

Un budget pour la zone euro

- La crise des dettes souveraines, débutée en 2010, a rappelé les fragilités architecturales de la zone euro, qui comporte au niveau central un pilier monétaire (la BCE) mais pas de « pilier budgétaire » unifié comme dans les États fédéraux. Malgré des fondamentaux agrégés relativement sains par rapport à d'autres zones dans le monde, la zone euro a en effet connu une forte instabilité macroéconomique et financière, qui lui a été spécifique.
- En dépit d'une stabilisation de la situation en zone euro depuis la mi-2012 grâce à l'action des États membres et de la BCE (réforme de la gouvernance et engagements des États en matière de finances publiques, renforcement du rôle de la BCE, mécanismes de solidarité financière, approfondissement de l'Union bancaire, réorientation du *policy mix* en faveur de la croissance), cette crise a montré la nécessité pour une zone monétaire de disposer d'un instrument pérenne de stabilisation économique, en cas notamment de choc asymétrique. Cet instrument pourrait prendre la forme d'un budget - commun et de taille significative - pour la zone euro.
- Composé de dépenses contracycliques - comme des dépenses liées au chômage - et de recettes cycliques - comme l'impôt sur les sociétés -, ce budget commun participerait à la stabilisation macroéconomique de la zone euro *via* des stabilisateurs automatiques au niveau central et une capacité d'intervention discrétionnaire. En outre, une telle évolution conforterait la position de la BCE, qui pourrait être plus encline à agir sur une dette centrale adossée à ce budget et ainsi contribuer à la stabilité financière de la zone.
- La mise en place d'un budget commun pour la zone euro constitue un processus de moyen terme, qui nécessite en parallèle un pas en avant dans l'intégration politique, afin d'assurer la légitimité démocratique des nouvelles prérogatives confiées au niveau européen. La solidarité accrue qui en découle pourrait également justifier un renforcement supplémentaire de la gouvernance économique en zone euro. De plus, une telle évolution aurait dans de nombreux domaines (social et fiscal notamment) des effets structurants. Au total, la mise en place d'un budget central améliorerait significativement le fonctionnement économique et institutionnel de la zone euro, ce qui contribuerait à renforcer son potentiel de croissance.

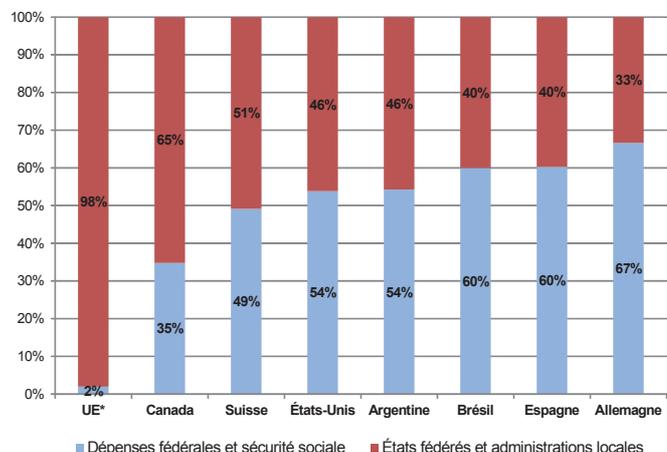
Sources : OCDE, Ministère de l'économie argentin, Banque centrale du Brésil (pour l'Argentine et le Brésil, les données datent de 2009), calculs DG Trésor.

* Pour l'UE, les dépenses des organismes de sécurité sociale sont intégrées dans la partie « États fédérés et administrations locales » dans la mesure où elles sont prises en charges au niveau national.

Note : L'OCDE fournit les données de dépenses non consolidées par niveau d'administration, c'est-à-dire comptabilisant les transferts entre les différents échelons. Afin d'éviter un double compte, les données présentées ici reposent sur l'hypothèse d'une règle *ad-hoc* de répartition des transferts, selon laquelle les transferts vont essentiellement du niveau central vers le niveau local.

Ce document a été élaboré sous la responsabilité de la direction générale du Trésor et ne reflète pas nécessairement la position du ministère de l'Économie et des Finances et du ministère du Commerce Extérieur.

Dépenses publiques par niveau d'administration (2010)



1. Malgré les améliorations récentes, l'architecture de la zone euro ne permet pas d'assurer une stabilisation macroéconomique et financière optimale

1.1 La zone euro est caractérisée depuis l'origine par la coexistence d'une politique monétaire unique et du maintien de responsabilités budgétaires essentiellement nationales

Lors de la création de l'euro, les États membres ont considéré que la politique budgétaire devait demeurer une responsabilité nationale. Ceci s'est traduit par la création d'un budget européen de taille très modeste coexistant avec les budgets nationaux¹. Ce choix, correspondant à la volonté de concilier les avantages économiques d'une monnaie unique tout en préservant la souveraineté des États, singularise la zone euro vis-à-vis de la plupart des autres zones monétaires qui sont ancrées dans une structure fédérale.

La coordination des politiques budgétaires, la discipline de marché et la synchronisation progressive des économies devaient garantir l'efficacité de cette configuration. Afin d'éviter les comportements de passager clandestin², des règles de discipline budgétaire ont été introduites à travers le Pacte de Stabilité et de Croissance (PSC). L'interdiction du « financement monétaire » des États par la BCE et la clause de non-solidarité (*no bail-out*) sur les dettes publiques nationales devaient garantir la « discipline de marché »³, exprimant ainsi le choix de maintenir une responsabilité budgétaire purement nationale. La stabilisation de l'activité devait également être facilitée par l'approfondissement du marché unique et l'intensification des liens commerciaux, à même d'entraîner un processus de synchronisation des cycles économiques, limitant les chocs asymétriques en zone euro. Parallèlement, des souplesses, qui avaient été introduites dans le PSC dès sa création en 1997, ont été renforcées par la réforme du Pacte en 2005, afin de préserver les marges de manœuvre des politiques budgétaires nationales en cas de forte récession⁴.

1.2 Dans une zone monétaire, et en particulier en zone euro, le rôle de stabilisation macroéconomique de la politique budgétaire apparaît essentiel

La fonction de stabilisation macroéconomique de la politique budgétaire est particulièrement importante

en union monétaire. La politique budgétaire exerce une fonction de stabilisation de l'activité par le jeu des stabilisateurs automatiques ou par le biais de mesures discrétionnaires⁵. Dans une zone monétaire, lorsqu'un État membre est confronté à un choc d'offre ou de demande asymétrique, il ne dispose pas des autres mécanismes d'ajustement habituels que sont le change et la politique monétaire. La politique monétaire répondant par construction à la situation moyenne de la zone euro, le rôle de la politique budgétaire est d'autant plus important dans le *policy mix* des États membres. Ceci est vrai notamment pour les petites économies, puisque la politique monétaire réagit par construction plus fortement à la situation des grandes économies, pouvant ainsi se trouver trop restrictive ou trop expansionniste pour un État ou un groupe d'États⁶.

De plus, les mécanismes d'ajustement interne, en tout état de cause insuffisants pour assurer le bon fonctionnement d'une union monétaire, sont peu efficaces en zone euro. En effet, la zone euro ne satisfait pas les critères retenus par Mundell (1961)⁷ pour caractériser les zones monétaires optimales (mobilité du travail, flexibilité des prix et des salaires), qui sont par ailleurs insuffisants pour assurer la viabilité d'une union monétaire. La littérature économique a ainsi mis en évidence le rôle central de l'intégration budgétaire dans le fonctionnement des zones monétaires (*cf.* Encadré 1).

L'imparfaite synchronisation des cycles économiques en zone euro renforce encore l'importance du rôle de stabilisation de la politique budgétaire. Même si un cycle économique commun à l'ensemble de la zone euro existe⁸, les écarts de conjoncture entre États membres sont fréquents et parfois importants (*cf.* Graphique 1). De plus, même en cas de variation symétrique de l'activité, les différences de spécialisation et de structure productive des économies de la zone euro peuvent conduire à ce qu'elles soient touchées de manière très différente. De ce fait, la fonction de stabilisation de la politique budgétaire est particulièrement importante en zone euro afin d'éviter un *policy mix* localement procyclique.

(1) En 2010, les dépenses du budget de l'Union européenne se sont élevées à 1,0 % du PIB de l'UE, alors que les dépenses publiques nationales se sont élevées en moyenne à 49,7 % du PIB. À titre de comparaison, en 2010, les dépenses fédérales américaines se sont élevées à environ 27 % de PIB.

(2) Possibilité pour les États d'adopter des stratégies budgétaires peu vertueuses en continuant à bénéficier de taux d'intérêts bas exprimant la moyenne de la zone euro.

(3) L'interdiction du financement monétaire et la clause de non-solidarité devaient pousser les investisseurs à être attentifs à la soutenabilité des finances publiques de chacun des États membres et inciter ainsi à la vertu budgétaire sous peine de taux d'intérêt trop élevés.

