

V / Comment relancer l'investissement public pour faire face aux défis d'aujourd'hui ?

Floriana Cerniglia et Francesco Saraceno

L'investissement public est le grand perdant de la vague de consolidations budgétaires qui a suivi la crise de la dette souveraine en 2010, mais le déclin du stock de capital public avait démarré dès les années 1980 dans presque tous les pays de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE). Ce chapitre se penche sur les causes possibles de cette tendance, particulièrement préoccupante dans l'Union européenne (UE). La relance du débat sur le rôle de la politique budgétaire après la crise financière globale a mené à une réévaluation de l'importance de l'investissement, tant comme acteur contracyclique qu'à plus long terme comme moteur de la croissance. Il sera difficile, avec les niveaux de dette légués par les crises de la dernière décennie et dans le contexte institutionnel actuel de l'UE, d'avoir des investissements à la hauteur des défis d'aujourd'hui : de la transition écologique à la fourniture de biens publics en passant par les politiques industrielles. C'est pour cela que le chapitre se conclut par un plaidoyer « pour une règle d'or » qui protège l'investissement, tant tangible qu'intangible.

Les institutions pour la gouvernance macroéconomique de l'UE ont été définies dans les années 1990 du siècle dernier, principalement avec le traité de Maastricht, qui fixe les règles du jeu de l'euro, des critères d'adoption de la monnaie unique au statut de la Banque centrale européenne (BCE). En 1997, le traité d'Amsterdam a complété ce cadre avec le Pacte de stabilité et de croissance qui édicte les règles de conduite de la politique budgétaire des gouvernements nationaux. Ensemble, le traité de Maastricht et le Pacte de stabilité et de croissance (ainsi que l'Acte unique de 1986 qui fixe les priorités en matière de politiques

de concurrence) définissent un système dans lequel le secteur public joue un rôle globalement marginal. La politique budgétaire se limite au fonctionnement des stabilisateurs automatiques (variations de dépenses et revenus qui dépendent des fluctuations conjoncturelles). La politique monétaire joue également un rôle limité, car la BCE a un mandat principal de stabilité des prix. Enfin, la politique de concurrence vise à lutter contre toutes les formes de position dominante et, ce faisant, à éliminer toutes les rigidités qui empêchent les marchés de converger vers l'équilibre prétendument optimal. L'interprétation de la politique de concurrence par la Commission européenne et la définition plutôt rigide des « aides d'État » ont ainsi empêché les États membres de mettre en œuvre des politiques industrielles cohérentes et une planification économique à long terme.

Ce n'est pas un hasard si le système institutionnel hérité des années 1990 prévoit un rôle limité pour la politique économique. En fait, il reflète la doctrine qui dominait parmi les économistes de l'époque, un « nouveau consensus » (voir Saraceno [2018] pour plus de détails) centré sur l'existence d'un équilibre naturel déterminé par des marchés supposés efficaces, qui agit comme un attracteur pour l'économie et dont il est illusoire de penser pouvoir s'écarter en utilisant les outils classiques de la politique macroéconomique. Le Nouveau Consensus préconisait un rôle de la main publique portant quasi exclusivement sur l'élimination des distorsions et des inefficacités (par le biais de « réformes structurelles » en fait synonymes de libéralisations et de réduction de la place de l'État dans l'économie). Ces réformes devaient permettre de mieux faire fonctionner les marchés, d'une part en améliorant l'équilibre naturel et, d'autre part, en favorisant un retour plus rapide à ce même équilibre naturel en cas de choc. En bref, on supposait qu'une économie dans laquelle les rigidités et les distorsions étaient réduites serait en mesure de revenir plus rapidement à l'équilibre, rendant de fait superflues, sinon nuisibles, les politiques budgétaires et monétaires, dont les mains devaient être liées par des règles strictes.

Les polycrises ont incité à repenser la macroéconomie

La séquence de crises qui secouent les économies mondiale et européenne depuis 2008 a démenti la confiance du Nouveau Consensus dans la capacité des marchés à converger vers le meilleur des mondes possibles. La longue période de Grande

Modération, de stabilité de la croissance et de l'inflation qui avait conduit certains à parler imprudemment de la fin de l'histoire en économie [Lucas, 2003], couvrait en fait une inégalité et une fragilité financière croissantes qui, lorsqu'elles ont été révélées avec la crise financière mondiale, ont montré l'incapacité des marchés à allouer efficacement les ressources et à intégrer dans leur comportement les contraintes à long terme, telles que la soutenabilité environnementale et sociale [Saraceno, 2023].

