	-0,1	0,2	0,1
Pays-Bas	2010	2014	67,9	-0,4	0,2	0,9
Pays sortant de la procédure sans problème de dette mais devant converger vers le MTO						
Finlande	2010	2013	56,5	-1,2	0,0	0,1
Lettonie	2009	2013	39,0	-0,9	-0,2	0,1
Lituanie	2009	2013	38,7	-1,9	0,2	0,6
Malte	2009	2015	60,6	-2,1	1,4	0,9
Slovaquie	2010	2014	53,6	-2,2	0,2	0,5
Irlande	2009	2016	75,4	-1,9	0,6	0,0
Pays sortant de la procédure avec problème de dette et devant converger vers le MTO						
Autriche	2009	2014	84,4	-0,8	0,0	0,5
Belgique	2010	2014	106,7	-2,9	0,5	0,4
Italie	2009	2013	129,0	-0,8	-0,3	0,2
Portugal	2009	2017	128,5	-1,8		

Note : L'ajustement structurel est calculé comme la variation du solde structurel. Les calculs d'ajustement sont réalisés avec les données de la Commission européenne, Ameco. Ceci permet de se rapprocher au maximum des évaluations faites par la Commission, même si nous pouvons avoir des évaluations différentes de la croissance potentielle.

Source : Ameco.

Au final, depuis leur sortie de PDE, seulement trois pays ont tenu les objectifs d'ajustement fixés par le volet préventif : Malte, l'Irlande et la Belgique. Pour le reste des pays étant sortis de la PDE, le solde nominal s'est amélioré malgré la faiblesse des ajustements. Ceci reflète avant tout l'amélioration de la composante conjoncturelle du solde public, possible par la reprise de l'activité. Ainsi, les marges budgétaires données par l'embellie conjoncturelle ont été utilisées pour alléger la consolidation, en contradiction avec le renforcement souhaité des règles du volet préventif au lendemain de la crise des dettes de la zone euro. Le PLF 2018 s'inscrit dans cette logique.

Au vu de la flexibilité affichée par la Commission dans sa lecture des règles budgétaires, il est difficile d'anticiper la réouverture d'une procédure, cette fois-ci pour dette excessive, à l'encontre de la France en lien avec le PLF 2018. Dans un contexte où la conjoncture permettra d'améliorer le solde budgétaire, la France fera le maximum pour utiliser les

clauses d'investissement (Grand Plan d'Investissement) et de réformes structurelles (ordonnances, réforme de la formation professionnelle, réforme de la taxation du capital, ...) afin de dévier des objectifs budgétaires établis par le volet préventif. Toutefois, au vu de l'ampleur des déviations prévues, il ne restera que des marges de manœuvre budgétaire très limitées pour la deuxième moitié du quinquennat.

[\[1\]](#) Les services de la Commission estiment que le déficit structurel français sera à 2,7 points de PIB en 2018 alors que le gouvernement juge que le solde sera de 2,1 points, l'OMT a un objectif de déficit de 0,4 point.

[\[2\]](#) A partir de 2019, cela devrait être le cas de tous les pays de l'union monétaire avec la fin attendue des dernières PDE au Portugal (2017), France (sortie prévue en 2018) et en Espagne (2019).