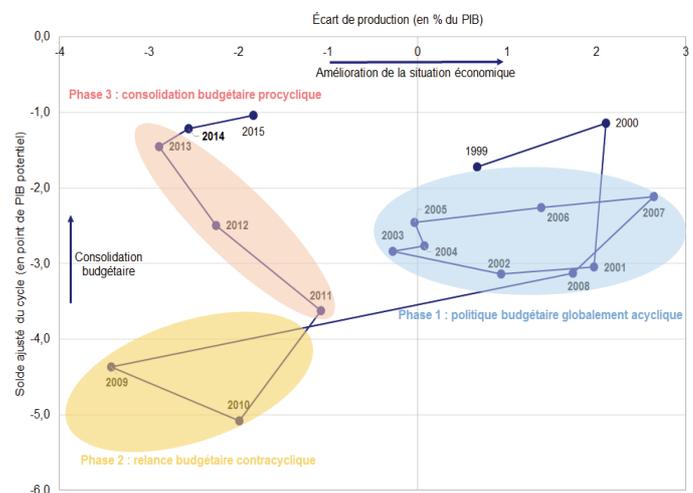


## Vers un meilleur pilotage de l'orientation budgétaire de la zone euro ?

- Depuis l'introduction de la monnaie unique en 1999, la politique budgétaire de la zone euro résulte essentiellement de la juxtaposition des politiques budgétaires nationales, décidées indépendamment de la situation agrégée de la zone euro. En effet, en dépit des arguments avancés lors des premières réflexions lançant la création de l'Union Économique et Monétaire (UEM) en faveur d'une coordination visant une politique budgétaire appropriée au niveau de l'union, la gouvernance budgétaire s'est focalisée essentiellement sur la surveillance mutuelle destinée à éviter les déficits publics excessifs. L'objectif était d'adopter le minimum de règles communes pour que les politiques budgétaires, demeurant sous responsabilité nationale, n'entravent pas la politique monétaire dans l'accomplissement de son mandat, la stabilité des prix, essentielle au bon fonctionnement de l'union monétaire.
- La politique budgétaire peut avoir, outre un objectif de financement des biens publics, un rôle de stabilisateur économique. La prise en compte des fortes interactions entre les économies de la zone euro pousse à analyser l'orientation budgétaire de la zone euro au niveau agrégé, plutôt que pays par pays.
- L'orientation budgétaire au niveau de l'UEM s'est révélée peu sensible au cycle économique sur l'essentiel des 15 années d'existence de la monnaie unique. Essentiellement acyclique jusqu'en 2007, les politiques budgétaires nationales encadrées par le Pacte de Stabilité et de Croissance (PSC) n'ont pas permis la constitution de marges de manœuvre en haut de cycle, conduisant à une situation des finances publiques déjà relativement dégradée avant d'affronter la crise. Après une brève période de relance contra-cyclique en 2009, elle est devenue largement restrictive et pro-cyclique de 2011 à 2013, en vue de restaurer la confiance sur les finances publiques.
- En particulier, sur la période 2011-2013, alors que des marges de manœuvre existaient au regard des préconisations du Pacte, le poids de la consolidation sur la croissance en zone euro a été très élevé. Une approche plus agrégée de l'application du Pacte, prenant davantage en compte les effets des politiques budgétaires des différents États sur l'activité en zone euro, particulièrement élevés dans le contexte de la crise de la zone euro, aurait permis de faire émerger une politique budgétaire plus adaptée au cycle.
- Afin de promouvoir cette vision agrégée de la politique budgétaire, dans le respect des traités et textes actuels formant le PSC, nous proposons de modifier le calendrier du semestre européen en accordant une place centrale à la recommandation zone euro émise par le Conseil, qui, en plus d'être publiée au début du semestre européen, comme c'est désormais le cas, quantifierait l'orientation budgétaire agrégée souhaitable. En fonction de leur situation dans le PSC, les États membres de la zone euro, y compris ceux ayant des marges de manœuvre au regard du Pacte, seraient invités dans leurs recommandations pays à réaliser des ajustements budgétaires compatibles avec l'atteinte de l'orientation budgétaire agrégée souhaitée, favorisant ainsi une approche plus symétrique du Pacte.

Orientation de la politique budgétaire en zone euro (2000-2015)



Source : Commission européenne, prévisions d'automne 2015 ;  
calculs : DG Trésor.

# 1. Alors que la coordination des politiques budgétaires est un élément clé pour le fonctionnement d'une union monétaire, la gouvernance européenne en a jusqu'à présent limité la portée à la surveillance des déficits nationaux

## 1.1 La coordination des politiques budgétaires est nécessaire au sein d'une union monétaire, ce qui a très tôt été reconnu dans le processus de création de l'UEM

La nécessité de coordonner les politiques budgétaires au sein d'une union monétaire découle des fortes interdépendances entre les États membres, provenant d'une part du caractère commun de leur politique monétaire et de leur taux de change, et d'autre part d'un degré élevé d'intégration commerciale.

Ainsi, en zone monétaire, la politique budgétaire de chaque État membre peut avoir des conséquences sur ses partenaires (effets de débordement ou *spillovers*) via plusieurs canaux. Par exemple, une expansion budgétaire dans un État membre<sup>1</sup> aura des répercussions sur ses partenaires via :

- **les taux d'intérêt** : la Banque Centrale Européenne devra augmenter ses taux en réponse à une hausse de l'inflation au niveau de la zone, engendrée par une politique budgétaire expansionniste dans un État membre : celui-ci bénéficiera alors de taux réels temporairement plus avantageux, les autres subiront des taux réels plus élevés, pénalisant de fait l'activité ;
- **le taux de change** : cette hausse des taux d'intérêt peut entraîner à court terme une entrée de capitaux étrangers dans la zone et ainsi favoriser une appréciation de la monnaie commune ;
- **la compétitivité** : l'expansion budgétaire dans un État membre peut exercer une pression à la hausse sur les prix et les salaires, détériorant la compétitivité de son économie, qui peut perdre des parts de marchés vis-à-vis de ses concurrents de la zone euro, sans pouvoir s'ajuster par l'évolution du taux de change ;
- **le commerce extérieur** : la hausse de la demande intérieure de l'État concerné peut avoir un impact positif sur les exportations de ses partenaires, et donc sur leur activité.

