

THÉMATIQUE  
GLOBAL VIEWS

Didier BOROWSKI,  
Responsable Global Views

## La zone euro ne sera viable qu'à la condition d'innover sur les règles budgétaires et monétaires

**Au fil des crises, les questions structurelles et de gouvernance tendent à occuper une place de plus en plus importante. Et les objectifs dévolus à la politique économique sont de plus en plus ambitieux, que ce soit sur le plan budgétaire ou sur le plan monétaire. La situation est devenue inextricable pour les gouvernements et la BCE. Les « vieilles règles », que ce soit la règle de Taylor pour la BCE ou les règles du pacte de stabilité et de croissance sont incomplètes voire obsolètes. Mais l'absence de règles peut conduire à un accroissement de la volatilité financière et macroéconomique. Seules de « nouvelles règles », qu'il reste à inventer, permettront à la politique monétaire et à la politique budgétaire de relever les nouveaux défis. En priorité, il revient aux États de définir, de façon concertée, les grandes orientations stratégiques.**

Au fil des crises, les questions structurelles et de gouvernance tendent à occuper une place de plus en plus importante. Au premier rang des préoccupations en zone euro, on trouve l'épineuse question budgétaire, qui demeure le talon d'Achille de la construction européenne. La zone euro est une union monétaire incomplète : la combinaison d'une politique monétaire unique et de politiques budgétaires indépendantes, et trop souvent non coordonnées, est notoirement sous-optimale. Et c'est naturellement dans les périodes de crise que l'on constate à quel point le cadre institutionnel est inefficace.

Parallèlement les objectifs dévolus à l'action publique sont de plus en plus ambitieux. On attend des gouvernements qu'ils financent la transition énergétique, qu'ils assurent des investissements dans les infrastructures, l'éducation et la santé et qu'ils jouent un rôle stabilisateur dans les récessions. Et l'on attend des banques centrales qu'elles assurent la stabilité des prix et la stabilité financière mais aussi qu'elles limitent la fragmentation financière, tout en contribuant à financer la transition énergétique.

C'est la quadrature du cercle : trop d'objectifs pour un nombre limités d'instruments, avec en face des contraintes de plus en plus dures (assurer la stabilité des prix et la soutenabilité des dettes). La situation est devenue inextricable pour les gouvernements et les banques centrales. La combinaison de chocs d'offre exogènes et de « chocs d'incertitude » pèse sur les perspectives économiques de la zone euro, qui pour la première fois de son histoire doit face à des pressions stagflationnistes.

Sur le plan monétaire, un large consensus s'était dégagé au cours des dernières décennies autour du suivi de règles prédéterminées. La règle de Taylor s'était progressivement imposée. Mais cette dernière

semble inadaptée ou incomplète. Rien ne sert de relever (agressivement) les taux d'intérêt pour juguler les pressions sur les prix résultant d'un choc d'offre, sauf à considérer que les effets de diffusion sur les salaires et le niveau général des prix sont inévitables.

Sur le plan budgétaire, les règles du pacte de stabilité et de croissance sont obsolètes. Les seuils numériques identiques pour chaque pays en matière de dette (60 % du PIB) et de déficit (3 % du PIB) n'ont pas de vrai fondement. Ces règles se sont révélées procycliques par le passé. Et les sanctions n'ont pas fonctionné.

Toutefois, l'erreur serait de conclure qu'une action purement discrétionnaire conduit à de meilleures décisions publiques. Car l'absence de règles peut conduire à un accroissement de la volatilité financière et macroéconomique. Il demeure essentiel d'ancrer les anticipations des marchés. Oui, mais comment ? La normalisation monétaire ne peut se faire que si une approche coordonnée est adoptée sur le plan budgétaire (pour absorber les chocs). La déconnexion stricte entre les règles de politique budgétaire et la règle monétaire est inopérante. On a connu, par « chance », une période de coordination implicite lors de la crise du Covid. En effet avec la désinflation induite, la BCE a pu assouplir sa politique monétaire, ce qui a diminué le coût des emprunts, et permis à la politique budgétaire d'absorber le choc. Il est urgent désormais de réfléchir aux modalités d'une coordination plus explicite.

À défaut de pouvoir proposer ici une solution clés en main, certaines pistes méritent d'être considérées. L'indépendance de la BCE ne peut naturellement pas être remise en cause. Mais rien ne lui interdit d'interpréter différemment son mandat. D'une part, elle pourrait tenir compte plus explicitement de l'origine du choc inflationniste (offre ou demande) dans une

---

*La BCE devrait accepter de séparer sa politique d'achats de titres de sa politique de taux directeurs*

---

THÉMATIQUE  
GLOBAL VIEWS

règle de Taylor « augmentée ». D'autre part, et surtout, elle devrait accepter de séparer sa politique d'achats de titres de sa politique de taux directeurs.

Mais pour ce faire, il faut revoir en amont l'interprétation du pacte de stabilité et de croissance. Les pays de l'UE peuvent s'accorder en premier lieu sur quelques objectifs-clé (existentiels) et sur le fait qu'il y a plus à perdre collectivement à ne pas les atteindre qu'à accroître la dette à l'échelle de l'Europe. Et pour garantir la soutenabilité des dettes nationales, l'examen du solde primaire, des charges de la dette, du niveau initial de la dette et du ratio des dépenses publiques au PIB devraient jouer un rôle

dans l'analyse des efforts requis. Cela signifie que des règles spécifiques à chaque pays seraient en définitive plus appropriées (et plus contraignantes) qu'une règle unique basée sur le déficit. Il faudrait en outre établir à l'échelle nationale des plans de dépense pluriannuels qui engagent les gouvernements à faire croître les dépenses de fonctionnement à un rythme inférieur à la croissance du PIB en volume, tout en protégeant les dépenses d'investissement. L'accent doit être mis sur des agrégats que les gouvernements contrôlent et qui sont mesurés sans ambiguïté. Seule une approche pragmatique, coordonnée et novatrice des gouvernements et de la BCE leur permettra de relever les défis.