(4) La réforme de 2005 a d'une part assoupli la notion de « circonstances exceptionnelles » (suspension temporaire des règles budgétaires européennes, en cas de conjoncture très dégradée), et d'autre part introduit la possibilité de reporter la date de correction du déficit public excessif si des mesures suffisantes ont été prises par l'État membre concerné.

(5) La fonction de stabilisation macroéconomique de la politique budgétaire joue aussi bien lorsqu'une économie est en haut de cycle que lors des phases de récession. En effet, en haut de cycle, le jeu de stabilisateurs automatiques génère une amélioration du solde budgétaire (notamment une hausse des recettes fiscales) qui permet de réduire la surchauffe de l'économie. Inversement, en bas de cycle, ces stabilisateurs automatiques permettent d'atténuer la dégradation de l'activité. Ainsi, cette fonction de stabilisation peut être comprise comme une allocation inter-temporelle optimale de l'épargne publique nette.

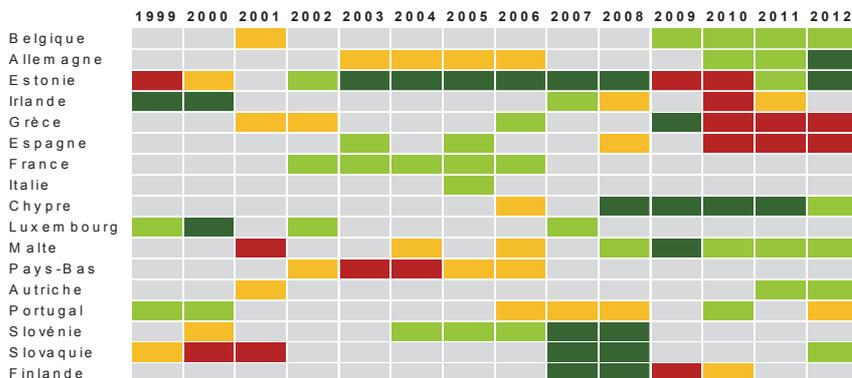
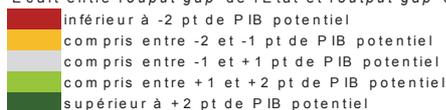
(6) Selon un article récent évaluant l'adéquation de la politique monétaire avec le cycle économique de différentes régions américaines et d'États de la zone euro, il existerait des divergences de taux d'intérêt optimaux (ceux induits par la règle de Taylor) bien plus importants en zone euro qu'aux États-Unis (*cf.* Malkin and Nechio, (2012), "U.S. and Euro-Area Monetary Policy by Regions", *FRSBSF Economic Letter*).

(7) *Cf.* Mundell, R., (1961), "A theory of Optimum Currency Areas", *American Economic Review*, 51 (4).

(8) *Cf.* Furceri, D. and Karras, G., (2008), "Business Cycles Synchronization in the EMU", *Applied Economics*.

Graphique 1 : chocs et fluctuations macroéconomiques en zone euro

Écart entre l'*output gap* de l'État et l'*output gap* de la zone euro



Source : Commission européenne, Prévisions de printemps 2013.

Encadré 1 : théorie des zones monétaires optimales et ajustements internes en zone euro

La théorie des zones monétaires optimales suggère que les ajustements internes permettent de compenser la fixité du change en union monétaire : le difficile ajustement face à la crise ne serait pas tant dû à des faiblesses de construction de l'union monétaire qu'au manque de mobilité des facteurs (travail notamment) et de flexibilité des prix et des salaires (nécessitant des mesures ciblées sur cette dimension davantage que des réformes plus profondes d'architecture). Cette vision s'appuie sur la littérature portant sur les « zones monétaires optimales » (ZMO), qui a effectivement mis en avant, dans un premier temps, la mobilité des facteurs de production, ainsi que la flexibilité des prix et des salaires, comme facteurs permettant de compenser la fixité du change en union monétaire (Mundell, 1961). Il est de fait avéré, aux États-Unis, que les migrations de population entre États permettent d'amortir des hausses localisées du chômage¹, même si l'ampleur de ce phénomène fait débat en ce qui concerne la crise financière récente².

Toutefois, ce type d'ajustement paraît à la fois difficile en zone euro et en tout état de cause insuffisant pour assurer le bon fonctionnement d'une zone monétaire.

D'une part, en zone euro, la mobilité du travail est historiquement faible du fait de barrières à la mobilité (langue, culture, non-portabilité de certains droits sociaux...) plus importantes que dans les autres zones monétaires³. D'autre part, il existe en zone euro comme dans la plupart des économies développées un certain degré de rigidité à la baisse des salaires nominaux et réels⁴, ce qui réduit les possibilités d'ajustement par les prix. En outre, cet ajustement à un choc asymétrique *via* une baisse des prix et des salaires - s'apparentant à une dévaluation interne - semble particulièrement coûteuse notamment lorsque l'économie concernée est fortement endettée, la baisse des prix et des salaires provoquant une augmentation de la valeur réelle de cet endettement⁵.

D'autre part, la littérature qui a prolongé les travaux de Mundell sur la question des ZMO a mis en évidence le rôle d'autres facteurs que la mobilité du travail ou la flexibilité des prix. Outre l'ouverture commerciale⁶ et la diversification de la structure productive⁷, ou encore l'endogénéité des critères d'optimalité (l'intégration commerciale entraînant une synchronisation des cycles⁸), les travaux postérieurs ont mis en avant le rôle central de l'intégration budgétaire dans le bon fonctionnement d'une union monétaire⁹. Enfin, il convient de ne pas négliger le rôle primordial des institutions concernant le caractère optimal d'une zone monétaire.

(1) Cf. Blanchard, O. and Katz, L., (1992), "Regional Evolutions", *Brookings Papers on Economic Activity*.

(2) Il existe un débat académique sur la possibilité que la mobilité du travail aux États-Unis ait été réduite depuis la crise de 2008 notamment du fait de l'accroissement du nombre de propriétaires immobiliers et de la chute des prix au plus fort de la crise. Plusieurs articles ont cependant montré que cette hypothèse n'était sans doute pas vérifiée (cf. notamment Aaronson & Davis, (2011), "How much has house lock affected labor mobility and the unemployment rate?", *Chicago Fed Letter*).

(3) Cf. Bonin, Eichhorst, Florman, Hansen, Skiöld, Stuhler, Tatsiramos, Thomasen, and Zimmermann, (2008), "Geographic mobility in the European Union: Optimising its Economic and Social Benefits." *IZA*.

(4) Ces rigidités à la baisse des salaires, particulièrement marquées avant crise (cf. Holden, S. and Wulfsberg, F., (2008), "Downward Nominal Wage Rigidity in the OECD." *The B.E. Journal of Macroeconomics*), ont cependant diminué depuis notamment du fait des réformes du marché du travail mises en place dans certains pays.

(5) Cf. Fisher, Irving., (1933), "The Debt-Deflation Theory of Great Depressions." *Econometrica*.

(6) Cf. McKinnon R., (1963), "Optimum Currency Areas", *American Economic Review*.

(7) Cf. Kenen P., (1967), "The Theory of Optimum Currency Areas : An Eclectic View", *Monetary Problems of the International Economy*.

(8) Cf. Frankel and Rose, (1997), "The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria", *NBER Working Paper*.

(9) Cf. Werning et Farhi, (2013), "Fiscal Unions", *NBER Working Paper*.