Au sein d'une union monétaire, un certain degré d'hétérogénéité entre politiques économiques peut être nécessaire pour faire face à des chocs asymétriques. Pour autant, la politique monétaire étant centralisée et déléguée à une institution unique, elle ne peut prendre en charge ces hétérogénéités.

Au sein de la zone euro, la coordination des politiques budgétaires entre États doit permettre :

- **d'assurer la stabilité de l'union** : dans une union monétaire, le risque d'insolvabilité ou le défaut d'un État a un impact sur tous les États membres et peut contraindre la politique monétaire de la banque centrale ;
- **d'éviter que la politique budgétaire d'un État membre ne nuise inutilement à la situation économique de ses partenaires**, en raison des externalités présentées ci-dessus ;

- **d'aboutir à une orientation budgétaire optimale au niveau agrégé**, notamment dans un objectif de stabilisation conjoncturelle : en l'absence de budget commun, l'orientation de la politique budgétaire de la zone euro résulte de la simple agrégation des politiques nationales ; dès lors, si certains États ne peuvent pas atteindre la politique budgétaire optimale au regard de cet objectif, il peut être souhaitable de modifier l'orientation budgétaire des autres États, de manière à se rapprocher d'une orientation budgétaire optimale pour l'ensemble de la zone<sup>2</sup>.

En ce qui concerne ce dernier point, la fonction de stabilisation cyclique de la politique budgétaire est importante pour la croissance à long-terme. En effet, de fortes fluctuations économiques peuvent avoir des effets négatifs sur la croissance à long terme<sup>3</sup>, notamment via (i) un moindre niveau d'investissement lié à l'incertitude économique ou l'affaiblissement prolongé de la demande et (ii) des effets d'hystérèse sur le capital humain en période basse de cycle.

Le rapport Delors (1989), qui a lancé le mouvement de création de l'Union Économique et Monétaire, recommandait déjà la mise en place d'une procédure de coordination large visant à définir son orientation globale afin d'aboutir à une politique budgétaire appropriée au niveau de l'union<sup>4</sup>.

Le gain associé à la coordination de la politique budgétaire d'un État particulier est d'autant plus important que celui-ci représente une part élevée du PIB de la zone euro. En effet, toutes choses égales par ailleurs, plus le PIB d'un État membre représente une part importante du PIB agrégé de la zone euro, plus importants seront les effets de débordements négatifs liés à une mauvaise coordination de la politique budgétaire de ce pays avec le reste des États membres.

## 1.2 Pour autant, jusqu'à présent, la gouvernance européenne a donné la priorité au respect des règles budgétaires, appréciées pays par pays

L'architecture institutionnelle de l'UEM, définie par le traité de Maastricht en 1993, encourage à la fois la coordination des politiques économiques nationales (articles 119 et 121 du Traité sur le Fonctionnement de l'Union Européenne - TFUE<sup>5</sup>) et la discipline budgétaire des États membres (article 126 TFUE).

La discipline budgétaire a été jugée indispensable au fonctionnement de la monnaie unique, dans un contexte de déficits publics élevés au début des années 1990 (déficit public de l'UE de 6,1 % du PIB en 1993), et alors que le maintien d'une autonomie dans l'élaboration des budgets nationaux était politiquement nécessaire<sup>6</sup>.

En revanche, les tentatives de coordination des politiques budgétaires nationales envisagées au début des années 2000 n'ont pas abouti. Ainsi, le Conseil Européen de Barcelone en mars 2002 reconnaît la nécessité de renforcer les mécanismes existants de coordination des politiques budgétaires. La

(1) Les effets d'une politique restrictive seront symétriques.

(2) Cf. Lamfalussy A. (1989), "Macro-coordination of fiscal policies in an economic and monetary union in Europe".

(3) Cf. notamment Ramey G. et Ramey V. A. (1995), "Cross-Country Evidence on the Link Between Volatility and Growth", *The American Economic Review*, Vol. 85, N°5, pp. 1138-1151 et IMF, (2015), "Can fiscal policy stabilize output?" *Fiscal Monitor*, Chapter 2, April.

(4) Cf. Comité Delors, Rapport sur l'Union économique et monétaire dans la Communauté européenne (12 avril 1989), notamment §30.

(5) Article 119 (1) : « [...] l'action des États membres et de l'Union comporte, dans les conditions prévues par les traités, l'instauration d'une politique économique fondée sur l'étroite coordination des politiques économiques des États membres [...] » ; Article 121 (1) : « Les États membres considèrent leurs politiques économiques comme une question d'intérêt commun et les coordonnent au sein du Conseil, conformément à l'article 120. »

(6) Les doutes du consensus académique de l'époque sur l'efficacité de la politique budgétaire pour stabiliser l'activité et la capacité de se coordonner ont largement contribué à la focalisation sur la discipline budgétaire.

Commission proposera notamment d'établir des standards communs dans la conduite des politiques économiques en zone euro, en plus des dispositions du Pacte de stabilité et de croissance (PSC). Toutefois, ces propositions sont restées sans lendemain, la dérive des finances publiques dans l'union monétaire et les premières entorses au Pacte conduisant finalement le Conseil et la Commission à se focaliser sur ses difficultés de mise en œuvre<sup>7</sup>.

Finalement, la gouvernance des politiques macroéconomiques qui prévaut depuis la création de l'euro pourrait se résumer de la manière suivante : **la stabilisation conjoncturelle au niveau de la zone est prise en charge par la BCE, tandis que les chocs asymétriques sont accommodés par les stabilisateurs automatiques nationaux, sans coordination entre États membres allant au-delà de la surveillance des déficits dans le cadre du Pacte de Stabilité et de Croissance.**

## 2. À plusieurs reprises depuis la création de l'euro, le cadre budgétaire européen n'a pas permis d'aboutir à une politique budgétaire adéquate pour l'ensemble de la zone euro

### 2.1 Depuis 1999, la politique budgétaire de l'ensemble de la zone euro a rarement été contra-cyclique, et n'a en particulier pas permis de constituer des marges de manœuvre suffisantes pour affronter la crise

