Se dirige-t-on vers un nouveau dosage des politiques dans la zone euro ?

P. Butzen
S. Chelioutt
N. Cordemans
E. De Prest
W. Melyn
S. Van Parys
L. Van Meensel

Introduction

La politique macroéconomique joue un rôle crucial de stabilisation au sein des économies de marché : elle poursuit un objectif de croissance économique stable et non inflationniste, favorisant le plein emploi. Si elle n'a pas fondamentalement remis en question le consensus qui prévalait, la récente crise économique et financière mondiale a mis à nu plusieurs de ses faiblesses. L'environnement économique actuel, qui se caractérise par une croissance modérée, une inflation faible et des taux d'intérêt bas, nécessite par ailleurs de repenser le fonctionnement et les rôles respectifs des politiques monétaire et budgétaire. Le cas de la zone euro est particulier, la crise de la dette publique ayant été riche d'enseignements.

Dans ce contexte, le présent article aborde la question du dosage des politiques macroéconomiques dans la zone euro. La première partie introduit le consensus macroéconomique prévalant avant la crise et les leçons de cette dernière. La deuxième partie aborde la situation macroéconomique actuelle, tandis que la troisième résume la politique monétaire de l'Eurosystème. La quatrième partie s'intéresse au type de politique budgétaire souhaitable dans l'environnement actuel, tant au niveau des pays individuels que de la zone euro dans son ensemble. La cinquième partie pose la question du rôle spécifique de l'Allemagne. La sixième partie s'interroge quant à elle sur la nécessité d'un cadre politique européen adapté. L'article se referme sur une série de conclusions.

1. Nouveaux éclairages en matière de dosage des politiques

1.1 Le consensus macroéconomique prévalant avant la crise

Une économie de marché est intrinsèquement confrontée à des cycles économiques, à savoir des périodes d'expansion et de contraction de l'activité d'amplitudes variables. Leur fréquence et leur durée dépendent d'événements aléatoires de natures diverses – ce qu'on appelle des « chocs » dans le jargon économique. Parmi ceux-ci, citons les innovations (technologiques, financières, etc.), les évolutions géopolitiques, les phénomènes météorologiques, les ajustements de politiques publiques, ou encore les « esprits animaux » (Keynes, 1936 ou Akerlof et Shiller, 2009). Ces derniers sont inhérents à la nature humaine et correspondent aux élans d'optimisme ou de pessimisme qui influencent les décisions des agents économiques.

Le secteur financier joue un rôle d'accélérateur des cycles économiques (Bernanke *et al.*, 1996). Les octrois de crédits qui financent la consommation ou les

investissements reposent sur des garanties. En période d'optimisme et d'expansion économique, la valeur de celles-ci tend à s'accroître. Dans ce contexte, le crédit se fait généreux, ce qui soutient les dépenses. À l'inverse, lorsque le pessimisme prend le dessus et que l'activité se contracte, la valeur des garanties se réduit. Le crédit se fait alors plus rare, ce qui freine la consommation et les investissements. En sus de l'effet de richesse, qui désigne l'impact d'une variation du patrimoine sur les comportements de dépense et d'épargne, les interactions entre les sphères financière et réelle de l'économie génèrent ainsi, selon les cas, des cercles vertueux ou vicieux d'expansion ou de contraction de l'activité.

La variabilité de l'activité suscite de l'incertitude et, si on part de l'hypothèse que les individus éprouvent de l'aversion pour le risque, influe sur les décisions de consommation et d'investissement. Elle s'accompagne en outre généralement d'une variabilité de l'inflation et de l'emploi coûteuse en termes de bien-être. Une inflation instable pèse sur la confiance et sur le pouvoir d'achat des consommateurs. Elle dilate par ailleurs les primes de risque sur les marchés financiers et gonfle les taux d'intérêt. Elle gêne ainsi les décisions économiques et empêche une allocation optimale des ressources. Enfin, une variabilité imprévisible du niveau des prix induit une redistribution arbitraire des richesses et des revenus entre les débiteurs et les créanciers. Le cas extrême d'une spirale déflationniste, dans le cadre de laquelle une baisse des prix alourdit le poids des dettes et inversement, est particulièrement dommageable (Fisher, 1933). Une hausse du chômage en période de ralentissement de l'activité entraîne des pertes à la fois de revenus et de capital humain.

Dans ce contexte, la politique macroéconomique entend précisément prévenir et minimiser les effets indésirables des fluctuations économiques : selon le consensus qui a émergé au début des années 1980, elle poursuit un objectif de croissance économique stable et non inflationniste, favorisant le plein emploi. Les politiques monétaire et budgétaire constituent ses deux instruments phares.

La politique monétaire veille sur la stabilité des prix

La politique monétaire, c'est-à-dire la régulation des prix et/ou de la quantité de monnaie – entendue comme l'ensemble des moyens de paiement – dans l'économie, doit garantir la stabilité des prix à moyen terme. Elle participe ainsi de la meilleure façon qui soit à la prospérité économique et à la création d'emplois. Suivant l'idée de la « divine coïncidence », en contrôlant l'inflation, la banque centrale minimise en effet l'écart de production, à savoir la différence entre les productions réelle et potentielle (Blanchard et Galí, 2007). Elle favorise dès lors également le plein emploi.

L'horizon de moyen terme se justifie par les délais de transmission de la politique monétaire et par la volonté de limiter au maximum les fluctuations de la production qui résulteraient d'un activisme débordant de la banque centrale. Pour éviter tout biais inflationniste, il convient de confier la politique monétaire à une banque centrale indépendante du pouvoir politique et de proscrire tout financement monétaire de la dette publique.

La stabilité des prix contribue par ailleurs à la stabilité financière. En prévenant toute inflation excessive, elle réduit les risques des contrats conclus en termes nominaux et, en empêchant la déflation, elle prévient un accroissement de l'endettement en termes réels (Aucremanne et Ide, 2010). La banque centrale doit prêter attention à l'évolution des prix des actifs, mais uniquement dans la mesure où la stabilité des prix est menacée. Un rôle de « prêteur en dernier ressort » lui est par ailleurs dévolu, qui consiste à fournir des liquidités d'urgence en situation de perturbations financières [(1)].