1.3 La crise a montré que les politiques budgétaires nationales, même coordonnées, ne permettent pas d'assurer une stabilisation macroéconomique et financière optimale en zone euro

La crise des dettes souveraines a révélé des vulnérabilités inhérentes à l'architecture initiale de la zone euro, qui repose trop sur les politiques budgétaires nationales pour faire face aux chocs asymétriques.
Après une première phase de crise, importée des États-Unis

et aux conséquences largement mondialisées (2008-2009), une seconde phase de tensions financières (2010-2012) - sur le marché de la dette souveraine notamment - a concerné plus spécifiquement la zone euro, aux fondamentaux agrégés pourtant plus favorables que dans les grands pays industrialisés (cf. Graphique 2). Pour répondre à cette crise sans précédent qui a fait craindre un éclatement de la zone euro, des réformes d'ampleur ont été menées et ont permis d'apaiser les tensions financières ainsi que de dissiper tota-

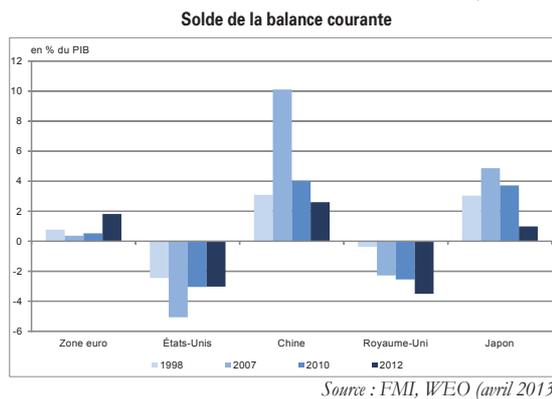
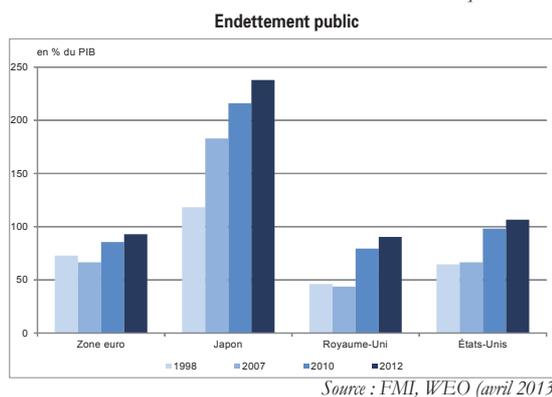
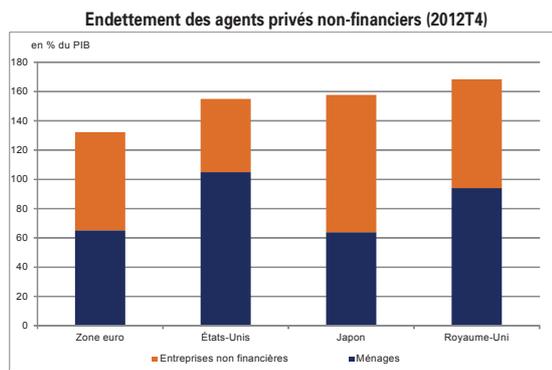
lement les doutes sur l'intégrité de l'union monétaire. Néanmoins cette période a mis en évidence des fragilités spécifiques à l'architecture de la zone euro : (i) le maintien de la responsabilité budgétaire au niveau national peut conduire à des situations où le *policy mix* de certains États membres n'apparaît pas optimal malgré les flexibilités permises par les règles budgétaires ; (ii) cette configuration institutionnelle, qui se caractérise par une mutualisation des risques insuffisante et une action limitée de la banque centrale en tant que prêteur en dernier ressort, peut également poser des risques en termes de stabilité financière.

En période de récession, la décentralisation des politiques budgétaires, encadrées par les règles européennes, peut conduire à des situations où le *policy mix* n'est pas optimal :

- la capacité d'action contracyclique des politiques budgétaires nationales peut être contrainte par les règles budgétaires, même si ces dernières ont été considérablement améliorées. Comme le montrent les déséquilibres accumulés au cours des années 2000, les règles budgétaires européennes sont essentielles pour limiter l'aléa moral et prévenir les comportements peu vertueux. Depuis 2011, la réforme de la gouvernance (*six-pack*, Traité sur la Stabilité, la Coordination et la Gouvernance - TSCG, *two-pack*) a permis de rendre ces règles à la fois plus contraignantes pour les États membres⁹ et plus aptes à assurer une fonction de stabilisation macroéconomique¹⁰. Par ailleurs, la capacité d'action contracyclique en zone euro a été renforcée par une réorientation du *policy mix* en faveur de la croissance, combinant des mesures ciblées (Pacte pour la Croissance et l'Emploi en juin 2012, Initiative pour l'emploi des jeunes en février 2013, plan d'investissement ciblé sur le financement des PME en juin 2013) et une application des règles budgétaires fondée sur les engagements en termes structurels, pour tenir compte de la conjoncture. Néanmoins, la nécessité de coordonner l'ensemble des politiques budgétaires nationales se traduit par construction par un processus de négociation et de décision long et complexe, entraînant un risque de décalage entre la conjoncture économique et la réponse de politique budgétaire qui y est apportée. Les marges d'appréciation et de négociation¹¹, nécessaires pour assurer la flexibilité du dispositif et donc sa faculté d'adaptation à la conjoncture, réduisent la possibilité pour les agents économiques d'anticiper le *policy mix* de la zone euro. Ainsi, le risque que les règles de surveillances budgétaires imposent une politique procyclique à des États membres déjà en situation de récession ne peut pas être entièrement écarté.
- lorsque la zone euro est en récession et que les États membres présentent une très forte hétérogénéité de leurs finances publiques, malgré une situation agrégée relativement saine, la décentralisation des politiques budgétaires

créé une situation sous-optimale. En effet, si un stimulus budgétaire apparaît alors souhaitable au niveau agrégé, la zone euro se retrouve dans une situation où les pays vulnérables ne disposent pas des marges de manœuvre budgétaire pour mener une politique de relance, tandis que les autres n'ont aucun intérêt à porter seuls l'effort de relance. La situation de la zone euro en 2012-2013 ne semble pas éloignée de cette configuration. La stabilisation de l'activité s'apparente alors à un bien public de la zone euro, dont le financement devrait être assuré par le niveau central.

Graphique 2 : les fondamentaux de la zone euro sont sains au niveau agrégé relativement à d'autres zones dans le monde



(9) Renforcement des sanctions pour les États membres de la zone euro ; introduction au niveau national d'une règle de solde structurel avec mécanisme de correction ; possibilité pour la Commission et l'Eurogroupe d'intervenir en amont de l'adoption des textes budgétaires si les projets semblent manquer gravement aux règles européennes.

(10) Le TSCG concentre le pilotage des finances publiques sur les engagements en termes structurels. De plus, le PSC révisé permet de tenir compte des effets d'élasticités des recettes fiscales, non pilotables par le Gouvernement, dans l'évaluation du respect des cibles budgétaires.

(11) Par exemple pour identifier les « facteurs pertinents » susceptibles de justifier le franchissement par un État du seuil de 3 % de déficit public, ou les cas de circonstances exceptionnelles pouvant se traduire par une suspension temporaire des règles du Pacte de Stabilité et de Croissance.

1.4 Cette insuffisance du *policy mix* est un des facteurs exposant la zone euro à une forte instabilité financière

La forte dépendance aux politiques budgétaires nationales pour assurer la stabilisation macroéconomique expose la zone euro au risque d'instabilité des marchés de la dette souveraine. À la suite de la crise financière, les pays jugés fragiles par les investisseurs, notamment ceux touchés par certains facteurs spécifiques (dérive antérieure des comptes publics en Grèce, éclatement des bulles immobilières en Irlande et en Espagne) ont été exposés à une hausse soudaine des taux d'intérêt et à une incapacité à se financer sans aide extérieure. Ces évolutions ont posé en retour un problème de *policy mix* majeur, la pression des marchés les obligeant à mener des politiques budgétaires fortement procycliques. Cette vulnérabilité aux crises de finances publiques auto-réalisatrices, particulièrement prégnante dans les États membres de la zone euro¹², peut avoir des effets dévastateurs entraînant les États dans un cercle vicieux de récession et de consolidation excessive, empirant encore les tensions financières sur la dette souveraine. La mise en place *ex post* de formes de solidarité financière (création du MESF et FESF, puis du MES et mise en place des programmes d'assistance financière) ont permis de doter de la zone euro d'un mécanisme de pare-feu crédible assurant la période de transition avant le retour sur les marchés de ces pays en difficulté. La mobilisation du pare-feu suppose cependant que les tensions financières se matérialisent, ce qui en fait un instrument de gestion de crise efficace, mais coûteux en termes de point de PIB et d'emploi. De ce point de vue, un instrument contribuant en amont à la prévention des tensions financières, en absorbant une partie des chocs subis par les États, compléterait utilement le pare-feu.

Sans résoudre entièrement les difficultés de *policy mix*, la mise en place de l'Union bancaire, si elle est assortie d'un *backstop* public européen¹³, devrait permettre de réduire les interdépendances entre risques souverains et risques bancaires et limiter ainsi les tensions financières. Les inquiétudes sur la viabilité du secteur bancaire de certains pays ont renforcé la pression des investisseurs, puisqu'elles se sont transmises au

marché de la dette souveraine dans un contexte où les finances publiques devaient absorber les coûts de recapitalisation, créant ainsi une boucle négative entre risque souverain et risque bancaire¹⁴. La mise en place d'une Union bancaire complète (dotée des 3 piliers : supervision, résolution et garantie des dépôts) devrait permettre de briser cette boucle. Elle permettrait également de limiter à l'avenir les phénomènes de « *sudden stop* » (arrêt brutal du financement transfrontalier), qui ont été importants pendant la crise et ont dû être compensés par l'Eurosystème¹⁵ (mécaniquement *via* les dettes et créances entre banques centrales, ou « déséquilibres TARGET2 ») et pour les pays sous-programme par l'assistance financière européenne et du FMI. Mais l'efficacité de l'Union bancaire repose structurellement *in fine* sur l'existence d'un *backstop* public européen pour pouvoir assurer sans ambiguïté sa fonction de résolution et de garantie des dépôts.

