

Trois principes clefs pour un nouveau Pacte de Stabilité et de Croissance.

Olivier Davanne

Université Paris-Dauphine et Risk Premium Invest

Décembre 2021

La nécessité de réformer le Pacte de Stabilité et de Croissance (PSC), aujourd'hui suspendu, est devenue une évidence. Les dettes publiques ayant considérablement augmenté avec l'épidémie de COVID, le rythme prévu pour le retour des dettes publiques sous le seuil des 60% du PIB est devenu irréaliste¹. De plus, les règles actuelles ne semblent plus adaptées à un contexte caractérisé par des taux d'intérêt très bas dans la zone euro et des besoins en investissement considérables.

Mais la difficulté est bien évidemment dans la définition d'un nouveau cadre budgétaire crédible. Certains s'accrochent d'ailleurs probablement au Pacte actuel, tout en reconnaissant en privé ses limites, par crainte d'ouvrir cette boîte de Pandore et de voir émerger un nouveau pacte laxiste qui conduirait à terme à l'insolvabilité de certains Etats trop endettés. **De ce point de vue, une des principales difficultés est de concevoir un pacte robuste dans le temps, qui permette aujourd'hui de tirer tous les bénéfices de taux d'intérêt très bas, tout en assurant la solvabilité des Etats si, dans un futur proche ou éloigné, les taux d'intérêt devaient remonter.**

L'objectif de cette note est de contribuer à cette discussion en proposant quelques principes clefs pouvant permettre de garantir dans la durée cette solvabilité des Etats tout en remédiant aux principaux défauts du Pacte actuel.

Cette note a donc un objectif ambitieux, mais elle ne prétend évidemment pas fournir une solution clef en main aux gouvernements de la zone euro. D'une part, elle se concentre sur quelques principes économiques potentiellement acceptables par tous, mais laisse pour l'essentiel de côté les aspects juridiques complexes liés aux éventuelles modifications des traités régissant le fonctionnement de l'Union Européenne. Or, les économistes du Nord et du Sud de l'Europe seront peut-être plus faciles à réconcilier que les juristes et les hommes politiques... Nous y reviendrons brièvement en conclusion. D'autre part, cette note survole la question de la transition dans un domaine clef : la nécessaire consolidation des dettes publiques sur des maturités beaucoup plus longues. Enfin, elle souligne que sur certains aspects, l'analyse purement économique reste incertaine. De ce point de vue, cette note constitue aussi un appel aux économistes pour qu'ils étudient de façon prioritaire certaines questions dont l'importance semble aujourd'hui sous-estimée.

Les trois principes clefs sont les suivants :

Principe n°1 : Pour garantir de façon stricte la solvabilité des Etats, la maturité des dettes publiques dans la zone euro devra être considérablement allongée.

Principe n°2 : Toujours pour garantir de façon stricte la solvabilité des Etats, le plafond à respecter pour le déficit public doit dépendre du niveau des taux d'intérêt à très long terme.

¹ . Le Pacte de Stabilité et de Croissance précise que ce rythme est satisfaisant si la dette est réduite chaque année au moins d'un vingtième de l'écart entre son niveau l'année précédente et 60 % du PIB. Voir notamment Francová *et al.* (2021) pour une analyse récente et détaillée des différents textes européens.

Principe n°3 : Une fois garantie la solvabilité des Etats, dans l'intérêt de tous les pays appartenant à la zone euro, la procédure concernant les déficits excessifs doit être appliquée de façon flexible en privilégiant une approche coopérative dans la réduction des déséquilibres.

Ces trois principes, que nous allons expliquer et détailler, sont inséparables. C'est parce que les dettes publiques seront idéalement à très long terme que le déficit public maximal pourra dépendre des taux d'intérêt (sinon, on prendrait le risque de voir un pays déstabilisé par une remontée brutale des taux). C'est parce que le déficit public maximal est fixé de façon exigeante, en tenant cependant compte du niveau des taux d'intérêt, que certains pays pourront le dépasser pendant un certain temps, avec l'accord de leurs partenaires, pour répondre à des difficultés spécifiques.

Principe n°1 : La nécessité d'encadrer la maturité des dettes publiques.

La question de la maturité souhaitable des dettes publiques dans la zone euro est une question essentielle, mais c'est aussi une question très complexe. Comme le soulignent de façon plus générale Greenwood, Hanson, Rudolph et Summers (2015) : « La théorie économique standard fournit de façon surprenante peu d'indications sur la manière dont la dette publique doit être gérée ».

Dans les grands pays industrialisés, la maturité des dettes publiques est d'ailleurs très variable. Elle est particulièrement élevée au Royaume-Uni (plus de 15 ans) et beaucoup plus basse ailleurs (un peu plus de 5 ans aux Etats-Unis, 6 ½ ans en Allemagne, 7 ans en Italie et 8 ½ ans en France). Il est clair qu'une maturité faible accroît considérablement les risques d'insolvabilité. Quand les taux d'intérêt augmentent, cette hausse pèse rapidement sur le coût du service de la dette. Il y a d'ailleurs un risque de cercle vicieux : l'augmentation des taux d'intérêt augmente le risque d'insolvabilité, donc la prime de risque de crédit, donc le risque d'insolvabilité, etc.... Ce cercle vicieux a été visible pendant les années de la crise de la zone euro (2010-2012) et n'a été cassé que par l'intervention de la BCE garantissant implicitement le remboursement des dettes.

Ainsi, avec des maturités faibles, il est dangereux de s'endetter même quand les taux d'intérêt sont très faibles car rien ne garantit qu'ils le resteront à l'avenir. **De ce point de vue, aucune réforme structurelle du PSC visant à prendre en compte le niveau actuellement bas des taux d'intérêt ne sera possible sans un allongement progressif de la maturité des dettes publiques dans la zone euro.**

La question difficile sur laquelle les économistes devraient se pencher plus activement est évidemment celle de la maturité optimale qu'il faudrait viser dans la zone euro après une période de transition. On considère généralement que l'endettement à long terme est plus coûteux que l'endettement à court terme, donc la consolidation des dettes publiques aurait ainsi un coût qu'il faudrait comparer au bénéfice obtenu en matière de stabilité financière.