Les taux d'intérêt directeurs sont l'instrument traditionnel de la politique monétaire : en pilotant le taux du marché monétaire, la banque centrale influence les conditions de financement dans l'ensemble de l'économie. Les autorités monétaires suivent implicitement une « règle de Taylor » (Taylor, 1993). Elles réagissent à la fois aux déviations de l'inflation par rapport à sa cible et à celles de la croissance de la production par rapport à son niveau potentiel. Afin d'agir sur les taux d'intérêt réels, soit les taux considérés comme pertinents pour les décisions de consommation et d'investissement, les autorités ajustent plus que proportionnellement les taux directeurs aux mouvements de l'inflation.

La politique budgétaire repose sur les stabilisateurs automatiques

La politique budgétaire – qui consiste dans la régulation des recettes et des dépenses publiques de l'économie – contribue à la stabilisation macroéconomique essentiellement à travers le fonctionnement des stabilisateurs automatiques. Il s'agit principalement des impôts et des allocations de chômage, qui lissent naturellement les fluctuations de l'activité.

(1) Ce rôle a été à l'origine de la création de nombreuses banques centrales au XIX^{e} et au XX^{e} siècles. Il s'entendait vis-à-vis du secteur bancaire comme du gouvernement, tous deux étant intiment liés et directement sujets à un risque de défaut en cas de crise de confiance. Rarissime dans la pratique, le rôle de prêteur en dernier ressort des banques centrales avait en effet largement été relégué au second plan dans les économies avancées à la veille de la Grande Récession.

En temps « normal », à savoir dans le cas d'une récession de courte durée[1], une politique budgétaire discrétionnaire n'est pas recommandée. Les contraintes institutionnelles et les délais de mise en œuvre d'une telle politique limitent en effet son efficacité pratique, voire la rendent procyclique. De plus, les incertitudes entachant le multiplicateur budgétaire et les potentiels effets d'équivalence ricardienne[2] suscitent des doutes sur ses retombées (Blanchard *et al.*, 2010). Un autre argument allant à l'encontre d'une politique budgétaire discrétionnaire réside dans le rôle supérieur qui est reconnu à la politique monétaire en matière de stabilisation macroéconomique et à l'inutilité perçue d'un second instrument[3]. Dans ce contexte, la politique budgétaire doit se focaliser sur la soutenabilité des finances publiques et éviter de perturber la politique monétaire dans la réalisation de son objectif de stabilité des prix.

Bien que l'idée ne fasse pas l'unanimité, il est admis que, en situation de « trappe à liquidité », une politique budgétaire discrétionnaire concourt bel et bien à la stabilisation macroéconomique (Keynes, 1936). C'est notamment le cas après un grave « choc » défavorable et lorsque la politique monétaire n'est plus à même de stimuler les prix ou l'activité – parce que les agents économiques ne réagissent plus à l'accroissement de la liquidité ou parce que les taux d'intérêt directeurs sont tombés à leur niveau plancher. Le multiplicateur budgétaire est alors particulièrement élevé car l'effet d'éviction[4] disparaît. La durée d'une telle récession excède par ailleurs généralement les délais du processus de décision politique.

Après la « Grande Dépression » des années 1930, la « trappe à liquidité » est longtemps restée une curiosité intellectuelle réservée aux manuels scolaires. L'expérience japonaise à compter du milieu des années 1990 et la récession américaine au début des années 2000 ont toutefois réveillé l'engouement pour le sujet (cf. par exemple Auerbach et Obstfeld, 2003 ou Eggertsson et Woodford, 2004).

« Grande Modération »

Vers le milieu des années 2000, il était largement admis que le cadre décrit ci-avant avait contribué à renforcer la stabilité macroéconomique dans les économies avancées. La plus grande stabilité de la croissance économique et de l'inflation, de même que le caractère plus modéré de cette dernière, avaient été amorcés au début des années 1980. Le phénomène avait été baptisé « Grande Modération » (cf. par exemple Bernanke, 2004).

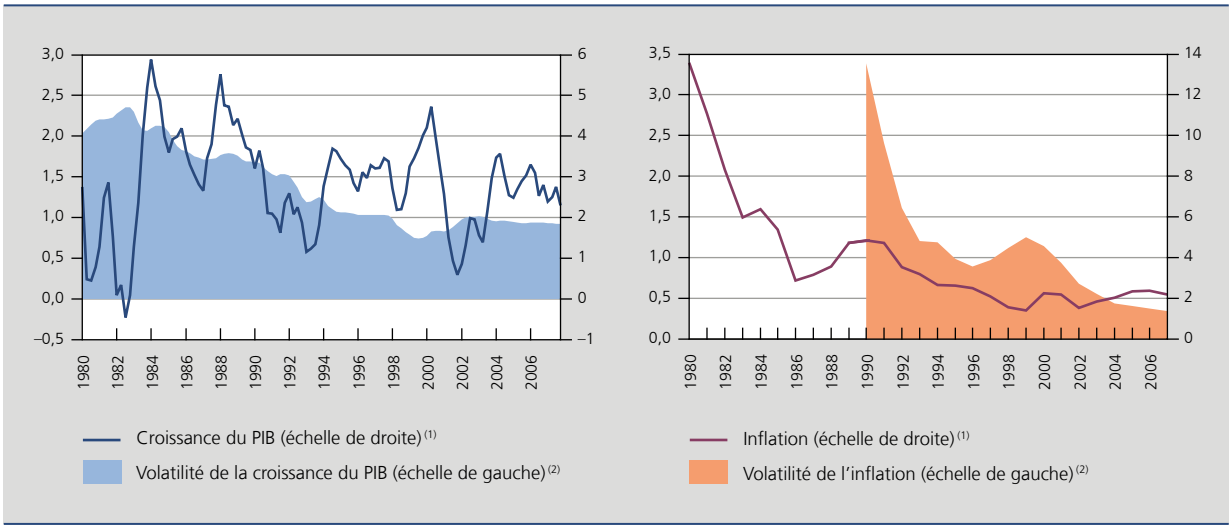
(1) Il n'y a pas de consensus sur la définition d'une récession. Selon le National Bureau of Economic Research (NBER), il s'agit d'un « déclin significatif et généralisé de l'activité économique » qui s'étend sur une période de deux trimestres consécutifs ou plus. Historiquement, il apparaît qu'une récession dure au plus environ une année et qu'elle se traduit par une baisse de la production inférieure à 5 %. Un ralentissement de l'activité plus sévère et plus long peut être qualifié de « dépression ».