Néanmoins, seule la conjonction d'une banque centrale et d'un budget significatif pour une même zone est à même de répondre pleinement à l'instabilité sur le marché de la dette souveraine. Dans les autres unions monétaires, aux États-Unis par exemple, même si le « financement monétaire » strict (achats de dette publique sur le marché primaire) est également interdit, les banques centrales ne laissent aucun doute sur leur volonté d'intervenir si nécessaire (de manière illimitée et sans condition sur la dette publique) *via* le marché secondaire, pour maintenir la stabilité financière¹⁶. En zone euro, la persistance de dettes publiques nationales distinctes a conduit au choix de ne pas laisser pleinement assumer ce rôle par la BCE¹⁷. Les Traités laissent toutefois une marge d'intervention sur le marché secondaire, comme l'a confirmé le tournant opéré depuis l'été 2012 (discours de M. Draghi à Londres le 26 juillet, puis annonce des OMT en août et septembre 2012) ; l'impact de ces annonces sur les marchés illustre l'importance du rôle de prêteur en dernier ressort d'une banque centrale sur la stabilité financière. À terme, ce type de positionnement de la BCE serait conforté par l'existence d'une dette publique centrale, qui permettrait de légitimer pleinement un rôle de prêteur en dernier ressort, sans nécessiter une intervention sur la dette d'un État en particulier¹⁸.

(12) De Grauwe et Ji (2012) montrent que l'augmentation de la prime des risques des États membres de la zone euro attaqués par les marchés en 2010-2011 ne peut être expliquée par les fondamentaux sous-jacents à leur économie mais qu'elle est le résultat d'attaques spéculatives auto-réalisatrices (cf. "Self-Fulfilling Crises in the Eurozone: An Empirical Test", *CEPR working paper*, 2012).

(13) La mise en place d'un filet de sécurité (*backstop*) public européen est nécessaire dans le cadre de l'Union bancaire afin de crédibiliser les dispositifs européens de financement de la résolution bancaire et de la garantie des dépôts. Un tel *backstop* ne devra être mobilisé que (i) de manière subsidiaire, *i.e.* après mise à contribution du secteur privé et utilisation des ressources propres du fonds (provenant de contributions prélevées sur le secteur bancaire) et (ii) uniquement sous forme de prêts, les fonds avancés par le *backstop* devant être remboursés *ex post* par le fonds de résolution / garantie des dépôts, ce qui assurera l'absence d'impact sur les finances publiques à moyen terme.

(14) À l'inverse, les banques de chaque État membre détiennent en grande majorité des titres de dette souveraine de leur propre souverain les exposant fortement en cas de restructuration de ces dettes. Cette double exposition est précisément à l'origine de la boucle souverain-bancaire (cf. Merler & Pisani-Ferry, (2012), "Hazardous tango: sovereign-bank interdependence and financial stability in the euro area", *Banque de France Financial Stability Review*).

(15) Cf. Buiter, WH, E Rahbari, and J Michels (2011), "The implications of intra-Eurozone imbalances in credit flows", *CEPR Policy Insight* No. 57.

(16) Il convient de noter cependant que la Fed n'intervient pas sur le marché de la dette des États fédérés.

(17) En effet, la BCE doit défendre son indépendance et sa crédibilité face à 17 autorités budgétaires nationales et éviter de favoriser les comportements de passager clandestin, difficulté qui n'existe pas directement dans le cas d'une intervention sur une dette centrale.

(18) En outre, du fait de cette particularité institutionnelle, la zone euro ne dispose pas d'un actif sûr unique pour la zone, ce qui a un coût important pour le bon fonctionnement des marchés financiers européens et a notamment pu favoriser le processus de fragmentation financière observé à partir de 2011 (cf. Gourinchas et Jeanne, (2012), "Global Safe Assets", *11th BIS Annual Conference*).

2. Un budget significatif au niveau central, assorti d'une capacité d'endettement, permettrait d'assurer pleinement la stabilisation macroéconomique et financière de la zone euro

La création d'un budget de la zone euro, qui serait doté de ressources et de dépenses propres, améliorerait significativement la capacité de stabilisation macroéconomique de l'union monétaire et constituerait une réponse aux problèmes de stabilité financière que peuvent traverser les États membres les plus fragiles et la zone euro dans son ensemble. La création de ce budget prendrait la forme d'un transfert d'une partie des stabilisateurs automatiques (prélèvements obligatoires, dépenses liées au chômage) et de certaines dépenses nationales à un échelon centralisé au niveau de la zone euro. Il n'impliquerait donc pas en soi des dépenses ou recettes publiques supplémentaires. L'autorisation d'une capacité d'endettement temporaire adossée à ce budget central serait nécessaire pour financer *a minima* les déficits conjoncturels en bas de cycle. L'instauration d'un véritable *policy mix* de zone euro supposerait en plus une capacité de stimulus budgétaire financée par endettement.

2.1 La mise en place d'un budget de la zone euro viendrait compléter l'union monétaire en renforçant sa capacité de stabilisation et de résilience face aux crises

En premier lieu, la constitution d'une capacité budgétaire centralisée au niveau de la zone euro permettrait, si elle est constituée en priorité de recettes et de dépenses qui fluctuent avec l'activité, de mutualiser une partie des stabilisateurs automatiques, jouant ainsi le rôle d'un mécanisme d'assurance contracyclique pour une meilleure absorption des fluctuations de l'activité. En effet, les pays dont la conjoncture est dégradée contribueront mécaniquement moins au budget central, ce dernier captant une partie de leur déficit conjoncturel. À l'inverse, en haut de cycle, le solde nominal serait amoindri et inciterait ainsi à un comportement budgétaire vertueux (en période de bulle immobilière par exemple, ceci pourrait révéler une politique budgétaire éventuellement peu rigoureuse, qui aurait été « masquée » par un excédent conjoncturel élevé). Ceci aurait des effets positifs pour le fonctionnement de l'union monétaire :

- en termes de stabilité financière, le risque de tension sur les marchés souverains nationaux en cas de forte récession serait réduit, en raison de la moindre dégradation des soldes publics nationaux ;
- en termes de stabilisation macroéconomique, un budget central permettrait une politique budgétaire adaptée à la conjoncture : les stabilisateurs automatiques transférés

au niveau central seraient préservés de la pression des marchés, ce qui assurerait leur efficacité pour lisser les variations de l'activité ; au niveau national, un État confronté à un choc important serait moins susceptible d'adopter une politique budgétaire procyclique.

De plus, le budget central pourrait soutenir l'activité en période de récession par des mesures de relance discrétionnaire, complétant ainsi les mesures prises au niveau décentralisé, contraintes par les règles nationales sur le déficit structurel. Cette capacité d'action discrétionnaire centrale aurait l'avantage de coordonner dans l'ensemble de la zone euro les plans de relance en cas de choc d'activité et donc de multiplier leur effet¹⁹. De plus, elle permettrait d'améliorer le *policy mix* entre politique budgétaire et monétaire, notamment lors de crises importantes qui conduiraient la politique monétaire à buter sur la contrainte de nullité des taux d'intérêt (« *zero lower bound* »)²⁰. Enfin, le budget central aurait également un rôle à jouer en période de surchauffe par la mise en place d'une politique budgétaire restrictive.

La stabilité du marché de la dette émise pour financer le budget de la zone euro serait assurée par la possibilité d'intervention de la BCE. L'absence de risque de comportement de passagers clandestins au niveau de la dette publique centrale rendrait plus légitime la possibilité pour la BCE d'intervenir en tant que prêteur en dernier ressort, comme le font la FED ou la *Bank of England*. Ceci permettrait de renforcer significativement la stabilité financière de la zone euro. Toutefois, la pleine mise en œuvre des règles budgétaires au niveau national et une gouvernance adéquate de l'endettement au niveau central resteraient essentielles pour justifier un tel dispositif et assurer la soutenabilité des finances publiques en zone euro. Par ailleurs, la fonction de prêteur en dernier ressort de la BCE sur le budget central ne sera déterminante que si la taille du budget central est suffisamment importante. Enfin, de manière plus générale, l'émission de dette pour le financement du budget central constituerait une source supplémentaire d'actif sûr bénéfique notamment aux bilans bancaires de l'ensemble de la zone euro.

La fonction de *backstop* public européen dans le cadre de l'Union bancaire (financement public en dernier recours) pourrait également à terme reposer sur le budget de la zone euro, ce qui présenterait l'avantage d'un *backstop* particulièrement crédible, sa capacité n'étant pas limitée *ex ante*.