L'insuffisance du Nouveau Consensus pour rendre compte des évolutions de l'économie et pour guider les choix des décideurs politiques a entamé un processus de « refonte de la macro-économie » (d'après le titre d'une série de conférences organisées par le FMI [Blanchard, 2016]). Aucun des vieux dogmes n'a été épargné : la recherche pendant la décennie passée a remis en cause les anciennes certitudes sur l'impact de l'austérité, sur la valeur des multiplicateurs budgétaires, l'importance de l'investissement public, la nécessité de politiques monétaires non conventionnelles, les coûts des réformes structurelles, l'utilité des contrôles de capitaux ou encore la revalorisation des politiques industrielles. Bref, après les années de « fondamentalisme de marché », une grande partie de la recherche académique semble revenir aujourd'hui, bien que de manière non organique, à une conception keynésienne au sens large de l'économie et de la politique économique : un processus adaptatif dans lequel, au lieu de déléguer à des marchés supposés efficaces la tâche de converger vers le meilleur des mondes possibles, les autorités de politique économique doivent s'efforcer d'assurer la stabilité qui permet l'investissement et l'accumulation de connaissances, et donc une croissance durable à long terme. Le processus de refonte est toujours en cours [Saraceno, 2018] et on ne sait pas si un nouveau consensus émergera. Cependant, l'évidente incapacité récente des marchés à se coordonner sur des équilibres stables et satisfaisants, et le rôle que la puissance publique a eu à plusieurs reprises pour éviter l'effondrement de nos économies, suggèrent que, à l'avenir, les modèles théoriques attribueront un rôle à la politique économique pour accompagner et faciliter le travail des marchés, les orienter, parfois même les remplacer ou les contrecarrer.

En particulier, depuis 2008, les politiques budgétaires, que le Nouveau Consensus avait reléguées au placard, ont joué un rôle de premier plan. D'abord, avec les politiques keynésiennes au sens classique du terme, soutenir la demande pendant la crise financière. Puis, avec la tentative (surtout aux États-Unis,

les gouvernements européens ayant été bien plus timides) de sortir l'économie de la stagnation séculaire, l'absence chronique de demande qui a caractérisé les économies avancées dans les années 2010 [Platzer et Peruffo, 2022]. Ensuite, avec l'importance retrouvée des biens publics globaux, de la santé et de la protection sociale, pour éviter l'effondrement économique et social pendant la pandémie de la Covid-19 [Creel *et al.*, 2020]. Enfin, avec le retour en force de la politique industrielle et de l'investissement public pour faire face, à court terme, à la désarticulation de l'économie mondiale induite par la pandémie, l'inflation et les chocs géopolitiques à répétition et pour faciliter et piloter les transitions écologique et numérique sur le long terme [Cerniglia et Saraceno, 2022]. En somme, la politique budgétaire est aujourd'hui un élément incontournable du processus de refonte de la macroéconomie. D'abord, parce que la politique monétaire ne peut à elle seule suffire à absorber les fluctuations conjoncturelles, comme John Maynard Keynes l'avait déjà souligné dans son analyse magistrale de la « trappe à liquidité ». Ensuite, parce que l'intervention publique est aujourd'hui nécessaire (surtout après la crise de la Covid-19), non seulement pour soutenir les marchés avec des politiques contracycliques, mais aussi pour guider et stimuler la croissance à long terme. Ce sont des tâches pour lesquelles l'investissement public et la politique industrielle sont indispensables.

De la stabilisation macroéconomique au long terme. Un nouveau rôle pour la politique budgétaire

Il est intéressant de noter comment ce retour de la politique budgétaire échappe largement à la dichotomie entre les politiques structurelles de l'offre et les politiques macroéconomiques (monétaires et budgétaires) de la demande à laquelle nous habituent les cours d'économie. Les politiques industrielles, celles visant à protéger les consommateurs et les entreprises pendant l'épisode inflationniste récent, et les aides aux entreprises et aux ménages pendant la pandémie pourraient être définies comme des « politiques budgétaires expansionnistes pour l'offre » [Blot *et al.*, 2024]. La théorie économique pour les analyser et les catégoriser reste à élaborer.

Après la crise de 2008, la discussion sur l'efficacité de la politique budgétaire s'est d'abord concentrée principalement sur la question de savoir comment utiliser la politique économique de manière contracyclique lors d'une crise financière,

mécanisme assez bien connu depuis les années 1930 : l'effondrement de la demande du secteur privé nécessitait une relance budgétaire de type keynésien. Cela explique pourquoi le débat sur la taille des multiplicateurs a été particulièrement prolifique dans les années qui ont suivi la crise, et pendant la crise de la dette souveraine. Les multiplicateurs sont désormais considérés comme plus élevés qu'on ne le croyait avant 2007, quand l'impact supposé limité de la politique budgétaire sur l'activité économique justifiait l'austérité en temps de crise et une préférence pour la politique monétaire comme outil de stabilisation macroéconomique. Lorsque la crise a montré le caractère fallacieux de cette hypothèse, la littérature académique a repris son analyse de la question¹ en convergeant vers une série de résultats qui contredisent la croyance d'avant 2007 : premièrement, les multiplicateurs sont élevés en temps de crise, c'est pourquoi la politique budgétaire peut être cruciale pour relancer l'économie ou la freiner en cas d'austérité ; deuxièmement, les multiplicateurs sont élevés en cas de trappe à liquidité, de crises mondiales qui nécessitent des réponses coordonnées, etc.