(2) Suivant cette hypothèse, en réaction à une expansion budgétaire et à un creusement du déficit public, le secteur privé va épargner davantage car les ménages et les entreprises supposent que les pouvoirs publics vont relever les impôts ou réduire les allocations. Sous sa forme la plus extrême, cette théorie implique qu'une expansion budgétaire ne stimule nullement l'économie, pas plus qu'une contraction budgétaire ne la freine.

(3) Cette vision a très largement circulé dans les milieux universitaires et les banques centrales. Dans la pratique, toutefois, certaines mesures discrétionnaires ont également vu le jour lors de récessions « standard » (Blanchard *et al.*, 2010).

(4) La baisse des dépenses privées induite par la pression à la hausse qu'une politique budgétaire expansionniste exerce sur les taux d'intérêt.

GRAPHIQUE 1 ÉVOLUTION ET VOLATILITÉ DE LA CROISSANCE DU PIB ET DE L'INFLATION DANS LES PAYS AVANCÉS



Source : FMI.

(1) Pourcentages de variation par rapport au trimestre correspondant de l'année précédente.

(2) Écart type pour des fenêtres mobiles de 40 trimestres.

Zone euro : un cadre plutôt conforme au consensus

Le cadre institutionnel de l'Union économique et monétaire (UEM) repose sur le traité de Maastricht de 1992 et reflète dans une large mesure le consensus macroéconomique qui prévalait avant la crise.

La politique monétaire unique a été confiée à une autorité indépendante – l'Eurosystème – dotée d'un mandat axé sur la stabilité des prix. Dans le contexte de sa stratégie de politique monétaire, le Conseil des gouverneurs de la BCE a défini un objectif d'inflation pour la zone euro : celle-ci doit être « proche de, mais inférieure à 2 % à moyen terme ». En temps normal, l'Eurosystème assouplit ou resserre l'orientation de la politique monétaire en ajustant ses taux d'intérêt directeurs à la baisse ou à la hausse.

La politique budgétaire est restée décentralisée, aux mains des autorités nationales. Elle est toutefois régie par des règles communes qui reposent sur l'idée que les autorités doivent viser l'équilibre budgétaire et laisser les stabilisateurs automatiques jouer librement pour accommoder les chocs. Se fondant sur les dispositions du traité de Maastricht, le pacte de stabilité et de croissance (PSC) adopté en 1997 impose des valeurs de référence maximales en termes de déficit et de dette publics (respectivement 3 et 60 % du PIB)[1]. Composé d'un volet préventif et d'un volet correctif, il se veut le garant de la discipline budgétaire au sein de l'UEM. En mettant l'accent sur la discipline budgétaire, il doit à la fois assurer une meilleure coordination des politiques, garantir la soutenabilité des finances publiques et prévenir les effets de débordement[2].

Afin de préserver une discipline de marché tout en se conformant aux règles budgétaires, le traité sur le fonctionnement de l'Union européenne (TFUE) prohibe le financement monétaire de la dette publique (art. 123) et contient une clause de non-renflouement (art. 125). Cette dernière interdit à l'Union et à ses États membres de garantir les engagements publics d'autres États membres.

Pour permettre aux autorités nationales de réagir plus aisément aux chocs économiques « idiosyncratiques » dans un contexte où les politiques monétaire et de change avaient été unifiées, les règles budgétaires ont été quelque peu allégées à compter de 2005[3]. Le cadre institutionnel européen n'intégrait cependant pas d'instrument stabilisateur – prêteur en dernier ressort ou pouvoir budgétaire – au niveau supranational.

1.2 Les leçons de la crise

La crise économique et financière mondiale de 2007-2010 n'a pas fondamentalement remis en question le cadre général de la politique macroéconomique qui prévalait. En particulier, l'objectif primordial de maintien de la stabilité des prix assigné à la politique monétaire et l'indépendance de la banque centrale ne sont aujourd'hui pas contestés. L'attention portée à la soutenabilité et à la stabilisation des finances publiques s'est quant à elle accrue. La crise a néanmoins mis au jour certaines faiblesses du cadre macroéconomique de référence. Dans la zone euro, plus que les imperfections du cadre budgétaire européen, c'est le caractère incomplet de l'architecture institutionnelle de l'UEM – en matière de surveillance et d'assistance – qui a été mis en exergue (De Grauwe, 2013 et Buti, 2016).

Failles du cadre macroéconomique de référence

Premièrement, la crise a révélé que la stabilité des prix était une condition nécessaire, mais non suffisante, à la stabilité financière. La plus grande stabilité macroéconomique observée au cours de la « Grande Modération » n'a pas empêché l'apparition de déséquilibres financiers : bulles financières et immobilières, surendettement des ménages et des sociétés financières, etc. En exerçant une pression baissière sur les taux d'intérêt, elle pourrait même avoir favorisé l'accroissement de l'instabilité en créant les conditions d'une prise de risque accrue (Boeckx et Cordemans, 2017). La « Grande Récession » a également démontré les conséquences que l'instabilité financière pouvait avoir sur la transmission de la politique monétaire et sur l'économie réelle.

Dans ce contexte, est apparue au grand jour la nécessité de conduire une politique macroprudentielle veillant à la stabilité du système financier dans son ensemble, en prévenant notamment l'accumulation de risques financiers. De nombreux pays ont pris des arrangements institutionnels et ont adopté des outils en ce sens. La question de la prise en considération des risques pesant sur la stabilité

(1) Le déficit de financement nominal des administrations publiques ne peut excéder 3 %, sauf si celui-ci s'est réduit sensiblement et constamment et s'il atteint un niveau proche de la valeur de référence, ou encore si ce dépassement est exceptionnel et temporaire et si le déficit est proche de la valeur de référence. L'encours de la dette publique ne peut dépasser 60 % du PIB ou, si tel est néanmoins le cas, doit tendre vers cette valeur de référence à un rythme satisfaisant.

(2) En particulier, les effets haussiers sur les taux d'intérêt et sur l'inflation dans la zone dans son ensemble qu'induirait une politique budgétaire excessivement expansionniste. Au sein d'une union monétaire, l'incitation à mener une politique budgétaire expansive est d'autant plus forte que la banque centrale décide de sa politique monétaire sur la base de l'inflation moyenne. Un pays qui conduit une politique budgétaire peu vertueuse peut ainsi potentiellement bénéficier de taux d'intérêt réels plus bas, ce qui stimulera sa croissance à court terme (Boeckx et Deroose, 2016).