(19) En effet, la littérature empirique a montré qu'il existait d'importantes externalités internationales liées aux politiques budgétaires nationales. À travers leurs liens financiers et commerciaux, les politiques budgétaires menées dans certains pays affectent non seulement leur conjoncture nationale mais aussi celle de leurs partenaires. En présence d'une telle externalité, il existe donc un problème de coordination puisque personne ne veut prendre à sa charge la relance budgétaire (cf. par exemple, Corsetti et Müller, (2012), "Multilateral economic cooperation and the international transmission of fiscal policy", *NBER Working Paper*).

(20) En effet différents articles, empiriques comme théoriques, ont montré que la politique budgétaire devient particulièrement efficace (multiplicateur budgétaire largement supérieur à 1) lorsque la politique monétaire bute sur la contrainte de nullité des taux d'intérêt. Ceci s'explique par le fait que lorsque la contrainte de nullité des taux d'intérêt est atteinte et que les prix connaissent une évolution faible voire négative (déflation), le taux d'intérêt réel peut rester trop élevé pour résorber un déficit de demande, sans que la Banque Centrale ne puisse rien faire pour le réduire. La politique budgétaire devient alors particulièrement efficace car l'accroissement de la demande agrégée permise par la relance budgétaire génère une augmentation de l'inflation qui permet de réduire le taux d'intérêt réel. (cf. notamment : Eggertsson, G. and Woodford, M., (2004), "Optimal monetary and fiscal policy in a liquidity trap", *NBER Working Papers* et Christiano, L. J., Eichenbaum, M. and Rebelo, S., (2011), "When is the government spending multiplier large?", *Journal of Political Economy*).

Encadré 2 : le fonds de stabilisation, une solution peu réaliste en pratique

Une solution alternative à la création d'un véritable budget de la zone euro serait la création d'un fonds de stabilisation organisant de simples transferts budgétaires forfaitaires entre États membres, en fonction de leur position dans le cycle économique. Un État membre positionné en haut de cycle contribuerait au fonds alors qu'un État membre en bas de cycle recevrait un transfert du fonds. En théorie, ce mécanisme serait donc particulièrement efficace en cas de choc conjoncturel.

Cependant, si cette solution semble attrayante de prime abord, notamment parce qu'elle ne nécessite pas de transférer des ressources et des dépenses communes au niveau européen, elle pâtit de difficultés d'ordre opérationnel liées à l'estimation de la position d'une économie dans le cycle, qui apparaissent quasi insurmontables. Il est en effet extrêmement difficile d'estimer en temps réel la position d'une économie dans le cycle (*i.e.* l'*output gap* : l'écart entre le PIB observé et le PIB potentiel estimé, ce dernier étant non observable). La comparaison entre les estimations d'*output gap* telles qu'elles étaient prévues à la fin d'une année pour l'année suivante avec les *output gaps* tels qu'ils ont aujourd'hui été révisés en fournit une bonne illustration. En effet, les écarts entre ces deux estimations sont considérables et fréquemment de signes opposés (*cf.* tableau ci-dessous). Cette incapacité à estimer en temps réel les *output gaps* limite considérablement la possibilité de mettre en place un fonds de stabilisation contracyclique qui fonctionnerait de manière fluide.

De plus, en l'absence de recettes, de dépenses et de dette centralisées, ce fonds continuerait à reposer sur le budget des États membres, rendant d'autant plus difficiles politiquement les transferts – même temporaires – entre États. La BCE ne serait pas non plus confortée dans ses interventions sur la dette publique, qui resterait à caractère national.

Une variante à ce fonds de stabilisation, qui consisterait à organiser les transferts budgétaires en fonction de l'écart entre l'*output gap* d'un État membre et celui de la zone euro, semble également difficilement réalisable en pratique. Un tel fonds, proposé par Enderlein, Guttenberg et Spiess (2013¹), aurait certes l'avantage de minimiser les erreurs d'*output gap* et de fonctionner en théorie sans endettement, mais elle reposerait encore sur des estimations d'*output gap* sujettes à caution. De surcroît, l'effet de stabilisation contracyclique ne serait pas optimal : par exemple, en cas de choc négatif symétrique, les pays les moins touchés devraient alors financer les États membres les plus en difficulté, alors même qu'ils pourraient se trouver en bas de cycle (*output gap* négatif).

Tableau : écart entre les estimations d'*output gap* en temps réel et ceux révisés aujourd'hui

		2004	2005	2006	2007	2008
Allemagne	Estimation en « temps réel »*	-1,4	-1,0	-0,8	0,3	0,6
	Révision printemps 2013	-1,5	-2,0	0,2	2,1	1,9
Espagne	Estimation en « temps réel »*	-1,7	-2,7	-0,2	-0,5	-0,9
	Révision printemps 2013	0,8	1,0	1,8	2,1	0,5
France	Estimation en « temps réel »*	-1,1	-0,5	-0,9	-0,3	-0,3
	Révision printemps 2013	1,7	1,7	2,4	3,0	1,5
Irlande	Estimation en « temps réel »*	-1,8	-1,9	-2,2	-0,7	-1,2
	Révision printemps 2013	-0,6	0,4	1,5	3,7	0,4
Italie	Estimation en « temps réel »*	-1,2	-0,9	-1,2	-0,8	-0,9
	Révision printemps 2013	0,8	0,9	2,3	3,1	1,7
Portugal	Estimation en « temps réel »*	-3,4	-2,8	-2,4	-1,7	-1,2
	Révision printemps 2013	-1,0	-1,1	-0,6	1,0	0,1

Source : Commission européenne.

* Estimations de l'*output gap* réalisées à l'automne de l'année précédente.

(1) *Cf.* "Blueprint for a Cyclical Shock Insurance in the Euro Area", Notre Europe Studies and Report, septembre 2013.

2.2 L'efficacité de l'effet stabilisateur du budget de la zone euro dépend du calibrage du dispositif : contenu, taille et capacité d'intervention discrétionnaire

La composition du budget peut être choisie afin de maximiser son effet stabilisateur, ce qui implique de sélectionner les recettes et les dépenses les plus cycliques - c'est-à-dire qui sont fortement corrélées à l'activité (*cf.* Encadré 3). À titre indicatif :

- Du côté des recettes, l'impôt sur les sociétés, très sensible à la conjoncture – élasticité au PIB de 1,4 en moyenne pour la zone euro²¹ –, apparaît comme un candidat idéal, d'autant que sa base imposable est fortement mobile, ce qui permettrait également de prévenir la concurrence fiscale entre les États membres de la zone euro. À ce titre, il serait d'ailleurs opportun de capitaliser sur les travaux menés sur la proposition de la directive ACCIS (assiette commune consolidée de l'impôt sur les sociétés)²². Dans

(21) Une élasticité des recettes de x % par rapport à l'activité indique que la recette s'accroît de x % suite à une augmentation de 1 % de l'activité (plus précisément, suite à une augmentation de l'*output gap* de 1 pt de PIB potentiel).

(22) La proposition de directive ACCIS, qui constitue l'un des projets les plus ambitieux en termes d'harmonisation fiscale en Europe, propose que les entreprises qui opèrent dans plusieurs États membres simultanément déclarent uniquement leur profit consolidé au niveau européen (à partir d'une définition d'assiette commune). Les revenus fiscaux issus de la taxation de ces profits seraient ensuite répartis entre les États membres suivant une clé de répartition fonction de la part d'emploi, de la masse salariale, des actifs immobilisés et des ventes attachés à l'entreprise dans chaque État membre. Ceci permettrait l'application d'une règle commune de détermination du résultat fiscal et offrirait aux multinationales la possibilité de consolider les bénéfices et pertes réalisés au niveau européen.

une moindre mesure, et selon le montant et le type des dépenses que l'on veut financer en commun dans la zone euro, le transfert d'une partie de la TVA (dont l'assiette est déjà harmonisée) ou des cotisations sociales²³ pourrait également être envisagé. De plus, il pourrait également être envisagé d'affecter au budget le produit de taxes innovantes, dont la mise en œuvre serait plus pertinente au niveau de la zone euro qu'au niveau national (taxe sur les transactions financières, taxe environnementale, etc...), puisque cela éviterait les éventuelles distorsions au sein de la zone euro.

- Du côté des dépenses, la prise en charge au niveau central d'une partie des dépenses liées au chômage concourrait à l'objectif de stabilisation du budget, ces dernières étant particulièrement cycliques. L'insertion des prestations chômage dans le budget de la zone euro pourrait se faire sous la forme d'un socle commun à la zone euro sur lequel se rajouteraient des dispositifs nationaux spécifiques. Un socle de dépenses actives de l'emploi (formation, aide aux services publics de l'emploi et soutien à la mobilité) pourrait également être envisagé.