A l'évidence, cette question de la maturité optimale de la dette ne se pose pas de la même façon dans une union monétaire, que pour des pays ayant la totale maîtrise de l'émission monétaire. Notre conviction est que le maintien de la stabilité financière de la zone euro est tellement important qu'il justifie un allongement considérable de la maturité des dettes publiques en dépit de son coût potentiel. Mais faut-il viser une maturité à l'anglaise (plus de 15 ans), 30 ans ou même des dettes perpétuelles comme le proposent régulièrement certains économistes ? La question est ouverte².

² Il faut d'ailleurs noter qu'il n'y a pas une question, mais (au minimum) deux questions. Il y a une question sur la maturité souhaitable des dettes – c'est-à-dire la date de leur remboursement – et une autre sur la sensibilité de la charge de la dette aux variations de taux d'intérêt. Maturité et sensibilité ne sont pas nécessairement alignées. Par exemple, une dette perpétuelle à taux variable a une maturité infinie, ce qui protège l'émetteur contre les

Sans nous lancer ici dans une analyse technique détaillée, nous voudrions cependant faire deux brèves observations pour relativiser le coût supplémentaire des dettes très longues.

- Tout d'abord, ce coût a probablement beaucoup reculé depuis quelques décennies. La demande pour des obligations très longues a considérablement augmenté depuis les années 90 pour différentes raisons (développement de l'épargne retraite avec le vieillissement de la population, crédibilité des banques centrales dans la lutte contre l'inflation, récurrence des crises financières qui font des obligations un placement refuge)³. Les agences qui gèrent la dette disent souvent qu'il n'y a pas assez de demande pour accroître fortement les émissions des dettes très longues, mais les bas taux d'intérêt à des horizons très lointains (moins de 1% pour les obligations françaises à 50 ans en novembre 2021 !) semblent contredire ce pessimisme.
- Par ailleurs, si les Etats prenaient moins de risque sur leur financement, ils pourraient peut-être compenser le (possible) manque à gagner en créant ou développant les fonds souverains ou fonds de retraite collectifs investissant de façon diversifiée sur des actifs domestiques et étrangers. Quitte à « spéculer », le rapport bénéfice/risque de placements diversifiés et bien gérés est probablement bien supérieur à ce que les gestionnaires de la dette publique peuvent espérer en raccourcissant la maturité des dettes publiques...⁴

Principe n°2 : Le rôle clef des taux d'intérêt à long terme dans le maintien de règles budgétaires exigeantes.

Il est bien connu que la soutenabilité des dettes publiques dépend crucialement du niveau des taux d'intérêt, ou plus précisément de l'écart entre les taux d'intérêt et le taux de croissance de l'économie⁵.

Prenons un pays qui maintient un déficit public représentant $x\%$ du PIB. Appelons d le ratio dette/PIB (en %) qui en résultera à long terme. La dette publique sera stabilisée en proportion du PIB quand elle croîtra au même rythme que ce dernier.

Donc $x/d=g$ ou $d=x/g$, avec g le taux de croissance tendanciel de l'économie.

Quel sera le coût de cette dette pour les contribuables avec un taux d'intérêt (à très long terme) égal à r ?

D'un côté, l'Etat doit payer des intérêts égaux, en % du PIB, à $rd = r x/g$. Mais de l'autre, l'Etat s'endette tous les ans de $x\%$ du PIB. Donc seule la différence $r x/g - x$ devra être financée par des impôts ou une réduction des autres dépenses publiques.

variations de la prime de crédit, mais le laisse totalement exposé aux fluctuations du taux sans risque utilisé comme référence.

³ Pour une analyse détaillée de l'évolution des primes de risque obligataires, et pour un modèle original visant à les évaluer, voir Davanne (2021). Cette étude est centrée sur les Etats-Unis, mais pourrait aisément être transposée aux obligations souveraines de la zone euro.

⁴ On pourrait aussi soutenir que l'Etat n'a pas vocation à spéculer et qu'il pourrait s'endetter à très long terme, puis laisser aux ménages le soin d'intervenir activement sur les marchés financiers pour « collecter » les primes de risque disponibles (cet appel à la neutralité des actions de l'Etat est dans l'esprit des travaux de Ricardo, Barro, Modigliani-Miller...). Mais différentes « imperfections de marché » (rationalité limitée, participation limitée de certaines catégories sociales...) peuvent justifier que l'Etat intervienne pour le compte des contribuables.

⁵ Voir notamment Blanchard (2019) pour une contribution récente sur ce thème.

Donc le véritable coût à long terme d'un déficit public maintenu à $x\%$ est $x(r/g-1)\%$ ⁶.

On retrouve un résultat bien connu : quand le taux d'intérêt sur la dette est inférieur au taux de croissance de l'économie ($r < g$), la dette a un coût apparent nul. L'Etat peut en effet payer les intérêts en s'endettant sans jamais augmenter les impôts !

La contrainte de solvabilité peut maintenant s'écrire en imposant qu'à long terme le coût réel de la dette ne doit pas dépasser un niveau maximum, $\alpha\%$ du PIB. Soit,

$$x\left(\frac{r}{g} - 1\right) < \alpha \text{ ou } x < \frac{\alpha g}{(r - g)}$$

C'est l'équation fondamentale qu'il faut garder en tête en discutant les fameux et arbitraires 3% du traité de Maastricht. Il est possible de s'inspirer de cette équation en prenant de grandes marges de sécurité pour assurer la stabilité financière de la zone (et convaincre les pays « frugaux » de s'engager dans cette voie).

Un ordre de grandeur raisonnable pour α serait 1,5%. Un pays ne fera certainement pas défaut si le coût réel de la dette publique est inférieur à 1,5% du PIB⁷. Par ailleurs, la croissance potentielle g est difficile à évaluer. Pour assurer la solvabilité même dans des scénarios très défavorables, on pourrait introduire dans l'équation précédente une croissance réelle nulle et une croissance nominale g à 2% (la cible d'inflation de la BCE est de 2%).

