

THÉMATIQUE  
MACRO POLICY

**Didier BOROWSKI,**  
*Responsable de la recherche sur  
les politiques macroéconomiques,  
Amundi Institute*

*La nouvelle gouvernance  
proposée par la  
Commission va dans la  
bonne direction, mais elle  
risque d'échouer*

## Quand la politique budgétaire met les institutions européennes sous pression

Après plusieurs mois de négociations informelles, la Commission européenne a présenté le 9 novembre une proposition de réforme du Pacte de stabilité et de croissance (PSC). Seules les grandes lignes de la réforme ont été présentées. La Commission a délibérément laissé en suspens les détails politiquement les plus sensibles. La réforme de la gouvernance budgétaire devra donc être adoptée l'année prochaine.

**Alors que les yeux des investisseurs restent rivés sur le calendrier et l'ampleur de la normalisation de la politique monétaire de la BCE (taux directeurs et bilan), c'est du côté de la politique budgétaire que les tensions sont les plus vives entre Européens.**

La « clause de sauvegarde » a permis de suspendre les règles budgétaires du PSC pendant la crise du Covid-19. Cette clause dérogatoire a ensuite été prolongée jusqu'en 2024 en raison de la guerre en Ukraine, pour donner aux États européens la flexibilité nécessaire pour mettre en œuvre des mesures de stabilisation ou de protection pour les ménages et les entreprises.

Parallèlement, un consensus s'est dégagé sur la nécessité de revoir les règles du PSC. De nombreuses propositions ont été envisagées. Après plusieurs mois de négociations informelles, **le 9 novembre, la Commission européenne a présenté une proposition de réforme du PSC qui doit être débattue.** La Commission préconise « une architecture plus simple et intégrée pour la surveillance macrobudgétaire afin de garantir la soutenabilité de la dette et promouvoir une croissance durable et inclusive ».

**Seules les grandes lignes de la réforme sont présentées.** Les deux piliers fondamentaux du pacte sont maintenus (un déficit public limité à 3 % du PIB et un ratio dette/PIB inférieur à 60 %). En revanche, ces objectifs numériques ne sont plus contraignants : l'accent porte désormais sur l'ajustement à moyen terme et l'approche « taille unique » (avec des règles uniformes pour tous) est de facto abandonnée. L'objectif est d'éviter les politiques budgétaires pro-cycliques, ce qui va dans le sens souhaité par tous.

**En pratique, il appartiendrait à chaque pays de définir sa propre trajectoire de réduction de la dette et du déficit,** au lieu de la réglementation uniforme actuelle. L'idée est de responsabiliser et de donner davantage de pouvoir de décision aux États membres. La Commission présenterait à chaque État membre une trajectoire d'ajustement de la dette sur une période de quatre ans. Mais un délai supplémentaire de trois ans serait octroyé

aux pays dont la dette publique dépasse 60 % du PIB, à condition toutefois qu'ils s'engagent à réaliser des réformes structurelles et des investissements stratégiques favorisant la croissance.

**Ce nouveau cadre devrait permettre de relever le défis actuels et contribuer ainsi à rendre l'Europe plus résiliente,** en réduisant les ratios de la dette publique de manière réaliste sans sacrifier les dépenses d'investissement stratégiques. **La Commission propose de jouer un rôle plus important dans l'évaluation des plans budgétaires nationaux.** Deux difficultés se posent ici : tout d'abord, ce processus présuppose des négociations sereines entre chaque État et la Commission. Que se passera-t-il en pratique en cas de désaccord ? La deuxième difficulté, liée à la première, réside dans la typologie qui sera adoptée. Quels seront les critères utilisés pour différencier les pays ? **La Commission a délibérément laissé en suspens les détails politiquement les plus sensibles.** Le problème posé est tout sauf nouveau : comment rassurer les pays du Nord quant à la soutenabilité de la dette des pays endettés du Sud tout en leur laissant des marges de manœuvre suffisantes pour éviter des politiques pro cycliques ou de sacrifier des dépenses nécessaires ?