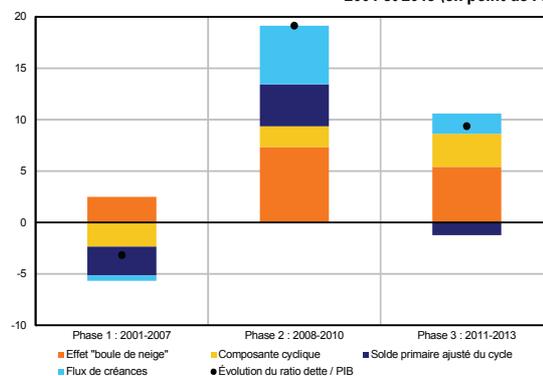
Sur la période 1999-2007, la politique budgétaire de la zone euro dans son ensemble s'est avérée globalement neutre, en phase haute de cycle. L'orientation de la politique budgétaire a été globalement acyclique sur cette période, sauf en 2001 où on constate une expansion budgétaire très procyclique (cf. graphique de couverture) : après une forte détérioration en 2001, le solde ajusté du cycle (indicateur couramment utilisé pour estimer l'orientation de la politique budgétaire, cf. encadré 1) est en effet resté quasiment stable, maintenant une situation budgétaire relativement dégradée (solde ajusté du cycle de -2,5 points de PIB en moyenne). Compte tenu de la situation économique relativement favorable, une politique budgétaire plus restrictive aurait été justifiée, notamment afin de constituer des marges de manœuvre budgétaires. Ainsi, alors que la croissance était dynamique, la dette n'a baissé que de 0,5 point de PIB par an entre 2001 et 2007 (cf. graphique 1).

En 2009 et 2010, la politique budgétaire s'est en revanche avérée contra-cyclique au niveau de la zone (expansion budgétaire en phase basse de cycle, de l'ordre de 2 points de PIB), ce qui a permis d'atténuer l'impact négatif de la crise (réduisant ainsi la perte durable de capacité de production qu'elle aurait pu entraîner) mais a fortement dégradé la situation

des finances publiques des États membres<sup>8</sup>, déjà peu favorable au départ.

Sur la période 2011-2013, la politique budgétaire en zone euro a été nettement pro-cyclique, avec une amélioration du solde primaire ajusté du cycle de 3,8 points de PIB en cumulé, malgré un niveau de production significativement inférieur à son potentiel (*output-gap*<sup>9</sup> creusé de plus de 2 points de PIB en moyenne). En 2014, le *fiscal stance* a marqué une nette inflexion, avec une amélioration du solde ajusté du cycle de 0,2 point, orientation qu'il a conservée en 2015.

Graphique 1 : décomposition de l'évolution de la dette en zone euro entre 2001 et 2013 (en point de PIB)



Source : Commission européenne, prévisions d'automne 2015 ; calculs : DG Trésor.

### Encadré 1 : Quelles mesures de l'orientation de la politique budgétaire ?

L'évolution du solde public reflète à la fois les décisions politiques (mesures discrétionnaires en dépenses, impôts et/ou transferts) et les variations de la conjoncture économique (évolutions spontanées des recettes et des dépenses publiques ou stabilisateurs automatiques).

Il existe plusieurs indicateurs permettant de qualifier l'orientation de la politique budgétaire. Les variations du solde public primaire (ie hors charges d'intérêt sur la dette) peuvent être décomposées en trois parties : i) celle due aux variations du déficit conjoncturel, qui repose sur une estimation de l'effet du cycle économique (sur la base d'une élasticité moyenne des dépenses et des recettes à l'*output-gap*) ; ii) celle due aux mesures ponctuelles et temporaires (*one-offs*) ; enfin iii) celle due aux variations du solde structurel primaire. Cette dernière mesure, qui constitue une estimation fréquente de la composante discrétionnaire de la politique budgétaire, demeure une mesure imparfaite en temps réel. Elle intègre en effet une composante non discrétionnaire liée aux fluctuations économiques, pour deux raisons : i) la difficulté d'estimation de l'*output-gap*, et ii) la variation de l'effet de la position de l'économie dans le cycle sur le solde budgétaire (effets d'élasticité), alors que le solde conjoncturel repose sur l'effet moyen. Ainsi, une partie cyclique, qui échappe au contrôle du gouvernement, persiste dans l'estimation en temps réel de la variation du solde structurel primaire. Pour tenir compte de ces effets dans son évaluation de la politique budgétaire des États membres, la Commission a donc introduit un « solde structurel ajusté ». Une approche alternative pour mieux approcher ce qui, dans la variation du solde structurel, relève de facteurs discrétionnaires, a été proposée par la Direction Générale du Trésor à travers un indicateur d'« effort structurel »<sup>a</sup>, somme d'un effort en dépenses (écart entre l'évolution des dépenses hors assurance-chômage et à la croissance potentielle nominale) et d'un effort en recettes (somme des mesures nouvelles sur les prélèvements obligatoires). Dans la gouvernance européenne, c'est cette approche qui est adoptée pour l'évaluation de la règle en dépenses du volet préventif du PSC, et qui, dans le volet correctif, sous-tend l'indicateur « *bottom-up* », utilisé pour déterminer les efforts budgétaires supplémentaires à réaliser pour respecter la recommandation du Conseil.

a. Cf. Duchêne S. et Lévy D. (2003), « Solde structurel et effort structurel : un essai d'évaluation de la composante discrétionnaire de la politique budgétaire », *DPAE* n°18, novembre.

(7) Cf. Commission Européenne, "EMU after five years", *European Economy*, 2003.

(8) Dans le cadre d'un « plan de relance européen » en réponse à la crise financière, le Conseil européen des 11/12 décembre 2008, a décidé d'utiliser les marges de manœuvre offertes par le PSC pour autoriser une augmentation temporaire des déficits.

(9) L'*output-gap* est un indicateur de la position de l'économie dans le cycle. Il correspond à la différence entre la production effective d'une économie et sa production potentielle, c'est-à-dire l'offre de production qu'elle est capable de soutenir durablement sans poussée inflationniste.

## 2.2 La politique budgétaire en zone euro a ainsi moins contribué à stabiliser l'économie que dans la plupart des autres économies développées

L'effet spontané du cycle économique sur le solde primaire est plus fort en zone euro qu'aux États-Unis, du fait notamment d'un niveau plus élevé des dépenses publiques et des prélèvements obligatoires. Ainsi, l'élasticité du solde à l'activité (l'augmentation moyenne du solde due à une augmentation d'un point de l'*output-gap*, toutes choses égales par ailleurs) est de l'ordre de 1/2 en zone euro contre 1/3 aux États-Unis, se traduisant par autant de stabilisation spontanée en plus.