Donc la formule précédente devient simplement $x < 3/(r - 2)$.

Soit la grille suivante pour le déficit maximal en fonction du coût de la dette :

r	0	0,5	1	1,5	2	2,5	3	3,5	4	4,5	5
x (%)											
PIB)	+∞	+∞	+∞	+∞	+∞	6	3	2	1,5	1,2	1

Il faut cependant noter que ce premier tableau, qui autorise des déficits infinis quand les taux d'intérêt sont inférieurs au taux de croissance, sous-estime considérablement la contrainte de solvabilité dans cette situation, et plus généralement quand les taux d'intérêt sont très bas. Prenons par exemple une situation où le coût de la dette (taux d'intérêt à très long terme) est de 2,5%. Le tableau indique qu'un déficit maintenu à 6% du PIB est possible, même avec une croissance nominale faible (2%). Dans une telle situation, à long terme, la dette serait stabilisée à 300% du PIB, la charge d'intérêt représenterait 7,5% du PIB (2.5 * 300%) et le coût réel serait limité à 1,5% du PIB. En effet, sur les 7.5% du PIB d'intérêt, 6% serait « financés » par un nouvel endettement et seulement 1,5% du PIB par des impôts. Mais si dans cette situation les taux d'intérêt augmentent fortement, le déficit public supportable baisse sensiblement et donc brutalement cette charge d'intérêt à 7,5% du PIB sur la dette existante (financée à très long terme) peut devenir très lourde à supporter. Par exemple, si le pays doit ramener à seulement 1% du PIB son déficit, le financement des intérêts versés sur la dette existante reposera alors nécessairement pour 6,5% du PIB sur des impôts ou une réduction des autres dépenses. Certes à long terme, la réduction du déficit de 6% à 1% du PIB fera baisser la dette et la charge d'intérêt, mais ce

⁶ $(r/g-1)\%$ est aussi à long terme ce que l'on appelle le solde primaire des finances publiques : l'écart entre les impôts prélevés et les dépenses hors intérêt.

⁷ Blanchard *et al.* (2021) rappellent que depuis 1980, le solde primaire maximum, en moyenne sur 5 ans, a atteint 1.6% en Allemagne et 1.5% en Italie.

processus sera très long et entre temps le pays sera peut-être devenu insolvable⁸. C'est pour cela que la charge d'intérêt, qui ne sera peut-être pas toujours finançable par de nouveaux emprunts, est aussi un indicateur clef à surveiller⁹.

Une limite raisonnable pourrait être une charge d'intérêt représentant 4% du PIB, ce qui était la situation en moyenne dans les pays de la zone euro à la création de la monnaie commune. Un pays dont le déficit public est limité à 1% du PIB du fait de la remontée des taux d'intérêt doit alors consacrer 3% de son PIB en impôts pendant un certain temps pour payer ses intérêts. C'est lourd mais probablement supportable (sachant que tous les calculs de cette note sont faits avec une hypothèse exceptionnellement prudente sur la croissance tendancielle).

Le tableau suivant donne le déficit public maximal en fonction des taux d'intérêt, qui maintenu dans la durée avec une croissance nominale limitée à 2% donne une charge d'intérêt représentant 4% du PIB¹⁰.

r	0	0,5	1	1,5	2	2,5	3	3,5	4	4,5	5
x (%)											
PIB)	+∞	16,0	8,0	5,3	4,0	3,2	2,7	2,3	2,0	1,8	1,6

Par ailleurs, on peut vouloir appliquer une troisième contrainte et limiter la sensibilité du déficit public maximal aux variations des taux à très long terme. Par exemple, on peut souhaiter que quand les taux d'intérêt à très long terme augmentent de 0,5%, le déficit public maximal en % du PIB ne diminue également que de 0,5%. En appliquant toutes ces contraintes portant à la fois sur le coût réel de la dette à long terme, la charge de la dette maximale et la sensibilité du déficit aux taux d'intérêt, on parvient à la grille suivante :

r	0	0,5	1	1,5	2	2,5	3	3,5	4	4,5	5
x (%)											
PIB)	5,5	5,0	4,5	4,0	3,5	3,0	2,5	2	1,5	1,2	1

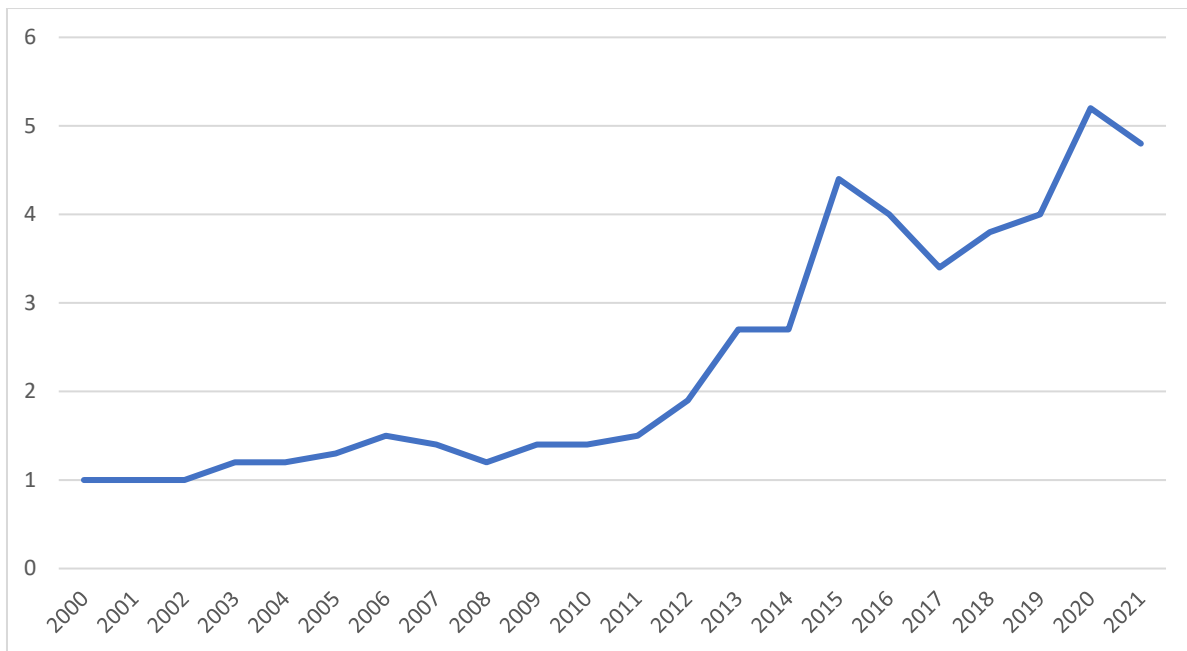
A titre d'information, le graphique suivant indique comment cette limite définie avec une extrême prudence aurait évolué pour la France depuis 2000, sur la base des taux d'intérêt à 30 ans observés. La limite des déficits jugés excessifs aurait été sensiblement plus stricte que les 3% Maastricht jusqu'en 2013, avant que la contrainte ne se relâche avec la chute des taux d'intérêt à long terme.