Investissements publics et biens publics

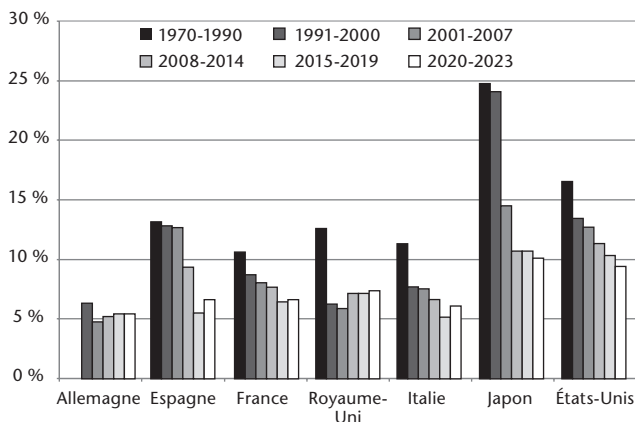
Après la phase aiguë de la crise, l'accent a été mis sur la politique budgétaire à long terme. D'une part, il est devenu évident que les politiques à court terme, par leur effet sur la profondeur et la durée du cycle, pourraient avoir un fort impact sur la croissance potentielle à long terme par la destruction du capital humain et physique. L'investissement public et la politique industrielle sont des outils essentiels pour promouvoir la croissance potentielle (et contribuer accessoirement à la soutenabilité des finances publiques). Des décennies d'accumulation modeste de capital public, des taux d'intérêt réels encore relativement bas et la complémentarité entre investissements publics et privés ont milité et continuent de militer pour une relance de l'investissement public².

1 Pour plus de détails à propos du débat sur la taille des multiplicateurs, voir Gechert et Rannenberg [2018].

2 Selon le FMI [2014], avec des taux bas d'intérêt réel et un capital insuffisant, l'investissement public était un « repas gratuit ». Sur la complémentarité entre l'investissement public et privé, voir Creel *et al.* [2015] et Durand *et al.* [2021].

Graphique 1. Ratio entre dépenses d'investissement public et dépenses courantes du gouvernement

(en %)



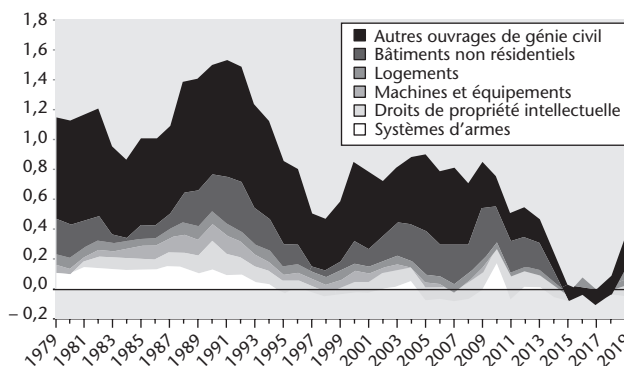
Source : OCDE, *Economic Outlook*.

Depuis la contribution pionnière de David Aschauer [1989], l'investissement public a été considéré en même temps comme un outil de soutien de la demande globale à court terme et comme un facteur essentiel pour améliorer les conditions dans lesquelles les entreprises privées opèrent, favorisant ainsi la productivité à long terme et la croissance potentielle. Le graphique 1 montre cependant que la réduction du rôle de l'État a particulièrement affecté l'investissement public.

Le graphique montre que, pour toutes les grandes économies de l'OCDE, le poids de l'investissement public dans les dépenses publiques a diminué de manière significative et régulière depuis les sommets des années 1970 (il est intéressant de noter que les deux géants manufacturiers de l'économie européenne, l'Allemagne et l'Italie, sont désormais les deux derniers en termes d'investissement public). L'investissement a donc été sacrifié par rapport aux dépenses courantes, tant lorsque l'économie se portait bien que pendant la crise. Le déclin de l'investissement public s'est encore accéléré avec la crise financière globale : dans l'UE, entre 2008 et 2016, il est passé de 3,4 % à 2,7 % du PIB. La baisse de l'investissement public dans presque tous les pays européens a

Graphique 2. France : investissement net des APU

(en % du PIB)

Source : Plane *et al.* [2020].

eu un effet négatif sur la croissance économique européenne et sur son potentiel. De nombreux gouvernements ont choisi de réduire plus sévèrement les investissements publics, car la compression d'autres postes de dépenses (santé, protection sociale, salaires, subventions aux ménages et aux entreprises) se révélait beaucoup plus coûteuse en termes de consensus politique. Dans les pays de l'UE, le déficit d'investissement dans les infrastructures est estimé à environ 155 milliards d'euros par an [Bubbico *et al.*, 2020]. En France, Plane *et al.* [2020] montrent que l'investissement net a fondu depuis 2008 et que, avant la pandémie, il était à son plus bas niveau (entre 0 % et 0,1 % du PIB) depuis les années 1970, quand il était alors bien supérieur à 1 % (graphique 2).

La baisse de l'investissement public a fini par détériorer le stock de capital public. Plane *et al.* [2020] montrent, encore pour la France, que la valeur nette des APU était, en 2019, de 14,2 % du PIB, en nette baisse par rapport aux 49,6 % de 1978 (en 2021, elle était remontée à 18,8 % en raison de l'augmentation du prix des actifs).

