

THÉMATIQUE  
GLOBAL VIEWS

**Didier BOROWSKI,**  
Responsable Global Views

## Le nœud gordien de la zone euro : comment réformer le cadre budgétaire sans renoncer à la discipline budgétaire ?

**La réforme du cadre budgétaire européen pourrait améliorer la résilience de la zone euro... à condition de ne pas renoncer à la discipline budgétaire.**

Les règles budgétaires du Pacte de Stabilité et de Croissance ont été temporairement suspendues en mars 2020 pour permettre aux États de la zone euro de mettre en œuvre des politiques de stabilisation. Il est prévu de les réactiver en 2023.

**La grande majorité des économistes considèrent que ces règles sont dépassées.**

En effet, rappelons que des seuils numériques identiques pour chaque pays en termes de dette (60 % du PIB) et de déficit (3 % du PIB) n'ont pas de fondement théorique. Le seuil d'endettement fixe constitue un objectif qui est devenu trop éloigné de la réalité pour bon nombre de pays.

**Les règles actuelles se sont révélées procycliques et donc contre-productives,** notamment après la crise de la dette souveraine. La règle en matière de déficit repose sur des estimations des déficits

structurels (c'est-à-dire corrigés des variations cycliques), qui sont par nature inobservables. Différentes méthodes sont employées pour les évaluer, mais aucune ne fait l'unanimité, ce qui donne lieu à des débats sans fin - les problèmes méthodologiques étant exacerbés par les grandes récessions.

Avant même la crise du Covid-19, l'efficacité des règles budgétaires avait déjà été remise en question et de nombreux économistes avaient appelé à une réforme<sup>1</sup>.

La réactivation des règles budgétaires dans leur forme actuelle - prévue pour 2023 - conduirait les économies encore fragilisées par la crise à mettre en place des politiques restrictives, qui s'avèreraient finalement contre-productives pour la soutenabilité de leur dette (avec à la clé une hausse supplémentaire du ratio dette/PIB).

### En union monétaire, la coordination fiscale s'impose...

Dans une union monétaire, il est nécessaire de coordonner les politiques budgétaires afin d'éviter les externalités négatives (pour tous) associées à des politiques budgétaires trop laxistes (menées par certains). Or, si une règle unique n'est plus adaptée, **il convient de trouver un nouveau cadre budgétaire crédible et cohérent.** Les règles budgétaires européennes ont été amendées à plusieurs reprises depuis le traité de Maastricht, sans que le traité ne soit modifié en profondeur. Il n'y a donc pas d'obstacle institutionnel<sup>2</sup>.

• La crise de Covid a conduit les pays à mener des politiques de stabilisation qui ont alourdi leur dette publique. Et ironie du sort, ce sont les pays les plus endettés avant la crise de Covid dont la dette publique a le plus augmenté.

• **Les pays ne sont pas confrontés aux mêmes contraintes macroéconomiques.** Il n'est donc ni souhaitable ni crédible de maintenir une règle unique.

• **La question centrale est devenue la soutenabilité de la dette publique.** Celle-ci dépend fondamentalement de l'écart entre les taux d'intérêt et la croissance du PIB et de la capacité d'un État à maintenir un excédent primaire suffisant. Or, une telle analyse est par nature spécifique à un pays. Le cadre analytique doit être enrichi par la prise en compte d'une série d'indicateurs, dont le déficit primaire, le niveau du ratio dette/PIB, la maturité de la dette, les taux d'intérêt/la charge de la dette et la croissance potentielle.

### ... mais il faut repenser l'articulation entre politique monétaire et politique budgétaire lorsque les taux d'intérêt ne peuvent plus être abaissés

• **Les politiques monétaires non conventionnelles appellent implicitement des politiques budgétaires non conventionnelles.** Les faibles taux d'intérêt actuels (bien inférieurs à la croissance du

PIB) donnent *de facto* une plus grande marge de manœuvre aux gouvernements pour mettre en œuvre des politiques de stabilisation ou des programmes d'investissement public. C'est d'autant plus

*Il y a trop d'objectifs assignés à la seule politique budgétaire*

<sup>1</sup> Bénassy-Quéré et al. 2018, Darvas et al. 2018, Feld et al. 2018, Thygesen et al. 2018; et plus récemment, Martin, Pisani-Ferry, Ragot (2021).

<sup>2</sup> En pratique, les États devront réécrire les dispositions essentielles du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne (TFUE) et notamment l'article 126 (« Les États membres évitent les déficits publics excessifs »).

THÉMATIQUE  
GLOBAL VIEWS

Une réforme du cadre budgétaire exige l'unanimité, et l'unanimité est hors de portée à court terme

nécessaire que la politique monétaire est moins efficace lorsque les taux d'intérêt sont proches de zéro.

- **Cependant, l'Europe ne peut pas abandonner la discipline budgétaire au seul motif que les taux d'intérêt sont bas.** Car ces derniers pourraient finir par remonter et mettre les pays les plus endettés en grande difficulté, un risque

que les États membres de la zone euro ne peuvent accepter de prendre. Rappelons que la monétisation de la dette publique n'est pas compatible avec le fonctionnement de l'union monétaire européenne, et qu'elle augmente les risques d'instabilité financière à moyen terme (par l'impact sur les prix des actifs financiers et réels).