⁸ Ce n'est pas une observation purement théorique. Mauro et Zhou (2020) montrent qu'historiquement une forte hausse des taux d'intérêt a rendu insolvable des pays qui avaient pourtant financé la dette existante à des taux d'intérêt faibles. A la question, "r-g<0: Can We Sleep More Soundly ?", ils répondent "Not really".

⁹ Hughes *et al.* (2019) et Furman et Summers (2020) plaident aussi pour la prise en compte de la charge d'intérêt dans les nouvelles règles budgétaires rendues nécessaires par le bas niveau des taux d'intérêt.

¹⁰ Toujours avec une (faible) croissance de 2%, à long terme la dette est égale à 50*x en % du PIB. La charge de la dette est donc 50*r*x. La limite à 4% implique $x < 1/(12,5*r)$.

Déficit public maximal pour la France sur la base des taux à 30 ans observés et du tableau précédent



Il est également intéressant d'examiner quel serait le coût réel à long terme de l'endettement public d'un pays qui respecterait cette « règle », en fonction du niveau des taux d'intérêt et de la croissance nominale de l'économie (qui, on peut l'espérer, devrait finalement être sensiblement supérieure à 2%). Le tableau suivant donne ce coût en % du PIB, $x\left(\frac{r}{g} - 1\right)$, avec le déficit x fonction de r déduit de la contrainte budgétaire du tableau précédent. Les cellules en vert correspondent aux situations où la présence de dette est structurellement favorable, voire très favorable, aux contribuables, c'est-à-dire quand le taux d'intérêt auquel l'Etat s'endette est inférieur au taux de croissance de l'économie. Rappelons que la contrainte a été construite pour qu'avec une croissance réelle nulle (et une inflation à 2%, soit $g=2\%$) le véritable coût à long terme de la dette soit limité à 1,5% du PIB dans le pire des cas (cellules en jaune).

Coût réel à long terme de la dette (en % du PIB) pour différents scénarios de croissance et taux d'intérêt (nominaux)

	r=0	r=0,5	r=1	r=1,5	r=2	r=2,5	r=3	r=3,5	r=4	r=4,5	r=5
g=2%	-5,5	-3,8	-2,3	-1,0	0,0	0,8	1,3	1,5	1,5	1,5	1,5
g=3%	-5,5	-4,2	-3,0	-2,0	-1,2	-0,5	0,0	0,3	0,5	0,6	0,7
g=4%	-5,5	-4,4	-3,4	-2,5	-1,8	-1,1	-0,6	-0,3	0,0	0,2	0,3

Soulignons à nouveau que cette flexibilité que nous proposons, avec beaucoup d'autres, quand les taux d'intérêt sont bas, et que la politique monétaire de la BCE devient peu efficace pour soutenir l'activité, n'est possible que si les dettes sont financées à très long terme. Le coût futur des nouveaux déficits est alors bien connu. Mais si les déficits sont financés par des dettes assez courtes, le coût futur est incertain et une remontée rapide des taux d'intérêt fragilisera un pays qui a accumulé dans le passé des déficits mal financés. Les politiques budgétaires peuvent alors difficilement aller au secours de la politique monétaire dans les périodes de taux très bas.

De ce point de vue, il y a un délicat problème de transition à organiser. L'assouplissement des règles portant sur les déficits doit être progressif et aller de pair avec le refinancement à très long terme des dettes publiques existantes. Ce problème de transition se pose évidemment de façon particulièrement marquée aujourd'hui pour les pays les plus endettés, et en premier chef l'Italie.

Pour essayer de s'adapter à la diversité des situations économiques, la zone euro a souvent essayé de concevoir des règles budgétaires complexes et contingentes. Le cas le plus extrême, presque caricatural, concerne l'application du volet préventif du PSC. Nous reproduisons ci-dessous la grille détaillée sur laquelle les Etats se sont mis d'accord en 2015 concernant la réduction acceptable des déficits structurels¹¹.

MATRIX FOR SPECIFYING THE ANNUAL FISCAL ADJUSTMENT
TOWARDS THE MEDIUM-TERM OBJECTIVE (MTO)
UNDER THE PREVENTIVE ARM OF THE PACT

		Required annual fiscal adjustment*	
		Debt below 60 and no sustainability risk	Debt above 60 or sustainability risk
	Condition		
Exceptionally bad times	Real growth < 0 or output gap < -4	No adjustment needed	
Very bad times	-4 ≤ output gap < -3	0	0.25
Bad times	-3 ≤ output gap < -1.5	0 if growth below potential, 0.25 if growth above potential	0.25 if growth below potential, 0.5 if growth above potential
Normal times	-1.5 ≤ output gap < 1.5	0.5	> 0.5
Good times	output gap ≥ 1.5	> 0.5 if growth below potential, ≥ 0.75 if growth above potential	≥ 0.75 if growth below potential, ≥ 1 if growth above potential