(3) Les conditions du PSC ont globalement été assouplies. L'accent a été mis sur un renforcement des fondamentaux économiques et sur la flexibilité du pacte. Cette réforme a concerné tant le volet préventif que le volet correctif du pacte. La principale modification apportée au volet préventif a concerné la définition de l'objectif à moyen terme, à savoir un budget qui soit quasi en équilibre ou qui affiche un excédent. Cet objectif est désormais exprimé en termes structurels, c'est-à-dire corrigé des incidences conjoncturelles et des facteurs non récurrents. S'agissant des procédures correctives, la définition des circonstances exceptionnelles dans lesquelles un déficit de plus de 3 % n'est pas considéré comme excessif a été fortement assouplie.

financière dans la conduite de la politique monétaire est par ailleurs revenue sur la table, sans que le débat ne soit tranché (cf. par exemple IMF, 2015).

Deuxièmement, la crise a rappelé le rôle crucial de prêteur en dernier ressort que jouent les banques centrales dans le contexte d'un assèchement de la liquidité sur les marchés. Elle a en particulier pleinement illustré la garantie implicite dont bénéficient les autorités budgétaires des économies souveraines sur le plan monétaire. L'absence de rôle de prêteur en dernier ressort de l'Eurosystème vis-à-vis des gouvernements de la zone euro est en effet considérée comme un élément-clé de l'aggravation de la crise de la dette publique (Draghi, 2014).

Troisièmement, la crise a montré les limites de la politique monétaire « conventionnelle » fondée sur l'ajustement des taux d'intérêt directeurs. D'une part, afin de préserver l'intermédiation financière et la bonne transmission de la politique monétaire, elle a poussé les banques centrales à modifier la composition de leurs bilans, une politique qualifiée d'assouplissement « qualitatif ». D'autre part, dans l'optique de rendre la politique monétaire plus accommodante elle a conduit les banques centrale à donner des « orientations prospectives » sur l'évolution future de la politique monétaire. Elle les a également incitées à acheter massivement des actifs réputés peu risqués – une politique qualifiée d'assouplissement « quantitatif » (cf. par exemple Cordemans et. al, 2016).

Quatrièmement, la crise a démontré le rôle stabilisateur de la politique budgétaire en situation de trappe à liquidité [1]. Cela a notamment été le cas aux États-Unis et au Royaume-Uni, alors que, dans la zone euro, les politiques budgétaires ont davantage été contraintes par la crise de la dette souveraine (cf. infra). L'intensité de la récession, sa durée et les limites auxquelles la politique monétaire s'est heurtée ont justifié dans plusieurs pays la conduite d'une politique budgétaire discrétionnaire expansionniste. Il a en outre été reconnu que le multiplicateur budgétaire est plus grand – et parfois supérieur à 1 – lorsque les taux d'intérêt directeurs tombent à leur niveau plancher. Dans ce cas, une hausse des dépenses publiques se traduit par une augmentation plus que proportionnelle de la production dans l'économie. La crise a ainsi souligné l'importance de disposer de marges de manœuvre budgétaires afin de pouvoir réagir en cas de choc négatif, ce qui implique de faire baisser la dette lorsque la conjoncture est favorable.

Enfin, cinquièmement, la crise a illustré les interactions pouvant survenir entre les deux piliers de la politique macroéconomique. En période de récession, la politique monétaire contribue à la soutenabilité des finances publiques au travers de l'assouplissement des conditions de financement dans l'économie et des programmes d'achats d'actifs généralement axés sur les bons du Trésor. Elle favorise ainsi la relance budgétaire et l'introduction de réformes structurelles. La politique budgétaire participe pour sa part à la stabilité des prix en apportant son soutien à la demande agrégée. En outre, les investissements publics, couplés aux réformes structurelles, contribuent à la croissance potentielle et assurent une plus grande efficacité de la politique monétaire en soutenant le taux d'intérêt réel d'équilibre [2].

Défauts de construction de la zone euro

L'appartenance à une union monétaire requiert potentiellement un plus grand activisme budgétaire pour stabiliser l'économie nationale en cas de choc idiosyncratique. Or, la crise de la dette publique qui a touché la zone euro entre le début de 2010 et la fin de 2012 a mis en lumière les contraintes que faisait peser cette appartenance à une union monétaire sur les capacités stabilisatrices de la politique budgétaire nationale. Les États membres de la zone euro s'endettent dans une monnaie qu'ils ne contrôlent pas : l'interdiction du financement monétaire par l'Eurosystème et la clause de non-renflouement les rendent pleinement dépendants des marchés financiers et de la discipline qui s'y exerce pour se financer. Or, les marchés peuvent se montrer volatils et irrationnels, déconnectés des fondamentaux macroéconomiques. Dans ce contexte, les États membres de la zone euro sont extrêmement vulnérables à des crises de liquidités, lesquelles peuvent aisément se muer en des crises de solvabilité.

Sous la pression des marchés et en l'absence de structures de soutien institutionnelles adéquates au niveau de la zone, plusieurs pays sévèrement touchés par la crise ont été contraints d'imprimer – du point de vue macroéconomique – une orientation excessivement restrictive et procyclique à leur politique budgétaire (Orphanides, 2017). Le dosage des politiques macroéconomiques est dès lors resté dominé par la politique monétaire unique, elle-même confrontée à la borne inférieure des taux directeurs (Cordemans *et al.*, 2016). Ce déséquilibre s'est révélé sous-optimal à la fois pour les pays individuels et pour la

(1) Pour certains (Feldstein, 2016), en cas de crise aiguë, il est même préférable de recourir à la politique budgétaire plutôt qu'à la politique monétaire. La politique budgétaire ne s'accompagnerait en effet pas des risques que certaines mesures de politique monétaire dites « non conventionnelles » font peser sur la stabilité financière. En compressant les taux sans risque à long terme, les programmes d'achats d'actifs favoriseraient par exemple la quête de rendements et pèseraient sur la rentabilité des banques en comprimant les marges d'intermédiation.