Malgré cela, sur la période 1990-2014, la politique budgétaire en zone euro a joué un rôle moins important pour stabiliser l'activité qu'aux États-Unis, ce qui indique que la partie discrétionnaire a été nettement moins stabilisatrice. Le FMI a construit un indicateur de stabilisation budgétaire<sup>10</sup>, qui mesure la sensibilité du solde public à l'écart de production. Celui-ci mesure la variation moyenne du solde public (en point de PIB) associée à une variation d'un point de pourcentage de l'activité et permet donc d'évaluer le rôle stabilisateur de la politique budgétaire menée. Cet indicateur suggère que la stabilisation budgétaire est plus élevée aux États-Unis qu'en zone euro<sup>11</sup> : 0,67 contre 0,90 pour les États-Unis et 0,91 pour le Japon, 1,06 au Canada et 0,65 au Royaume-Uni. Ainsi, sur ces années, le solde public a moins contribué à la stabilisation de l'activité en zone euro que dans la plupart des autres économies développées, alors même que l'évolution spontanée du solde public par rapport au cycle y est plus importante.

## 2.3 Plusieurs pistes peuvent être envisagées pour expliquer l'orientation de la politique budgétaire en zone euro, qui s'est avérée globalement inadéquate depuis 1999

De manière générale, la difficulté à évaluer la position dans le cycle en temps réel peut conduire à une orientation budgétaire inadéquate (difficulté non spécifique à la zone euro). En effet, en phase haute de cycle, la hausse des revenus, perçue à tort comme structurelle, peut être utilisée pour financer de nouvelles dépenses<sup>12</sup>. En particulier, en 2001-2002 puis en 2008, l'*output-gap* semble avoir été sous-estimé (donné

nul à l'époque alors qu'il est désormais estimé à environ deux points de PIB), et son niveau ne justifiait pas économiquement l'ampleur des mesures de soutien à l'activité qui ont été adoptées alors. De manière analogue, la reprise moins vigoureuse qu'attendu à partir de 2011 et l'incertitude sur la taille des multiplicateurs budgétaires et l'impact des effets d'hystérèse pourraient donner lieu à une nouvelle lecture du rythme de consolidation optimal<sup>13</sup>.

### La mise en œuvre imparfaite du PSC en haut de cycle et la nécessité d'en réaffirmer la crédibilité en sortie de crise ont également joué un rôle important :

- La mise en œuvre imparfaite du PSC a ouvert la voie à une expansion budgétaire dans les années 2000, avec pour conséquence une constitution insuffisante de marges de manœuvre budgétaires durant cette période globalement favorable<sup>14</sup>. Ceci a conduit à aborder la crise avec un déficit structurel relativement important en zone euro (cf. *supra*).
- Après 2008, la forte dégradation des finances publiques liée aux plans de relance pour faire face à la crise et à une perte de potentiel d'activité - en particulier dans les pays les plus touchés par la crise qui affichaient des déséquilibres macroéconomiques et budgétaires déjà importants - a entraîné un fort besoin de consolidation. Ceci a alimenté les inquiétudes des marchés financiers sur leur soutenabilité, jusqu'à la mise en place de programmes d'assistance financière en Grèce et dans plusieurs autres États. Pour restaurer la confiance des marchés, les États membres de la zone euro ont décidé<sup>15</sup>, pour ce qui concerne le volet finances publiques, d'insister sur la consolidation et le rétablissement de la crédibilité du PSC *via* son renforcement<sup>16</sup> et une mise en œuvre plus rigoureuse.

En outre, l'absence de réflexion sur le rythme de consolidation budgétaire approprié au niveau de la zone euro et sa déclinaison par État membre a accentué la pro-cyclicité depuis 2011. En particulier, les marges de manœuvre budgétaires disponibles dans certains pays n'ont pas été utilisées et ont même, à l'inverse, été augmentées par des politiques budgétaires restrictives.

(10) IMF (2015), "Can fiscal policy stabilize output ?" *Fiscal monitor*, Chapter 2, April.

(11) Le FMI estime des coefficients par pays, le coefficient zone euro indiqué ici étant une moyenne pondérée par le PIB nominal de ceux des États membres de la zone euro. Malgré de fortes disparités au sein de la zone euro, le coefficient est inférieur à celui des États-Unis pour 4 des principaux pays de la zone euro. Le coefficient pour la France est de 0,84. Il est de 0,55 pour l'Allemagne, 0,59 pour l'Italie, 1,06 pour l'Espagne et 0,77 pour les Pays-Bas.

(12) Cf. Turrini (2008), "Fiscal policy and the cycle in the Euro Area :The role of government revenue and expenditure", *European Economy*.

(13) Toutefois, cette analyse dépend également de l'estimation de la perte de PIB potentiel liée à la crise de 2008. Or, si un choc temporaire sur l'activité appelle un rôle contra-cyclique de la politique budgétaire, un choc négatif permanent sur l'activité nécessite des mesures de consolidation afin de maintenir inchangé le solde structurel, dans un objectif de soutenabilité des finances publiques.

(14) Cf. Eyraud et Wu, (2015) "Playing by the rules: Reforming fiscal governance in Europe", IMF *Working Paper*.

(15) Voir exemple les conclusions du Conseil ECOFIN du 21 février 2012 sur l'examen annuel de la croissance, qui lance chaque année le semestre européen.

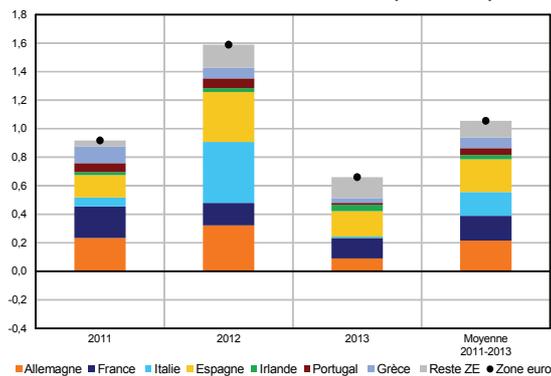
(16) Le renforcement du PSC a principalement consisté à introduire dans ses deux volets (préventif et correctif) des règles de suivi de la politique budgétaire plus détaillées et tenant mieux compte du cycle, assorties d'un contrôle renforcé de la part de la Commission et du Conseil. L'entrée en vigueur du *six-pack* fin 2011 introduit de nouvelles métriques (règle en dépense, critère de dette) et des sanctions plus automatiques ; le Traité sur la Stabilité, la Coordination et la Gouvernance (TSCG), entré en vigueur au 1<sup>er</sup> janvier 2013, prévoit l'introduction par les États membres dans leur droit national de procédures garantissant le respect d'une règle d'équilibre structurel ; enfin, le *two-pack* renforce la surveillance et la coordination au sein de la zone euro.