* all figures are in percentage points of GDP

En introduisant les taux d'intérêt dans la définition des déficits acceptables, contrairement aux apparences, nous ne nous inscrivons pas dans cette démarche. Cette volonté de définir parfaitement les marges de manoeuvre des Etats par des règles complexes a échoué et ne nous semble pas un exemple à suivre. Une orientation adaptée des politiques économiques dans la zone euro exige surtout de la coopération et une pression efficace des pairs sur les pays qui divergent. La grille précédente a surtout vocation à fixer le niveau de déficit à partir duquel la pression des pairs peut **potentiellement** s'appuyer sur des sanctions pour gagner en efficacité. Quand les taux d'intérêt sont élevés, ce pouvoir de négociation des pays tiers serait considérablement renforcé avec l'abaissement du seuil Maastricht de 3% à 2% pour des taux à 3,5% et 1% pour des taux à 5%. Mais, des mécanismes de sanction parfaitement codifiés sont probablement inadaptes.

Principe n°3 : Une fois garantie la solvabilité des Etats, la procédure concernant les déficits excessifs doit être appliquée de façon flexible, dans l'intérêt de tous les pays appartenant à la zone euro.

¹¹ <https://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-14345-2015-INIT/en/pdf>

La discussion sur le Pacte de Stabilité se concentre souvent sur la question des critères à respecter (quel déficit ? quelle dette ?). Mais une question aussi importante est celle du mode de réaction quand ces limites sont dépassées.

Cette situation a été très fréquente depuis la naissance de l'Union Monétaire et il n'est d'ailleurs pas très surprenant que beaucoup de pays fleurissent avec la ligne jaune. Des critères bien conçus sont par définition exigeants et rendent extrêmement improbable l'insolvabilité d'un pays qui les respecte. Soumis à une certaine pression politique et à des besoins en investissement importants, il n'est pas surprenant que des gouvernements même raisonnables prennent peu de marges de sécurité relativement à ces critères. C'est particulièrement vrai pour les pays connaissant des difficultés spécifiques et jugeant la politique monétaire commune trop restrictive. Des chocs économiques ou financiers – par exemple une hausse des taux d'intérêt - relativement limités font alors basculer de l'autre côté de la ligne jaune.

Quelles que soient les réformes apportées au PSC, il faut être conscient que la tentation d'aller en tester les limites sera toujours présente. La question des mécanismes correctifs est donc essentielle.

Deux observations nous semblent importantes :

-D'une part avec des critères exigeants et bien conçus, des dépassements temporaires ne sont pas particulièrement inquiétants. On peut faire ici une analogie avec la régulation prudentielle des banques. Quand les fonds propres exigés sont fixés à un niveau très important, il est souhaitable en période de crise de laisser les banques absorber les pertes sans les contraindre à une recapitalisation rapide à marche forcée. En période de récession, il est bien sûr normal que les limites fixées aux déficits soient dépassées.

- D'autre part, le point important que nous voudrions souligner ici est qu'il n'est pas dans l'intérêt des partenaires du pays en difficulté d'imposer un ajustement trop rapide qui se traduirait par un chômage important chez ce dernier. La question n'est pas seulement politique - le souci de ne pas nourrir les partis populistes anti-européens – mais également strictement économique. Un pays soumis à un ajustement brutal influence nécessairement la politique monétaire commune qui s'éloigne alors des besoins des autres pays. Un pays avec un chômage conjoncturel important et des tendances déflationnistes poussera la Banque Centrale Européenne à maintenir une politique monétaire trop expansionniste, avec le risque de nourrir les tensions inflationnistes dans les autres pays. Cette politique monétaire tiraillée entre des besoins contradictoires ne sera alors satisfaisante pour personne : elle sera toujours trop dure pour le pays qui mène un ajustement budgétaire brutal et trop laxiste pour les autres. De ce point de vue, il y a une certaine contradiction dans la position de nombreux observateurs allemands qui demandent à la fois des efforts budgétaires très importants aux autres pays et se plaignent d'une politique monétaire européenne trop laxiste. Depuis plusieurs années – avant le COVID – la raison principale de la politique monétaire très expansionniste de la BCE était les difficultés économiques des pays du Sud.

Dans ces conditions, avec des ajustements budgétaires trop rapides, loin d'assister à un véritable processus de convergence, il y a un fort risque de voir s'enchaîner une succession de déséquilibres où l'étiquette « d'homme malade de l'Europe » passe d'un pays – ou groupe de pays – à un autre. Le pays qui s'ajuste brutalement (forte hausse du chômage, baisse relative des salaires) peut développer une sur-compétitivité par rapport aux autres pays pénalisés par une inflation trop forte¹².

¹² Cela a été le cas de l'Allemagne au milieu des années 2000 qui n'a pas « convergé », mais est passé en quelques années d'une situation de sous-compétitivité à une situation de sur-compétitivité relativement à ses partenaires.

En cas de divergence d'un pays, l'intérêt commun est d'organiser un processus de convergence progressif sans induire de fortes tensions au niveau de la politique monétaire commune et sans provoquer de distorsions de compétitivité porteuses en germe de futurs déséquilibres.

Au final, il est très important de souligner qu'une union monétaire ne condamne pas à des antagonismes systématiques qui imposeraient des mécanismes complexes et rigides d'arbitrage et de sanctions. La coordination volontaire basée sur des programmations budgétaires à moyen terme discutées en commun (les fameux plans de stabilité) peut en principe fonctionner, les sanctions permises par les traités étant réservées aux cas les plus flagrants de comportement non-coopératif (non-respect des orientations définies en commun).

De ce point de vue, des mécanismes de sanction trop rigides et mal conçus apparaissent d'ailleurs contre-productifs : comment espérer des programmations à moyen terme sincères si l'affichage de difficultés provoque quasi-automatiquement une réaction punitive de la part des pays partenaires ? Par ailleurs, pour réduire le risque de comportements non-coopératifs, il est également souhaitable de renforcer les mécanismes institutionnels propres à chaque pays qui contraignent les gouvernements à réfléchir à moyen terme et à respecter les engagements pris dans leurs plans de stabilité en matière de dépenses et de mesures fiscales discrétionnaires. De ce point de vue, il est légitime que le PSC s'intéresse aux mécanismes internes de décision et de contrôle. La BCE appelle d'ailleurs de ses vœux un renforcement du rôle des autorités fiscales indépendantes, voir Lane (2021).