Même avant la pandémie, la Commission européenne avait souligné à plusieurs reprises la nécessité de réorienter les dépenses publiques vers l'investissement et surtout vers les catégories capables de favoriser la croissance : recherche et développement,

transports, infrastructures sociales et décarbonation du secteur de l'énergie. Il n'est pas facile de combler des lacunes en matière d'infrastructures qui se sont creusées des décennies durant ; mais c'est essentiel pour une croissance inclusive et capable de créer une convergence entre les zones les plus riches et les moins riches.

Dans la situation actuelle, avec l'économie mondiale qui (re)traverse une crise, les taux d'intérêt réels encore relativement bas et les enjeux majeurs de la transition écologique, les bénéfices potentiels d'une politique d'investissement public sont encore plus prononcés. Des études récentes montrent que le multiplicateur de l'investissement public est plus élevé lorsque le revenu par habitant est faible [Izquierdo *et al.*, 2019]. Dans le contexte européen, cela implique que l'investissement serait particulièrement productif dans les pays relativement pauvres ; cela devrait favoriser les investissements publics dans les régions en retard de développement, comme le Mezzogiorno italien. D'autres études montrent un multiplicateur plus élevé pour les investissements dans les énergies vertes [Batini *et al.*, 2022]. Compte tenu de la composition sectorielle et territoriale des investissements prévus, il y a donc de nombreuses raisons de s'attendre à un impact significatif en termes de croissance économique de long terme du programme *Next Generation EU*³.

En réfléchissant à la relance de l'investissement public, il semble également nécessaire d'en adapter la définition aux défis d'aujourd'hui. L'approche « comptable » traditionnelle, qui se concentre principalement sur le capital physique⁴, apparaît inadéquate pour représenter ce que nous savons aujourd'hui être nécessaire pour soutenir la croissance et affronter le changement structurel auquel seront confrontées nos économies. En rester à cette définition risque d'introduire de graves distorsions, par exemple dans l'évaluation de la soutenabilité de la dette publique, qui est intimement liée aux perspectives de croissance. Il faudrait donc adopter une approche que nous pourrions qualifier de « fonctionnelle » : on définit comme « investissement » tout ce qui augmente le stock de capital (physique, humain et social), qui participe à la croissance d'économies de plus en plus complexes. Qui pourrait nier aujourd'hui que la préparation à la gestion d'une pandémie est un investissement dans la protection, non seulement de nos vies, mais aussi de l'économie ?

3 Voir aussi le chapitre « La gouvernance macroéconomique européenne depuis 2020 : quel agenda pour la prochaine législature ? », en ligne sur www.collectionreperes.com.

4 La seule dépense immatérielle incluse dans la définition comptable d'investissement est la recherche et développement.

On observe en fait une évolution prometteuse du débat académique sur la politique budgétaire, malheureusement non suivie d'un changement des politiques jusqu'à présent. Depuis le printemps 2020, les économistes se concentrent de plus en plus sur l'investissement public comme moyen de fournir non seulement du capital physique et humain, mais aussi des biens publics globaux tels que les soins de santé et l'éducation. Par exemple, en ce qui concerne les infrastructures sociales (celles qui répondent aux besoins d'éducation et de formation, de santé, d'assistance sociale, de logement social, etc.), on estime que les pays de l'UE ont un déficit d'investissement compris entre 100 et 150 milliards d'euros par an [Fransen *et al.*, 2018 ; Hemerijck *et al.*, 2020]. Pendant ce temps, la pandémie a rappelé avec force que les efforts de relance économique devaient s'inscrire dans les objectifs plus larges à long terme de la transition écologique et numérique et de la soutenabilité sociale. La pandémie a également montré que, pour la plupart de ces biens publics, l'échelle européenne était la plus appropriée pour une fourniture efficace et un financement rentable [Buti *et al.*, 2023]. L'efficacité d'un programme commun et solidaire était bel et bien la justification principale du programme *Next Generation EU* (NGEU) et des conditionnalités attachées aux prêts : l'UE n'ayant pas de politique budgétaire centrale, NGEU coordonne les plans nationaux de relance et de résilience (PNRR) en imposant des conditions strictes quant au calendrier, à l'objectif et aux modalités des programmes d'investissement public et de réforme.

Deux questions se posent à propos de la relance de l'investissement public : la première est celle de l'efficacité, pour laquelle il est nécessaire de tenir compte de la capacité des administrations publiques à gérer efficacement les projets, du choix du niveau de gouvernance concerné, des critères et procédures de sélection des projets et du suivi de leur mise en œuvre. Par exemple, le débat sur le plan de relance italien dans le cadre du programme NGEU⁵ montre les enjeux et les difficultés d'activation de plans d'investissement aussi massifs. La seconde question est celle du financement de l'investissement public, question particulièrement épineuse avec une dette publique qui a explosé pour faire face aux multiples crises récentes.

5 Évoqué dans le chapitre « La gouvernance macroéconomique européenne depuis 2020 : quel agenda pour la prochaine législature ? », en ligne sur www.collectionreperes.com.