(2) Le taux réel d'équilibre est le taux d'intérêt qui prévaudrait dans un contexte de production d'équilibre, c'est-à-dire lorsque la production correspond à son niveau potentiel, et compatible avec la stabilité des prix. Ce taux théorique n'est pas constant dans le temps et évolue notamment avec des facteurs réels a priori exogènes à la politique monétaire tels que la productivité de l'économie. L'orientation de la politique monétaire se mesure à l'aune de l'écart entre les taux directeurs réels, à savoir ajustés pour l'inflation, et le taux réel d'équilibre (Boeckx *et al.*, 2013).

zone euro dans son ensemble. Pour De Grauwe (2013), l'union monétaire telle qu'elle a été conçue a probablement exacerbé les chocs idiosyncratiques.

La crise de la dette souveraine a également mis en exergue les conséquences désastreuses qui peuvent découler des difficultés du système bancaire, en raison du poids que celui-ci représente dans le financement de l'économie de la zone euro et des liens étroits qu'il entretient avec le secteur public. Les boucles de rétroaction négative entre les secteurs bancaire et souverain domestiques ont entraîné une segmentation des marchés financiers selon les frontières nationales et ont lourdement perturbé la transmission de la politique monétaire dans les pays les plus affectés. La crise de la zone euro a ainsi illustré la dette financière implicite liée au rôle crucial que jouent les gouvernements dans le sauvetage des banques [1].

Enfin, la crise dans la zone euro a souligné la nécessité de surveiller plus étroitement les déséquilibres macroéconomiques et financiers, comme les bulles immobilière et de crédit qui ont été à l'origine des déboires du secteur bancaire dans plusieurs pays.

La réponse des autorités

Diverses mesures se sont révélées cruciales pour pallier les manquements de la zone euro et leurs conséquences dommageables sur le plan macroéconomique.

Premièrement, il a été décidé de renforcer la surveillance macroéconomique et la coordination des politiques économiques et budgétaires au sein de l'UE : révision des règles du PSC [2], élargissement du contrôle des déséquilibres à d'autres indicateurs macroéconomiques que les finances publiques, adoption du « semestre européen » [3], adoption du traité sur la stabilité, la coordination et la croissance (TSCG) [4], etc.

Deuxièmement, des pare-feu européens ont été mis en place : le Fonds européen de stabilité financière (FESF), le Mécanisme européen de stabilité financière (MESF), puis le Mécanisme européen de stabilité (MES). Ce dernier, qui a remplacé les deux premiers en 2012, a donné lieu à la création d'une institution financière internationale apte à lever des fonds sur les marchés financiers, de sorte que la capacité totale du financement d'urgence a été portée à 700 milliards d'euros. Il permet d'aider, sous de strictes conditions, des États membres en difficulté et peut contribuer au sauvetage des banques. Bien que l'ajustement budgétaire des États membres sous assistance ait été précipité, les ajustements auraient été plus douloureux encore en l'absence d'aide (Bénassy-Quéré *et al.*, 2016).

Troisièmement, l'Eurosystème a endossé un rôle de prêteur en dernier ressort en faveur des gouvernements de la zone euro. Durant l'été de 2012, le Conseil des gouverneurs a annoncé des opérations monétaires sur titres (OMT), au travers desquelles il s'engageait, sous certaines conditions, à acquérir des obligations souveraines en quantités illimitées afin de lutter contre la détérioration grave et rapide des conditions de financement dans plusieurs États. Ces difficultés de financement ne se justifiaient pas au regard des fondamentaux macroéconomiques et financiers sous-jacents, mais elles risquaient de contraindre un pays à sortir de la zone euro et menaçaient l'existence même de cette dernière.

Quatrièmement, il a été décidé en 2012 de lancer une union bancaire, afin de casser la spirale négative entre les secteurs bancaire et public nationaux. Cette union comporte actuellement deux éléments : un mécanisme de supervision unique (MSU) et un mécanisme de résolution unique (MRU). Le MSU surveille de manière uniforme les plus grandes banques de la zone euro directement au niveau européen. L'objectif du MRU est quant à lui de résoudre les défaillances des banques en difficulté de façon ordonnée et à un coût minimal pour les contribuables [5] et pour l'économie réelle. Un troisième élément-clé, le système européen d'assurance des dépôts (SEAD), n'a pas encore vu le jour. Bien que les règles aient été harmonisées et en dépit des arguments en faveur d'un système commun, le partage des risques reste une question très sensible. Pour cette même raison, le fonds de résolution qui doit venir en aide aux banques en difficulté ne bénéficie pas d'un filet de sécurité budgétaire supranational.

Enfin, cinquièmement, dans la perspective plus générale d'accroître la résilience du système financier européen, la CE a dévoilé un plan visant à établir une union des marchés de capitaux d'ici à 2019. Cette intégration des marchés de capitaux devrait faciliter le partage transfrontalier des risques du secteur privé et, parallèlement,

(1) À la veille de la crise, le niveau d'endettement de plusieurs États qui se sont retrouvés au cœur des tensions n'était pas jugé problématique. En 2008, l'Espagne et l'Irlande affichaient ainsi des niveaux de dette en pourcentage du PIB de l'ordre de 40 %. Les déboires de leurs secteurs bancaires respectifs ont cependant rapidement plombé les comptes publics.

(2) Au cours de la période allant de 2011 à 2013, plusieurs réformes qui élargissaient le cadre budgétaire européen et le rendaient plus strict (Six-Pack, Two-Pack, pacte budgétaire) ont été approuvées. En 2015, le cadre budgétaire a par contre été assoupli puisque, pour fixer l'effort à fournir, le volet préventif du PSC tient désormais compte des circonstances économiques. Pour une description détaillée de ces réformes, cf. Melyn *et al.* (2015).

(3) Cycle annuel de suivi et de surveillance des politiques économiques de l'Union européenne et de ses États membres.

(4) Le TSCG (et, en son sein, le pacte budgétaire) est un accord intergouvernemental qui lie 25 États membres de l'UE et qui prévoit des règles strictes en matière de convergence. Il renforce la mise en œuvre du PSC et accroît la surveillance et la coordination des politiques économiques.

(5) Les nouvelles procédures de résolution de l'UE accordent ainsi une grande importance au renflouement interne, c'est-à-dire à l'implication financière des créditeurs dans le sauvetage des banques.

contribuer à renforcer les opportunités de financement et d'investissement respectivement pour les emprunteurs et pour les épargnants.

Ces éléments ont concouru à mettre progressivement fin à la crise de la dette publique à compter de l'été de 2012. Ils ont également permis des ajustements plus graduels des politiques budgétaires et favorisé la reprise économique amorcée en 2013. Bien que la crise se soit aujourd'hui éloignée, il est légitime de s'interroger sur le caractère satisfaisant des mesures adoptées pour prévenir les crises et absorber les chocs futurs.