### 3. Une meilleure coordination des politiques budgétaires depuis 2011 aurait en partie amorti les effets récessifs de la consolidation

#### 3.1 Entre 2011 et 2013, la consolidation budgétaire a été généralisée en zone euro, dans un contexte où la sensibilité de l'activité économique à la politique budgétaire était élevée

Entre 2011 et 2013, de nombreux pays de la zone euro ont mené des plans de consolidation budgétaire d'envergure, en particulier les pays les plus touchés par la crise. Ainsi, sur cette période, la Grèce, le Portugal, l'Espagne et l'Irlande ont respectivement mis en œuvre des plans budgétaires conduisant à une amélioration de leur solde structurel primaire de l'ordre 10, 8, 6 et 5 points de PIB. D'autres pays non soumis à la pression des marchés et ayant des contraintes budgétaires moindres, ont également mis en œuvre des plans de consolidation d'envergure et contribué à l'orientation restrictive de la politique budgétaire de la zone (cf. graphique 2).

Graphique 2 : zone euro - contributions à l'ajustement structurel primaire (en point de PIB potentiel)



Source : Commission européenne, prévisions d'automne 2015 ; calculs : DG Trésor.

L'impact de cette consolidation budgétaire a été d'autant plus important que les liens entre politique budgétaire et activité économique étaient forts durant cette période :

- Les contraintes pesant sur la politique monétaire ont limité le degré d'accommodation monétaire du choc budgétaire de 2011-2013. Au-delà de la question de ses marges de manœuvre, posée par le très bas niveau des taux directeurs, les canaux de transmission de la politique monétaire de la BCE se sont avérés défectueux. En effet, fin 2011 et début 2012, les conditions monétaires et financières dans les pays les plus touchés par la crise (Grèce, Irlande, Portugal, Italie, Espagne) se sont resserrées du fait de la fragmentation financière, alors même qu'ils mettaient en œuvre des mesures de forte consolidation budgétaire, ce qui a renforcé leur impact récessif, et par conséquent leur impact sur leurs partenaires commerciaux. En outre, la situation dégradée du secteur bancaire dans ces pays a entravé le canal du crédit.
- Les multiplicateurs sont plus forts en bas de cycle, ce qui était encore le cas pour l'ensemble de la zone euro sur 2011-2013. Les travaux empiriques menés ces dernières années suggèrent que la taille du multiplicateur

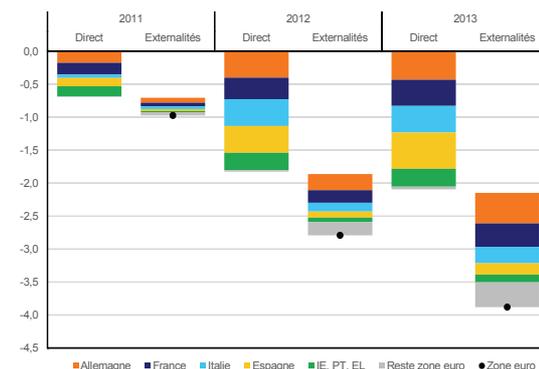
dépend de la position de l'économie dans le cycle et est plus importante en bas de cycle<sup>17</sup> : *i*) la proportion des ménages et entreprises confrontés à une contrainte de crédit et qui ajustent leurs dépenses aux variations de leur revenu disponible est plus importante ; et *ii*) l'économie évoluant en excès de capacité de production, une diminution de l'investissement public ne pourra pas être compensée par le secteur privé, entraînant un impact plus fort sur la demande totale. Avec un *output-gap* estimé en moyenne sur la période à -2 % du PIB sur la période par les institutions internationales (Commission Européenne, FMI, OCDE), la zone euro évoluait dans un environnement économique propice à des multiplicateurs budgétaires plus élevés.

#### 3.2 ... avec à la clef un impact récessif significatif, amplifié par le caractère simultané des plans de consolidation

La consolidation budgétaire menée en zone euro sur la période 2011-2013 a eu un impact négatif sur l'activité de la zone euro, dont plus de 40 % serait liée à des effets de diffusion entre pays. En s'inspirant des travaux de in't Veld (2013)<sup>18</sup>, il est possible d'estimer l'impact sur l'activité des plans de consolidation menés sur la période 2011-2013 dans plusieurs pays de la zone euro, et de faire la part entre les effets liés à la consolidation domestique et ceux liés aux retombées négatives des plans de consolidation menés dans les autres États membres (cf. encadré 2 et graphique 3).

L'impact sur l'activité des plans de consolidation budgétaire a été important sur la période 2011-2013 dans tous les pays, avec un maximum de plus de 9 points de PIB en cumulé sur la période en Grèce, où la consolidation budgétaire a été la plus importante. En Allemagne et en France, où la consolidation a été moins importante (ajustements structurels primaires respectifs de 2,0 et 2,2 points de PIB en cumulé), l'effet récessif de la consolidation s'est également fait ressentir (impact sur le PIB de respectivement -3,2 et -3,5 points). Au total, l'impact sur l'activité de l'ensemble de la zone euro est estimé à 4 points de PIB, dont 1,7 points liés aux effets de *spillover*, lesquels auraient donc nettement amplifié l'impact négatif des plans de consolidation nationaux.

Graphique 3 : impact de la politique budgétaire dans différents pays sur le PIB de la zone euro (cumulé, en points de PIB)



Source : Commission européenne, prévisions d'automne 2015 ; calculs : DG Trésor.

(17) Cf. notamment Baum *et al.* (2012), "Fiscal Multipliers and the State of the Economy", IMF *Working Paper*. Selon une estimation sur les pays du G7 (hors Italie), les multiplicateurs seraient de 1,3 pour une consolidation en dépenses en période d'OG négatif contre 0,8 quand l'OG est positif, à horizon un an (respectivement 0,4 vs 0,0 pour une consolidation en recettes). D'autres estimations citées dans l'étude font part de multiplicateurs encore plus élevés, allant jusqu'à 2,6 pour une consolidation en dépenses en zone euro - cf. Batini, Callegari and Melina (2012), IMF *Working Paper*.

(18) Jan in't Veld (2013), "Fiscal consolidations and spillovers in the Euro area periphery and core", European Commission, *Economics Papers* 506, October.