Le retour, pas vraiment justifié, de la peur de la dette publique

La décennie qui a suivi la crise financière mondiale a été caractérisée par une pression déflationniste généralisée sur l'économie de l'UE, avec une inflation et des taux d'intérêt faibles. Par conséquent, la question de la soutenabilité de la dette publique est restée marginale dans le débat sur les finances publiques, centré sur la question beaucoup plus urgente du soutien à la croissance. À l'été 2021, l'environnement macroéconomique a radicalement changé, non seulement du fait de la pandémie, mais aussi par rapport à la décennie précédente. L'économie a rebondi pratiquement partout ; en même temps, la recomposition sectorielle de la demande et la rupture des chaînes d'approvisionnement du côté de l'offre ont entraîné des pressions inflationnistes, notamment dans les secteurs de l'énergie et de l'alimentation (tensions ensuite aggravées par les crises géopolitiques, notamment l'invasion de l'Ukraine par la Russie). Avec l'inflation, l'attitude des banques centrales a fini par changer et, au printemps 2022, l'orientation de la politique est devenue restrictive. La Fed américaine et la BCE se sont engagées dans une longue série de hausses de taux (que la BCE n'a commencé à renverser qu'en juin 2023) et ont commencé à réduire la taille de leurs bilans. Dans ce nouvel environnement macroéconomique, la question de la soutenabilité de la dette publique est passée au premier plan, avec la hausse des taux d'intérêt sur la dette souveraine.

Ainsi, les économies avancées sont aujourd'hui confrontées à un dilemme : comment concilier l'objectif de soutenabilité de la dette publique et la nécessité de financer les politiques publiques nécessaires à la gestion d'un environnement de plus en plus complexe dans lequel les transformations structurelles, les fluctuations cycliques et les chocs géopolitiques sont inextricablement liés ?

Après la pandémie, il semblait que les décideurs politiques de la plupart des pays avancés avaient clairement choisi leurs priorités : dans le discours public, l'ambition principale était de repenser les politiques (et les règles) budgétaires pour garantir la marge de manœuvre nécessaire à la poursuite de tous les objectifs décrits dans les pages précédentes, tout en garantissant la viabilité des finances publiques ; dit autrement, la soutenabilité de la dette n'était pas une fin en soi, mais plutôt une contrainte dans la définition de politiques budgétaires actives. La reprise de

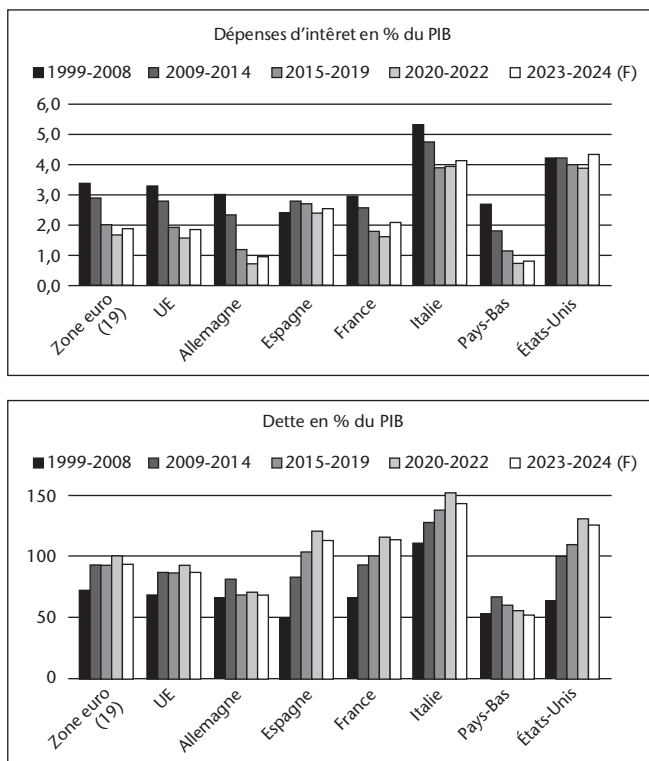
l'inflation et l'augmentation des taux d'intérêt en 2021-2022 ont vu le retour de la doctrine d'avant 2008 appelant à la limitation du rôle du gouvernement, provoquant également un changement de ton dans le débat sur la politique budgétaire. La principale préoccupation de nombreux décideurs politiques est redevenue la réduction de la dette publique⁶ : la soutenabilité, au lieu d'être une contrainte dans la tentative de créer une marge de manœuvre budgétaire, est redevenue l'objectif principal. Ce changement de discours et de priorités est clairement visible dans la discussion sur la réforme des règles budgétaires de l'UE. En novembre 2022, la Commission européenne [2022] a publié une communication sur la réforme du Pacte de stabilité et de croissance centrée sur une perspective à moyen terme pour évaluer la soutenabilité et sur des scénarios spécifiques à chaque pays garantissant que les politiques mises en œuvre n'entraveraient pas la viabilité des finances publiques. Au cours des mois qui se sont écoulés entre la communication de 2022 et la réforme adoptée en début d'année 2024, l'approche a radicalement changé, et la réduction de la dette est redevenue l'objectif principal du cadre budgétaire européen réformé, comme elle l'était dans l'ancien Pacte de stabilité et de croissance.

