Vers une réforme des règles budgétaires dans la zone euro ?

Catherine Mathieu, Henri Sterdyniak

▶ **To cite this version:**

Catherine Mathieu, Henri Sterdyniak. Vers une réforme des règles budgétaires dans la zone euro ?. 2021. hal-03474871

HAL Id: hal-03474871

https://sciencespo.hal.science/hal-03474871

Preprint submitted on 10 Dec 2021

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

VERS UNE RÉFORME DES RÈGLES BUDGÉTAIRES DANS LA ZONE EURO ?

Catherine Mathieu

Henri Sterdyniak

SCIENCES PO OFCE WORKING PAPER n° 26/2021

EDITORIAL BOARD

Chair: Xavier Ragot (Sciences Po, OFCE)

Members: Jérôme Creel (Sciences Po, OFCE), **Eric Heyer (**Sciences Po, OFCE), **Sarah Guillou** (Sciences Po, OFCE), **Xavier Timbeau (**Sciences Po, OFCE)

CONTACT US

OFCE
10 place de Catalogne | 75014 Paris | France
Tél. +33 1 44 18 54 24

www.ofce.fr

WORKING PAPER CITATION

This Working Paper:
Catherine Mathieu and Henri Sterdyniak,
Vers une réforme des règles budgétaires dans la zone euro ?
Sciences Po OFCE Working Paper, n° 26/2021.
Downloaded from URL: www.ofce.sciences-po.fr/pdf/dtravail/WP2021-26.pdf
DOI - ISSN

© 2021 OFCE

ABOUT THE AUTHORS

Catherine Mathieu, Sciences Po-OFCE.
Email Address: catherine.mathieu@sciencespo.fr
Henri Sterdyniak, Economiste.

ABSTRACT

After the COVID-19 crisis, public debts in euro area Member states will stand on average at 100% of GDP. EU fiscal rules were suspended during the crisis and must be reformed. This will be under discussion in 2022. Section 2 discusses the principle of fiscal rules, especially in the EU. Section 3 analyses various reforms proposals. Some consensus seems to be emerging on public expenditure rules, where public expenditure would need to grow less rapidly than nominal GDP, so as to bring the public debt-to-GDP ratio down to 60%. This rule does not allow for satisfactory macroeconomic stabilization, has no guaranteed longer-term, and does not respect national fiscal policies autonomy. In Section 4, we make a proposal inspired by functional finance. Public debts of euro area member states should be guaranteed. Member States should be able to run the fiscal policy relevant in their macroeconomic situation, while fulfilling the inflation target set by the ECB. Member States should be requested to change their fiscal policy only if the latter is harmful to partner countries.

KEYWORDS

Fiscal policy, fiscal rules, European economy.

JEL

E62, F42, H60.

Vers une réforme des règles budgétaires dans la zone euro ?*

Catherine Mathieu
Sciences Po-OFCE

Henri Sterdyniak
Economiste

Résumé

Après la crise sanitaire, les dettes publiques des pays de la zone euro s'établiront en moyenne à 100 % du PIB. Les règles budgétaires de l'UE, suspendues pendant la crise, ne peuvent être remises en vigueur telles quelles. Leur réforme sera discutée en 2022. La section 2 discute le principe des règles budgétaires, en particulier européennes. La section 3 analyse les différents projets de réforme. Un certain consensus semble se faire sur une règle de contrôle des dépenses publiques dont la croissance devrait être inférieure à celle du PIB nominal, de façon à ramener le ratio dette publique/PIB vers 60 %. Cette règle ne permet pas une stabilisation macroéconomique satisfaisante, n'a pas de long terme garanti et ne respecte pas l'autonomie des politiques budgétaires nationales. La section 4 développe une proposition inspirée par la finance fonctionnelle. Les dettes publiques des pays de la zone euro doivent être garanties ; ceux-ci doivent pouvoir pratiquer les politiques budgétaires requises par leur situation macroéconomique, tout en respectant l'objectif d'inflation de la BCE. Ils ne doivent être tenus de changer de politique que si elle nuit à leurs partenaires.

Mots-clés : Politique budgétaire, règles budgétaires, économie européenne.

JEL : E62, F42, H60.

* Cet article a bénéficié des commentaires des participants au Séminaire interne de l'OFCE du 25 octobre 2021 et à la 25ème conférence du *Forum for Macroeconomics and Macroeconomic Policies*, Berlin, 28-20 octobre 2021. Il n'engage que ses auteurs.

Abstract

After the COVID-19 crisis, public debts in euro area Member states will stand on average at 100% of GDP. EU fiscal rules were suspended during the crisis and must be reformed. This will be under discussion in 2022. Section 2 discusses the principle of fiscal rules, especially in the EU. Section 3 analyses various reforms proposals. Some consensus seems to be emerging on public expenditure rules, where public expenditure would need to grow less rapidly than nominal GDP, so as to bring the public debt-to-GDP ratio down to 60%. This rule does not allow for satisfactory macroeconomic stabilization, has no guaranteed longer-term, and does not respect national fiscal policies autonomy. In Section 4, we make a proposal inspired by functional finance. Public debts of euro area member states should be guaranteed. Member States should be able to run the fiscal policy relevant in their macroeconomic situation, while fulfilling the inflation target set by the ECB. Member States should be requested to change their fiscal policy only if the latter is harmful to partner countries.

Keywords: Fiscal policy, fiscal rules, European economy.

JEL: E62, F42, H60.

1. Introduction

La crise sanitaire de 2020-21 a montré la nécessité de politiques budgétaires fortement réactives. Le déficit public des pays avancés s'est creusé, en moyenne, de 8 points de PIB en 2020, en raison des stabilisateurs automatiques et des mesures discrétionnaires (tableau 1). Après la crise sanitaire, leur dette publique moyenne devrait être de 130 % du PIB. A l'avenir, la lutte contre le changement climatique rend nécessaires d'importants investissements publics (de l'ordre de 2 points du PIB, chaque année[1]). Ces dépenses peuvent permettre de relancer des économies, engluées dans une croissance molle, qui avaient accepté un niveau important de chômage au nom de la soutenabilité des finances publiques, de la compétitivité, de la lutte contre l'inflation. Elles sont facilitées par le bas niveau, actuel et sans doute futur, des taux d'intérêt. Elles doivent, cependant, être contrôlées pour éviter de trop fortes tensions inflationnistes, être coordonnées pour éviter le creusement du déficit extérieur de certains pays et, dans la zone euro, être compatibles avec une politique monétaire commune.

1. La situation des finances publiques en 2019 et 2022

En % du PIB

	2019		2020 ou 21*	2022**		2020-22	
	Solde public	Dette publique	Solde public	Solde public	Dette publique	Perte de PIB	Soutien Budgétaire***
Zone euro	-0,6	84	-7,7	-3,4	96	16,6	9,1
Allemagne	1,5	59	-6,8	-1,8	70	13,8	11,2
France	-2,3	98	-9,2	-4,8	114	18,9	7,9
Italie	-1,6	135	-10,2	-4,7	150	17,5	11,7
Espagne	-2,9	96	-11,0	-5,0	116	26,5	2,7
Pays-Bas	2,5	47	-6,1	-2,0	56	19,9	13,7
Belgique	-1,9	98	-9,4	-4,4	113	14,8	10,4
Autriche	0,6	70	-8,8	-2,9	81	20,7	10,1
Royaume-Uni	-2,3	85	-12,5	-5,6	107	19,5	14,3
États-Unis	-5,7	108	-14,9	-6,9	131	15,5	12,4
Japon	-3,1	235	-10,3	-3,9	252	11,8	8,8
G20 avancés	-3,6	113	-11,7	-5,4	130	11,4	10,8

*Année de déficit maximum ; **Selon les prévisions du FMI d'octobre 2021 ; *** Soutien budgétaire durant ces trois années, mesuré par la somme des déficits structurels des années 2020, 21,22, par rapport à leur niveau de 2019, calcul des auteurs.

L'organisation des politiques budgétaires est particulièrement délicate pour les pays de la zone euro. Comme nous l'avons déjà écrit (Mathieu et Sterdyniak, 2019), l'Europe monétaire est une chimère, qui ne peut avoir de règles de fonctionnement satisfaisantes. Il existe un triangle d'incompatibilité entre une monnaie unique, des politiques budgétaires autonomes et des situations économiques différentes. L'incompatibilité s'est accrue au fil du temps dans la mesure où la monnaie unique n'a pas fait converger les économies, mais au contraire a creusé les disparités entre les pays de réussite, les pays du Nord, et

[1] La note de la Commission (2020) évoque des investissements de l'ordre de 4,3 points de PIB par an pour la transition écologique, sans faire le partage entre public et privé.

les autres. La monnaie unique crée obligatoirement une forte solidarité entre les pays membres ; les pays excédentaires doivent toujours financer les pays déficitaires, de sorte qu'ils peuvent s'estimer en droit de contrôler leurs politiques, tout en s'estimant en droit de pratiquer des politiques non-coopératives de recherche de compétitivité. De plus, les classes dirigeantes nationales et européennes estiment qu'il faut réformer le modèle européen, inciter les pays membres à réduire leurs dépenses publiques pour diminuer leurs impôts, ce qui est peu compatible avec les nécessités de la transition écologique et pose des questions sociales et démocratiques (l'UE peut-elle obliger un pays à réduire ses dépenses sociales contre l'avis de sa population ?).

Contrairement à ce que prétendaient ses partisans, la monnaie unique ne s'est pas accompagnée d'une plus grande liberté des politiques budgétaires, permettant de compenser la perte d'autonomie en matière de taux d'intérêt et de taux de change. La spéculation sur les dettes publiques nationales a remplacé la spéculation sur les taux de change. Certains pays (comme l'Italie) continuent à souffrir d'écarts de taux d'intérêt peu justifiables. La monnaie unique s'est accompagnée de la mise en place de règles budgétaires contraignantes et sans fondement économique. Ces règles ont créé des tensions entre la Commission européenne et les États membres quand leur application imposait des politiques ne correspondant pas aux situations des pays ; les plus fragiles ont été obligés d'obtempérer tandis que les plus grands (la France en premier) pouvaient désobéir. Les règles ont été maintes fois modifiées, complexifiées, renforcées, assouplies ; selon la Commission, elles devaient être repensées en 2020, tout en restant conformes aux Traités européens. En raison de la pandémie, cet examen a été reporté à 2022.

La crise sanitaire a obligé les instances européennes à suspendre pendant trois ans les Traités budgétaires. Les pays membres ont accumulé des déficits importants ; la plupart ont des dettes dépassant 60% du PIB, certains très nettement ; l'expérience des années 2011-12 montre qu'il serait contre-productif de leur demander de rentrer rapidement dans les clous. Par ailleurs, l'incertitude est grande sur la production et la croissance potentielle, ce qui rendra encore plus problématique la mise en œuvre des règles budgétaires. Enfin, avec SURE et la FRR (Facilité pour la Reprise et la Résilience), la Commission pourrait émettre jusqu'à 850 milliards de titres. Va-t-elle les rembourser ou des transferts financés par endettement commun deviendront-ils un élément permanent du fonctionnement de l'UE ?

De nombreux projets de réforme des règles budgétaires ont été proposés, soit par des instances européennes (le Comité budgétaire européen, CBE, le parlement), soit par des économistes *européens*, soit par des économistes extérieurs comme Olivier Blanchard (voir une analyse des premières propositions dans Mathieu et Sterdyniak, 2019). Un certain consensus semble se faire sur une règle de contrôle de l'évolution des dépenses publiques, qui devrait être inférieure à celle du PIB potentiel, et viser une cible de dette publique de 60 % du PIB. Les règles proposées diffèrent sur des points importants, en particulier la prise en compte des investissements, la vitesse de convergence vers la cible, le niveau de la cible elle-même. Elles maintiennent cependant un niveau arbitraire de cible de dette publique ; elles n'autorisent pas les politiques budgétaires discrétionnaires ; elles ne donnent pas l'autonomie nécessaire aux politiques budgétaires des États membres. Les discussions récentes montrent qu'il n'y a pas d'unanimité parmi les pays membres sur aucune de ses propositions, ni même pour changer les règles.

La section 2 discute le principe des règles budgétaires ; elle montre qu'elles ont des difficultés à être valides dans toutes les situations, de sorte qu'elles ne sont guère respectées. C'est particulièrement le cas pour les règles budgétaires européennes, qui n'ont pas de fondements économiques. La section 3 analyse les différents projets de réforme des règles budgétaires européennes. Un certain consensus semble se faire sur une règle de contrôle des dépenses publiques dont la croissance devrait être inférieure à celle du PIB nominal, de façon à ramener le ratio dette publique/PIB vers 60 %. Nous montrons les avantages de cette règle, mais aussi ses risques pour la stabilisation macroéconomique et l'autonomie des politiques budgétaires nationales, d'autant que sa mise en œuvre serait contrôlée par la Commission et des Comités budgétaires indépendants. Le risque existe que la réforme « change tout pour que rien ne change ». La section 4 développe une proposition inspirée par la finance fonctionnelle. Les pays doivent pouvoir pratiquer la politique budgétaire requise par leur situation macroéconomique, tout en respectant la cible d'inflation édictée par la BCE. Leur dette publique doit être garantie. Un pays ne doit être incité à changer de politique budgétaire que s'il est effectivement prouvé que celle-ci nuit aux autres pays membres.