## Encadré 2 : Impact sur l'activité de la consolidation budgétaire menée en zone euro sur 2011-2013

À l'aide du modèle QUEST III de la Commission européenne, in't Veld estime l'impact sur l'activité d'une consolidation simultanée de 1 point de PIB par an durant 3 ans en Allemagne, en France, en Italie, en Espagne, en Irlande, au Portugal, en Grèce et dans le reste de la zone euro (agrégé), ainsi que les retombées négatives de ces plans de consolidation sur les autres pays. Il suppose une consolidation également répartie entre dépenses et recettes, des multiplicateurs budgétaires de l'ordre de 0,7-0,8, et l'absence de réaction de la politique monétaire. À court terme, toutes les composantes de la demande intérieure sont affectées par la consolidation. Le recul de l'activité est amplifié par la prise en compte des retombées négatives (*spillovers*, cf. partie 1.1).

En utilisant les coefficients obtenus par in't Veld, et en les appliquant aux plans de consolidation menés sur 2011-2013 (cf. tableau 2), mesurés en termes d'ajustements structurels primaires, il est possible d'estimer l'impact sur l'activité en zone euro en distinguant d'une part les effets liés à la consolidation nationale et d'autre part les effets *spillovers*. À noter que l'impact estimé ici ne s'intéresse qu'à trois années, ce qui conduit à occulter l'effet positif suggéré par le modèle à partir de la quatrième année : effets de confiance liés à l'amélioration des finances publiques et amélioration de la compétitivité permettant de stimuler les exportations (effet amoindri lorsque les États agissent simultanément).

Tableau 1 : impact des plans de consolidations menés sur 2011-2013 sur le PIB (en points de PIB, cumulé)

		2011	2012	2013
Allemagne	Total	-0,91	-2,32	-3,16
	dont effets <i>spillover</i>	-0,27	-0,88	-1,63
France	Total	-1,10	-2,43	-3,54
	dont effets <i>spillover</i>	-0,25	-0,89	-1,67
Italie	Total	-0,58	-3,28	-4,02
	dont effets <i>spillover</i>	-0,26	-0,81	-1,53
Espagne	Total	-1,41	-4,67	-6,83
	dont effets <i>spillover</i>	-0,26	-0,87	-1,62
Irlande	Total	-1,29	-3,09	-5,08
	dont effets <i>spillover</i>	-0,38	-1,31	-2,26
Portugal	Total	-2,83	-6,44	-7,51
	dont effets <i>spillover</i>	-0,39	-1,35	-2,41
Grèce	Total	-4,68	-8,29	-9,33
	dont effets <i>spillover</i>	-0,24	-1,05	-1,99
Reste zone	Total	-0,31	-1,23	-2,28
	dont effets <i>spillover</i>	-0,28	-1,10	-2,06
Zone euro	Total	-0,98	-2,79	-3,88
	dont effets <i>spillover</i>	-0,27	-0,93	-1,73

Source : Commission européenne, prévisions d'automne 2015 ; calculs : DG Trésor.

### 3.3 Une consolidation moindre des pays ayant des marges de manœuvre budgétaire aurait permis d'amoindrir l'impact sur l'activité

Compte tenu de ces effets de *spillovers*, une consolidation moindre dans certains pays aurait atténué l'effet récessif de la consolidation menée sur 2011-2013 pour l'ensemble de la zone euro. Sur cette période, si certains États membres se sont avérés dans l'obligation de mener une consolidation budgétaire d'envergure, d'autres États auraient pu avoir un rythme de consolidation plus modéré. Par exemple, l'Allemagne, qui était à l'époque concernée par les exigences du volet correctif du PSC, a fait le choix de mener une consolidation nettement supérieure aux exigences de sa recommandation pour mettre fin à son déficit public excessif (DPE) sur la période 2011-2013. En

effet, la recommandation du Conseil de novembre 2009 lui demandait de réaliser un ajustement structurel de 0,5 point de PIB par an en moyenne, prévoyant donc l'atteinte de l'OMT (déficit structurel de 0,5 point de PIB) en 2013. L'ajustement structurel moyen de 0,8 point mené sur la période a ainsi conduit à un dépassement de l'OMT dès 2012, avec un excédent structurel allemand estimé par la Commission européenne à 0,3 % du PIB en 2013. Cette trajectoire budgétaire a en outre été plus restrictive que celle impliquée par le frein à la dette introduit dans la constitution allemande en 2009<sup>19</sup>. En adoptant la trajectoire recommandée par le Conseil, l'Allemagne aurait pu atteindre un PIB supérieur de 0,8 point à l'issue de 2013, et le PIB de la zone euro être supérieur de 0,4 point.

## 4. Une proposition pour renforcer la prise en compte de la politique budgétaire agrégée dans le cadre du Semestre européen

### 4.1 La mise en œuvre du PSC manque d'une perspective globale, et est asymétrique

Sur la période 2011-2013, la consolidation budgétaire réalisée en zone euro a été plus importante que ce qui était requis par le PSC (cf. graphique 3), en particulier en 2012 où certains pays (Allemagne et Pays-Bas principalement) ont réalisé un ajustement structurel bien plus important que ce qui leur était demandé dans la recommandation du Conseil. En effet, le PSC est asymétrique, puisqu'il permet aux États membres

de sur-consolider autant qu'ils le souhaitent, au-delà du rythme fixé par le Conseil, même si cela est négatif pour leur activité et celle de la zone euro. Ainsi, en l'état des textes, ces effets ne peuvent être pris en compte qu'à travers un renforcement de la coordination des politiques budgétaires au niveau de la zone euro, au regard notamment de la position dans le cycle et des effets de *spillover* anticipés.