**Les clivages concernant cette réforme persistent.** La période d'ajustement de quatre à sept ans accordée aux pays qui « enfreignent » les règles pour engager leur dette sur une trajectoire descendante durable est jugée trop laxiste par les Allemands. L'Allemagne a proposé qu'un organisme de surveillance budgétaire indépendant remplace la Commission pour analyser de manière indépendante la soutenabilité de la dette et formuler des recommandations. Cette proposition a toutefois peu de chance d'être acceptée par les autres États membres.

**En attendant, c'est le manque de coordination des politiques budgétaires qui préoccupe la BCE.** Les gouvernements doivent certes continuer de lutter contre l'inflation, mais il leur faut prendre garde à ne pas stimuler la demande. C'est la « règle des 3T » présentée par Christine Lagarde : les



THÉMATIQUE  
MACRO POLICY

*La Commission a délibérément laissé en suspens les détails politiquement les plus sensibles*

mesures budgétaires doivent être temporaires, ciblées et adaptées (*temporary, targeted, tailored*). Or, la réalité est qu'elles ne sont pas suffisamment ciblées. Les pays doivent mieux aligner leurs politiques budgétaires et leurs mesures de soutien énergétique sur l'orientation de la politique monétaire. À défaut, la BCE pourrait être amenée à relever davantage ses taux directeurs (c'est-à-dire plus que prévu actuellement) pour ancrer les anticipations d'inflation.

**Pour l'heure, les divisions entre États prévalent et un échec des négociations n'est pas totalement exclu.** Ces dernières vont durer des mois. La Commission attend les observations des États membres d'ici le début de l'année 2023. Il est peu probable que les Européens parviennent rapidement à un accord définitif. Ils doivent toutefois se mettre d'accord dès que possible sur les grands principes et les bonnes pratiques en matière de soutien budgétaire, car, en définitive, l'approche actuelle risque non seulement d'avoir des conséquences indésirables sur l'inflation, mais aussi de compromettre la soutenabilité de la dette à moyen terme de certains d'entre eux. **Les discussions sur l'orientation de la politique budgétaire dans la zone euro devraient commencer** dans le cadre des débats sur la réforme du

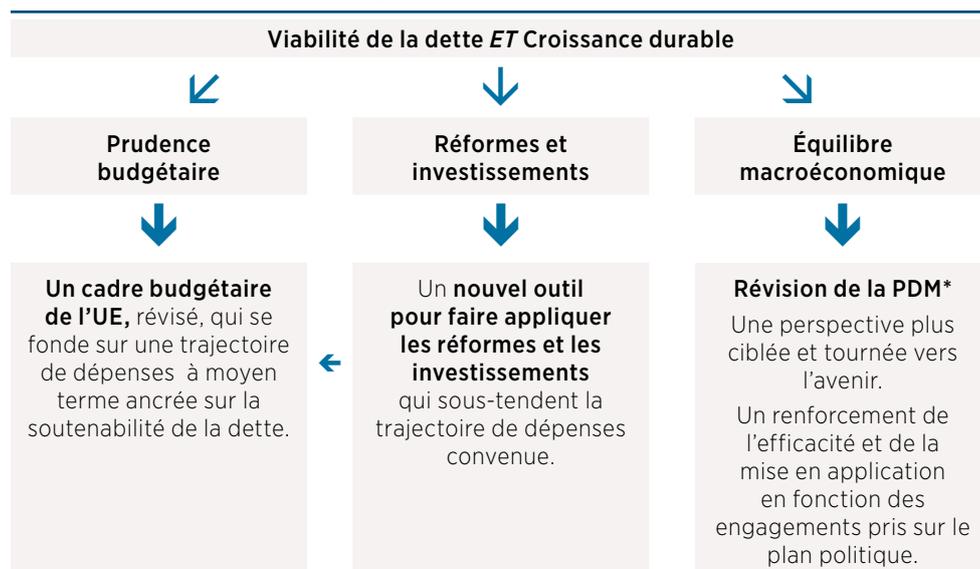
PSC de l'UE lors de la réunion Ecofin des 5 et 6 décembre.