2. Sur les règles budgétaires[2]

2.1 Faut-il des règles budgétaires ?

Les règles budgétaires sont des contraintes sur la politique budgétaire, qui imposent ou limitent certaines variables comme le déficit public, la dette publique, les dépenses publiques, soit dans l'absolu, soit en fonction de certaines variables économiques. On peut les distinguer selon plusieurs critères :

- Les règles peuvent porter sur le solde public (mais celui-ci dépend de la situation conjoncturelle), sur le solde public structurel (mais son évaluation est délicate), sur les dépenses publiques (mais un pays doit toujours pouvoir augmenter ses dépenses publiques s'il augmente en même temps ses ressources publiques), sur la dette publique (mais l'ajustement de celle-ci à un niveau souhaité ne peut être qu'un objectif de long terme).
- Certaines règles fixent en permanence la valeur des variables budgétaires (par exemple : le solde public structurel doit être égal à l'investissement net), mais cette valeur peut ne pas être pertinente face à certaines circonstances économiques non prévues ; d'autres fixent des limites numériques (le déficit public ne doit pas dépasser 3 % du PIB), elles jouent alors de façon épisodique et dissymétrique et ces limites sont souvent arbitraires ; d'autres stipulent des objectifs vagues ; ainsi la Constitution française écrit : « Les orientations pluriannuelles des finances publiques s'inscrivent dans l'objectif d'équilibre des comptes des administrations publiques ».
- Certaines règles sont de simples déclarations d'intention du gouvernement ou d'un programme politique (réduire le déficit public ou le taux de prélèvement obligatoire); d'autres peuvent être contrôlées par le Parlement ou un Comité d'experts indépendants (mais le contrôle peut se limiter à constater que la règle n'a pas été respectée et à enregistrer les explications du gouvernement) ; d'autres peuvent figurer dans une loi (de sorte qu'un vote du parlement est nécessaire pour les enfreindre ou les modifier) ou dans la Constitution (le *frein à la dette* en Allemagne, ce qui devient problématique quand

[2] Nous reprenons ici Mathieu et Sterdyniak (2012).

elle ne sont plus appropriées) ; d'autres peuvent faire l'objet d'un accord international (c'est le cas, parfois, des règles imposées par le FMI et surtout des règles budgétaires européennes). L'expérience montre que les modalités de contrôle du respect des règles sont plus importantes que les règles elles-mêmes : une règle rigoureuse non contrôlée n'a guère d'importance.

En tout état de cause, les règles budgétaires posent plusieurs problèmes :

- Elles reposent sur les analyses du *Public Choice* selon lesquelles les gouvernements élus sont obligatoirement démagogiques, de sorte qu'ils engagent trop de dépenses publiques, qu'ils financent par trop de déficit (voir une critique dans Mathieu et Sterdyniak, 2012). Visant à témoigner du sérieux budgétaire du gouvernement, elles amènent à prendre des engagements de politiques restrictives, au détriment de l'objectif de croissance et de plein-emploi.
- Comme la crise financière de 2008, le plancher à 0 des taux d'intérêt de la BCE depuis 2014, la crise sanitaire de 2020 l'ont montré, il est peu probable que les règles budgétaires prévoient toutes les situations économiques possibles, de sorte qu'il n'est pas toujours possible (et souhaitable) de les respecter et qu'elles doivent être revues, suspendues ou simplement non respectées.
- Elles s'écartent du principe de la finance fonctionnelle (que la Théorie monétaire moderne a rappelé) : les finances publiques ne doivent pas être gérées pour elles-mêmes, mais pour gérer l'économie.
- Visant à rassurer les marchés financiers, les institutions internationales ou les pays créanciers, elles témoignent toujours d'une certaine méfiance envers les gouvernements nationaux démocratiquement élus. Elles visent à empêcher ces derniers de pratiquer des politiques démagogiques qui induiraient des déficits insoutenables qui obligeraient à terme la Banque centrale à laisser filer l'inflation (la dominance budgétaire) ou qui se traduiraient par un défaut sur la dette, mais elles empêchent, si elles sont respectées, des relances, comme celle de la gauche en France en 1981 ou de Joe Biden aux États-Unis en 2021. Ce peut être considéré comme un avantage (éviter les politiques aventureuses) ou comme un défaut (empêcher des tournants nécessaires de politique économique).
- En théorie les règles budgétaires devraient permettre aux gouvernements de pratiquer les politiques de stabilisation nécessaires (et donc tenir compte de la politique monétaire) et devraient offrir un traitement particulier pour les investissements publics (mais leur définition est problématique et le souci de protéger les investissements publics ne doit pas se faire au détriment des dépenses d'éducation, ni des dépenses sociales). Elles devraient inciter à respecter l'équité intergénérationnelle, mais celle-ci est délicate à définir dans la mesure où une génération ne lègue pas seulement à la génération suivante une dette publique, mais un capital physique, un capital financier (les avoirs nets sur l'étranger), un capital humain et un capital écologique. Elle devrait garantir la soutenabilité de la politique budgétaire, mais elle aussi est difficile à évaluer (encadré 1).
- Les règles budgétaires peuvent être considérées comme des principes que le pays (ou le gouvernement) s'impose, qu'il a le droit de ne pas respecter dans des circonstances particulières à condition qu'il soit conscient qu'il brise un principe et qu'il doit avoir justification forte.

Les règles budgétaires peuvent s'adresser aux électeurs comme éléments d'un programme politique, comme « réduire les dépenses publiques » ou « réduire les prélèvements obligatoires », mais la crise de 2020-21 a montré les difficultés de respecter de tels engagements. Elles peuvent s'adresser aux marchés financiers, comme garantie d'éviter des situations de forte inflation, de déprécation du taux

de change ou d'insolvabilité. Elles peuvent s'adresser à la Banque centrale, comme engagement à éviter la domination budgétaire, mais, dans ce cas elles doivent être compatibles avec les objectifs de la Banque centrale : le gouvernement doit s'engager à pratiquer des politiques restrictives si le taux d'inflation et les taux d'intérêt sont au-dessus des taux objectifs de la Banque centrale.

Encadré 1 : La soutenabilité de la politique budgétaire

La politique budgétaire doit être considérée comme insoutenable si elle fait courir le risque d'une perte de contrôle des finances publiques, qui entrainerait une forte inflation, un défaut sur la dette publique ou un tournant brutal et coûteux de politique économique. Mais, une politique qui augmente le déficit et la dette publics à la suite d'une faiblesse de la demande privée, dans une situation de taux d'intérêt et de taux d'inflation faibles, ne peut être considérée comme insoutenable. Il en va de même si la hausse de la dette publique résulte d'un désir des ménages de détenir plus d'actifs sans risque, dans une situation de vieillissement de la population et d'instabilité des marchés financiers.

Soit, d, la montant de la dette publique relativement au PIB, $r-g-\pi$, le taux d'intérêt réel corrigé de la croissance, et s, le solde public primaire. La dette publique évolue selon : $d = (1+ r-g-\pi)\, d_{-1} - s$, de sorte que la stabilisation de la dette impose que : $(r-g-\pi)\, d = s$.

Soit, s_M, l'excédent public primaire maximal possible, la soutenabilité nécessite que, compte tenu de tous les scénarios macroéconomiques possibles, la probabilité que $(r-g-\pi)\, d > s_M$, soit faible. Il est délicat d'évaluer les valeurs possibles futures du taux d'intérêt réel corrigé de la croissance. S'il est négatif, un déficit primaire de $(r-g-\pi)\, d$ permet la stabilisation de la dette. Le ratio de dette converge vers $- s/(r-g-\pi)$, de sorte que la question devient : un tel niveau de dette est-il acceptable ? Par exemple, si $(r-g-\pi)=-2$ % et $s=-3$ %, la dette publique converge vers 150 % du PIB. Avec une dette de 150 % du PIB, si, en période de surchauffe, la Banque centrale remonte $r-g-\pi$ à 2 %, il faut que le gouvernement soit capable de remonter le solde budgétaire à un excédent de 3 %. Mais cela n'est pas impossible si effectivement l'économie est en surchauffe.

Ainsi, la soutenabilité des finances publiques dépend à la fois de la politique budgétaire (qui doit être conforme à la situation économique), de la politique monétaire (qui peut accepter des bas taux d'intérêt et de l'inflation pour faciliter le financement public, c'est la dominance budgétaire, ou maintenir son objectif d'inflation pour imposer au gouvernement de pratiquer des politiques plus restrictives, c'est la dominance monétaire), de la demande privée et parfois des marchés financiers (qui peuvent augmenter les taux d'intérêt en craignant l'inflation ou le défaut sur la dette).

Le problème de soutenabilité de la dette ne se pose pas vraiment dans un pays souverain monétairement, où la Banque centrale est indépendante, mais garantit le financement des déficits publics, dans la mesure où le risque de défaut n'existe pas ; seul existe le risque d'épisode inflationniste incontrôlé, qui est limité, en fait, par la coordination implicite entre la Banque centrale et l'État (comme aux États-Unis, Royaume-Uni, Japon).

Les règles les plus simples, comme l'équilibre budgétaire structurel, la limitation du déficit public à X % du PIB, ou celle de la dette publique à Y % du PIB, n'ont guère de sens puisqu'elles reposent sur des chiffres arbitraires, 0, X ou Y. Une règle plus satisfaisante serait qu'un pays doit avoir un déficit public structurel (corrigé de la dépréciation de sa dette publique induite par l'inflation) égal à son investissement public net (c'est *la règle d'or des finances publiques*[3], voir Mathieu et Sterdyniak, 2012).

[3] Truger (2015) propose « une règle d'or pour l'investissement public ». L'investissement public net serait ôté des normes de déficit. Cela éviterait que l'investissement public soit la première victime des politiques d'austérité. Au contraire, la règle favoriserait une relance de l'investissement public qui serait utile pour le court comme pour le long terme. Cependant, cette règle, en tant que telle, oublie les nécessités de la stabilisation conjoncturelle, sauf s'il est accepté que l'investissement public soit utilisé à cette fin.

Mais, le calcul du solde structurel reste problématique ; la règle devrait permettre une définition large de l'investissement pour inclure les dépenses d'éducation et de recherche ; les mesures temporaires de soutien conjoncturel ne devraient pas figurer dans le solde structurel, de sorte que la règle serait en fait peu contraignante. Elle suppose, de plus, que cet équilibre neutre, celui de la règle d'or, soit optimal, ce qui ne va pas de soi.

On peut préférer la règle : le solde public doit viser à maintenir le plein-emploi (du moins l'emploi correspondant au taux de chômage naturel), avec la contrainte que le taux d'inflation ne dépasse pas l'objectif de la Banque centrale et que le taux d'intérêt ne dépasse pas le taux de croissance nominale (la somme de la croissance potentielle et de l'inflation). Ainsi, le solde public doit comporter quatre éléments : un déficit structurel égal à l'investissement public net (et à la dépréciation de la dette induite par l'inflation), le solde conjoncturel automatique, les mesures temporaires de soutien à l'activité et, éventuellement, un solde structurel destiné à corriger un excédent (ou un déficit) structurel de demande.

2.2 Les règles budgétaires dans la zone euro

Les pays de la zone euro sont soumis au Pacte de stabilité et de croissance (PSC) et au Traité budgétaire (le TSCG). C'est un cas spécifique de règles budgétaires incluses dans des traités internationaux ; ce qui pose la question : un traité international, fruit d'un compromis politique, aux dispositions forcément simples, peut-il comprendre des dispositions contraignantes de caractère économique, dispositions qui peuvent être contraires aux principes économiques et aux nécessités de la bonne conduite de la politique budgétaire ? Ne pas respecter les règles budgétaires dans ce cas, est-ce trahir la signature du pays ?

L'organisation des politiques budgétaires dans la zone euro devrait respecter plusieurs principes contradictoires :

- Les pays membres doivent pouvoir mener des politiques budgétaires autonomes, conformes aux choix démocratiques de leur population et à leur situation conjoncturelle.
- La politique économique d'un pays ne doit pas nuire à ses partenaires, soit en étant trop inflationniste, ce qui amène la BCE à pratiquer des taux d'intérêt trop élevés, soit en étant trop restrictive, ce qui induit une demande globale trop basse, des taux d'intérêt trop faibles et des déficits extérieurs dans les pays partenaires.
- Les dettes publiques de chaque pays doivent être totalement garanties pour éviter la spéculation à la faillite, et donc les écarts de taux d'intérêt entre pays. Cette garantie implique un droit de regard des instances européennes (Commission, Conseil) sur la politique budgétaire des pays membres.
- Les pays membres se sont engagés à coordonner leurs politiques économiques, ce qui donne, là aussi, un droit de regard aux instances européennes sur les politiques nationales. Cependant, si on sort de la vision technocratique de la politique économique (« il n'existe pas d'alternative »), se pose la question des orientations de politiques économiques préconisées par Bruxelles (leur orientation néo-libérale a-t-elle été démocratiquement décidée ?) et de la possibilité pour un pays de s'en écarter.