Il est important de noter que cet appel à la flexibilité et à la coopération conduit à une différence fondamentale de philosophie entre nos propositions et beaucoup d'autres. Nous ne recherchons pas stricto-sensu des « règles de politique budgétaire » dans la zone euro. Nous partageons le sentiment exprimé par Odendahl (2015) comme quoi « il est presque impossible de codifier dans la loi les complexités de l'élaboration de la politique budgétaire, en particulier dans la zone euro. Par exemple, l'orientation budgétaire appropriée d'un pays dépend de la position de son économie dans le cycle économique (dont l'évaluation est plus un art qu'une science), de l'orientation de la politique monétaire (qui à son tour dépend des cycles économiques de tous les autres pays de la zone euro) et des salaires et des prix dans l'économie en question, rapportés à la moyenne de l'union monétaire ».

Dans l'esprit initial du PSC, nous recherchons ainsi non pas des « règles », mais des garde-fous stricts qui protègent efficacement la zone contre un possible échec de la coopération entre les Etats.

Cet appel à des mécanismes privilégiant autant que possible la coopération volontaire – pour prévenir l'apparition des déséquilibres comme pour y remédier - peut paraître naïf, surtout vu d'Allemagne. Une idée très présente dans beaucoup de contributions récentes est qu'il existe en effet dans la zone euro un problème fondamental « d'externalités » rendant très difficile la coordination des politiques budgétaires. Les décisions d'un pays ont un impact important et souvent négatif sur les autres. Donc un équilibre obtenu sans coordination sera très inefficace, chacun « oubliant » les conséquences indirectes de ses actes. Et compte-tenu de l'égoïsme des pays, il serait très difficile d'obtenir un accord : la négociation serait par nature conflictuelle.

Ce pessimisme nous paraît très exagéré et parfois fondé sur une analyse assez superficielle des véritables externalités – négatives ou positives - dans une zone monétaire.

L'externalité fondamentale et indiscutable, déjà mentionnée à de multiples reprises, est celle liée au risque d'insolvabilité. Un pays en difficulté ne réagira spontanément pas assez vite, sachant que le coût de la faillite sera partagé directement ou indirectement pas ses partenaires. **Donc de même qu'il existe des ratios de liquidité et de solvabilité pour les banques, il faut des ratios de liquidité et de solvabilité pour les Etats appartenant à une union monétaire (d'où les deux premiers principes de cette note).**

Les autres externalités sont plus subtiles.

D'une part, il est vrai qu'un pays qui augmente sa dette publique contribue à faire augmenter les taux d'intérêt dans l'ensemble de la zone. Ce type d'externalité passant uniquement par les prix a un nom dans la théorie économique : il s'agit d'externalités « pécuniaires ». Elles sont bien sûr présentes partout dans le système économique : quand quelqu'un augmente sa consommation de sucre, il fait (marginale !) augmenter le prix du sucre. Pourtant personne n'ira prétendre qu'il s'agit d'un dysfonctionnement fondamental du marché du sucre ! La raison en est qu'il s'agit d'une externalité essentiellement redistributive : les producteurs de sucre en bénéficient et les consommateurs en pâtissent. Si le résultat est jugé insatisfaisant, les producteurs peuvent être taxés. Quand les taux d'intérêt dans une zone monétaire augmentent en réponse à des politiques budgétaires expansionnistes, les créanciers en profitent et les débiteurs en pâtissent. Il s'agit là aussi d'un impact essentiellement redistributif dont il ne faut pas s'inquiéter tant qu'il reste modeste (et qui peut être en principe contré par une évolution de la fiscalité défavorable aux revenus du capital).

D'autre part, il existe ce que l'on pourrait appeler les externalités de « policy mix » dans des pays qui ont perdu la maîtrise de leur politique monétaire. Comme déjà discuté dans le contexte des plans d'ajustement, les décisions de politique budgétaire d'un pays vont impacter les autres pays par deux canaux : un canal direct de demande – une relance budgétaire accroît les exportations des autres pays – et un canal indirect de taux d'intérêt jouant en sens inverse – l'accélération de la croissance doit orienter la politique monétaire commune dans un sens plus restrictif.

La résultante de ces deux canaux de transmission dépend fondamentalement du comportement de la BCE. Si elle agit de façon dynamique pour stabiliser l'économie de la zone, l'effet indirect doit l'emporter sur l'effet direct. Contrairement à l'intuition, la hausse de la demande dans un pays doit alors paradoxalement réduire la demande chez les autres. La raison en est très simple : si la BCE cherche à stabiliser le PIB européen sur son potentiel, la hausse des taux d'intérêt doit être suffisamment forte pour que la hausse de l'activité dans un pays soit compensée par une baisse chez ses partenaires. Mais si la BCE est peu active, par exemple avec des taux d'intérêt bloqués autour de 0, par définition l'effet direct de premier tour l'emporte : la hausse de l'activité dans un pays entraîne celle des autres pays.

Il doit être clair que ces effets ambigus que nous venons de décrire provoquent des externalités qui peuvent être positives – impact favorable sur les partenaires - ou négatives – impact défavorable. Cela dépend de deux facteurs : la capacité de réaction de la BCE et l'état des divergences préexistantes dans la zone. Prenons le cas d'une BCE active. Un pays en surchauffe induit déjà une distorsion de politique monétaire au détriment de ses partenaires (pour stabiliser en partie cette économie, la BCE est contrainte de maintenir des taux d'intérêt à un niveau supérieur à celui requis par les autres pays). S'il augmente encore sa surchauffe, l'effet sera encore plus négatif. Inversement, un pays en sous-emploi qui soutient sa demande va dans le sens de l'intérêt général quand la BCE est active. Quand la BCE est contrainte, l'analyse est beaucoup plus simple. Si la BCE est bloquée, c'est que l'économie de la zone est faible, qu'elle exigerait une politique monétaire plus expansionniste, mais que cette dernière est rendue difficile par le niveau déjà très bas des taux d'intérêt. Alors, une relance dans un pays bénéficie aux autres (externalité positive). Cette grille de lecture est résumée dans les deux tableaux ci-dessous (avec un + pour une externalité positive et un – pour une externalité négative. Les couleurs vertes et rouges sont expliquées ci-dessous).