En dépit de sa plus grande flexibilité, le PSC met toujours l'accent sur la soutenabilité des finances publiques et reste asymétrique : les pays qui dépassent les objectifs peuvent, mais n'y sont nullement incités, stimuler leur économie, et le fardeau des ajustements repose dès lors toujours sur les pays en déficit. L'accent est en outre strictement national, si bien que la politique budgétaire menée pour l'union monétaire dans son ensemble correspond tout simplement à la somme des politiques nationales. Pour certains (cf. par exemple De Grauwe, 2013), cette situation induit un biais déflationniste au niveau de la zone euro dans son ensemble.

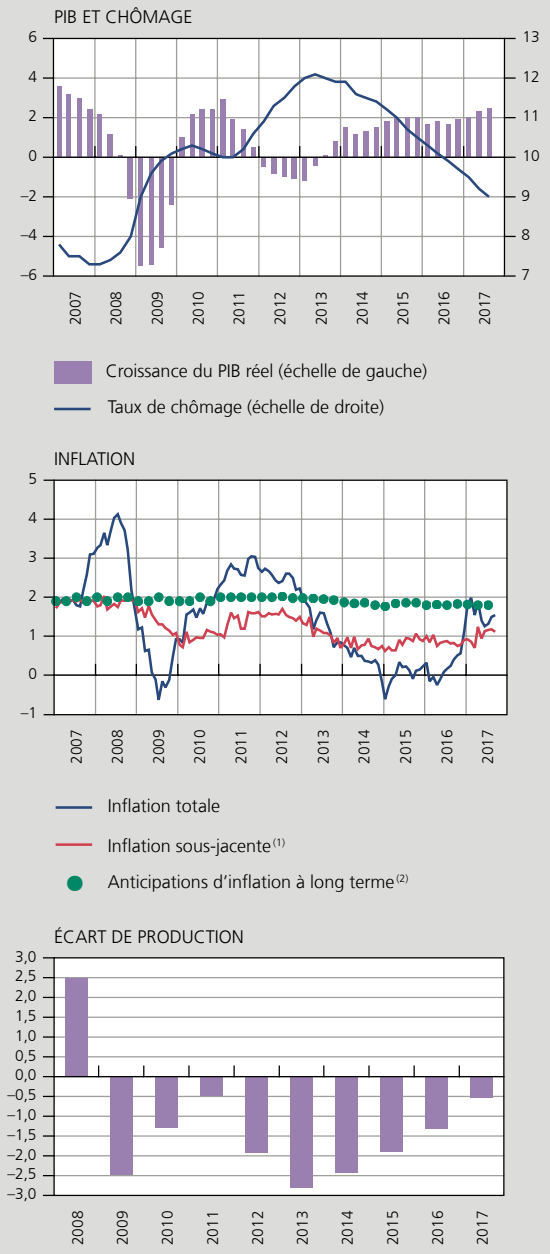
Beaucoup s'accordent sur le fait qu'une stabilisation macroéconomique optimale – aux niveaux national et agrégé – nécessiterait une force de frappe budgétaire commune. Une intégration politique plus importante et une intégration budgétaire sont considérées comme les garantes de la stabilité et de la pérennité de l'union monétaire. La perspective d'une union renforcée pose cependant d'importantes questions de légitimité démocratique, et un transfert significatif de pouvoir budgétaire au niveau européen reste illusoire dans l'état actuel des choses.

2. La situation macroéconomique actuelle

Depuis la fin de 2012 et le net apaisement des tensions financières suscitées par la crise de la dette souveraine, une reprise économique s'est amorcée dans la zone euro. Parallèlement à la croissance du PIB, le taux de chômage a sensiblement reculé, en dépit d'une hausse de la participation au marché de l'emploi. Il est cependant demeuré à un niveau supérieur à celui observé avant la crise. L'écart de production négatif se réduit peu à peu et devrait être résorbé dans le courant de 2018.

En 2017, la croissance économique s'est accélérée et généralisée, à travers les pays et dans toutes les branches d'activité. Elle a reposé essentiellement sur la demande intérieure. La consommation privée a bénéficié de l'embellie sur le plan de l'emploi et d'une augmentation de la richesse nette des ménages. Les conditions de financement favorables et un meilleur accès au crédit ont soutenu les investissements, qui ont également profité d'une rentabilité accrue. Le redressement global a quant à lui

GRAPHIQUE 2 CROISSANCE MODÉRÉE SUR FOND DE FAIBLE INFLATION DANS LA ZONE EURO



Sources : BCE, CE.
(1) Inflation à l'exclusion des prix alimentaires et énergétiques.
(2) Anticipations à cinq ans issues de l'enquête de la BCE auprès de prévisionnistes professionnels (SPF).

dynamisé les exportations et compensé les effets d'une appréciation de l'euro.

Dans le même temps, le risque de déflation s'est dissipé et l'inflation est graduellement remontée. Après avoir touché un point bas vers la mi-2014, sous le coup de la baisse des prix de l'énergie et des matières premières, elle s'est quelque peu rapprochée de l'objectif de l'Eurosystème, pour osciller aux alentours de 1,5 %. La dynamique sous-jacente de l'inflation est cependant demeurée fragile, et la perspective de satisfaire à l'objectif d'une inflation inférieure à, mais proche de 2 % à moyen terme est restée éloignée. Bien qu'en hausse, la progression des salaires reste atone.