Les négociations entre les États membres, puis l'influence de la Commission ont abouti en mettre en place des règles budgétaires, dans le Pacte de Stabilité et de Croissance (1997), le *Six-pack* (2011), le *Two-pack* (2013), le Traité budgétaire (2013), la réforme de janvier 2015. Ces règles sont ainsi

devenues de plus en plus compliquées (voir les 108 pages du Vademecum sur le pacte de stabilité et de croissance de 2019).

- Les pays ne doivent pas dépasser la limite de 3 % du PIB pour leur déficit public, celle de 60 % pour leur dette publique.
- La Commission européenne déclenche une procédure de déficit excessif (PDE) quand un pays dépasse 3 % de déficit (sauf si le dépassement est temporaire) ; elle donne au pays un certain délai pour passer en dessous de 3 % ; un pays soumis à une PDE doit soumettre son budget et son programme de réformes structurelles à la Commission et au Conseil, qui peuvent en suivre la mise en place. La Commission et le Conseil peuvent infliger des amendes en cas de non-respect de leurs préconisations.
- Les pays membres doivent présenter des Programmes de Stabilité prévoyant l'évolution des finances publiques sur 4 ans et comportant un retour vers un objectif de moyen terme (OMT), soit un déficit structurel inférieur à 0,5 % du PIB, si la dette publique est supérieure à 60 % du PIB, à 1 % du PIB si elle est inférieure. Celui-ci doit s'effectuer à un rythme supérieur à 0,5 % de PIB par an (mesuré en termes de solde structurel primaire, tel que calculé par la Commission). Ce rythme doit être agréé par la Commission, qui peut tenir compte des réformes structurelles mises en œuvre. Une fois l'OMT atteint, celui-ci doit être maintenu.
- Le taux de croissance des dépenses publiques primaires ne doit pas dépasser le taux de croissance potentielle du PIB à moyen terme, tout dépassement de cette norme devant être compensé par une augmentation discrétionnaire des recettes publiques, toute baisse discrétionnaire des recettes devant être compensée par une baisse des dépenses.
- Les pays ayant une dette supérieure à 60 % du PIB doivent la faire baisser d'un vingtième de l'écart par année (la baisse étant évaluée sur la moyenne des trois dernières années). Le non-respect de cette contrainte peut donner lieu à une PDE.
- Les pays doivent mettre en place des Comités budgétaires nationaux (CBN) indépendants, chargés de vérifier la conformité de la politique budgétaire avec les règles européennes.

Les défauts de ce dispositif ont été maintes fois analysés :

- La limite de 3 % n'a aucun sens en période de dépression. Un pays frappé par une récession spécifique peut avoir besoin d'un déficit public supérieur à 3 % pour compenser une forte baisse de sa demande privée. *A priori,* il n'induit ainsi aucun effet défavorable sur ses partenaires.
- La norme de quasi-équilibre de moyen terme n'a aucun sens économique, c'est une contrainte supérieure à celle de la règle d'or ou de la stabilité de la dette. En situation de faible demande privée et de taux d'intérêt déjà abaissés au minimum, l'équilibre du solde public est incompatible avec un niveau satisfaisant de demande.
- La limite de 60 % pour la dette publique est arbitraire. Elle ne tient pas compte du désir des agents privés de détenir de la dette publique, des besoins de capital public, du niveau des taux d'intérêt par rapport au taux de croissance.
- Une règle budgétaire doit avoir un long terme satisfaisant tant du point de vue de sa cohérence interne que du point de vue de l'équilibre macroéconomique. La règle européenne aujourd'hui impose que le déficit budgétaire structurel s'améliore de 0,5 point de PIB par an jusqu'à devenir inférieur à

0,5 % du PIB, sachant qu'il peut rester à 1 point de PIB si la dette publique est inférieure à 60 % du PIB. Le long terme est donc : Déficit structurel = 1 point de PIB ; Dette publique = 33,3 % du PIB (en supposant une croissance nominale de long terme de 3 %). Rien ne prouve que cette politique budgétaire soit compatible avec le plein-emploi et un taux d'intérêt égal à 3 %. Par ailleurs, les marchés financiers, les épargnants, et en particulier les fonds de pension, ont besoin d'actifs de long terme, liquides et sans risque, donc de plus d'actifs publics que 33,3% du PIB. Un objectif de dette publique à 60 % du PIB permettrait un déficit structurel de 1,8 % du PIB. Mais le chiffre de 60 % reste arbitraire.

- La mise en œuvre du dispositif dépend crucialement de l'évaluation de la production potentielle. Or, celle-ci est fragile, contestable et variable (voir, Mathieu et Sterdyniak, 2015[4]). L'appréciation de l'impulsion budgétaire est imprécise, puisqu'aux incertitudes sur la croissance potentielle s'ajoutent celles sur les dépenses (lesquelles sont exceptionnelles ?) et sur les recettes (comment traiter leurs fluctuations imprévues ?). La méthode de la Commission fait que la production potentielle s'écarte relativement peu de la production constatée, de sorte que le déficit est toujours estimé être en majeure partie structurel.
- Le dispositif initial ne tenait pas compte du rôle de la politique budgétaire pour stabiliser la conjoncture économique. Les politiques discrétionnaires étaient proscrites. Ainsi, un pays pouvait se voir exiger de pratiquer une politique restrictive de 0,5 % du PIB alors qu'il était (ou entrait) en récession. En janvier 2015, le Pacte a été amendé, l'effort demandé dépendant désormais de la situation conjoncturelle. Ainsi, pour un pays dont la dette publique est supérieure à 60 % du PIB, l'effort requis est nul si la croissance est négative ou l'écart de production inférieur à -4 % ; de 0,25 % pour un écart inférieur à -1,5 % et une croissance inférieure à la croissance potentielle ; de 0,5 % en temps normal ; de 0,75 % si l'écart de production dépasse 1,5 % et même de 1 % si, de plus, la croissance dépasse la croissance potentielle.
- La coexistence des différentes règles portant sur le déficit, le déficit structurel, la dette, les dépenses publiques introduit une complexité peu gérable. S'y ajoutent les incertitudes sur la croissance potentielle et donc sur l'impulsion budgétaire. Cela aboutit à des négociations compliquées entre les technocraties européennes et nationales, dont les décideurs politiques tiennent généralement peu compte.
- Les CBN ont un rôle ambigu. Doivent-ils apprécier la pertinence de la politique budgétaire compte tenu de la situation conjoncturelle ou uniquement vérifier qu'elle est conforme aux règles européennes ?
- Les règles ne constituent pas un dispositif de coordination des politiques économiques. Elles ne tiennent pas compte de la situation globale de la zone, les politiques restrictives de certains pays ne sont pas compensées par des politiques expansionnistes de leurs partenaires. Elles ne tiennent pas compte des marges de manœuvre en matière de politique monétaire ; or, celles-ci sont très limitées quand les taux d'intérêt sont déjà pratiquement nuls. Pensées pour réduire les risques d'inflation, elles sont inappropriées, en situation de taux d'intérêt proches de zéro, quand le risque est la déflation. Pensées pour réduire le risque de politiques budgétaires trop expansionnistes, elles sont inappropriées quand les pays avancés souffrent d'un déficit global de demande et d'un risque de stagnation économique.
- Le dispositif, en lui-même, ne prenait pas en compte les questions de solde extérieur, de compétitivité, d'endettement privé, de bulles financières ou immobilières. Depuis 2010, a été instauré un « semestre européen ». En octobre N-1, les pays présentent leur projet de budget pour l'année N. En novembre, la

[4] Ainsi, fin 2019, la Commission estimait que la France, avec un taux de chômage de 8,5%, avait un écart de production positif de 0,7% ; fin 2020, l'écart de production, toujours pour 2019, était estimé à 1,9%.

Commission publie un Examen Annuel de la Croissance (*Annual Growth Survey, AGS)*, qui fournit des objectifs de politique économique pour l'année suivante et donne des instructions aux États membres ; elle évalue les projets de budgets nationaux. En même temps, elle publie un tableau de bord repérant les déséquilibres macroéconomiques de chaque pays à partir de 14 indicateurs (compétitivité, déficit extérieur, dettes publiques et privées, chômage). Certains pays peuvent être soumis à une analyse approfondie, puis à une procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques (PDM). Mais la surveillance n'est guère symétrique : la Commission demande souvent aux pays membres de réduire leurs dettes et déficits publics ; de gagner en compétitivité en réduisant le niveau des salaires ou des cotisations sociales ; elle ne critique guère les pays qui pèsent sur les autres par des politiques budgétaires et salariales trop restrictives. Depuis 2013, toutefois, les excédents extérieurs de l'Allemagne et des Pays-Bas sont légèrement critiqués, sans que ces pays jugent bon de modifier leur politique. Jusqu'à présent, la Commission joue plutôt les mouches du coche, signalant à chaque pays ses problèmes, qu'il connaît bien, sans avoir la capacité d'influencer les politiques suivies.

Encadré 2 : La théorie fonctionnelle des finances publiques

Pour obtenir un niveau de demande satisfaisant, compatible avec une inflation stable, le gouvernement doit parfois accepter un certain déficit budgétaire. Notons, y le niveau de production (en écart au potentiel), a, un indicateur de la demande privée, *d,* un indicateur du solde budgétaire, *r* le taux d'intérêt, g le taux de croissance tendanciel (en valeur), *h* la dette publique rapportée au PIB, *l* la dette publique désirée par le secteur privé (pour un taux d'intérêt égal au taux de croissance).

Soit

Il faut distinguer deux cas de figure. **Si le pays contrôle son taux d'intérêt**, la politique budgétaire est *a priori* peu utile. Il suffit de fixer le taux d'intérêt :

Un choc de demande privée négatif, une hausse de la dette publique désirée permet une baisse du taux d'intérêt (qui permet de stimuler spécifiquement l'investissement). Un choc de demande positif peut être contré par une hausse du taux d'intérêt (mais cela nuit à l'investissement) ou par une politique budgétaire restrictive (qui n'a pas ce défaut). La règle est : la politique budgétaire doit permettre de maintenir le plein-emploi et le taux d'intérêt optimal.

À long terme, la dette est stable par rapport au PIB, de sorte que *d=0*

Un pays peut arbitrer entre un bas niveau de taux d'intérêt et de dette publique et un haut niveau de taux d'intérêt et de dette publique. Une politique budgétaire restrictive peut avoir un sens si elle s'accompagne d'une baisse du taux d'intérêt. Mais, un objectif de dette publique très faible par rapport au taux désiré par les agents privés implique un taux d'intérêt très faible (ce qui peut être impossible si le taux d'intérêt ne peut passer en dessous de 0).

Si le pays ne contrôle pas son taux d'intérêt (car ce taux est déjà nul ou est inférieur au taux optimal ou est fixé par l'extérieur, car le pays appartient à la zone euro), la politique budgétaire de régulation nécessaire à court terme est :

Si cette politique est mise en œuvre et si la régulation est parfaite, il n'y a aucun lien *ex post* entre le déficit et l'écart de production, qui reste nul. Le déficit, *d*, apparaît comme structurel selon les évaluations de l'OCDE ou de la Commission, ce qui est absurde.

À long terme, *d* = 0 et Le niveau de dette publique de long terme n'est pas arbitraire, mais dépend du désir des agents privés : la dette publique doit être égale à la dette désirée par le secteur privé à taux d'intérêt fixé.

On ne peut proposer une règle budgétaire du type : puisque ce serait renoncer à une stabilisation complète ; puisque l'État ne peut se fixer un objectif de dette indépendamment des désirs des agents privés. Le niveau de dette publique désiré par les agents privés a sans doute augmenté pendant la crise puisque les ménages désirent détenir moins d'actifs financiers risqués et que les entreprises souhaitent être moins endettées. Structurellement, le vieillissement de la population fait que les actifs publics sans risque sont de plus en plus désirés.

Les règles budgétaires du PSC et du TSCG sont arbitraires. Elles peuvent imposer des politiques restrictives à des pays en déficit de demande, alors même que celles-ci ne peuvent être compensées par une baisse du taux d'intérêt. La politique budgétaire devrait se donner comme objectif de maintenir (ou de retrouver) le niveau souhaitable d'emploi tout en permettant à l'inflation et au taux d'intérêt de rester à des niveaux satisfaisants. Selon la théorie fonctionnelle des finances publiques (encadré 2), la dette et le déficit public doivent découler de cet objectif et non de normes arbitraires.