Ce changement de priorité est préoccupant. Certes, la soutenabilité des finances publiques ne doit jamais être négligée lors de l'élaboration des politiques publiques, pour la simple raison que leur efficacité serait entravée si elles devaient conduire à une perte de confiance dans la crédibilité du gouvernement et à des turbulences sur les marchés de la dette souveraine. Ceci est d'autant plus vrai dans un environnement institutionnel complexe comme la zone euro, avec la nécessité de coordonner vingt politiques budgétaires et avec la politique monétaire commune. Cependant, le sujet de la soutenabilité ne doit pas être dramatisé dans la situation actuelle ; surtout, il ne doit pas éclipser la question plus importante, à savoir comment garantir la création de l'espace budgétaire nécessaire pour répondre aux défis auxquels la politique économique fait face. Il y a en fait plusieurs raisons pour lesquelles l'accent mis actuellement sur la réduction de la dette prend trop de place dans le débat européen.

6 Par exemple, dans un entretien en 2023, le ministre des Finances allemand Christian Lindner disait : « Maintenant, nous devons prendre des décisions audacieuses concernant les règles budgétaires. Cela signifie que nous devons réformer le Pacte de stabilité et de croissance afin de disposer d'un meilleur outil permettant de réduire les niveaux de dette et de déficit de manière réaliste et fiable » [European Newsroom, 2023].

Graphique 3. Charge d'intérêt et dette

(en % du PIB)



Premièrement, alors que, en raison du resserrement monétaire et de l'inflation, les taux d'intérêt ont augmenté de manière assez substantielle et que les écarts entre les rendements de la dette souveraine se sont rouverts, la croissance nominale a également augmenté, en raison de l'inflation. Le fait que les taux d'intérêt réels actuels n'aient pas beaucoup bougé ne signifie pas grand-chose pour l'avenir (il n'y a pas beaucoup de chances que les taux reviennent aux niveaux de 2019 maintenant que l'inflation est normalisée). Néanmoins, la plupart des pays ont profité ces dernières années des taux bas pour augmenter la

maturité moyenne de leur dette, et la Commission prévoit que les paiements d'intérêts en pourcentage du PIB ne bougeront guère, même pour les pays aux finances publiques plus problématiques comme l'Italie (graphique 3) [Creel *et al.*, 2021].

Deuxièmement, bien que, depuis 2022, la BCE se soit concentrée sur son cœur de métier, la lutte contre l'inflation, il est peu probable qu'elle revienne à une attitude non interventionniste concernant les écarts de taux et l'instabilité des marchés de la dette souveraine. Depuis le célèbre *whatever it takes* (« quoi qu'il en coûte ») du président de la BCE Mario Draghi [2012] et le lancement quelques mois plus tard du programme d'opérations monétaires sur titres (OMT)⁷, un programme d'assurances, la BCE a en fait implicitement ciblé les *spreads*, se posant *de facto* comme un prêteur en dernier ressort. L'outil pour la protection de la transmission (TPI)⁸, lancé en 2022 pour préserver les États membres qui risquaient d'être en difficulté à la suite de la remontée des taux, répond aux mêmes exigences. Il est hélas facile de prévoir que les temps turbulents ne sont pas derrière nous ; on peut donc anticiper que la BCE ne reviendra pas à une position non interventionniste. Sans être un feu vert pour se lancer dans des politiques budgétaires irresponsables (la malheureuse saison de l'austérité a montré que l'aide de l'Europe et de la BCE a un prix), c'est certainement un signe que les pays de la zone euro, comme le Japon, les États-Unis ou le Royaume-Uni, sont *de facto* dotés d'un prêteur en dernier ressort, aussi imparfait soit-il, et sont capables d'échapper à des attaques spéculatives.

Enfin, les taux d'intérêt élevés ne sont peut-être pas là pour rester. Les forces à l'origine de la tendance baissière séculaire du taux d'intérêt naturel (démographie, inégalités, endettement élevé, etc.), qui, avant la pandémie, avaient alimenté le débat sur la stagnation séculaire mentionné plus haut, ont été temporairement atténuées par l'explosion soudaine de l'inflation. Une fois refermé l'épisode inflationniste, il y a des raisons de croire que la stagnation séculaire et une tendance chronique à l'épargne excédentaire recommenceront à hanter les autorités monétaires [Blanchard 2023 ; Holston *et al.*, 2023 ; FMI, 2023 ; Saraceno, 2022].

7 Avec l'OMT, la BCE a mis en place un programme d'assistance (par le biais d'achat de titres) aux pays en difficulté, en échange d'un plan de consolidation budgétaire (dans le cadre de la surveillance pour déficit excessif mise en place avec la création du mécanisme européen de stabilité — MES — en 2012).

8 Voir le chapitre « La gouvernance macroéconomique européenne depuis 2020 : quel agenda pour la prochaine législature ? », en ligne sur www.collectionreperes.com.