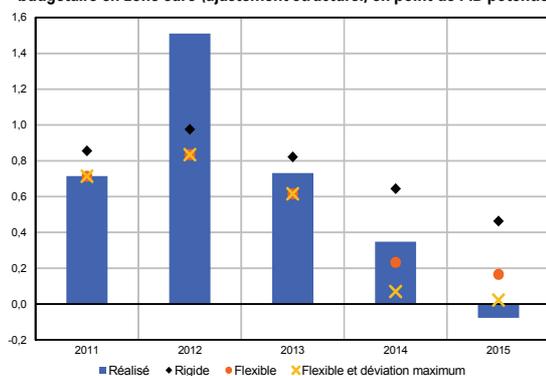
Même si le « *Two-Pack* » (règlement (UE) n°473/2013 du Parlement européen et du Conseil) prévoit au moment de l'évaluation

(19) Celui-ci implique, après une phase de transition, un déficit structurel maximal de 0,35 % du PIB à partir de 2016 pour l'État fédéral. Dans la phase de transition (entre 2011 et 2014), celui-ci a affiché un solde structurel supérieur d'environ 1 point de PIB potentiel à ce qui était requis par le frein à la dette (cf. programme de stabilité 2015 de l'Allemagne).

des projets de plan budgétaires (PPB) une évaluation globale de la politique budgétaire en zone euro par la Commission européenne et l'Eurogroupe, **cette discussion de la vision agrégée de la politique budgétaire en zone euro n'a pour l'instant pas eu de conséquence concrète**. Ainsi, celle-ci s'est avérée insatisfaisante dans sa première année d'exercice (2013), puisque l'approche a été principalement axée autour du respect des prescriptions du Pacte, et n'a pas suffisamment tenu compte du résultat en termes de politique budgétaire agrégée. En effet, l'ajustement structurel réalisé par l'ensemble de la zone euro a été légèrement inférieur à une application rigide du PSC (cf. graphique 4), dans un contexte de récession et d'*output-gap* très creusé (-2,9 points de PIB).

**Une meilleure exploitation des marges de manœuvre laissées par le PSC - notamment l'absence de sur-ajustement des États membres ayant des marges de manœuvre budgétaire - aurait permis de réduire l'ajustement sur la période, amoindrissant l'impact sur l'activité et sur le potentiel de croissance à long terme.** Ainsi, de 2011 à 2013 l'exploitation de ces marges (cf. scénario « flexible » du graphique 4) aurait permis de réduire l'ajustement structurel de 0,8 point sur la période, et le PIB en 2013 aurait été supérieur de 1 point au niveau observé (cf. graphique 5)<sup>20</sup>.

**Graphique 4 : marges de manœuvre, dans le cadre du PSC, sur la politique budgétaire en zone euro (ajustement structurel, en point de PIB potentiel)**



Source : Commission européenne, prévisions d'automne 2015 ; calculs : DG Trésor.

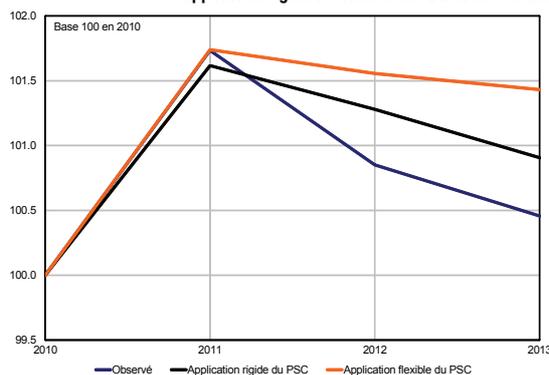
Note de lecture :

- Le scénario « rigide » suppose *i)* pour les pays en volet correctif le respect strict des recommandations et *ii)* pour les pays dans le volet préventif le respect de la trajectoire d'ajustement structurel requise au titre de la convergence vers l'OMT (ou son maintien).

- Le scénario « flexible » suppose un respect des recommandations de la part des pays sous programme d'assistance macroéconomique et un ajustement de 0,5 point pour les autres dans le volet correctif sur 2011-2013. En 2014-2015, les États membres réalisent l'ajustement minimum permettant de respecter une cible de la recommandation. Les pays dans le volet préventif réalisent l'ajustement demandé au titre de la convergence vers l'OMT, en tenant compte de la déviation autorisée dans le cadre des flexibilités prévues par le PSC et détaillées dans la Communication de la Commission de janvier 2015 (situation économique, clauses d'investissement et de réforme structurelle)<sup>21</sup>. Avant 2015, seule la flexibilité au titre de la situation économique est appliquée.

- Le scénario « flexible et déviation maximum » est identique au scénario « flexible » à ceci près qu'il suppose que les pays dans le volet préventif utilisent la déviation maximum autorisée avant d'entrer en procédure pour déviation significative, c'est-à-dire 0,5 point de PIB sur 2 ans.

**Graphique 5 : évolution observée du PIB en niveau et simulations avec une application rigide ou flexible du PSC de 2011 à 2013**



Source : Commission européenne, prévisions d'automne 2015 ; calculs : DG Trésor.

**En 2014 et 2015, en mobilisant l'ensemble des flexibilités permises par le PSC ainsi que les déviations autorisées dans les volets préventif et correctif, l'orientation budgétaire au niveau de la zone euro aurait été neutre sur la période.** On note que, alors que la *fiscal stance* aurait pu être moins restrictif jusqu'en 2014<sup>22</sup>, les flexibilités sont largement mobilisées en 2015. L'orientation budgétaire agrégée pour 2015 a été qualifiée de « globalement neutre » et considérée comme appropriée par la Commission dès l'automne 2014, en dépit d'efforts insuffisamment différenciés entre États membres.

## 4.2 Si la gouvernance de la zone euro donne une place de plus en plus importante à la dimension agrégée de la politique budgétaire...

**Le rapport des cinq Présidents de juin 2015 sur le renforcement de l'UEM prône une coordination plus étroite des politiques économiques en zone euro, que le comité budgétaire européen consultatif créé par la Commission pourrait soutenir.** En particulier, sur le volet budgétaire, il préconise une plus grande prise en compte de la perspective agrégée dans la mise en œuvre du PSC. À la suite de ce rapport, la Commission européenne a publié le 21 octobre 2015 un paquet de propositions sur la gouvernance de la zone euro pouvant être mises en œuvre sans modifier le cadre actuel des traités, dont la création le 1<sup>er</sup> novembre 2015 d'un comité budgétaire européen consultatif ayant un rôle de conseil économique auprès de la Commission, notamment en ce qui concerne la *fiscal stance* approprié pour la zone euro. Il pourra également donner son avis sur les efforts budgétaires à fournir au niveau national, cohérents avec la stratégie définie pour l'ensemble de la zone.

**Par ailleurs, la publication de la recommandation pour la zone euro ouvre désormais le Semestre européen et fixe le cap en matière de politique économique pour la zone euro dans son ensemble.** Par rapport aux exercices précédents, où elle était publiée en fin de Semestre (en même temps que celle des États membres), le nouveau calendrier<sup>23</sup> permet de donner davantage d'importance à la dimension agrégée de la zone euro. Ainsi, la recommandation de « recommandation du Conseil » pour la zone euro publiée par la Commission le 26 novembre 2015 insiste fortement sur la nécessité de coor-

(20) À l'issue de ces 3 ans, le ratio de dette dans ce scénario n'aurait donc pas été alourdi.