Cependant, les classes dirigeantes et les technocraties nationales et européennes soutiennent ces règles budgétaires, même si ces règles bridents la demande, même si elles n'ont pas de fondement économique, car elles constituent un moyen, inscrit dans des Traités difficilement modifiables, d'empêcher toute politique budgétaire expansionniste, des pays du Sud ou de partis de gauche qui arriveraient au pouvoir, car elles obligent les pays membres à tenter de rechercher la croissance par des gains de compétitivité, en copiant la stratégie allemande. Les pays membres restent en théorie les décideurs en dernier ressort de leur politique budgétaire, mais la pression européenne peut être forte quand un pays envisage de sortir des clous (comme l'Italie en 2019), d'autant qu'elle se double de tensions sur le marché de sa dette publique. Elle a été relativement inefficace sur la France, qui a souvent enfreint les règles budgétaires.

Encadré 3 : Peut-on proposer une règle budgétaire keynésienne ?

Les investissements publics nets (Ipn) doivent être financés par emprunt ; il faut corriger le solde budgétaire de la dépréciation de la dette induite par l'inflation ; la politique budgétaire doit avoir un rôle contracyclique : un écart de production de 1 % justifie un déficit de 0,75 % du PIB, soit plus que l'effet automatique ; la politique budgétaire doit être restrictive quand la politique monétaire l'est (quand le taux d'intérêt fixé par la BCE dépasse le taux de la « règle d'or de la croissance », selon Phelps, soit l'objectif d'inflation plus le taux de croissance potentielle). Soit pour un objectif d'inflation de 1,9 % et de croissance de 1,3 % :

s=-Ipn- πD% + 0,75 écart de production +0,5 (i-3,2)

Avec cette règle budgétaire, qui garantit qu'à long terme la dette publique ne dépasse pas le capital public, en prenant l'écart de production officiel (qui n'est que de - 0,9%), le solde public de la France en 2017, aurait dû être de 0,0-0,9 -0,75 *0,9-1,6 = -3,2. En fait, il a été de -2,7%. Mais cette règle ne permet pas une stabilisation complète ; elle tient mal compte du lien entre politique budgétaire et écart de production ; elle dépend des estimations d'écart de production et de croissance potentielle.

Même si la monnaie unique a résisté à la crise financière de 2008, puis à la crise des dettes souveraines en 2010, son bilan est médiocre. Après la crise financière, la zone euro fut incapable de mettre en place une stratégie macroéconomique cohérente pour récupérer les 8 points d'activité perdus. Sous la pression de la Commission, les pays du Sud de l'Europe ont dû mettre en œuvre des plans drastiques de réduction des déficits publics. Les autres pays, pressés par la Commission de rentrer dans les clous du PSC, craignant de voir leur dette attaquée par les marchés financiers, se sont résignés à faire des efforts importants. Pour la zone euro prise globalement, les mesures de restrictions budgétaires ont représenté plus de 5 points de PIB sur la période 2011-2014. Ainsi, le PIB de la zone était en 2014 au

même niveau qu'en 2007, alors qu'il était supérieur de 5,4 % au Royaume-Uni, de 8,2 % aux États-Unis. Les écarts de taux d'intérêt ont persisté : en 2016, le taux à 10 ans était de 0,1 % en Allemagne, de 0,5 % en France, de 1,4 % en Espagne, de 1,5 % en Italie, de 3,2 % au Portugal, de 8,4 % en Grèce.

Les règles budgétaires ont contribué à ce qu'en 2019, le déficit public de la zone euro (0,6% du PIB) soit nettement plus faible que celui du Royaume-Uni (2,3%), du Japon (3,1%) ou des États-Unis (5,7%) ; de même la dette publique de la zone euro (84 % du PIB), au même niveau que celui du Royaume-Uni (85%), était largement en dessous de celui des États-Unis (108 %) et du Japon (232 %). Cela a été chèrement payé : globalement de 1990 à 2019, la croissance du PIB par tête a été de 20,3 % pour la zone euro, contre 37,5 % pour les États-Unis, 34,9 % pour la Suède, 25 % pour le Royaume-Uni. La zone euro a connu de fortes disparités : la croissance du PIB par tête a été de 88,8 % en Irlande, de 29,1 % en Finlande, 27,5 % en Allemagne, de l'ordre de 24 % en Belgique, Autriche, Pays-Bas, de 22,8 % en Espagne ; par contre, elle n'a été que de 18,8 % en France, de 18,3 % au Portugal, de 5,6 % en Grèce et surtout seulement de 1,8 % en Italie.

3. Quelles réformes de l'organisation de la politique budgétaire dans la zone euro ?

3.1 Des propositions de réformes avant la crise sanitaire

Les Traités européens, puis les réformes mises en œuvre depuis la crise financière, ont abouti à une architecture compliquée et peu satisfaisante. Le contrôle des politiques budgétaires nationales donne lieu à une intense activité technocratique, généralement peu fondée sur le plan économique, puis à de pénibles négociations entre la Commission et les États membres.

De 2012 à 2018, les institutions européennes (Commission, Conseil, Eurogroupe) ont publié de nombreux textes proposant des réformes du fonctionnement des politiques économiques de l'UE (voir, Mathieu et Sterdyniak, 2019). Elles dénoncent l'indiscipline budgétaire des États membres : elles regrettent que ce soient les États membres qui décident en dernier ressort de leur politique budgétaire, elles-mêmes n'ayant qu'un pouvoir de conseil, de surveillance, de critique ; elles reconnaissent que les règles budgétaires actuelles sont « stupides », mais le passage à une conduite intelligente des politiques budgétaires, donc sans règles arbitraires, nécessite, selon elles, que les instances européennes puissent contrôler les politiques budgétaires nationales.

Les projets des instances européennes visent souvent à augmenter leurs pouvoirs au détriment des États membres. Leur logique est de mettre sous tutelle les États membres, que ce soit pour la gestion macroéconomique ou pour les réformes structurelles, ce qui est contradictoire avec les principes de la souveraineté nationale. Elles se heurtent aux réticences des États membres, qui veulent conserver leur pouvoir et leur autonomie ; à celles des pays du Nord qui refusent l'Europe budgétaire, qui serait, selon elles, « l'Europe des dettes et des transferts » ; à celles des petits pays veulent conserver leurs spécificités et refusent la dictature des grands pays. Par ailleurs, les institutions européennes refusent de remettre en cause le PSC et le TSCG, ce qui limite les possibilités de réforme et de coordination budgétaire.

Les projets des institutions européennes ont varié au cours du temps, compte tenu des réticences des États membres. La Commission voudrait renforcer la discipline budgétaire, pouvoir imposer à un État membre de modifier son budget. Elle voudrait que l'UEM ait une capacité budgétaire, c'est-à-dire

qu'elle puisse organiser des transferts entre pays par un mécanisme assurantiel pour absorber les chocs spécifiques (basés sur les écarts de production, les taux de chômage en écart au taux de chômage naturel ou sur la réassurance de l'assurance chômage) et qu'elle puisse s'endetter pour financer un Mécanisme européen de stabilisation (MES) qui pourrait octroyer des aides conditionnelles aux pays en difficulté. La Commission voudrait instaurer un instrument de convergence et de compétitivité (ICC) qui subventionnerait les États qui s'engageraient dans des réformes structurelles. Elle insiste sur la finalisation de l'Union bancaire et la création d'une Union des marchés de capitaux. Elle voudrait créer un actif financier européen sans risque tandis que les banques seraient découragées de détenir les titres de leur pays (ce qui pourrait rendre plus difficile le financement des dettes publiques des pays membres). Est souvent évoquée la mise en place d'un Ministre européen de l'économie et des finances ou d'un Trésor de la zone euro, qui serait chargé de la surveillance économique et budgétaire de la zone euro et des États membres, qui gérerait le MES, qui coordonnerait l'émission de l'actif sans risque.

En novembre 2017, le Comité Budgétaire Européen (CBE) a publié son premier rapport, consacré à une réflexion sur la mise en œuvre du PSC et du TSCG. Le rapport ne remet pas en cause l'architecture de ce dispositif ; il se prononce pour des règles appliquées de façon imparfaite car l'absence de règles serait nuisible à la soutenabilité des finances publiques et une application rigoureuse nuirait à la reprise en Europe. Il estime que des règles plus conformes aux nécessités économiques seraient payées par plus de complexité et des jugements discrétionnaires éventuellement contradictoires entre la Commission et le Conseil. Il ne propose que des améliorations limitées : demander aux États de prévoir en périodes fastes des marges de manœuvre pour les périodes de récessions ; renforcer la mise en œuvre des règles budgétaires en introduisant des sanctions budgétaires ; obliger les gouvernements à expliquer pourquoi ils s'écartent des recommandations de leur CBN ; rendre les règles plus rigoureuses et plus simples tout en prévoyant des clauses précises pour leur suspension en cas de circonstances exceptionnelles ; ôter les investissements publics de la norme de déficit, mais uniquement en période de récession ; mettre en œuvre des réformes structurelles pour renforcer la résilience économique. Enfin, il propose une capacité budgétaire à l'échelle européenne, soit par un système de réassurance des indemnités chômage, soit pour financer certains investissements publics en période de récession.

Certains économistes ont proposé des dispositions comptables pour tourner les règles du PSC et du Traité budgétaire, comme ne pas tenir compte des dépenses d'indemnisation du chômage ou des investissements publics (bruts ou nets) dans la règle des 3 %, créer des fonds temporaires dans les bons moments pour permettre plus de déficits dans les mauvais moments, créer une dette temporaire dans les mauvais moments à rembourser dans les bons moments, etc... Selon nous, il serait préférable d'écrire tout simplement : un déficit public est acceptable s'il est nécessaire pour soutenir l'activité quand le taux d'inflation est inférieur à l'objectif, quand le taux d'intérêt est au-dessous du niveau normal (croissance potentielle plus la cible d'inflation), quand le déficit extérieur est inférieur à un certain niveau objectif.

3.2. La règle de dépenses publiques

Aujourd'hui, il semble y avoir un certain consensus parmi les institutions européennes et les économistes européens pour remplacer les règles existantes par une seule règle : une règle d'évolution des dépenses publiques. L'évolution des dépenses publiques (hors charges d'intérêt et hausse

conjoncturelle des dépenses de prestations chômage) devrait être inférieure à celle de la somme de l'inflation et du PIB potentiel, de façon à viser une cible de dette publique de 60 % du PIB. Toutefois, un pays pourrait choisir d'augmenter ses dépenses publiques s'il augmente en même temps ses recettes publiques ; il ne pourrait baisser ses impôts que s'il baisse ses dépenses publiques. En fait, la règle est très proche d'une règle d'évolution du solde primaire structurel (SPS), qui devrait augmenter chaque année en fonction de l'écart du ratio de dette à la norme de 60 % du PIB. Toutefois, une hausse spontanée des recettes fiscales n'allègerait pas la contrainte budgétaire[5]. Mais, présenter la règle sous forme de contrainte sur les dépenses n'est pas neutre : la pression est mise sur les dépenses plus que sur la possibilité d'augmenter les recettes.

Les propositions diffèrent quant à la prise en compte des investissements publics ; certains proposent de les ôter des dépenses publiques régies par la règle et de n'y inclure que la consommation de capital public. Mais, les investissements publics augmenteraient quand même la dette publique, de sorte qu'ils seraient pris en compte à terme. Aussi, certains proposent d'ôter leur cumul de la dette publique, respectant ainsi alors la *règle d'or des finances publiques :* la cible de dette publique devrait alors être remplacée par la règle : « la dette publique doit être inférieure au capital public ». Certains proposent d'ôter les investissements impulsant la croissance potentielle, en oubliant que les investissements verts indispensables ont une autre finalité, plus importante aujourd'hui, réduire les émissions de gaz à effet de serre. Par ailleurs, on peut craindre que l'accent mis sur les dépenses d'investissement implique une pression accrue sur les dépenses sociales.

Les propositions diffèrent sur la prise en compte de l'inflation (constatée, anticipée ou les 2 % objectif de la BCE, ce dernier choix étant le plus stabilisant pour l'économie). Elles diffèrent sur la vitesse de convergence vers l'objectif d'une dette de 60 % du PIB ; certains remettent même en cause ce 60 % pour proposer 90 % (Dullien *et al.,* 2020) ou 100% (ESM, 2021), ou une cible glissante.

Selon certaines propositions, chaque gouvernement devrait fixer son objectif d'évolution des dépenses publiques au début de son mandat. D'autres imposent cette évolution par une formule rigide. Dans de nombreuses propositions, l'objectif national serait fixé par une négociation entre l'État membre, la Commission, le Conseil budgétaire européen (CBE) et le Conseil budgétaire national (CBN). Le respect de la règle serait supervisé par le CBE et le CBN. Le non-respect de la règle serait sanctionné financièrement. Ainsi, la règle des dépenses publiques réduirait l'autonomie budgétaire des pays membres.