Il y a une vie après *Next Generation EU* : la réforme des règles et la capacité budgétaire européenne

Le programme *Next Generation EU* est une tentative d'intégrer les besoins de relance de l'économie européenne à l'analyse des déficits d'infrastructures du continent et à la nouvelle vision de l'investissement public et du rôle de l'État dans la sphère économique. Le programme ajoute un autre élément très innovant : les fonds sont levés par l'émission d'obligations européennes, qui seront remboursées par les États membres, mais aussi, espérons-le, par de nouvelles taxes européennes. Nous sommes confrontés à une avancée décisive en termes d'intégration : l'allocation des fonds dépend de l'impact de la pandémie, qui n'a pas été le même dans les différents pays membres, et, pour la première fois, l'investissement pour la croissance à moyen terme est financé par la dette commune. Le mécanisme du programme *Next Generation EU*, bien que temporaire et de taille limitée, comprend donc des formes de partage et de solidarité. Cependant, il présente une limite importante : les décisions en matière de dépenses et d'allocation restent de la responsabilité individuelle des États, et il n'y a pas de dimension purement européenne, ce qui conviendrait à des investissements dans des biens publics tels que la santé, les transports ou la transition écologique. C'est pour cela que, idéalement, la capacité d'investissement commune devrait être créée avec une capacité budgétaire centrale [Buti *et al.*, 2023]. Pourtant⁹, les conditions pour une telle réforme institutionnelle ne seront probablement pas réunies à court terme. Il convient donc, en dépit de la réforme récente, de continuer à réfléchir à la façon d'améliorer la règle budgétaire européenne.

Les propositions d'adoption d'une règle budgétaire similaire à celle mise en œuvre au Royaume-Uni par le chancelier de l'Échiquier Gordon Brown dans les années 1990 et appliquée jusqu'en 2009¹⁰ ne manquent certainement pas (voir Truger [2016] pour une discussion). La nouvelle règle obligerait les pays à équilibrer leur budget courant, tout en finançant l'accumulation de capital public par la dette. En d'autres termes, les dépenses

9 Comme le note le chapitre « La gouvernance macroéconomique européenne depuis 2020 : quel agenda pour la prochaine législature ? », en ligne sur www.collection-reperes.com.

10 Pour plus de détails, voir Creel *et al.* [2009] qui proposent une évaluation des effets macroéconomiques de la règle d'or appliquée au Royaume-Uni.

d'investissement seraient exclues du calcul du déficit, un principe qui émerge, pourtant trop timidement, également dans la réforme du Pacte récemment votée. Une telle règle stabiliserait le ratio dette/PIB, concentrerait les efforts d'assainissement public sur les postes de dépenses publiques les moins productifs et assurerait l'équité intergénérationnelle en appelant les générations futures à financer en partie le stock de capital public qui leur est légué. Enfin, avantage non négligeable surtout dans la situation actuelle, la mise en place d'une telle règle ne nécessiterait pas de modifications du traité.

La règle d'or n'est pas une idée nouvelle et, dans le passé, elle a été critiquée [Balassone et Franco, 2000] au motif qu'elle introduit un biais en faveur du capital physique et pourrait donc être contradictoire avec la définition « fonctionnelle » d'investissement discutée plus haut.

Cette critique, cependant, peut être retournée et transformée en force. Dervis et Saraceno [2014] proposent qu'à intervalles réguliers, par exemple dans le cadre de la négociation du budget européen, la Commission, le Conseil et le Parlement puissent trouver un accord sur les priorités futures de l'Union et dresser une liste des domaines ou des postes de dépenses exemptés du calcul du déficit pour les années suivantes. Les programmes conjoints entre pays voisins pourraient être encouragés par un cofinancement de la Banque européenne d'investissement. Cette « règle d'or modifiée » entraînerait en effet un retour, à l'échelle européenne, à la politique industrielle et à une détermination politique et démocratique des objectifs et des moyens de la croissance à long terme de l'UE. L'État entrepreneurial [Mazzucato, 2013], par le biais de l'investissement public, pourrait redevenir la pièce maîtresse d'une politique industrielle européenne de grande envergure, capable de mettre en œuvre des investissements physiques et immatériels. Dans l'attente d'un véritable budget fédéral, l'essentiel des investissements resterait de la responsabilité des gouvernements nationaux, par respect pour le principe de subsidiarité, mais la règle d'or modifiée les coordonnerait et les guiderait vers le développement et le bien-être de l'Union dans son ensemble. Cela obligerait également les décideurs politiques européens à avoir une discussion périodique et transparente sur les besoins d'investissement de leurs économies et à coordonner les politiques dans le cadre d'un processus qui augmenterait la participation, la cohésion et la légitimité dans l'Union.