La taille du budget de la zone euro est également un élément déterminant concernant l'effet stabilisateur (cf. Encadré 3). En effet, plus le budget central est de taille importante, plus son effet stabilisateur est élevé et plus la part du solde conjoncturel pris en charge par le niveau central est importante. Ainsi, un budget de la zone euro de 2 % du PIB pourrait prendre à sa charge 20 % de la stabilisation opérée par les budgets nationaux, si l'on choisissait les recettes les plus cycliques et dépenses les plus contracycliques, en négligeant de ce fait d'éventuelles questions de faisabilité. À titre illustratif, selon les prévisions de la Commission, le déficit public 2013 de l'Espagne serait alors amoindri de 0,4 % du PIB et celui de la Grèce de 1,3 %. Cet effet serait en outre augmenté dans un contexte d'Union bancaire achevée, puisque les investisseurs seraient enclins à anticiper l'effet de stabilisation – autrement dit, le rôle d'amortisseur des marchés de capitaux et de crédit est catalysé par l'existence d'un amortisseur budgétaire.

Dans la mesure où il existe peu de dépenses purement conjoncturelles – limitées en première approximation aux dépenses liées au chômage –, un budget d'une taille suffisante suppose la mise en commun

d'autres dépenses. La valeur ajoutée d'une éventuelle centralisation de certaines dépenses peut provenir d'économies d'échelle ou d'externalités : dans le premier cas, les coûts sont moindres en mutualisant les dépenses ; dans le second, le gain provient d'un processus décisionnel plus efficace face au besoin de coordination ou d'harmonisation sur des sujets d'intérêt commun. De telles dépenses, dont le but serait également de renforcer le potentiel de croissance de la zone euro, pourraient être choisies parmi les dépenses pas ou très peu centralisées actuellement au niveau européen, mais qui relèvent classiquement du niveau central dans les principales zones monétaires : dépenses d'infrastructures (énergie, TIC, transports) et/ou d'investissements d'avenir (capital humain, R&D, innovation). Différentes modalités institutionnelles sont envisageables : la mutualisation de telles dépenses peut se traduire par un transfert vers le niveau central des compétences nécessaires à la mise en œuvre des politiques qui y sont associées ; au contraire, ces compétences peuvent demeurer nationales, seuls les moyens financiers étant centralisés (ils seraient alors alloués aux États membres pour la mise en œuvre des politiques concernées selon des critères définis collectivement).

Enfin, l'établissement d'une capacité d'intervention discrétionnaire du budget de la zone euro, en plus des stabilisateurs automatiques, renforcerait considérablement la capacité d'un tel dispositif à stabiliser les chocs de taille importante. En effet, doter le budget d'une capacité de stimulus budgétaire en cas de dégradation simultanée de l'activité dans l'ensemble des États membres de la zone euro, permettrait de compléter l'action de la politique monétaire, instaurant un *policy mix* plus complet en zone euro. Ceci serait particulièrement utile lorsque l'ampleur de la dégradation conduit la politique monétaire à buter contre sa contrainte de taux d'intérêt. Par ailleurs, au-delà de la fonction de relance budgétaire, il pourrait être envisagé d'autoriser un déficit structurel limité, afin de financer par exemple des dépenses d'avenir communes à la zone euro (investissements). Néanmoins, il convient de rappeler que cet endettement central viendrait s'ajouter aux dettes publiques nationales, ce qui nécessiterait un encadrement de ce budget central par des règles budgétaires adéquates afin d'assurer la soutenabilité globale de l'endettement public de la zone euro (cf. Encadré 4).

(23) Il faut noter cependant qu'un éventuel transfert des cotisations sociales au niveau central poserait des difficultés d'ordre institutionnel dans la mesure où ces dernières sont gérées dans de nombreux pays par les partenaires sociaux.

Encadré 3 : mesure de l'effet stabilisateur d'un budget

Il est possible de définir formellement l'effet stabilisateur d'un budget sur l'activité^a. Pour ce faire, on définit S le solde budgétaire et T_i les différents types de recettes (comptées positivement) et de dépenses publiques (comptées négativement) vérifiant $S = \sum_i T_i$. Pour mesurer l'effet stabilisateur d'un budget, il est nécessaire de définir pour chaque poste budgétaire T_i :

- l'élasticité à la conjoncture associée, η_i : le solde budgétaire varie avec la conjoncture, mais cette variation dépend du poste budgétaire concerné (en particulier, les prélèvements obligatoires – assis sur la consommation, la masse salariale ou les bénéfices des sociétés – et les dépenses d'indemnisation chômage sont particulièrement cycliques). Pour chaque poste budgétaire concerné, il est possible de mesurer une élasticité moyenne historique par rapport à l'activité. L'OCDE^b fournit les valeurs suivantes pour la zone euro en moyenne :

T_i	Recettes publiques					Dépenses publiques		
	Impôts sur le revenu des ménages	Impôts sur le revenu des sociétés	Impôts indirects	Cotisations sociales	Autres prélèvements obligatoires	Recettes hors prélèvements obligatoires	Dépenses chômage	Autres dépenses
η_i	1,48	1,43	1	0,74	1	0	-4,2	0

- le multiplicateur budgétaire associé, m_i : en réponse, une variation du solde budgétaire affecte mécaniquement l'activité. En effet, d'une part les dépenses publiques sont comptabilisées directement dans le PIB, et d'autre part les agents réagissent aux variations de revenus, de prix et éventuellement de taux de taxes induites par la variation du solde budgétaire. Les multiplicateurs peuvent varier fortement selon le poste budgétaire considéré, selon la structure des économies et selon la position de l'économie dans le cycle, comme l'ont illustré les débats lancés début 2013 par le FMI sur la valeur des multiplicateurs^c.

Supposons que l'activité économique Y subit un choc exogène d'une valeur *ex ante* dY_0 . Les recettes et dépenses budgétaires réagissent à ce choc en fonction des élasticités : $dT_i = \eta_i \frac{T_i}{Y} dY$.

Par le jeu des multiplicateurs budgétaires m_i , elles affectent en retour l'activité : $dY = dY_0 - \sum_i m_i dT_i$.

En combinant ces deux équations, on obtient un impact final atténué sur le PIB par rapport au choc *ex ante*, ce qui correspond à l'effet stabilisateur direct du budget (α) :

$$dY = \frac{dY_0}{1 + \sum_i m_i \eta_i \frac{T_i}{Y}} = (1 - \alpha) dY_0$$

Les paramètres qui déterminent cet effet stabilisateur direct du budget sont à la fois les élasticités, les volumes budgétaires et les multiplicateurs. **L'effet stabilisateur d'un budget de la zone euro sera donc mécaniquement fonction de son contenu et sa taille.** Par ailleurs, l'impact *ex post* sur les finances publiques est donné par :

$$dS = \sum_i dT_i = \sum_i \eta_i \frac{T_i}{Y} dY = \frac{\sum_i \eta_i \frac{T_i}{Y}}{1 + \sum_i m_i \eta_i \frac{T_i}{Y}} dY_0 = \beta dY_0$$

Actuellement, en moyenne, le budget des États membres de la zone euro permet un effet stabilisateur direct de l'ordre de 17 %, sous l'hypothèse de multiplicateurs de recettes égaux à 1/3 et de multiplicateurs de dépenses égaux à 1 : autrement dit, un choc initial exogène sur l'activité est réduit de 17 % par le jeu des stabilisateurs automatiques : $dY = 0,83 dY_0$ (par exemple, avec un choc négatif exogène de 6 % sur le PIB, la chute du PIB sera finalement limitée à 5 %).

Budget illustratif (en % du PIB) proche de la moyenne des États membres de la zone euro	
Taille du budget : 46 %	
Dépenses chômage : 1,5 % Autres dépenses : 44,5 %	Impôt sur les revenus des ménages : 8,1 %
	Impôt sur les revenus des sociétés : 3,5 %
	Impôts indirects : 12,6 %
	Cotisations sociales : 12,7 %
	Autres PO : 3,6 %
	Recettes hors PO : 5,5 %
Effet stabilisateur direct du budget : $\alpha = 17 \%$	

En ce qui concerne le budget de la zone euro, le transfert au niveau central d'une partie des stabilisateurs automatiques ne devrait pas modifier l'effet stabilisateur direct global (qui serait partagé entre le budget de la zone euro et les budgets nationaux). Néanmoins, outre cet effet stabilisateur « direct », l'existence même d'un bud-

get central de la zone euro pourrait également améliorer l'outil budgétaire contracyclique dont dispose chaque État au niveau national, *via* un effet « indirect ». D'une part, en cas de récession, il prend à sa charge une partie de la dégradation des finances publiques nationales, ce qui renforce la stabilisation macroéconomique au niveau de la zone euro. D'autre part, en améliorant structurellement le fonctionnement de la zone monétaire et en offrant un mécanisme de solidarité crédible et permanent entre États membres, le budget de la zone euro réduirait significativement les possibilités que les marchés attaquent un État membre en difficulté et le contraignent à mettre en place une politique budgétaire procyclique. Cet effet « indirect » du budget, dont une partie est capturée par la part du solde conjoncturel pris en charge au niveau central, semble difficile à estimer formellement, mais il pourrait cependant être très significatif et ainsi démultiplier l'effet stabilisateur d'un budget central même de petite taille.