Selon ses promoteurs, cette règle éviterait les problèmes liés à l'estimation de la production potentielle, du solde structurel, de l'impulsion budgétaire. En sens inverse, il faudrait toujours estimer la croissance potentielle, ce qui est problématique en situation de dépression. Le risque demeure d'un enchainement pervers comme en 2011 : sous-estimation de la croissance potentielle d'où politique restrictive, d'où faible croissance, d'où baisse de l'estimation de la croissance potentielle.

[5] Ceci suppose de distinguer l'évolution spontanée des recettes fiscales des mesures nouvelles. Pour l'impôt sur le revenu, par exemple, l'évolution spontanée correspond-t-elle à la fixité du barème, à son indexation sur les prix, sur le revenu moyen par ménages ?

L'évolution des dépenses publiques nettes serait une variable entièrement contrôlée par le gouvernement. Ce n'est pas totalement vrai compte-tenu des dépenses de guichet (santé, assistance). La règle pousserait à l'étatisation des dépenses locales et sociales.

La règle laisse jouer les stabilisateurs automatiques du côté des recettes (et des prestations chômage). En sens inverse, elle interdit les politiques discrétionnaires de court terme (qui sont nécessaires comme l'a à nouveau montré la crise sanitaire).

Quand l'objectif arbitraire de 60 % pour le ratio dette/PIB est maintenu, la règle impliquerait une longue période d'austérité. Rien n'assure que la baisse induite des dépenses publiques sera compensée par une hausse des dépenses privées. Rien n'assure que ce niveau arbitraire est compatible avec l'équilibre macroéconomique de moyen terme. A court terme, une politique restrictive augmente le ratio de dette publique, du fait de la baisse du PIB, de sorte qu'un pilotage par la dette n'est pas facile[6].

Enfin, c'est bizarrement une règle qui porte sur la variation du SPS et non sur son niveau.

Ainsi, Claeys, Darvas et Leandro (2016) proposent que les dépenses publiques (hors charges d'intérêt, hausse conjoncturelle des prestations chômage, dépenses exceptionnelles, investissements publics, mais y compris consommation de capital fixe) ne puissent augmenter plus vite que l'objectif d'inflation de la BCE (2%) plus la croissance potentielle de moyen terme du pays, moins un terme correcteur de 0,02 fois l'excès de dette publique par rapport à l'objectif de 60 % du PIB. Cette règle a l'avantage de s'assouplir si l'inflation est inférieure à 2 % (1 point d'inflation manquant permet 1 % de hausse des dépenses publiques, soit environ 0,5 point de déficit structurel supplémentaire). Cependant, elle ne tient pas compte de la situation conjoncturelle : un pays ayant une dette de 100% du PIB devrait réduire ses dépenses publiques de 0,8% chaque année et donc pratiquer un effort budgétaire de l'ordre de 0,4 % par an, pendant une dizaine d'années, cela quelle que soit sa conjoncture.

De plus, la règle rigide proposée est mal conçue. Elle ne fixe pas de niveau d'équilibre du solde primaire budgétaire, de sorte qu'elle n'aboutit pas à un long terme équilibré. Un pays qui part avec une dette de 100 % du PIB et un déficit structurel primaire de 2 % du PIB, doit augmenter chaque année son solde structurel primaire. Au bout de 20 ans (en supposant que le taux d'intérêt est égal au taux de croissance et en oubliant les effets multiplicateurs sur l'activité), sa dette serait proche de 60 % du PIB et son solde primaire structurel excédentaire de 4,5 % du PIB. La règle ne dit rien sur la suite, entre rester à une dette de 60 % du PIB (ce qui permettrait de ramener rapidement le solde structurel primaire à l'équilibre, avec un fort effet expansionniste) ou maintenir un fort excédent et annuler progressivement la dette publique. Or, toute règle budgétaire doit aboutir à des niveaux stables de dette et de déficit, compatibles avec l'équilibre macroéconomique. Par ailleurs, un pays doit-il se lancer dans un tel programme d'austérité budgétaire (une baisse à terme de 13 % de ses dépenses publiques) uniquement pour atteindre un niveau arbitraire de dette publique ? La France doit-elle se donner comme objectif de politique budgétaire de ramener sa dette à 60 % dans 20 ans, alors que ce chiffre de 60 % est arbitraire et largement dépassé par les pays hors zone euro, alors que l'urgence est de financer la transition écologique ?

[6] Soit un pays dont le PIB est 100, la dette publique 120, le multiplicateur est de 1,5, la sensibilité du solde public au PIB de 0,5. Une baisse de 1 des dépenses publiques fait passer le PIB à 98,5 ; la dette passe à 119,75, de sorte que le ratio Dette/PIB passe de 120 % à 121,6 %.

Bénassy *et al.* (2018) proposent une règle similaire (toutefois sans soustraire les investissements publics). Ils ajoutent : « La mise en œuvre de la règle serait contrôlée par une institution nationale indépendante, elle-même supervisée par une institution indépendante au niveau de la zone euro… Les pays qui violeraient cette règle seraient obligés de financer l'excès de dépense en émettant de la dette junior (la première touchée en cas de restructuration) ». Outre la mise sous tutelle des politiques budgétaires, quel serait l'intérêt de cette dangereuse innovation financière : un pays avancé émettrait de la dette qu'il déclarerait lui-même comme risquée ? Comment un pays avancé pourrait envisager de se déclarer en faillite même partielle ? Cela ne ferait que donner du grain à moudre aux spéculateurs et crédibiliser la possibilité d'une défaillance partielle d'un État de la zone euro.

Darvas, Martin et Ragot (CAE, 2018) proposent une cible glissante de réduction de la dette à 5 ans spécifique pour chaque pays, ce qui rend la règle moins restrictive, mais plus floue. Des récompenses seraient prévues pour les pays disciplinés (accès aux prêts du MES), mais celles-ci n'ont de sens que si les pays sont privés de l'accès aux marchés financiers. Les auteurs reprennent malheureusement la proposition d'obliger les pays qui violeraient la règle à émettre des obligations juniors.

Ducoudré *et al.* (2018) montrent que la règle d'évolution des dépenses avec cible de dette à 60 % n'est guère applicable aux pays qui ont des dettes initiales trop fortes. Ils plaident pour des cibles glissantes spécifiques à chaque pays et pour une coordination des politiques budgétaires sous l'égide du CBE.

La Commission s'était engagée à mettre sur le chantier une réforme des règles budgétaires en 2020. Elle avait sollicité le CBE (2019). Celui reprend la proposition d'un plafond d'évolution des dépenses publiques primaires nettes des hausses d'impôts et des hausses de prestations chômage dues à la conjoncture, calée sur la croissance du PIB potentiel, avec un terme correcteur pour faire converger le ratio de dettes vers l'objectif de 60 % à une vitesse spécifique ; cette vitesse serait négociée entre l'État, le CBN et la Commission ; elle serait plus faible si la dette est élevée et si le taux d'intérêt est fort par rapport au taux de croissance, de sorte que le solde public primaire exigé ne dépasse pas 3 %. Certains investissements, censés impulser la croissance, en particulier ceux des projets européens, pourront être retirés des dépenses publiques nettes, mais interviendraient à terme par l'intermédiaire de leur impact sur la dette. La règle serait suspendue en cas de dépression, constatée par le CBN, le CBE et la Commission. Les pays qui ne respecteraient pas la règle n'auraient pas accès aux aides du budget de l'UE. Les pays dont la dette est inférieure à 60 % seraient encouragés à développer des investissements favorables à la croissance (en espérant des effets de stimulation sur l'ensemble de l'UE).

3.3 Durant la crise sanitaire…

La crise sanitaire a obligé les instances européennes à suspendre pendant trois ans les Traités budgétaires. Les pays membres ont accumulé des déficits publics importants ; les dettes publiques dépassent 60 % du PIB dans 15 sur 19 pays de la zone euro, et frôlent ou dépassent 100 % du PIB dans certains pays (Grèce, Italie, Portugal, France, Espagne, Belgique, Chypre) ; l'expérience des années 2011-12 a montré qu'il serait contre-productif de leur demander de rentrer rapidement dans les clous. Par ailleurs, l'incertitude sera grande sur la production et la croissance potentielle, ce qui rendra encore plus problématique la mise en œuvre des règles budgétaires.

Les pays membres ont pu financer sans difficulté des déficits publics de 10 points de PIB, les taux d'intérêt sont restés négatifs pour la plupart des pays membres, les écarts de taux d'intérêt se sont

réduits (1 point entre l'Allemagne et l'Italie en septembre 2021), ceci notamment grâce à la BCE qui a acheté une grande partie des titres émis, ce qui a entraîné le gonflement des réserves des banques auprès des Banques centrales nationales (BCN). Ainsi, les dettes publiques acquises par les BCN sont-elles financées non pas aux taux d'intérêt de long terme, mais au taux de rémunération des réserves bancaires (-0,5 % actuellement). Ces achats massifs réduisent l'influence des marchés financiers ; la question de la solvabilité de la dette d'un État membre devient moins celle des appréciations des marchés financiers que celle de l'appréciation de la BCE et des instances européennes.

Les pays membres ont réagi immédiatement à la crise sanitaire en mettant en place des mesures de soutien aux entreprises et aux salariés (en particulier le chômage partiel). La réaction des instances européennes a été plus lente et relativement faible. En avril 2020, le MES a mis sur pied un dispositif de prêts pouvant atteindre 2 % du PIB pour les États membres en difficulté ; mais aucun pays n'a voulu y avoir recours, compte tenu du peu d'intérêt du dispositif proposé et des risques de conditionnalités. En mai 2020, la Commission a mis en place le dispositif SURE (soutien temporaire à l'atténuation des risques de chômage en situation d'urgence) doté de 100 milliards qui accorde des prêts aux États membres afin de contribuer à financer les dispositifs de chômage partiel. D'octobre 2020 à mai 2021, 17 pays y ont eu recours pour un montant global de 95 milliards financés par émission d'obligations affichées comme sociales[7]. Notons que ces financements sont arrivés après que les pays aient mis en place et financé les dites dépenses.

La FRR (Facilité pour la Reprise et la Résilience) a été décidée en juillet 2020 : la Commission pourra émettre pour 750 milliards de fonds, soit 360 milliards de prêts aux États, 390 milliards de dette commune, dont 312 milliards de subventions aux États[8] (2,3 % du PIB). Notons que cela permet de réduire fictivement la dette des pays de l'UE de 2,3 % du PIB. La Commission n'aura le droit à l'emprunt net que jusqu'à fin 2026. Il n'est pas certain que les pays membres utiliseront effectivement la possibilité d'emprunts de 369 milliards incluse dans le Plan, certains pays pouvant s'endetter à des taux plus bas que ceux que proposera la Commission, d'autres préférant conserver un lien direct avec les prêteurs. Cette mutualisation de la dette peut être vue de façon favorable (elle protège les États membres de marchés financiers) ou considérée avec inquiétude (si elle évince à terme les pays de leur possibilité de s'endetter librement). Les 312 milliards servant à financer les subventions seraient remboursés, entre 2028 et 2058, par les États membres ou par de nouvelles ressources à créer (taxe sur le plastique à usage unique, taxe sur les grandes entreprises, taxe sur les GAFA, une partie de la taxe carbone, taxe d'ajustement aux frontières, taxe sur les transactions financières). La liste de ressources possibles est surdimensionnée par rapport aux sommes à rembourser (0,1% du PIB par an). On peut estimer qu'ainsi la Commission augmente sa capacité de lever des ressources au détriment des États membres ; on peut se féliciter au contraire de voir des impôts nouveaux et économiquement

[7] Les pays qui y ont eu le plus recours ont été, en euros, l'Italie (26,7 milliards), l'Espagne (20 milliards), la Pologne (6,7 milliards), la Belgique (6,2 milliards). En pourcentage du PIB, les petits pays demandeurs (Chypre, Malte, la Croatie, la Slovaquie) ont reçu environ 2 % du PIB, les plus grands (Italie, Espagne, Portugal, Grèce) 1,5 %. L'Allemagne, la France, les Pays-Bas, l'Autriche, la Suède, la Finlande, le Danemark n'ont pas été demandeurs.

[8] Ces subventions ciblent particulièrement les pays les plus pauvres de l'UE. Elles représentent plus de 10 % du PIB pour la Bulgarie et la Croatie ; 10 % pour la Grèce ; 7 % pour la Roumanie et la Portugal ; 6 % pour l'Espagne ; 5 % pour la Hongrie et la Pologne ; 4 % pour l'Italie ; 4 % pour la Slovénie ; 3 % pour la Tchéquie ; de 1,5 à 0,5 % du PIB pour les autres pays. La contrepartie est en fait un endettement caché de 2,3 % du PIB de chacun des pays de l'UE.

pertinents à l'agenda européen. Trois scénarios sont possibles pour l'avenir : celui qui est inscrit dans l'accord des pays membres, mais qui est le moins probable, est que l'UE rembourse effectivement cette dette en créant puis en supprimant des impôts communautaires ; il est probable que ces impôts, une fois créés, ne soient jamais supprimés et servent, la dette remboursée, à financer des actions communautaires ; la dette européenne pourrait devenir éternelle, comme les dettes publiques nationales, et un Fonds communautaire, s'endettant pour subventionner les États membres, deviendrait un élément permanent du fonctionnement de l'UE, ce qui serait un prétexte pour ajouter des contraintes sur les budgets nationaux et une manière d'aller vers l'Europe budgétaire.