*Achévé de rédiger le 20 mai 2022*

## Amundi Research Center



Retrouvez l'ensemble de nos publications  
sur le site :  
[research-center.amundi.com](https://research-center.amundi.com)

Emerging Private Equity  
Money Markets Find Monetary  
Foreign Top-down Bottom-up  
Exchange Corporate Equities  
Sovereign Bonds High Forecasts  
ESG Fixed Income Yield Real Estate  
Quant Investment Asset  
Strategies Allocation

### INFORMATION IMPORTANTE

Ce document est uniquement à titre informatif.

Il ne constitue ni une offre de vente, ni une sollicitation d'une offre d'achat, ni une recommandation d'un titre ou de tout autre produit ou service. Les titres, produits ou services mentionnés peuvent ne pas être enregistrés à la vente auprès de l'autorité compétente de votre juridiction et peuvent ne pas être réglementés ou supervisés par une autorité gouvernementale ou similaire de votre juridiction.

Les informations contenues dans ce document ne peuvent être utilisées que pour votre usage personnel, ne peuvent être reproduites ou rediffusées sous quelque forme que ce soit et ne peuvent servir de base ou de composant à des instruments ou produits financiers ou à des indices.

En outre, aucun élément de ce document n'est destiné à fournir des conseils fiscaux, juridiques ou en matière d'investissement.

Sauf indication contraire, toutes les informations contenues dans ce document proviennent d'Amundi Asset Management SAS et sont datées du 31 mai 2022. La diversification ne saurait garantir un gain ou protéger contre une perte. Ce document est fourni « tel quel » et l'utilisateur de ces informations assume l'intégralité des risques liés à leur utilisation. Les données et analyses antérieures ne doivent pas être considérées comme une indication ou une garantie de toute analyse, estimation ou prédiction de performance future. Les opinions exprimées concernant les tendances du marché et économiques sont celles de l'auteur et pas nécessairement d'Amundi Asset Management SAS. Elles sont susceptibles d'évoluer à tout moment sur la base des conditions de marché et autres et aucune assurance ne peut être donnée que la performance des pays, marchés ou secteurs sera telle qu'anticipée. Ces points de vue ne doivent pas être utilisés comme un conseil d'investissement, comme une recommandation à l'égard d'un titre ou comme une indication de transaction pour un quelconque produit d'Amundi. Les investissements impliquent certains risques, y compris de marché, politiques, de liquidité et de change.

En outre, Amundi ne pourra en aucunement être tenu pour responsable d'un quelconque dommage direct, indirect, spécial, accessoire, punitif, consécutif (y compris, sans s'y limiter, la perte de profits) ou de tout autre dommage résultant de son utilisation.

Date de première utilisation: 1 juin 2022.

Amundi Asset Management, société par actions simplifiée – SAS au capital de 1143615555 euros – Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 04000036 – Siège social: 91-93 boulevard Pasteur – 75015 Paris – France – 437 574 452 RCS Paris – [www.amundi.com](http://www.amundi.com)

Photo crédit: ©MDelporte - iStock/Getty Images Plus - MirageC

#### Directeur de la publication

**BLANQUÉ Pascal**, *Chairman d'Amundi Institute*

#### Rédacteur en chef

**DEFEND Monica**, *Directrice d'Amundi Institute*

#### Avec la contribution d'Amundi Institute

**AINOUZ Valentine**, *CFA, Responsable adjointe de la Recherche Stratégie des Marchés Développés*

**BERARDI Alessia**, *Responsable des Marchés émergents, Recherche Stratégie Macroéconomique*

**BERTONCINI Sergio**, *Stratégiste Senior Taux*

**BLANCHET Pierre**, *Responsable Investment Intelligence*

**BOROWSKI Didier**, *Responsable Global Views*

**CESARINI Federico**, *Responsable FX Marchés Développés, Stratégiste Recherche Cross Asset*

#### Avec la contribution d'Amundi Investment Insights Unit

**BERTINO Claudia**, *Responsable d'Amundi Investment Insights Unit*

**CARULLA POL**, *Amundi Investment Insights Unit*

**FIOROT Laura**, *Responsable adjointe d'Amundi Investment Insights Unit*

#### Conception et support

**BERGER Pia**

**PONCET Benoit**

#### Rédacteurs en chef adjoints

**BLANCHET Pierre**, *Responsable Investment Intelligence*

**BOROWSKI Didier**, *Responsable Global Views*

**DROZDZIK Patryk**, *Macrostratégiste Senior, Marchés émergents*

**GEORGES Delphine**, *Stratégiste Senior Taux*

**MIJOT Éric**, *Responsable de la Stratégie sur les Marchés Développés*

**HUANG Claire**, *Macrostratégiste Senior, Marchés émergents*

**PORTELLI Lorenzo**, *Responsable de la Recherche Cross Asset*

**TONIATO Joao**, *Stratégiste Recherche Actions*

**USARDI Annalisa**, *CFA, Macrostratégiste Senior, Recherche Cross Asset*

**VARTANESYAN Sosi**, *Analyste Souverains Senior*

**DHINGRA Ujjwal**, *Amundi Investment Insights Unit*

**PANELLI Francesca**, *Amundi Investment Insights Unit*