Effet « externe » d'une relance budgétaire dans un pays.

	Pays plutôt en surchauffe	Pays plutôt en sous-emploi
BCE active	-	+
BCE contrainte	+	+

Effet « externe » de l'austérité budgétaire dans un pays.

	Pays plutôt en surchauffe	Pays plutôt en sous-emploi
BCE active	+	-
BCE contrainte	-	-

Mais l'analyse des externalités de « policy mix » ne doit pas s'arrêter là (d'où les couleurs du tableau). Pour juger si ces externalités posent vraiment problème, deux autres facteurs clefs sont à prendre en compte.

La première question est de savoir si les politiques qui créent des externalités malheureusement négatives dans les autres pays (4 cellules avec un – dans les tableaux précédents) sont dans l'intérêt de celui qui les mène. Si c'est le cas, il y a effectivement un problème fondamental de coordination. Autrement, quand ce n'est pas le cas, cette analyse des externalités reste assez théorique. **Quand il y a convergence fondamentale des intérêts, on peut espérer que la concertation et la pression des pairs – si elles sont bien organisées - permettent de revenir à une situation mutuellement favorable.**

En principe, un pays en surchauffe a intérêt à réduire sa demande par un frein budgétaire, tandis qu'un pays en sous-emploi souhaitera soutenir son activité. Donc on voit qu'une seule case dans ces deux tableaux - celle en rouge - fait apparaître une contradiction potentielle : c'est le cas en principe assez exceptionnel d'une économie en surchauffe (ou risque de surchauffe) dans une zone globalement déprimée où la BCE a perdu le contrôle de la situation (taux bloqués au voisinage de 0). Dans ce cas, et c'est le seul, le pays a des raisons profondes de vouloir limiter son déficit budgétaire alors que c'est dans l'intérêt des autres pays, compte-tenu de la neutralisation de la BCE, d'obtenir une relance budgétaire.

Cette situation de divergence est à l'évidence très particulière. Mais malheureusement, en dépit de sa singularité, elle s'est présentée de façon assez fréquente au cours de ces dernières années avec de surcroît en première ligne la plus large économie de la zone. Hors périodes exceptionnelles (guerre commerciale sino-américaine en 2019, COVID en 2020) l'Allemagne bénéficie en effet d'une situation de quasi plein emploi, avec pourtant une BCE affaiblie dans une zone plutôt déflationniste. L'Allemagne souhaite alors légitimement privilégier son désendettement alors que les autres pays lui demandent de contribuer à la relance de la demande.

Mais pour finaliser l'analyse, il faut aussi s'interroger sur la capacité des autres pays à réagir de façon adéquate face à cette unique externalité de « policy mix » réellement préoccupante. On voit que dans la situation où la BCE est contrainte et où l'Allemagne (par exemple) se distingue par un risque de surchauffe, les autres pays conservent en principe de bonnes incitations. Ils subissent un « policy mix »

trop strict et en moyenne un soutien budgétaire leur serait favorable. Au final, on voit que le jeu purement égoïste des intérêts nationaux pourrait en principe conduire à une situation mutuellement bénéfique, marquée, au moins pour un temps, par une politique budgétaire prudente dans le pays en risque de surchauffe et expansionniste ailleurs en Europe.

Pourquoi cela ne se produit-il pas et pourquoi vivons-nous dans l'illusion d'externalités fondamentalement perverses rendant très difficile une coopération efficace ?

Il y a deux raisons évidentes. Tout d'abord, quand la BCE perd le contrôle de la situation, la faible maturité des dettes publiques rend dangereux le fait de tirer profit des taux d'intérêt très bas pour accroître la dette publique. Une remontée des taux d'intérêt dans les années à venir pourrait alors faire basculer certains pays dans l'insolvabilité. D'autre part, les règles actuelles du PSC l'interdisent : quel que soit le niveau des taux d'intérêt, les pays se sont engagés à rechercher à moyen terme une situation proche de l'équilibre budgétaire. Ce sont ces deux obstacles à une coopération efficace que nos pistes de réforme du PSC cherchent à lever¹³.

Conclusion

La nécessité d'une réforme profonde du Pacte de Stabilité et de Croissance s'impose progressivement et ce sera probablement un des thèmes importants de la présidence française de l'Union Européenne au 1^{er} semestre 2022. Contrairement à de nombreux économistes, nous pensons que le contrôle des déficits excessifs doit rester la pierre angulaire d'un PSC rénové. Mais, des évolutions semblent nécessaires dans trois domaines : la consolidation des dettes publiques, la prise en compte du niveau des taux d'intérêt à long terme dans la définition des déficits acceptables et l'amélioration des plans de convergence définis en commun au « bénéfique » des pays en difficulté.

Un point important est que le niveau cible d'endettement ne joue pas de rôle important dans ces propositions alors qu'il reste central dans beaucoup d'autres¹⁴. La raison en est que l'endettement soutenable dépend crucialement du niveau des taux d'intérêt, d'où la difficulté de fixer un niveau de référence¹⁵. **A contrario, n'autoriser des déficits publics significatifs que quand les taux d'intérêt à long terme sont bas conduit mécaniquement à une dette soutenable.** De plus, cela introduit un puissant mécanisme de soutien de la politique monétaire dans les périodes de taux nuls où cette dernière a pour l'essentiel perdu le contrôle de la demande globale¹⁶. **Bien entendu, cette souplesse**

¹³ Par ailleurs, répétons que cette coopération efficace nécessite aussi des institutions nationales fortes qui évitent que ce jeu coopératif soit pollué par les calculs politiques purement nationaux. De ce point de vue, les réformes du PSC de 2011-2013 visant au renforcement d'autorités budgétaires indépendantes vont bien sûr dans le bon sens.