Il ne semble pas possible qu'une politique budgétaire commune puisse être décidée au niveau de l'UE, avec une paralysie des politiques nationales, que ce soit la même politique pour les États membres dans des situations différentes ou des politiques différentes décidées au niveau de l'UE. Ce n'est pas politiquement souhaitable. Les États membres ne doivent pas accepter davantage de limites à leur autonomie budgétaire contre la promesse de transferts.

3.4 La politique monétaire durant la crise

Depuis mars 2016, la BCE fixe le taux du refinancement à zéro. Depuis 2014, elle fait pression sur les taux d'intérêt à long terme en achetant puis en détenant des titres publiques ou privés ; ces achats ont été renforcés en mars 2020 de sorte que, en septembre 2021, les taux à 10 ans s'étalent entre -0,35 % pour l'Allemagne, 0,65 % pour l'Italie et 0,75 % pour la Grèce, soit des niveaux bien inférieurs aux taux de croissance nominaux anticipés. Ces taux devraient encourager l'investissement des ménages et des entreprises. Cependant, ils ne se traduisent pas par une baisse de la rentabilité exigée par les marchés financiers ; ils soutiennent la formation de bulles mobilières et immobilières, ce qui augmente les inégalités de patrimoine. Par ailleurs, les taux d'intérêt étaient déjà très bas avant la crise sanitaire, de sorte que leur capacité de baisse était très limitée : nulle pour le taux du refinancement, la baisse n'a été que de 0,8 point pour le taux allemand à 10 ans, de 0,9 point pour le taux français). L'insuffisance de demande dans la zone euro aurait dû être combattue par des politiques budgétaires plus expansionnistes (mais celles-ci se heurtent aux traités budgétaires) ou, mieux, par les politiques salariales plus ambitieuses (en particulier dans les pays ayant des excédents extérieurs, Allemagne, Pays-Bas).

Durant la crise sanitaire, le revenu des ménages a été protégé, tandis que leurs dépenses étaient contraintes de diminuer. Les ménages ont donc accumulé de l'épargne financière tandis que les États enregistraient de forts déficits. L'épargne financière des ménages s'est retrouvée en hausse des dépôts bancaires tandis que les États émettaient des titres publics, que les banques devaient acheter. Compte-tenu du bas niveau des taux d'intérêt, les banques ont préféré revendre leurs titres à la BCE, en gonflant leurs dépôts auprès d'elle. Ainsi, fin 2021, la BCE (en fait les Banques centrales nationales, BCN) détient des titres pour environ 27,8 % du PIB de la zone euro, financées par des billets de banque pour 10,2 % du PIB et pour 16,5 % du PIB par des dépôts des banques (nets du refinancement).

Cette situation a donné lieu à deux propositions contestables. Certains ont soutenu que la BCE pourrait annuler les dettes publiques qu'elle détient[9] en oubliant que cette mesure n'aurait aucun impact

[9] Voir : https://annulation-dette-publique-bce.com

puisqu'aucun agent privé ne serait affecté, que les BCN auraient un bilan déséquilibré, que ce déséquilibre figurerait dans la dette publique puisque les BCN n'ont d'autre actionnaire que leur État. En cas de hausse des taux d'intérêt, la BCN aurait un compte courant déficitaire ; au lieu de verser des dividendes à l'État, elle devrait lui demander une subvention ; la charge d'intérêt de la dette publique porterait toujours sur l'État. En cas d'excès de demande, les autorités devraient toujours arbitrer entre hausse des taux d'intérêt et hausse des impôts. Le seul canal par lequel cette mesure pourrait avoir un impact serait l'aveuglement des instances européennes, qui ne compterait pas le déséquilibre des BCN dans la dette publique des pays membres.

D'autres (Martin *et al.,* 2021), constatant que la BCE a fait le maximum pour relancer l'inflation, préconisent que la BCE se lance dans la monnaie hélicoptère, des distributions épisodiques de sommes identiques à tous les citoyens des pays de la zone euro. Pourtant, ce genre d'opération fait partie de la politique budgétaire ; ce n'est pas le rôle de la Banque centrale ; elle n'en a pas la capacité opérationnelle puisque les ménages ne disposent pas de compte à la Banque centrale. Par essence, une Banque centrale contrôle et refinance les banques ; elle garantit le financement du déficit public et la dette publique ; elle fixe les conditions du crédit de façon à atteindre ses objectifs d'inflation (et éventuellement de production). Elle ne verse pas de prestations. Quand la politique monétaire devient impuissante, elle doit laisser la place à la politique budgétaire.

La monnaie hélicoptère ne se distingue guère d'une situation où l'État verse des transferts aux ménages, tandis que la Banque centrale garantit le financement du déficit public. Mais ce serait la Banque centrale qui déciderait des transferts, et non l'État. Or, celle-ci n'a aucune légitimité démocratique pour verser des prestations. Les ménages qui recevraient cette monnaie ne la conserveraient pas sous forme de billets ; ils la dépenseraient et les détenteurs ultimes de l'épargne induite par cette injection de pouvoir d'achat la conserveraient sous forme de dépôts bancaires de sorte que la Banque centrale devrait s'endetter auprès des banques. Ayant distribué des subventions et non des prêts, la Banque centrale aurait un bilan déséquilibré, elle serait fragilisée, son compte courant serait déficitaire si les taux d'intérêt remontaient. Dans chaque pays, le déséquilibre du bilan de la Banque centrale serait remonté à son actionnaire, l'État, et serait part de la dette publique. Une telle proposition est inacceptable à la fois pour les Banques centrales (qui deviendraient endettées) et pour les États membres (qui perdraient le contrôle de leur politique budgétaire).

Le seul argument recevable serait que l'action de la BCE remplacerait l'absence de coordination des politiques budgétaires. Mais un transfert uniforme, imposé par une autorité fédérale, n'est pas une coordination. Les partisans de ces propositions ne disent pas clairement que la zone euro entrerait dans un système nouveau où la Banque centrale serait en charge de politique budgétaire et aurait une forte dette nette (10 % du PIB à terme, selon eux), sans qu'aucun mécanisme ne permette de retour en arrière (que la BCE puisse prélever une taxe sur les ménages en cas d'inflation trop forte). On peut penser que l'objectif de ces auteurs est, en fait, surtout *européen* : faire progresser le fédéralisme au détriment de l'autonomie des pays membres.

3.5 Après la crise sanitaire, de nouveau la règle de dépenses publiques

Après la crise sanitaire, la question cruciale devient celle de la sortie de la période de suspension des règles. Ainsi, Dullien *et al.* (2020) reprennent le projet de règle d'évolution des dépenses publiques,

mais avec une cible de dette publique à 90 % du PIB. Les investissements publics nets seraient retirés de cette norme d'évolution et seraient financés par l'emprunt. Les auteurs proposent une définition élargie de l'investissement (les dépenses augmentant la croissance potentielle) en oubliant que beaucoup d'investissements publics devront servir à la transition écologique et non à l'augmentation de la croissance. Les auteurs semblent penser que les dépenses d'investissement pourront être utilisées pour la stabilisation macroéconomique. Nous pensons que ce n'est pas le bon instrument et que les gouvernements doivent pouvoir utiliser les dépenses courantes, les transferts et les impôts à cette fin.

Le rapport d'août 2020 du CBE reprend ses propositions de 2019. Il estime que l'importance de la BCE dans le financement des dettes publiques justifie que les règles budgétaires contrôlent l'évolution de ces dettes. Il propose d'augmenter le budget de l'UE, avec des ressources propres et une capacité d'endettement pour aider les pays en difficulté en soutenant leurs investissements.

Anderson et Darvas (2020), favorables à la règle de dépense, proposent de renforcer le poids des CBN, de créer un Conseil Budgétaire Européen (avec six gouverneurs et les directeurs des CBN (mais faut-il vraiment un autre organisme qui doublonnerait avec le CBE ?), de renforcer les sanctions (là aussi, obligation d'émettre de la dette junior, non accès aux facilités de crédit du MES).

L'étude publiée par le Mécanisme Européen de Stabilité (2021) propose de maintenir le plafond de 3 % pour le déficit public, mais de porter l'objectif de dette à 100 % du PIB (puisqu'un déficit de 3 % du PIB est compatible avec une dette de 100 % du PIB si la croissance nominale est de 3 %, en oubliant que le 3 % de déficit est une valeur limite, et non une valeur cible). La croissance des dépenses publiques devrait être inférieure au taux de croissance tendanciel (sans correction pour les mesures fiscales, puisque l'objectif est de baisser la part des dépenses publiques dans le PIB, ou pour l'investissement, dont la définition serait problématique). Par ailleurs, la Commission fixerait un objectif pour le solde primaire de chaque pays dont la dette est supérieure à 100 % du PIB afin de garantir que le taux d'endettement converge vers 100 % à un rythme satisfaisant. Les États membres pourraient demander des dérogations à la Commission et au Conseil européen pour le rythme de réduction de la dette dans des circonstances spécifiques (important déficit d'investissement, grave récession). Toutes ces dispositions arbitraires n'ont pas de justification économique et limiteraient excessivement l'autonomie budgétaire des États membres.

3.6 Des points de vue keynésiens

Furman et Summers (2020) rappellent le point de vue keynésien dans la situation actuelle. Ils montrent que le bas niveau actuel des taux d'intérêt provient d'un déséquilibre structurel entre l'épargne et l'investissement, de sorte qu'il sera durable. La politique monétaire est impuissante à relancer l'activité quand les taux d'intérêt nominaux sont déjà proches de zéro ; elle est de plus dangereuse car les bas taux d'intérêt induisent une hausse de l'endettement privé et facilitent les bulles spéculatives. Dans cette situation, c'est la politique budgétaire qui doit soutenir l'activité, en particulier par des investissements augmentant la croissance potentielle (les auteurs oublient la nécessité d'investissements publics verts qui ne visent pas l'augmentation de la croissance, mais la diminution des émissions de gaz à effet de serre).

Les auteurs critiquent la fixation sur le ratio dette sur PIB ; ils proposent de tirer les leçons du bas niveau des taux d'intérêt par rapport au taux de croissance nominal. Quand l'écart entre le taux d'intérêt et le taux de croissance était de 3 points, maintenir une dette à 60 % du PIB rendait nécessaire un excédent primaire de 1,8 % du PIB. Au contraire, quand l'écart entre le taux d'intérêt est inférieur de 2 points au taux de croissance, une dette de 150 % du PIB est compatible avec un déficit primaire de 3 % du PIB. Théoriquement, quand le taux d'intérêt est inférieur au taux de croissance, n'importe quel déficit primaire aboutit à un ratio de dette stable (ainsi, avec un écart de 2 points, un déficit primaire de 3 % du PIB aboutit à une dette stable à 150 % du PIB) ; mais l'écart taux d'intérêt/taux de croissance est instable (s'il passe à 1 point, la dette d'équilibre passe à 300 % du PIB) et les marchés financiers s'inquiètent si le ratio de dette dépasse un certain niveau. Si, au maximum, le déficit primaire d'un pays peut être de 3 % du PIB et que l'écart taux de croissance/taux d'intérêt peut atteindre 2 %, sa dette ne doit pas dépasser 150 % du PIB.

Les auteurs préconisent un rôle beaucoup plus actif de la politique budgétaire tant à des fins conjoncturelles que structurelles. Bizarrement, ils proposent comme guide que le gouvernement ne se préoccupe pas de la situation budgétaire tant que la charge d'intérêts réels (les intérêts versés moins la dépréciation de la dette due à l'inflation) ne dépasse pas 2 % du PIB dans les projections raisonnables. Mais cette règle est totalement arbitraire (pourquoi 2 % ? pourquoi le taux d'intérêt réel et pas le taux d'intérêt réel corrigé du taux de croissance ?). Dans le cas d'un pays qui s'endette à un taux réel négatif, le ratio de dette acceptable selon ce critère fluctue fortement selon l'hypothèse de taux d'intérêt futur et atteint facilement l'infini.