(21) European Commission (2015), "Making the best use of the flexibility within the existing rules of the Stability and Growth Pact".

(22) En 2014, mobiliser les flexibilités liées aux circonstances économiques prévues par le PSC et définies dans la communication de la Commission de janvier 2015, ainsi que les marges de déviation permises dans le volet correctif (respect de la seule cible nominale) et volet préventif (déviation maximale autorisée avant d'entrer en procédure pour déviation significative), aurait permis de réduire l'ajustement structurel en zone euro de 0,3 pt. La mobilisation des clauses d'investissement et de réformes structurelles aurait permis une diminution supplémentaire de l'ajustement.

(23) Avant le Semestre européen 2016, la recommandation pour la zone euro était publiée en fin de Semestre (mai-juin) et se concentrait sur la mise en œuvre des grandes orientations de politique économique (GOPE) des États membres de la zone euro.

donner les politiques économiques des États membres, en raison de *spillovers* potentiellement importantes. L'objectif en matière budgétaire est ainsi explicitement d'éviter une orientation procyclique au niveau de la zone euro. La Commission recommande ainsi de veiller à la différenciation des efforts budgétaires selon les États membres, en tenant compte de leur position vis-à-vis du PSC, de leurs contraintes en termes de stabilisation économique, ainsi que des *spillovers*. En outre, elle recommande que les discussions relatives au *fiscal stance* se tiennent en amont de l'élaboration des Programmes de stabilité et des Projets de plans budgétaires.

#### 4.3 ... il est possible de s'orienter vers une gouvernance budgétaire plus intégrée

##### Une proposition serait de favoriser une approche « descendante » de la politique budgétaire en zone euro.

Dans une telle approche, à l'ouverture du semestre européen, le *fiscal stance* souhaité serait qualifié dans une « recommandation du Conseil » pour la zone euro, sur proposition de la Commission, correspondant à un juste équilibre entre stabilisation économique et soutenabilité des finances publiques<sup>24</sup>. Au fil de l'avancée du semestre européen et de l'analyse du diagnostic conjoncturel, l'orientation serait précisée, jusqu'à aboutir à la déclinaison par pays de cet objectif agrégé, retracée dans les recommandations par pays en amont de la construction des Projets de plan budgétaire nationaux chaque automne.

Le calendrier pour fixer l'orientation budgétaire de l'année N pourrait ainsi être le suivant :

- **Novembre N-2** : La recommandation pour la zone euro contiendrait une indication qualitative du *fiscal stance* souhaité pour l'année N.
- **Janvier N-1** : Sur recommandation de la Commission, l'Eurogroupe déciderait du « *fiscal stance* » agrégé désiré

pour les années couvertes par les prévisions d'automne, à temps pour la préparation des Programmes de stabilité.

- **Mai N-1** : La Commission proposerait, sur la base de ses prévisions de printemps, une ventilation par pays de l'ajustement budgétaire souhaité pour l'année N, en fonction des situations macro-budgétaires prévues de chaque pays et sous contrainte de respect du Pacte, afin de parvenir à la politique agrégée désirée. La nouvelle cible serait alors introduite au niveau des États dans le cadre du semestre européen, *via* une révision de la recommandation DPE pour les pays placés en volet correctif et *via* les recommandations semestre pour les pays en volet préventif. Les pays qui auraient atteint leur OMT ne seraient pas soumis à un risque de sanction, mais recevraient une recommandation budgétaire explicite. Cela permettrait d'aboutir à des recommandations de rythme minimum mais aussi, le cas échéant, de rythme maximum d'ajustement budgétaire, selon les pays, favorisant ainsi une approche plus symétrique de la gouvernance budgétaire.
- **Septembre N-1** : L'Eurogroupe de septembre examinerait l'évolution de la situation économique depuis mai-juin (si possible sur la base de nouvelles prévisions de la Commission produites à cet effet). Sur proposition motivée de la Commission, notamment en cas de forte révision du diagnostic conjoncturel, l'orientation budgétaire de la zone euro visée pour l'année suivante pourrait être ajustée, entraînant le cas échéant une révision des cibles nationales fixées dans les recommandations.
- **Novembre N-1** : L'examen des PPB, transmis au mois d'octobre à la Commission, porterait sur leur conformité avec la contribution recommandée au « *fiscal stance* » agrégé. La « recommandation du Conseil » pour la zone euro reprendrait l'orientation souhaitée pour l'année N et émettrait un premier jugement sur l'année N+1.

**Antonin AVIAT, Sébastien DIOT, Sabrina EL KASMI, Nicolas JÉGOU**

(24) Un indicateur du type de celui développé par N. Carnot (2014), "Evaluating Fiscal Policy: A Rule of Thumb", European Economy *Economic Papers* 526, European Commission, pourrait être utilisé à cette fin. Celui-ci propose une norme d'effort budgétaire qui a vocation à trouver le juste équilibre entre soutenabilité des finances publiques à long terme et stabilisation macroéconomique à court terme, et qui peut à la fois être utilisée pour jauger l'orientation budgétaire d'un groupe de pays ou de chaque pays pris individuellement.

#### Éditeur :

Ministère des Finances  
et des Comptes publics  
et Ministère de l'Économie  
et de l'Industrie et du Numérique

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

#### Directeur de la Publication :

Michel Houdebine

#### Rédacteur en chef :

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

#### Mise en page :

Maryse Dos Santos  
ISSN 1777-8050  
eISSN 2417-9620

### Derniers numéros parus

#### Mars 2016

n°162. Les énergies renouvelables : quels enjeux de politique publique ?

Laure Grazi, Arthur Souletie

n°161. Les nouvelles règles pour les prêts d'aide publique au développement : quels enjeux ?

Léonardo Pupperto

#### Janvier 2016

n°160. 30 ans de modernisation du dialogue social en France

Marine Cheuvreux

#### Décembre 2015

n°159. Les TPE françaises et leur accès au financement

Céline Bazard

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

Ce document a été élaboré sous la responsabilité de la direction générale du Trésor et ne reflète pas nécessairement la position du ministère des Finances et des Comptes publics et du ministère de l'Économie, de l'Industrie et du Numérique.