Repères bibliographiques

- ASCHAUER D. A. (1989), « Is public expenditure productive ? », *Journal of Monetary Economics*, vol. 23, n° 2, p. 177-200.
- BALASSONE F. et FRANCO D. (2000), « Public investment, the Stability Pact and the "Golden Rule" », *Fiscal Studies*, vol. 21, n° 2, p. 207-229.
- BATINI N., DI SERIO M., FRAGETTA M. et MELINA G. (2022), « How big are green spending multipliers ? », in CERNIGLIA F. et SARACENO F. (dir.), *Greening Europe. 2022 European Public Investment Outlook*, Open Book Publishers, Cambridge.
- BLANCHARD O. J. (2016), « Rethinking macro policy : progress or confusion ? », in BLANCHARD O. J. et al. (dir.), *Progress and Confusion. The State of Macroeconomic Policy*, MIT Press, Cambridge.
- (2023), « Secular stagnation is not over », PIIE Realtime Economics Blog, 24 janvier.
- BLOT C., CREEL J., KEMPF H., LEVASSEUR S., RAGOT X. et SARACENO F. (2024), « Sailing in all weather conditions the next 25 years : challenges for the Euro », *Monetary Dialogue Papers*, ECON Committee, février.
- BUBBICO R. L., BRUTSCHER P. B. et REVOLTELLA D. (2020) « Europe needs more public investment », in CERNIGLIA F. et SARACENO F. (dir.), *A European Public Investment Outlook*, Open Book Publishers, Cambridge.
- BUTI M., COLOCCIA A. et MESSORI M. (2023), « European public goods », in CERNIGLIA F. et al. (dir.), *Financing Investment in Times of High Public Debt. 2023 European Public Investment Outlook*, Open Book Publishers, Cambridge.
- CERNIGLIA F. et SARACENO F. (dir.) (2022), *Greening Europe. 2022 European Public Investment Outlook*, Open Book Publishers, Cambridge.
- COMMISSION EUROPÉENNE (2022), « Communication on orientations for a reform of the EU economic governance framework », 9 novembre.
- CREEL J., HEYER E., PLANE M., POIRIER C., RAGOT X. et SARACENO F. (2021), « Dette publique : un changement de paradigme, et après ? », *OFCE Policy Brief*, n° 92.
- CREEL J., HOLZNER M., SARACENO F., WATT A. et WITTWER J. (2020), « How to spend it : a proposal for a European Covid-19 recovery programme », *OFCE Policy Brief*, n° 72.
- CREEL J., HUBERT P. et SARACENO F. (2015), « Une analyse empirique du lien entre investissement public et privé », *Revue de l'OFCE*, n° 144, p. 331-356.
- CREEL J., MONPERRUS-VÉRONI P. et SARACENO F. (2009), « On the long-term effects of fiscal policy in the United Kingdom : the case for a golden rule », *Scottish Journal of Political Economy*, vol. 56, n° 5, p. 580-607.
- DERVIS K. et SARACENO F. (2014), « An investment New Deal for Europe », *Brookings Blogs-Up Front*, 3 septembre.
- DRAGHI M. (2012), « Speech at the Global Investment Conference in London », *ECB*, 26 juillet.
- DURAND L., ESPINOZA R., GBOHOU W. et SY M. (2021), « Crowding in-out of public investment », in CERNIGLIA F. et SARACENO F. (dir.), *The Great Reset. 2021 European Public Investment Outlook*, Open Book Publishers, Cambridge.
- EUROPEAN NEWSROOM (2023), « We need the best solution, not the fastest one », entretien avec le ministre des Finances allemand Christian Lindner, 12 juin.
- FMI (2014), « Legacies, clouds, uncertainties », *World Economic Outlook Autumn*, Washington, DC.
- (2023), « The natural rate of interest : drivers and implications for policy », *World Economic Outlook. A Rocky Recovery*, Washington, DC.

- FRANSEN L., BUFALO G. et REVIGLIO E. (2018), *Boosting Investment in Social Infrastructure in Europe. Report of the High-Level Task Force on Investing in Social Infrastructure in Europe*, Office des publications de l'Union européenne, Luxembourg.
- GECHERT S. et RANNENBERG A. (2018), « Which fiscal multipliers are regime-dependent ? A meta-regression analysis », *Journal of Economic Surveys*, vol. 32, n° 4, p. 1160-1182.
- HEMERIJCK A., MAZZUCATO M. et REVIGLIO E. (2020), « Social investment and infrastructure », in CERNIGLIA F. et SARACENO F. (dir.), *A European Public Investment Outlook*, Open Book Publishers, Cambridge.
- HOLSTON K., LAUBACH T. et WILLIAMS J. C. (2023), « Measuring the natural rate of interest after Covid-19 », *Federal Reserve Bank of New York Staff Report*, n° 1063.
- IZQUIERDO A., LAMA R., MEDINA J., PUIG J., RIERA-CRICHTON D. et VEGH C. (2019), « Is the public investment multiplier higher in developing countries ? An empirical exploration », *IMF Working Paper*, vol. 19, n° 289.
- LUCAS R. E. (2003), « Macroeconomic priorities », *American Economic Review*, vol. 93, n° 1, p. 1-14.
- MAZZUCATO M. (2013), *The Entrepreneurial State*, Anthem Press, Londres.
- PLANE M., RAGOT X. et SARACENO F. (2020), « Investissement et capital productif publics en France. État des lieux et perspectives », *OFCE Policy Brief*, n° 79.
- PLATZER J. et PERUFFO M. (2022), « Secular drivers of the natural rate of interest in the United States : a quantitative evaluation », *IMF Working Paper*, n° 2022/030.
- SARACENO F. (2018), *La Scienza inutile. Tutto quello che non abbiamo voluto imparare dall'economia*, Luiss University Press, Rome.
- (2022), « Inflazione e crescita : verso una nuova "stagnazione secolare" ? », *Commenti ISPI*, 29 settembre.
- (2023), *Oltre le banche centrali. Inflazione, disuguaglianza e politiche economiche*, Luiss University Press, Rome.
- TRUGER A. (2016), « The golden rule of public investment : a necessary and sufficient reform of the EU fiscal framework ? », *IMK Working Papers*, n° 168.