À titre illustratif, sous l'hypothèse de multiplicateurs de recettes égaux à 1/3 et de multiplicateurs de dépenses égaux à 1, voici quelques exemples de la capacité stabilisatrice d'un budget de la zone euro, en fonction de sa taille et de son contenu. Ainsi, deux budgets de même taille peuvent avoir des effets stabilisateurs très différents, selon la cyclicité des dépenses et recettes retenues (les exemples 1 et 2 montrent que l'effet stabilisateur d'un budget de 2 % du PIB peut varier du simple au double). L'exemple 3 illustre qu'il faut atteindre une taille de 12 % pour capter la moitié du solde conjoncturel national (l'effet stabilisateur n'augmente pas proportionnellement avec la taille à cause d'un effet de composition).

Exemple 1 de budget de la zone euro (en % du PIB)	
Taille du budget : 2,0 %	
Dépenses chômage : 0,8 % Autres dépenses : 1,3 %	Impôt sur les revenus des sociétés : 0,7 % Impôts indirects : 0,7 % Cotisations sociales : 0,7 %
Effet stabilisateur direct : $\alpha = 4 \%$	
Part du solde conjoncturel pris en charge au niveau central : 1/10	

Exemple 2 de budget de la zone euro (en % du PIB)	
Taille du budget : 2,0 %	
Dépenses chômage : 1,5 % Autres dépenses : 0,5 %	Impôt sur les revenus des sociétés : 2,0 %
Effet stabilisateur direct : $\alpha = 7 \%$	
Part du solde conjoncturel pris en charge au niveau central : 1/5	

Exemple 3 de budget de la zone euro (en % du PIB)	
Taille du budget : 12,0 %	
Dépenses chômage : 1,5 % Autres dépenses : 10,5 %	Impôt sur les revenus des sociétés : 3,5 % Impôt sur les revenus des ménages : 8,1 % Impôts indirects : 0,4 %
Effet stabilisateur direct : $\alpha = 11 \%$	
Part du solde conjoncturel pris en charge au niveau central : 1/2	

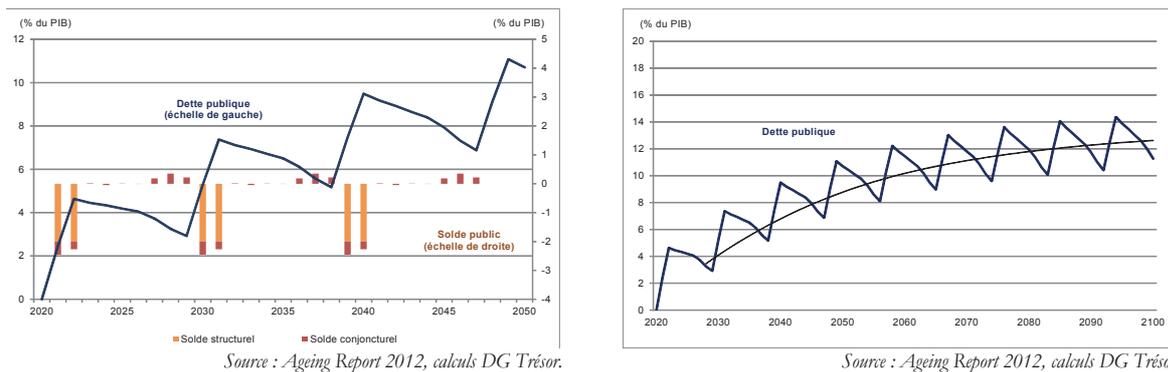
- Ces estimations sont inspirées d'un travail réalisé par Benassy-Quéré, A., (2013), "No Euro Budget Without Eurobonds", extrait de "Reconciling Governance and Model A Five-fold Narrative for Europe", *Madariaga Foundation*.
- Cf. Girouard, N. et André, C., (2005), "Measuring cyclically-adjusted budget balances for OECD countries", *OECD Economics Department Working Paper* n°434.
- Cf. Blanchard, O. et Leigh, D., (2013), "Growth forecasts errors and fiscal multipliers", *IMF Working paper* n° WP/13/1, et FMI, (2012), "Fiscal Multipliers and Contractions", *Fiscal Monitor* (Appendix 1).

Encadré 4 : simulation de trajectoire d'endettement du budget de la zone euro

Nous simulons ici un scénario d'évolution de l'endettement du budget de la zone euro, au sein duquel le quart des stabilisateurs automatiques nationaux ont été transférés. Dans notre scénario, le cycle économique dure 9 ans et est caractérisé par une dégradation brutale de l'activité la première année, se traduisant par le passage d'un *output gap* de +1,6 % à -3,4 % du PIB (le premier choc est supposé avoir lieu en 2021), comme en 2009. Les hypothèses de long terme retenues sont issues des prévisions de la Commission¹ : taux de croissance de 1,4 % en moyenne sur la période, taux d'intérêt réel de 3 % et déflateur de 2 %. Nous faisons l'hypothèse ici que des mesures discrétionnaires de relance représentant 4 points de PIB sont prises l'année du choc et la suivante au niveau de la zone euro (2 points par an)², et qu'il n'y a aucune compensation de la relance budgétaire : le budget de la zone euro est à l'équilibre structurel les autres années. **Ce scénario est volontairement conçu de manière maximaliste sur l'endettement à des fins d'illustration** : l'hypothèse d'un choc d'activité négatif d'une telle ampleur tous les 10 ans ainsi que celle de non compensation de la relance sont très pessimistes.

Même sous ces hypothèses maximalistes, l'endettement du budget de la zone euro reste relativement modéré à moyen/long terme : stabilisation du ratio d'endettement autour de 13 points de PIB à horizon 2100. La soutenabilité globale des finances publiques ne serait donc pas mise en danger, d'autant qu'en parallèle un processus de réduction de la dette excessive des États membres est prévu par la mise en œuvre du PSC révisé.

Graphique 3 : simulation d'un scénario maximaliste sur l'endettement du budget de la zone euro



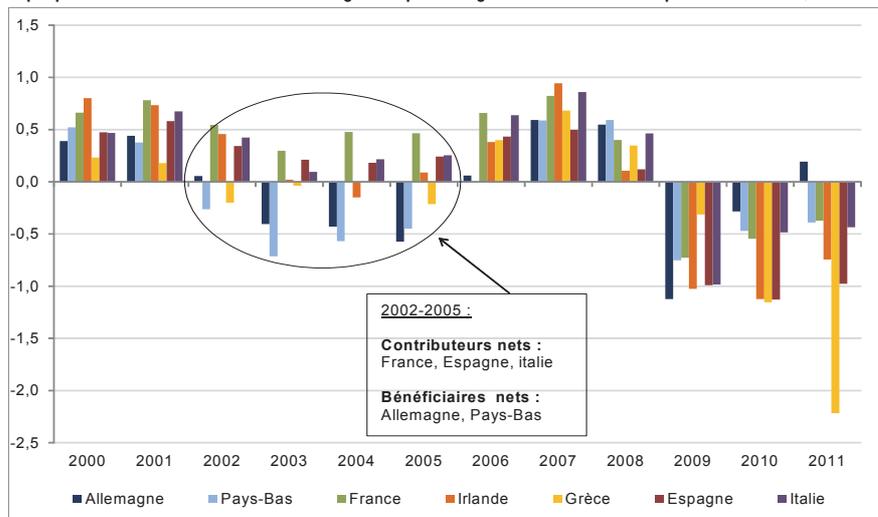
- (1) Cf. Commission européenne, (2011), "The 2012 Ageing Report : Underlying Assumptions and Projection Methodologies", *European Economy* n°4/2011.
 (2) Soit une capacité de relance deux fois supérieure à celle qui avait été mise en place en 2009-2010 en zone euro, et comparable à l'ampleur de la réponse des États-Unis à cette époque.

2.3 La mise en place d'un budget de la zone euro pose la question des transferts entre États

La fonction de stabilisation contracyclique du budget de la zone euro impliquerait qu'il opère des transferts entre pays, au gré de leur situation conjoncturelle. En théorie, ces transferts sont temporaires et neutres en termes de redistribution à moyen terme, chaque État étant tour à tour bénéficiaire et contributeur net en fonction de son

propre cycle. Ainsi, rétrospectivement, si un budget commun avait existé et sous l'hypothèse qu'en moyenne chaque État bénéficie ou contribue au budget proportionnellement à son solde conjoncturel, des pays comme l'Allemagne ou les Pays-Bas auraient bénéficié de transferts nets d'un budget commun entre 2002 et 2006 alors que les pays actuellement les plus en difficulté auraient été des contributeurs nets de ce budget (cf. Graphique 4).