**Repenser le cadre budgétaire européen : abandonner les cibles numériques uniformes sans renoncer à la discipline budgétaire**

- **La crise du Covid a clairement montré que le cadre budgétaire actuel était inadapté.** Le nouveau cadre devra prévoir des dispositifs de soutien pour les États confrontés à des difficultés exceptionnelles (en cas de choc exogène sans aléa moral).
  - **Avec le NGEU, la zone euro a fait un pas important vers une mutualisation des dettes.** L'appétit pour les titres émis par le NGEU montre que les investisseurs accueillent favorablement cette initiative. Il ne faut toutefois pas oublier que ce mécanisme est temporaire. À l'avenir, il devrait être possible de mobiliser à nouveau de la dette commune en cas de circonstances exceptionnelles, mais cela suppose que les États poursuivent les réformes structurelles sans abandonner la discipline budgétaire.
  - **Trop d'objectifs sont actuellement assignés à la politique budgétaire :** transition énergétique, financement des investissements dans les infrastructures et l'éducation, stabilisation conjoncturelle.
  - On insiste également souvent sur la nécessité **de distinguer les dépenses de fonctionnement et les dépenses d'investissement.** Les gouvernements ne peuvent pas éviter la question de la « qualité » des dépenses. La discipline budgétaire doit avant tout se concentrer sur les « dépenses improductives ». Les dépenses d'investissement doivent, quant à elles, être protégées.
  - **La mise en place d'un nouveau cadre budgétaire requiert un accord unanime.** Pour convaincre les pays les plus vertueux, les pays les plus endettés (Italie, Espagne, France) devront s'engager à réduire leurs dépenses de fonctionnement (en maintenant, par exemple, la croissance de ces dépenses en deçà de celle du PIB).
  - **Le cadre budgétaire devra donc être suffisamment crédible** pour que la soutenabilité de la dette ne dépende pas de la BCE.
- **En pratique, il faudrait donc déléguer à une entité indépendante l'analyse des finances publiques de chaque État et les « recommandations » faites aux gouvernements.** Et comme les sanctions n'ont jamais été appliquées, il faudra trouver un système d'incitations appropriées (certains mécanismes de solidarité pourraient être conditionnels) pour garantir l'application de ces recommandations.

**Ces sujets sont par nature très sensibles sur le plan politique.** Les débats ne font que commencer et il est très peu probable qu'un accord soit trouvé rapidement. Les règles actuelles sont très symboliques, surtout pour les pays les moins endettés, qui estiment avoir déjà fait suffisamment de concessions lors de la mise en place du fonds de relance NGEU. Une rupture complète avec le Pacte de stabilité et les règles actuelles n'est donc pas réaliste. En revanche, les États européens pourraient accepter de les mettre de côté, le temps de négocier un nouveau cadre.

La prochaine coalition en Allemagne, probablement dominée par le SPD et les Verts, pourrait accepter d'aller dans cette direction. Les libéraux du FDP, en revanche, n'accepteront d'abandonner le cadre actuel que si le nouveau cadre budgétaire garantit une certaine discipline. **La France, qui prendra la tête du Conseil de l'UE au premier semestre 2022, profitera probablement de l'occasion pour mettre cette question sur la table.**

L'adoption d'un nouveau cadre budgétaire améliorerait la résilience de la zone euro en cas de choc externe asymétrique, renforçant ainsi la crédibilité - et donc l'attractivité - de la zone aux yeux des **investisseurs, qui seront plus sensibles à la définition d'un cadre budgétaire cohérent qu'au maintien de cibles numériques (en pratique, rarement respectées).** Ceci devrait encourager les États à trouver un accord, car la crédibilité de l'union est un prérequis pour l'internationalisation de l'euro, un objectif partagé par tous.

*Achévé de rédiger le 01/10/2021*

## 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 Forecasts  
Sovereign Bonds High  
ESG Quant Fixed Income Yield Real Estate  
Investment Strategies Asset Allocation

### AVERTISSEMENT

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 1<sup>er</sup> octobre 2021. 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<sup>er</sup> octobre 2021.

Amundi Asset Management, société par actions simplifiée — SAS au capital de 1086262605 euros — Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 04000036 - Siège social: 90 boulevard Pasteur - 75015 Paris - France - 437 574 452 RCS Paris - [www.amundi.com](http://www.amundi.com)

Photo crédit: ©MDelporte - iStock/Getty Images Plus - Martin Puddy

#### Directeur de la publication

**BLANQUÉ Pascal**, CIO Groupe

#### Rédacteur en chef

**DEFEND Monica**, Responsable de la Recherche Groupe

#### Avec la contribution de la Recherche Groupe

**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

#### 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

**HERVÉ Karine**, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

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

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

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

**VANIN Grégorio**, Analyste Recherche Cross asset

**VARTANESYAN Sosi**, Analyste Souverains Senior

#### 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

**DHINGRA Ujjwal**, Amundi Investment Insights Unit

**PANELLI Francesca**, Amundi Investment Insights Unit

#### Conception et support

**BERGER Pia**, équipe de Recherche

**PONCET Benoit**, équipe de Recherche