¹⁴ Dans la plupart de ces propositions, ces cibles d'endettement sont accompagnées de règles d'évolution des dépenses publiques. C'est le cas de plusieurs notes du Conseil d'Analyse Economique, voir notamment Martin, Pisani-Ferry et Ragot (2021), de Bénassy-Quéré *et al.* (2018), des rapports du Comité Budgétaire Européen, voir EFB (2020), et d'un document de travail récent du Mécanisme Européen de Stabilité, Francová *et al.* (2021). Notons que dans nos propositions, les cibles concernant l'évolution des dépenses publiques jouent aussi implicitement un rôle important puisqu'elles se situent au cœur des programmes de stabilité présentés par les différents pays, dont nous souhaitons renforcer le rôle. Simplement, nous conservons les déficits comme critères clefs déclenchant la **possibilité juridique** de sanctions en cas de comportements non-coopératifs porteurs de risques financiers.

¹⁵ Voir Ecalte (2021) pour une discussion approfondie de toutes les difficultés liées à l'utilisation de la dette comme critère central.

¹⁶ Philip Lane et Isabel Schnabel, membres du Directoire de la BCE, ont également insisté récemment sur la nécessité de permettre à la politique budgétaire de prendre le relais si nécessaire de la politique monétaire, voir Lane (2021) et Schnabel (2021). Ils mettent en avant des mécanismes relâchant les contraintes budgétaires quand l'inflation de la zone est plus faible que la cible de 2% de la BCE. Cela pose cependant des questions

bienvenue accordée en période de taux bas suppose que ces déficits, qui engagent les générations futures, aient été financés à très long terme, ce qui n'est pas le cas aujourd'hui...

La traduction juridique de ces propositions ne nous semble pas constituer un obstacle insurmontable, d'autant plus que ces orientations mêlant appel à la coopération et mise en place de puissants garde-fous s'inscrivent totalement dans l'esprit du Traité de Maastricht ¹⁷. Si les pays s'accordaient au 1^{er} semestre 2022 sur quelques grands principes économiques et la nécessité de revoir le Pacte, celui-ci pourrait être suspendu pour une année supplémentaire jusqu'en 2023. Compte-tenu des différentes flexibilités offertes par les textes actuels, le débat juridique Nord-Sud peut certainement progresser un peu moins vite que le débat économique.... C'est sur ce dernier, et le refinancement à très long terme des dettes publiques dans les pays les plus à risque, que l'urgence nous paraît porter.

complexes sur la mesure de l'inflation, et le niveau des taux à long terme semble un bien meilleur indicateur sur le besoin d'aide ressenti par la BCE.

¹⁷ Francová *et al.* (2021) proposent une analyse juridique intéressante distinguant les modifications des traités et régulations qui nécessitent "seulement" un accord unanime au sein du Conseil Européen de celles exigeant un vote de tous les parlements nationaux. Ils situent dans la première catégorie les modifications des seuils de 3% (déficit) et 60% (dette) fixés dans le Protocole 12 du Traité sur le Fonctionnement de l'Union Européenne.

Références

Bénassy-Quéré A., M. Brunnermeier, H. Enderlein, E. Farhi, C. Fuest, P.O. Gourinchas, P. Martin, J. Pisani-Ferry, H. Rey, I. Schnabel et N. Véron (2018) : « Reconciling Risk Sharing with Market Discipline: A Constructive Approach to Euro Area Reform », CEPR Policy Insight, n° 91.

Blanchard, O. (2019): “Public Debt and Low Interest Rates”. American Economic Review 109, no. 4: 1197–229.

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

Davanne, O. (2021): « How markets price risks? Key insights from an analysis of the US Treasuries market », <https://riskpremium.com/wp-content/uploads/2021/11/OD-Treasuries-RiskPricing-oct21.pdf>. Voir aussi <https://riskpremium.com/wp-content/uploads/2021/11/Treasuries-NonTechnical.pdf> pour une présentation non-technique.

Ecalte, F. (2021) : « La dette publique et les règles budgétaires européennes », <https://fipeco.fr/pdf/RèglesBudgétairesUE.pdf>

EFB (2020) : « 2020 annual report of the European Fiscal Board ».

Hughes, R., J. Leslie, C. Pacitti et J. Smith (2019): “Totally (net) worth it, The next generation of UK fiscal rules”, Resolution Foundation.

Francová, O. E. Hitaj, J. Goossen, R. Kraemer, A. Lenarčič, et G. Palaiodimos (2021) : “EU fiscal rules: reform considerations”, Discussion Paper 17, Mécanisme Européen de Stabilité.

Furman, Jason, and Lawrence Summers, 2020. “A Reconsideration of Fiscal Policy in the Era of Low Interest Rates.” Discussion draft, Brookings, December 1.

Greenwood, R., S. Hanson, J. Rudolph et L. Summers (2015). "The Optimal Maturity of Government Debt." Chap. 1 dans *The \$13 Trillion Question: How America Manages Its Debt*, edited by David Wessel, 1–41. Brookings Institution Press.

Lane, P. (2021) : “The future of the EU fiscal governance framework: a macroeconomic perspective”, intervention at the European Commission webinar on “The future of the EU fiscal governance framework”, 12 November 2021.

Martin P., J. Pisani-Ferry et X. Ragot (2021) : « Pour une refonte du cadre budgétaire européen », Note du CAE, n° 63, avril.

Mauro, P. et J. Zhou (2020) : “ $r-g < 0$: Can We Sleep More Soundly?”, IMF Economic Review 69.

Odendahl, C. (2015): “We Don’t Need No Federation: What a Devolved Eurozone Should Look Like”. London: Centre for European Reform.

Schnabel I. (2021) : “Unconventional Fiscal and Monetary Policy at the Zero Lower Bound”, Intervention at the Third Annual Conference organised by the European Fiscal Board.