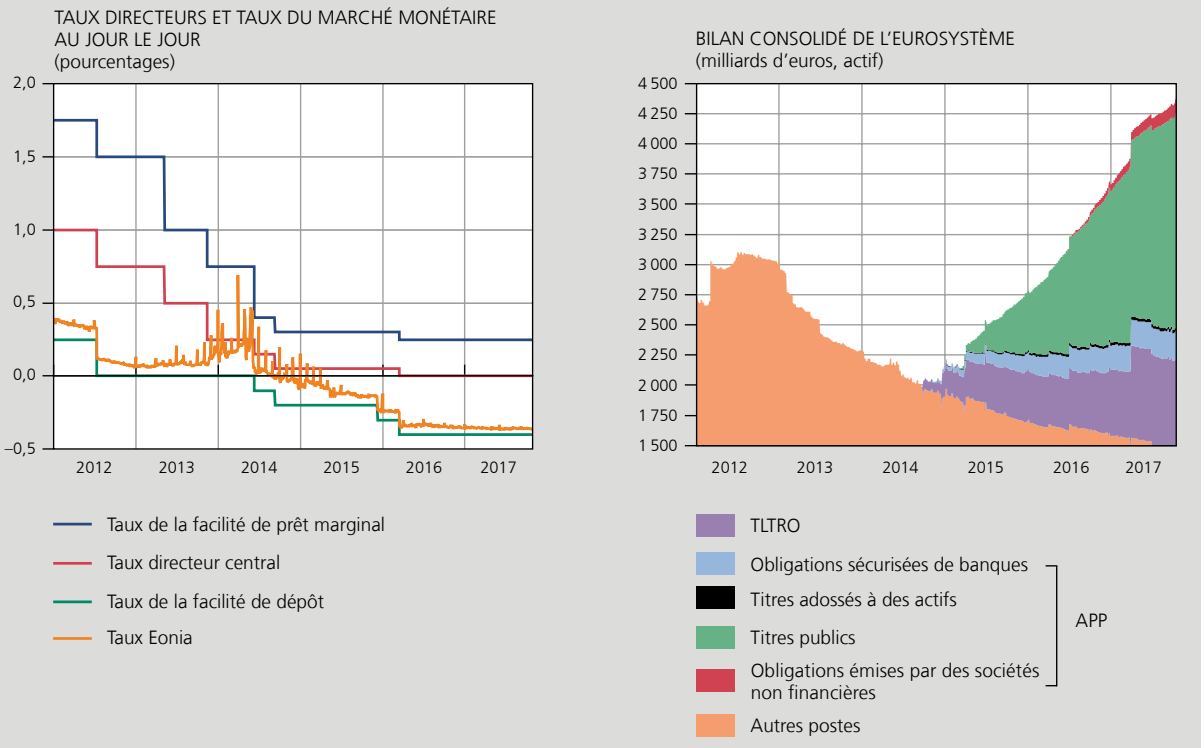
La faiblesse persistante de l'inflation semble refléter à la fois l'existence de capacités de production inutilisées, le modeste rebond des salaires et la plus grande persistance intrinsèque de l'inflation. Celle-ci aurait ainsi tendance à converger plus lentement vers sa cible, les agents étant plus enclins à intégrer l'inflation observée dans leurs anticipations. Selon les projections macroéconomiques de l'Eurosystème de septembre 2017, l'inflation dans la zone euro devrait rester inférieure à son objectif au moins jusqu'à la fin de 2019.

3. La politique monétaire de l'Eurosystème

L'Eurosystème mène une politique monétaire accommodante visant à maintenir des conditions de financement très favorables. Ses taux directeurs se situent à des niveaux planchers et un important programme d'achats d'actifs est en cours. Selon les termes du Conseil des gouverneurs, « les taux directeurs seront maintenus à leurs niveaux actuels pendant une période prolongée, et bien au-delà de l'horizon fixé pour les achats nets d'actifs ». Par ailleurs, les opérations principales de refinancement et les opérations de refinancement à plus long terme continueront d'être conduites sous la forme d'appels d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servies, à tout le moins jusqu'à la fin de 2019.

Dans le contexte d'une expansion économique de plus en plus solide et généralisée dans la zone euro,

GRAPHIQUE 3 POLITIQUE MONÉTAIRE DE L'EUROSYSTÈME



Source : BCE.

et compte tenu d'une confiance grandissante dans la convergence progressive de l'inflation vers son objectif, la politique monétaire de l'Eurosystème a cependant été graduellement ajustée au cours des derniers mois.

Depuis juin 2017, le Conseil des gouverneurs a ainsi supprimé toute référence à une éventuelle nouvelle baisse des taux directeurs dans ses communiqués. En outre, après avoir ramené les achats mensuels d'actifs de 80 à 60 milliards d'euros en avril 2017, il a annoncé en octobre dernier

Encadré 1 – Quelle politique monétaire dans un environnement de taux bas et de faible inflation ? (1)

Un environnement de taux bas et de faible inflation présente des risques pour la stabilité financière, en ce qu'il incite à la prise de risques. En outre, il accroît la probabilité que les limites de la politique monétaire conventionnelle soient rencontrées en cas de choc négatif. C'est tout particulièrement le cas dans le contexte d'une baisse séculaire du taux réel d'équilibre, laquelle traduit entre autres une diminution de la croissance de la productivité, une augmentation de l'épargne et des inégalités et un vieillissement de la population.

Il se pose dès lors la question des ajustements possibles, voire souhaitables, de la politique monétaire, afin de remédier à ses contraintes et de préserver ses capacités stabilisatrices.

- Dans un tel contexte, une des options possibles est de recourir plus souvent à certains instruments de la politique monétaire non conventionnelle. Les achats d'actifs, par exemple, pourraient améliorer le signalement quant à l'orientation de la politique monétaire et assurer une gestion plus fine de la courbe des rendements suivant les maturités ciblées. Ils ne sont toutefois pas dépourvus de risques en termes de stabilité financière. Le recours aux orientations prospectives, quant à lui, demeurera très vraisemblablement plus fréquent, voire deviendra récurrent.

  De manière générale, les banques centrales pourraient s'accommoder de bilans plus volumineux qu'auparavant, afin d'offrir une plus grande flexibilité aux banques en matière d'octroi de crédits et de maintenir une offre étendue d'actifs sûrs et liquides. Quel que soit le niveau des liquidités excédentaires, un ajustement du taux de rémunération des dépôts – ou d'autres instruments d'absorption de liquidité – doit permettre de continuer d'assurer le pilotage des taux du marché monétaire en cas de hausse du principal taux directeur.

- Une option discutée est celle du relèvement de la cible d'inflation de la banque centrale, par exemple en faisant passer celle-ci de 2 à 4 % (Blanchard *et al.*, 2010). Les autorités monétaires disposeraient ainsi d'une plus grande marge de manœuvre pour peser sur les taux réels en cas de choc négatif, mais cela porterait atteinte à la crédibilité durement acquise des banques centrales. En outre, il pourrait en découler un taux d'inflation socialement excessif en temps normal.