Ragot (2021) propose comme règle que les intérêts nominaux versés par les administrations publiques ne doivent pas dépasser 2 % du PIB. Il remarque que le taux d'intérêt nominal apparent sur la dette française converge vers 1 % ; la règle permettrait d'aller vers une dette publique de 200 % du PIB. Là aussi, la règle est arbitraire ; la charge d'intérêt n'est pas corrigée de la croissance et de l'inflation, même s'il est probable qu'une politique budgétaire expansionniste est nécessaire quand le taux d'intérêt est faible La charge d'intérêt est une variable de long terme, qui dépend de la chronique des déficits et des taux d'intérêt passés ; elle ne peut pas guider la politique budgétaire, qui est obligatoirement une politique en temps réel. D'ailleurs, l'auteur se limite à préconiser une politique de relance par l'investissement public de 5 % du PIB, sans lien net avec les limites de 2 % ou de 200 %.

Priewe (2021) dénonce à juste titre les thèses de l'indiscipline budgétaire et du « biais vers le déficit » des États membres que propagent les partisans des règles budgétaires. Il montre les défauts de la règle de contrôle de l'évolution des dépenses publiques, qui impose une réduction tendancielle de la part des dépenses publiques dans le PIB, qui ne tient pas compte de l'équilibre macroéconomique. Il montre que des politiques d'austérité généralisées dans l'UE peuvent au contraire aboutir à augmenter le ratio Dette/PIB, d'autant que les taux d'intérêt sont déjà nuls, que le pays ne peut pas dévaluer et que l'économie n'est pas en surchauffe. Il pense que les États membres doivent gérer leur solde budgétaire primaire en fonction de leur niveau d'inflation, de chômage et de solde extérieur. Cependant, il propose une limite arbitraire de 3 % sur la charge d'intérêt de la dette publique. Pour un taux de croissance et un taux d'intérêt de 3 %, la dette publique pourrait être de 100 % du PIB et le solde structurel primaire devrait être nul. Si le taux d'intérêt était de 1,5 %, la dette publique pourrait

atteindre 200 % du PIB et le solde structurel primaire pourrait être excédentaire de 1,5 % du PIB. Mais, l'auteur ne prouve pas que ces chiffres soient compatibles avec l'équilibre macroéconomique.

3.7 Enfin, Blanchard vint…

Blanchard *et al.* (2021) estiment que la règle budgétaire doit avant tout se préoccuper de la soutenabilité de la dette. Ils montrent que les conditions de soutenabilité ont changé depuis les années 1980 : le taux d'intérêt est nettement en dessous du taux de croissance, ce qui rend la soutenabilité beaucoup plus facile à atteindre. En même temps, il reste nécessaire d'évaluer les risques de hausse des taux et les risques de chocs comme le choc sanitaire. Ils estiment qu'une règle rigide d'évolution des dépenses peut être trop contraignante si une politique budgétaire discrétionnaire est nécessaire ; aucune règle ne peut convenir face à tous les chocs possibles, une règle trop rigide empêche les politiques de soutien nécessaire ; une règle qui permet la stabilisation économique peut conduire à une dette trop forte. Ils proposent donc de passer des règles à des normes (*standard*s), des principes généraux, non chiffrés. A l'article 126 du TFUE : « Les pays membres doivent éviter les déficits publics excessifs » serait ajouté : « Lorsqu'il y a un doute sur la soutenabilité des dettes publiques avec forte probabilité, les pays membres doivent réduire leurs déficits primaires à un rythme qui équilibre les risques pour la soutenabilité et les risques à court terme pour la production ». La Commission, le CBE, le CBN seraient chargés d'utiliser des méthodes stochastiques pour évaluer le risque d'insolvabilité, qui devra être maintenu en dessous de 5 %. En même temps, Blanchard *et al.* (2021) reconnaissent que cette évaluation est difficile. Leur norme ne permet pas d'inciter un pays trop rigide à dépenser plus ; aussi comptent-ils sur une capacité budgétaire au niveau de l'UE pour mettre en œuvre une politique expansionniste, si nécessaire. Ils proposent de contraindre les pays membres à respecter les normes, soit en permettant à la Commission, au Conseil ou au CBN de bloquer un budget non conforme, soit en permettant à la Commission de porter plainte devant la CJUE (tout en reconnaissant que celle-ci n'a aucune compétence en matière économique).

Même si on ne peut qu'approuver le projet de remplacer des règles par des normes, la proposition pose un problème (voir aussi Dani *et al.,* 2021). Le calcul envisagé, qui se ferait selon des critères opaques, n'a guère de sens. Comment calculer une probabilité d'insolvabilité dans une situation d'incertitude radicale (voir encadré 1) ? Ni les États-Unis, ni le Royaume-Uni, ni le Japon ne calculent le risque d'insolvabilité de leur dette publique. L'expérience montre qu'un choc commun ne pose aucun problème d'insolvabilité, compte-tenu du soutien de la BCE : les primes de risque demandées par les marchés ont, en fait, diminué depuis le choc sanitaire. Comment tenir compte des risques d'un choc spécifique, comme un tournant radical de politique, que les instances européennes et les autres pays membres refuseraient d'avaliser ? Par ailleurs, aucun pays souverain n'acceptera que soit donné un droit de véto sur son budget à un comité d'experts comme le CBN ou à une instance judiciaire comme la CJUE. Comment des juges évalueraient-ils la conformité à une norme aussi vague que la soutenabilité de la dette publique ?

Martin *et al.* (2021) montrent à juste titre que les règles budgétaires européennes qui visaient avant tout à contraindre les politiques budgétaires, à empêcher les politiques discrétionnaires, à faire confiance à la politique monétaire pour soutenir l'activité sont périmées dans une période où les politiques monétaires sont paralysées, où les politiques budgétaires sont nécessaires pour soutenir

l'activité. Ils reconnaissent que les règles budgétaires européennes sont devenues trop complexes, que l'estimation de la production potentielle est fragile. Par contre, ils estiment que des règles sont nécessaires en Union monétaire. Ils reprennent la thèse selon laquelle les règles budgétaires doivent se concentrer sur le risque d'insolvabilité, évalué selon des méthodes stochastiques. Ils estiment que ces méthodes conduiraient à des niveaux de dette différents selon les pays, niveaux qui seraient transformés en une cible à 5 ans. Mais, ils n'évaluent pas ces différents niveaux. Ils reprennent l'idée d'une norme d'évolution des dépenses primaires nettes basée sur des hypothèses de croissance et d'inflation, qui permettrait d'atteindre la cible en 5 ans. Cette norme serait définie par le gouvernement en début de législature (ce qui est contradictoire avec l'idée d'une cible déterminée par des méthodes stochastiques). Elle ne serait modifiée, à l'initiative du gouvernement, qu'en cas de changement d'orientation politique, d'application d'une clause dérogatoire suite à un choc économique important[10]. C'est oublier que, dans le passé, les programmes de stabilité ont rarement été respectés, car les gouvernements ne se considèrent pas engagés par ce genre de document qui se périme vite compte tenu d'évolutions économiques et sociales non anticipées. En fait, les politiques budgétaires nationales seraient étroitement contrôlées : le CBN choisirait le scénario macroéconomique et validerait l'objectif de dette que le gouvernement proposerait, cela selon une méthode fixée par le CBE et sous son contrôle[11] ; le budget serait soumis à la Commission et au Conseil Ecofin, qui pourraient le rejeter, priver le pays membre de la possibilité de bénéficier des aides européennes, obliger un pays à avoir recours à des obligations *juniors*. En sens inverse, un pays bénéficierait d'une certaine indulgence s'il entreprend des réformes structurelles. Un pays ne pourrait pas décider seul d'une orientation plus expansionniste de sa politique économique, mais la Commission pourrait suggérer au Conseil d'accepter une modulation des normes de dépenses des États membres, de recommander une politique budgétaire plus ou moins expansionniste à un État membre ; elle pourrait utiliser la FRR qui serait pérennisée.

En toute logique, le niveau de dette requis devrait être bas pour un pays à faible croissance comme l'Italie (qui serait donc soumis à de fortes contraintes) et élevé pour les pays du Nord (qui n'utiliseront pas leurs marges de manœuvre). Que faire si le calcul stochastique aboutit à un niveau de dette soutenable beaucoup plus élevé (ou beaucoup plus faible) que le niveau effectif ? Comment imaginer que des pays fixent leurs dépenses publiques sur la base de tels calculs ? Surtout, le texte propose de mettre en place un processus technocratique, opaque et compliqué de contrôle des politiques budgétaires nationales, qui ne respecte pas l'autonomie des États membres.

3.8 L'état du débat

Le 8 juillet 2021, le Parlement européen (2021) a adopté une résolution sur la révision du cadre macroéconomique européen. Le Parlement demande qu'une réforme de celui-ci intervienne avant la fin de la période dérogatoire aux règles européennes « tout en respectant pleinement les traités ». Il reconnait que l'application des règles budgétaires actuelles aurait des effets dépressifs pour beaucoup

[10] En France, le Conseil constitutionnel considère que le principe d'annualité du budget a valeur constitutionnelle, de sorte qu'une règle d'évolution sur 5 ans n'aurait qu'une valeur indicative.

[11] Le texte propose d'élargir les missions et les pouvoirs de l'actuel HCFP français, sans remettre en cause sa composition, qui le met, en pratique, sous la coupe de la Cour des Comptes.

de pays. Le texte se place à la fois dans l'objectif de la croissance verte et du contrôle des dettes publiques. Il reprend la théorie selon laquelle les pays devraient avoir des finances publiques saines pour pouvoir entreprendre des politiques de soutien quand nécessaire (ce que l'exemple des États-Unis et du Royaume-Uni dément). Les mesures de soutien à la demande devraient favoriser l'investissement de manière à avoir aussi des effets favorables sur la croissance potentielle et éviter le gonflement de la dette publique ; la baisse des ratios d'endettement pourrait ainsi se faire sans coût macroéconomique. La contradiction entre les objectifs écologiques et une forte croissance basée sur « la productivité et la compétitivité » n'est pas abordée. Le Parlement propose d'utiliser « des outils et techniques innovants tels que des tests de résistance et l'analyse stochastique afin de mieux cerner les risques pour la dynamique d'endettement public ». Finalement, il reprend les propositions du CBE : les dépenses nominales primaires hors prestations chômage, corrigées des hausses structurelles des recettes publiques, devraient, sur 5 ans, augmenter moins que le PIB potentiel plus l'inflation anticipée, de façon à atteindre un certain objectif de dette. Le Parlement ajoute : « Une trajectoire appropriée par pays et l'adhésion des États membres renforceront la crédibilité et inciteront les États à mieux se plier aux règles ; les trajectoires par pays doivent être le fruit d'une analyse économique transparente et complète et d'un débat entre les États membres et la Commission européenne, dans le cadre du processus du Semestre européen, au cours duquel une consultation avec le comité budgétaire européen et les institutions budgétaires indépendantes nationales pourrait être envisagée chaque fois que cela se justifie », de sorte qu'il apparait que la trajectoire sera imposée par les instances européennes. Le Parlement ajoute que « Certaines dépenses clairement définies et génératrices de croissance durable seraient exclues du plafond des dépenses primaires nettes ». Il appuie « les propositions du CBE selon lesquelles, sur la base d'un accord mutuel, les pays présentant un déficit élevé de la balance courante verraient leurs objectifs de dépenses soumis à un plafond plus bas, tandis que les pays affichant un excédent extérieur excessif auraient un plancher plus élevé pour le taux de croissance des dépenses ». Il « relève que le comité budgétaire européen plaide avec force en faveur d'une capacité budgétaire centrale au niveau européen, qui inciterait à un meilleur respect des règles budgétaires de l'Union » mais « souligne que les instruments *Next Generation EU* et SURE sous leur forme actuelle ont vocation à être temporaires et souligne l'importance d'un plan de remboursement transparent de la dette découlant des obligations *Next Generation EU* et SURE », ce qui est contradictoire. Il se plaint du manque d'appropriation au niveau national du cadre européen de gouvernance économique, comme du Semestre européen ; il aimerait que des acteurs nationaux, en particulier, les parlements nationaux, en tiennent plus compte, ce qui n'est pas le cas actuellement, compte tenu de leur caractère technocratique et peu approprié aux situations nationales.

Un texte de Darvas et Wolff (2021) a été présenté à la réunion du Conseil Ecofin du 11 septembre. Ce texte prétend préserver les investissements verts de la remise en pratique des règles budgétaires européennes ; il estime que cela est possible si ces règles sont appliquées de manière flexible. Les auteurs renoncent en fait à l'ambition de les réformer. Ils estiment que les investissements nécessaires pour atteindre les objectifs européens de réduction des émissions de GES seraient de 2 %, dont 0,8 % d'investissement public ; ils estiment que la hausse du prix des émissions de CO_2 suffira à inciter les entreprises à choisir des investissements verts plutôt que bruns ; un niveau aussi faible de hausse d'investissement public ne pose guère de problèmes de financement, mais est-il crédible ? Les auteurs

proposent de renoncer à l'objectif de 60 % de dette et de se limiter à l'exigence d'un effort budgétaire de 0,5 % de PIB par an, hors investissements verts. Ces derniers ne seraient pris en compte ni pour l'évaluation de la dette, ni pour celle du déficit public. Les auteurs font l'hypothèse que les effets d'offre liés à la bonne qualité des investissements publics compenseront les effets négatifs sur la demande.