Graphique 4 : simulation des transferts nets engendrés par un budget de la zone euro sur la période 2000-2011 (en % du PIB)



Explications : À titre illustratif, nous représentons les transferts nets d'un budget vers les États membres correspondant simplement à la moitié des déficits conjoncturels de chaque État membre tel qu'évalués par la Commission européenne. De tels transferts correspondraient à un budget où une partie significative des stabilisateurs automatiques auraient été transférés au niveau central et où, en moyenne, chaque État bénéficierait du budget à hauteur de sa contribution.

En réalité, l'hypothèse de neutralité en moyenne du budget pour chaque État est très forte. Il sera sans doute difficile de concevoir un budget n'occasionnant que des transferts temporaires pour l'ensemble des États membres, sauf à choisir un mécanisme fondé sur des règles complexes (basé par exemple sur des estimations d'*output gap*) et *in fine* peu efficace dans sa fonction de stabilisation (cf. Encadré 2). Par ailleurs, en raison d'une forte hétérogénéité des structures économiques propres à chaque État membre et de l'existence d'effets d'agglomération potentiels²⁴ au sein des zones monétaires conduisant à la concentration d'activité au « cœur » de la zone au détriment des États « périphériques », certaines régions pourraient connaître des difficultés accrues et plus récurrentes relativement à d'autres. Il pourrait donc être justifié sur le plan économique que ces régions périphériques bénéficient plus fréquemment du budget commun. En pratique, le degré de ces transferts dépendra de la nature et des modalités d'exécution des dépenses du budget central, qui pourra dès lors être calibré afin de les augmenter ou de les minimiser.

Face à la possibilité que le budget commun à la zone euro génère des transferts durables, il sera essentiel d'éviter que ces derniers ne favorisent des comportements de passager clandestin. En effet, l'aléa moral induit par ces transferts devra être compensé par une surveillance mutuelle accrue et une gouvernance renforcée, qui existent déjà largement (la gouvernance économique et budgétaire a été significativement renforcée en zone euro : *six-pack*, TSCG, *two-pack*). La mise en place d'un budget de la zone euro, traduisant une solidarité accrue entre les États membres, pourrait éventuellement justifier un renforcement supplémentaire de la gouvernance économique, à condition d'assurer la légitimité démocratique du dispositif.

La mise en place d'un budget propre à la zone euro compléterait l'architecture initiale de l'union monétaire à l'aide d'un dispositif de mutualisation des risques *ex ante* à même d'assurer une stabilisation macroéconomique et financière optimale de la zone euro. Cet argument avait

déjà été avancé dès 1977 dans le « Rapport MacDougall », rédigé par un groupe d'experts mandaté par la Commission, qui soulignait la nécessité d'un mécanisme budgétaire commun caractérisé par un budget fédéral de 7,5 % à 10 % du PIB²⁵. Le rapport Delors reprend cette idée à la fin des années 1980, en proposant la création d'un budget fédéral de l'ordre de 2,5 % du PIB, une taille inférieure à celle proposée dans le rapport MacDougall car la Commission considère alors que les chocs asymétriques devraient être d'ampleur réduite.

Au-delà de son intérêt économique, un tel projet s'inscrit avant tout dans une démarche politique de moyen terme et suppose une étape décisive d'intégration. Un budget de la zone euro devrait en effet s'appuyer sur des partages de souveraineté supplémentaires, ainsi que sur une gouvernance renouvée traduisant une plus forte légitimité démocratique, notamment au travers d'un contrôle parlementaire sur le contenu et l'exécution du budget. Renforcer l'intégration de la zone euro pose également la question de l'articulation entre le format zone euro et le format UE, même si, à plus long terme, la quasi-totalité des États membres de l'UE ont vocation à entrer dans la zone euro. En tout état de cause, un tel projet suppose des évolutions institutionnelles qui appelleraient, à terme, une révision des traités.

Par ailleurs, un budget de la zone euro aurait des effets structurants dans de nombreux autres domaines. La plus forte solidarité face aux risques économiques justifierait, en raison des risques d'aléa moral, une coordination plus étroite des stratégies économiques et budgétaires nationales. L'octroi de recettes propres permettrait de poser de façon opérationnelle la question de l'harmonisation des bases taxables. L'institution de mécanismes de solidarité, *via* par exemple un socle commun d'indemnisation du chômage, donnerait une incarnation concrète à la dimension sociale de la construction européenne. La création d'un budget de la zone euro pourrait enfin accompagner de manière cohérente un approfondissement du marché intérieur.

**Nicolas CAUDAL, Nathalie GEORGES, Vincent GROSSMANN-WIRTH,
Jean GUILLAUME, Thomas LELLOUCH, Arthur SODE**

(24) Il existe depuis la création de la monnaie unique un débat sur les effets de cette intégration monétaire. Pour certains comme Krugman (1993), l'introduction de la monnaie devraient renforcer les effets d'agglomération à l'intérieur de la zone euro alors que pour d'autres comme Frankel et Rose (1997), celle-ci devrait au contraire renforcer l'homogénéisation des cycles économiques. Alors que cette dernière vision semblait avoir triomphé avant la crise, il semble que des divergences durables de conjoncture se mettent en place depuis. (cf. Krugman Paul, (1993), "Lessons from Massachusetts for EMU" in Torres, F, & Giavazzi, F, (Editors) Adjustment and Growth in the European Monetary Union., et Frankel Jeffrey and Rose Andrew, (1996), "The Endogeneity of Optimum Currency Areas" *CEPR discussion paper*).

(25) Le rapport MacDougall concluait qu'« en l'absence d'un tel développement, une union monétaire serait impossible à atteindre ».

Un budget de la zone euro, pour quoi faire ?

Afin de clarifier le débat sur l'union budgétaire, il est utile de s'appuyer sur la taxonomie proposée par Musgrave et Musgrave sur les finalités de l'intervention du gouvernement dans l'économie : allocation, redistribution, stabilisation. Les auteurs du Trésor-Éco se placent essentiellement du côté de la stabilisation, tout en évoquant des dépenses d'allocation qui pourraient être transférées au niveau de la zone euro. On pourrait penser que le marché financier est là pour prêter aux États lorsque la conjoncture exige une relance budgétaire, à charge pour eux de maintenir leur soutenabilité en remboursant leurs emprunts en phase haute du cycle. En réalité, le marché financier a tendance à prêter à des taux d'intérêt plus élevés, voire à ne plus prêter, lorsqu'un pays en a le plus besoin. Un budget fédéral permettrait de contourner cette difficulté. Toutefois, pour qu'un (petit) budget de la zone euro remplisse un rôle véritablement significatif en matière de stabilisation, il faudrait introduire la possibilité de déséquilibres au cours du cycle, et donc d'emprunts conjoints, et par conséquent d'un impôt européen. On le voit, le projet nécessitera une gouvernance très efficace. Un enjeu des ajustements budgétaires en cours est de rétablir la confiance entre États membre, condition sine qua non pour avancer dans la direction de l'union budgétaire.

Agnès Bénassy-Quéré,

École d'économie de Paris, Université Paris 1 et Conseil d'analyse économique

Éditeur :

Ministère de l'Économie et
des Finances et Ministère
du Commerce Extérieur

Direction générale du Trésor
139, rue de Bercy
75575 Paris CEDEX 12

Directeur de la Publication :

Sandrine Duchêne

Rédacteur en chef :

Jean-Philippe Vincent
(01 44 87 18 51)
tresor-eco@dgtresor.gouv.fr

Mise en page :

Maryse Dos Santos
ISSN 1777-8050

Derniers numéros parus

■ **Septembre 2013**

n°119. La situation économique mondiale à l'été 2013 : « le soleil se lève à l'Ouest »

Marie Magnien, Pierre Lissot, Amine Tazi

n°118. Les biens haut de gamme, un avantage comparatif européen ?

Romain Sautard, Valérie Duchateau, Jeannot Rasolofoarison

n°117. Raréfaction des actifs « sans risque » : estimations et perspectives

Arthur Sode, Violaine Faubert

n°116. Les freins à la mobilité résidentielle pénalisent-ils la qualité de l'appariement sur le marché du travail ?

Nicolas Costes, Sabrina El Kasmi

Juillet 2013

n°115. Les pays en changes fixes peuvent-ils s'ajuster sans dévaluer ?

Jean Le Pavec

n°114. Comment expliquer le découplage entre les croissances du PIB aux États-Unis et en zone euro ?

Marie Albert, Nicolas Caudal, Violaine Faubert, Vincent Grossmann-Wirth, Marie Magnien et Amine Tazi

<http://www.tresor.economie.gouv.fr/tresor-eco>