**La clause de sauvegarde sera maintenue jusqu'à la fin de l'année 2023. La réforme des règles budgétaires doit donc impérativement être adoptée l'année prochaine**, avant l'été. Une façon de sortir de l'impasse serait, peut-être, pour les États de s'entendre pour ne pas tout préciser et accorder une certaine souplesse à la Commission quant à la manière dont elle applique les règles. Cela aurait le mérite d'éviter de rendre plus complexe encore une réforme qui est destinée, entre autres, à simplifier le PSC existant.

**Un accord sur la nouvelle architecture de gouvernance budgétaire pourrait ensuite ouvrir la voie à un débat sur l'opportunité d'émettre à nouveau des titres de dette européens communs** (pour des prêts) afin d'atténuer la crise énergétique. L'instrument européen de soutien temporaire à l'atténuation des risques de chômage en situation d'urgence (SURE) pourrait servir de modèle. Mis en place en 2020 pour éviter le chômage de masse suite aux confinements, il a rencontré un grand succès auprès des investisseurs et s'est avéré très efficace. À noter : il a notamment bénéficié aux États périphériques les plus endettés de la zone euro.

*Achévé de rédiger le 24 novembre 2022*

Une nouvelle architecture de gouvernance



\*Procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques.

Source : Amundi Institute, Commission européenne, au 24 novembre 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 Policies  
Sovereign Bonds High Forecasts  
Fixed Income Yield Real Estate

### 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 30 novembre 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 : 2 décembre 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 - Charles O'Rear

### Directeurs de la publication

DEFEND Monica, Directrice d'Amundi Institute  
MORTIER Vincent, C/O Groupe

### Rédactrices en chef

BERTINO Claudia, Responsable d'Amundi Investment Insights & Publishing  
FIOROT Laura, Responsable Investment Insights & Client Division

### Contributeurs Amundi Institute

AINOUZ Valentine, Responsable de la stratégie Taux, CFA  
BERARDI Alessia, Responsable des Marchés émergents, Recherche Stratégie Macroéconomique  
BERTONCINI Sergio, Stratégiste Senior Taux  
BOROWSKI Didier, Responsable de la recherche sur les politiques macroéconomiques  
CESARINI Federico, Responsable FX Marchés Développés, Stratégiste Recherche Cross Asset  
DI SILVIO Silvia, Macrostratégiste, Recherche Cross Asset  
DROZDZIK Patryk, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

### Contributeur Plateformes d'investissement

ZHAO Ethan, Analyste crédit

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

CARULLA Pol, Spécialiste Investment Insights & Client Division

### Conception et support

BERGER Pia, Spécialiste communication

Matériel marketing à l'usage exclusif des clients professionnels, prestataires de services d'investissement et autres professionnels du secteur financier

### Rédacteurs en chef adjoints

BOROWSKI Didier, Responsable de la recherche sur les politiques macroéconomiques  
PANELLI Francesca, Spécialiste Investment Insights & Client Division  
PERRIER Tristan, Macroeconomiste et Spécialiste Investment Insights

GEORGES Delphine, Stratégiste Senior Taux  
HERVÉ Karine, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents  
HUANG Claire, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents  
PANELLI Francesca, Spécialiste Investment Insights & Client Division  
PORTELLI Lorenzo, Responsable de la Recherche Cross Asset  
ROSENBERG Anna, Responsable de la Géopolitique  
USARDI Annalisa, Economiste Senior, CFA  
VARTANESYAN Sosi, Analyste Souverains Senior

DHINGRA Ujjwal, Spécialiste Investment Insights & Client Division

PONCET Benoît, Spécialiste communication