A cette réunion du Conseil Ecofin du 11 septembre, plusieurs positions se sont confrontées. Pour la Commission et certains pays, il faut assouplir la règle des 60 % en donnant plus de temps aux pays à fort niveau de dette pour revenir à ce niveau. Cela éviterait d'imposer à ces pays de pratiquer des politiques fortement restrictives en 2023 (mais ils devraient tout de même s'engager à réduire leur niveau de dette de manière durable). Par ailleurs, certains estiment que des investissements publics devraient être retirés des règles de déficit (les investissements verts, mais aussi, pour certains, les investissements augmentant la croissance potentielle, et les dépenses de recherche).

Pour une coalition de pays frugaux, menée par l'Autriche et comprenant aussi les Pays-Bas, la Finlande, la Slovaquie, la Lettonie, et bizarrement le Danemark, la Suède, la République tchèque, non membres de la zone euro, les règles actuelles sont « nécessaires et raisonnables » ; « réduire les dettes excessives doit rester un objectif commun » ; il faut assurer la soutenabilité des dettes publiques en prévision de chocs futurs.

Le 19 octobre, la Commission Européenne (2021) a lancé le processus de consultation sur la réforme de la gouvernance européenne. Elle insiste sur la nécessité d'une réduction progressive, continue et favorable à la croissance des dettes jusqu'à des niveaux prudents" comme sur la nécessité de maintenir des niveaux soutenus d'investissement public, sur la nécessité de créer des marges budgétaires pour pouvoir utiliser la politique budgétaire de stabilisation quand nécessaire, sur l'importance de la coordination des politiques budgétaires et les risques de divergences dans l'UE, sur la difficulté d'utiliser des indicateurs fragiles en période de crise et donc la nécessité de mettre en place des règles utilisables en toutes circonstances.

La Commission semble se résigner à l'impossibilité d'aboutir à un accord politique pour revoir les Traités budgétaires, de sorte qu'elle se limiterait à appliquer avec beaucoup de souplesse les règles actuelles. « Beaucoup de bruit pour rien ».

4. Pour des politiques budgétaires coordonnées mais autonomes dans la zone euro

Dans les pays développés, le système qui a fonctionné jusqu'en 1999 est l'unité entre l'État, la Banque centrale et les banques commerciales. La Banque centrale est le prêteur en dernier ressort de l'État et des banques. L'État peut émettre une dette publique, sans limite. Cette dette, considérée sans risque, bénéficie donc du prix du marché le plus bas possible. Cela lui permet de garantir le système bancaire.

La création de la zone euro a abouti à une structure difficilement gérable. D'un côté, le fait que les pays perdent le contrôle de leur taux d'intérêt et de leur taux de change rend plus nécessaire une politique budgétaire active. S'y ajoute que, depuis 1973 et plus encore depuis 2007, l'équilibre macroéconomique nécessite un certain déficit public et une certaine dette publique. De l'autre, en monnaie unique, les déséquilibres macroéconomiques d'un pays ont des effets sur ses partenaires : il faut éviter les déficits (et excédents) excessifs. Mais comment les définir ? Enfin, le poids des marchés financiers nécessite que les dettes publiques redeviennent des actifs sans risque, alors même que les pays du Nord refusent d'accorder une garantie sans limite à leurs partenaires.

Selon nous, la politique budgétaire dans la zone euro doit s'inspirer des principes de la finance fonctionnelle (Mathieu et Sterdyniak, 2019, Alvarez *et al.,* 2019). Les finances publiques doivent viser des objectifs économiques et sociaux, à la fois la stabilisation macroéconomique et le financement des dépenses et investissements publics en particulier ceux nécessaires à la transition écologique[12]. Malheureusement, les institutions européennes, les pays du Nord et certains économistes européens veulent absolument des règles portant sur les finances publiques et non sur des normes macroéconomiques ; ils peuvent s'appuyer sur les Traités européens.

Les pays de la zone euro doivent pouvoir émettre une dette publique sans risque, dont le taux d'intérêt soit contrôlé par la BCE, une dette garantie par la BCE et les autres États membres. Ils doivent pouvoir avoir un déficit public conforme au besoin de leurs objectifs macroéconomiques. Un pays ne peut être incité à changer de politique budgétaire que s'il est effectivement prouvé qu'elle nuit aux autres pays membres. La garantie mutuelle des dettes publiques doit être totale pour les pays qui acceptent de participer à un processus ouvert de coordination (c'est-à-dire sans règle préalable).

Cette coordination doit passer par un processus de négociation entre pays. Elle doit avoir pour but la croissance, le plein emploi, la transition écologique ; elle doit examiner l'ensemble des variables macroéconomiques ; les pays doivent présenter une stratégie de politique économique permettant de respecter un objectif d'inflation (du moins de rester dans une certaine borne autour de l'objectif commun, qui doit être relevé dans les périodes où une forte reprise est nécessaire), de respecter un objectif d'évolution salariale (à moyen terme, les salaires réels doivent augmenter comme la productivité du travail ; à court terme, des processus d'ajustement doivent être prévus pour les pays où les salaires ont trop ou pas assez augmenté; la hausse ou la baisse des cotisations sociales (et de la TVA en contrepartie) peuvent être utilisées pour faciliter le processus d'ajustement, mais doivent être coordonnées) ; les pays doivent présenter et négocier leurs objectifs de balance courante ; les pays ayant au départ des objectifs de forts excédents extérieurs doivent accepter de les réduire ou de financer explicitement des projets, de préférence industriels, dans les pays déficitaires. Le processus doit aboutir au respect de politiques budgétaires autonomes, mais compatibles.

Le Traité doit maintenir un dispositif prévoyant le cas où la négociation n'aboutit pas, où un pays pratique une politique budgétaire insoutenable ; dans ce cas, après décision du Conseil européen sur rapport de la Commission et de la BCE, la nouvelle dette du pays hors accord ne serait plus garantie ; mais ce cas ne doit jamais survenir. Par ailleurs, la BCE devrait maintenir durablement les taux d'intérêt en dessous du taux de croissance pour réduire le poids de l'endettement public, sachant que les pays membres devraient s'engager à pratiquer à des politiques budgétaires restrictives en cas de demande excessive. En même temps, pour éviter la naissance de bulles financières, la BCE doit inciter les banques

[12] Nous convergeons avec l'appel : « Un pacte de résilience et de solidarité pour remplacer le pacte de stabilité et de croissance », lancé en septembre 2021 par des personnalités françaises. Par contre, nous différons des propositions d'Hémisphère Gauche d'octobre 2021: « Pour un cadre budgétaire européen intelligent et adapté à l'impératif environnemental », qui se place dans le cadre d'un contrôle de l'évolution des dépenses publiques et indique : « Le contrôle du respect par chaque État membre de sa trajectoire de dépenses pourrait être mené conjointement par la Cour des comptes, le Parlement et la Commission ».

à se détourner des activités spéculatives pour financer les activités productives (en particulier la réindustrialisation et la transition écologique).

Bibliographie

Álvarez N., G. Feigl, N. Koratzanis, M. Marterbauer, C. Mathieu, T. McDonnell, L. Pennacchi, C. Pierros, H. Sterdyniak, A. Truger, and J. Uxó (2019) : Towards a progressive EMU fiscal governance*, Working paper* 2019.13, ETUI, December.

Anderson J. and Z. Darvas (2020) : « New life for an old framework : European Union' expenditure and golden fiscal rules", mimeo, *European Parliament*, October.

Bénassy-Quéré A., M. Brunnermeier, H. Enderlein, E. Farhi, M. Fratzscher, C. Fuest, P.O. Gourinchas, P. Martin, J. Pisani-Ferry, H. Rey, I. Schnabel, N. Véron, B. Weder di Mauro, and J. Zettelmeyer (2018) : "Reconciling risk sharing with market discipline: A constructive approach to euro area reform", *CEPR Policy Insight No. 91*, Centre for Economic Policy Research, Londres.

Blanchard O., A. Leandro, and J. Zettelmeyer (2021) : "Redesigning EU Fiscal Rules: From Rules to Standards", *Working Paper*, PIIE, February.

Claeys G., Z. Darvas, and A. Leandro (2016) : "A proposal to revive the European Fiscal Framework", *Bruegel Policy Contribution*, March.

Comité budgétaire européen/European Fiscal Board (2017) : *Annual Report*, October.

Comité budgétaire européen/European Fiscal Board (2019) : *Assessment of EU fiscal rules*, August.

Comité budgétaire européen/European Fiscal Board (2020) : *Annual Report,* October.

Dani M., D. Guarascio, J. Mendes, A. J. Menéndez, H. Schepel and M. Wilkinson (2021) : "What Blanchard gets wrong: The puzzling persistence of managerialism in EU fiscal governance", *LSE European Politics and Policy Blog,* March.

Darvas Z., P. Martin et X. Ragot (2018) : "Réformer les règles budgétaires européennes : simplification, stabilisation et soutenabilité", *Note du CAE, n°47,* septembre.

Darvas Z. and G. Wolff (2021): "A green fiscal pact: climate investment in times of budget consolidation", *Policy Contribution*, 18/2021, Bruegel.

Ducoudré B., M. Plane, X. Ragot, R. Sampognaro, F.Saraceno et X. Timbeau (2018) : « Refonte des règles budgétaires européennes », *Revue de l'OFCE*, n°158, décembre.

Dullien S., C. Paetz, A. Watt and S. Watzka (2020) : "Proposals for a Reform of the EU's Fiscal Rules and of Economic Governance", *IMK Report*, June.

European Commission (2020) : "Identifying Europe's recovery needs", *Commission staff working document*, 27 May.
European Commission (2021) : "The EU economy after COVID-19: implications for economic governance", October.

European stability mechanism (2021) : " EU fiscal rules: reform considerations", *ESM discussion paper*, October.

Furman J. et L. Summers (2020) : A Reconsideration of Fiscal Policy in the Era of Low Interest Rate, *Discussion Papers*, November.

Martin P., J. Pisani-Ferry et X. Ragot (2021) : « Pour une refonte du cadre budgétaire européen », *Note du CAE*, n° 63, avril.
Martin P., E. Monnet et X. Ragot (2021) : « Que peut encore faire la Banque centrale européenne ? », *Note du CAE, n°65*, juin.

Mathieu C. et H. Sterdyniak (2012) : « Faut-il des règles de politique budgétaire ? », *Revue de l'OFCE*, n°126.

Mathieu C. et H. Sterdyniak (2015) : « Should we still use the concept of potential growth ?", OFCE, *Working Paper*, n°30.

Mathieu C. et H. Sterdyniak (2019) : « Euro Area Macroeconomics, Where Do We Stand 20 Years Later? », *Revue de l'OFCE*, mai.

Parlement européen (2021) : « L'examen du cadre législatif macroéconomique pour une incidence renforcée sur l'économie réelle européenne et une plus grande transparence de la prise de décisions et de la responsabilité démocratique », 8 juillet.

Priewe J. (2021) : « Reforming the Fiscal Rulebook for the Euro Area - and the Challenge of Old and New Public Debt", *IMK Study*, n°72, February.

Ragot X. (2021) : « Plus ou moins de dette publique en France ? », *Policy Brief de l'OFCE*, n° 84, janvier.
Truger A. (2015) : « Implementing the Golden Rule for public investment in Europe », *Working Paper, Reihe der AK Wien - Materialien zu Wirtschaft und Gesellschaft*.

ABOUT OFCE

The Paris-based Observatoire français des conjonctures économiques (OFCE), or French Economic Observatory is an independent and publicly-funded centre whose activities focus on economic research, forecasting and the evaluation of public policy.

Its 1981 founding charter established it as part of the French Fondation nationale des sciences politiques (Sciences Po), and gave it the mission is to "ensure that the fruits of scientific rigour and academic independence serve the public debate about the economy". The OFCE fulfils this mission by conducting theoretical and empirical studies, taking part in international scientific networks, and assuring a regular presence in the media through close cooperation with the French and European public authorities. The work of the OFCE covers most fields of economic analysis, from macroeconomics, growth, social welfare programmes, taxation and employment policy to sustainable development, competition, innovation and regulatory affairs.

ABOUT SCIENCES PO

Sciences Po is an institution of higher education and research in the humanities and social sciences. Its work in law, economics, history, political science and sociology is pursued through ten research units and several crosscutting programmes.
Its research community includes over two hundred twenty members and three hundred fifty PhD candidates. Recognized internationally, their work covers a wide range of topics including education, democracies, urban development, globalization and public health.
One of Sciences Po's key objectives is to make a significant contribution to methodological, epistemological and theoretical advances in the humanities and social sciences. Sciences Po's mission is also to share the results of its research with the international research community, students, and more broadly, society as a whole.

PARTNERSHIP