- Une dernière piste envisagée est celle qui consiste à passer d'une stratégie de ciblage de l'inflation à une stratégie de ciblage du niveau des prix, voire à cibler un « sentier de croissance » pour le PIB nominal. La première option imposerait aux autorités monétaires de « rattraper » les périodes de trop faible inflation en autorisant par la suite un dépassement de la cible – ce qui garantirait une évolution moyenne de l'inflation effective de 2 %. Si elle est crédible, une telle stratégie doit, en théorie, permettre un meilleur ancrage des anticipations d'inflation. Tout comme le relèvement de la cible d'inflation, elle pose toutefois également question sur le plan de la crédibilité. En particulier, si l'inflation grimpe au-delà de la cible, la banque centrale tolérera-t-elle une plus faible inflation, au risque de précipiter l'économie vers la déflation ? La stratégie de ciblage de la croissance du PIB semble pour sa part très délicate à mettre en œuvre, notamment en raison des délais aux niveaux de la disponibilité des données de la comptabilité nationale et des multiples révisions dont elle fait l'objet.

(1) Pour plus de détails, cf. par exemple De Backer et Wauters (2017).

que ceux-ci retomberaient à 30 milliards d'euros à partir de janvier 2018. Les achats continueraient toutefois « jusque fin septembre 2018 ou au-delà, si nécessaire, et, en tout cas, jusqu'à ce que le Conseil des gouverneurs observe un ajustement durable de l'évolution de l'inflation conforme à son objectif ». Il se réserve par ailleurs le droit d'accroître le volume et/ou d'allonger la durée du programme d'achats d'actifs si les perspectives économiques deviennent moins favorables ou si les conditions financières ne vont pas dans le sens d'un ajustement durable de l'inflation.

4. Qu'est-ce qu'une politique budgétaire optimale ?

4.1 Concept de finances publiques optimales

D'un point de vue macroéconomique, l'un des objectifs de la politique budgétaire est de contribuer à stabiliser le cycle conjoncturel. Cet objectif doit cependant être conditionné à la préservation de la soutenabilité des finances publiques à long terme. Ces deux finalités, à savoir la stabilisation et la soutenabilité, sont commentées plus en détail dans les sous-sections suivantes. Le rôle des charges d'intérêts et des investissements publics y est également examiné.

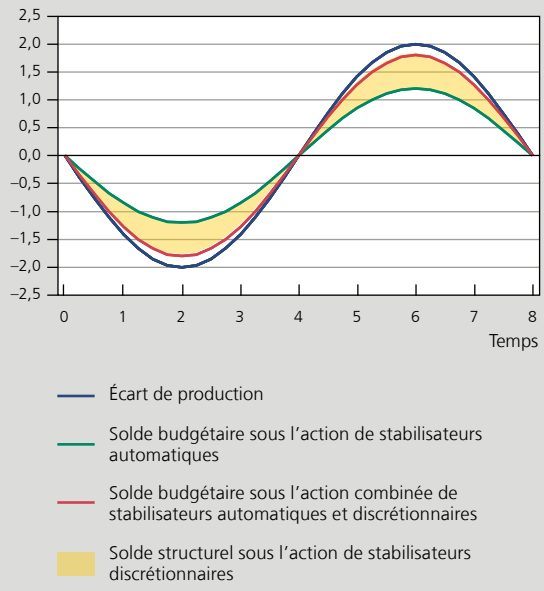
4.1.1 Une politique budgétaire anticyclique ?

La politique budgétaire est susceptible d'exercer un effet stabilisateur sur le cycle conjoncturel. Elle peut en effet aussi bien stimuler la demande, en permettant au solde budgétaire de se dégrader durant les périodes de morosité de l'activité économique, que la modérer, en laissant le solde budgétaire s'améliorer lorsque l'activité économique s'accélère.

La meilleure mesure du cycle conjoncturel dont on dispose est l'écart de production, qui, comme mentionné précédemment, correspond à la différence entre le PIB réalisé ou attendu et le PIB potentiel. L'estimation du PIB potentiel, et par conséquent celle de l'écart de production, est entachée d'une grande incertitude, comme l'atteste l'importance que peuvent parfois prendre les révisions ex post. Cela étant, il est vrai que la variation de l'écart de production fait l'objet de révisions de moindre ampleur que son niveau.

Une politique budgétaire anticyclique tempère dès lors le cycle conjoncturel en étant tantôt restrictive – en cas d'écart de production positif (lorsque le PIB s'accroît plus rapidement que son potentiel) –, tantôt expansive – lorsque l'écart de production devient plus négatif (dans le cas où le PIB progresse plus lentement que son potentiel).

GRAPHIQUE 4 POLITIQUE BUDGÉTAIRE ANTICYCLIQUE
(pourcentages du PIB)



Pour les raisons déjà évoquées, les stabilisateurs dits automatiques constituent en tout cas des instruments indiqués pour amener le cycle conjoncturel à se stabiliser. Ils tiennent leur nom du fait qu'ils ne nécessitent pas de décision de la part des autorités. Les recettes fiscales, qui baissent lorsque l'activité économique ralentit, et les allocations de chômage, qui augmentent dans ce même cas de figure, en sont deux exemples. Le cadre budgétaire européen autorise déjà une stabilisation au moyen des stabilisateurs automatiques.

Les stabilisateurs automatiques peuvent toutefois être complétés par une politique anticyclique discrétionnaire. Une décision politique est requise dans ce cas, telle celle d'accroître la consommation, les investissements ou d'autres dépenses publiques, ou encore celle d'alléger les impôts, lorsque la demande agrégée s'érode.

La mesure dans laquelle la politique budgétaire peut influer sur le cycle conjoncturel est exprimée par le multiplicateur budgétaire. Celui-ci est plus élevé durant les périodes de récession et lorsque la politique monétaire ne peut plus guère être assouplie, comme par exemple dans le cas évoqué plus haut d'une situation de trappe à liquidité. Par ailleurs, il a été démontré qu'un important choc de demande négatif est susceptible d'exercer un effet permanent sur l'activité économique, notamment parce qu'une partie du chômage initialement conjoncturel peut prendre un tour structurel (un phénomène connu sous le nom d'« effet d'hystérèse »). Ces éléments

renforcent le besoin d'une politique discrétionnaire stabilisatrice en cas de ralentissement conjoncturel sensible.

Pour être durable, la politique budgétaire anticyclique doit être symétrique. Cela implique que, durant les périodes où l'écart de production est positif, des réserves doivent être constitués afin de pouvoir financer les incitants pendant les phases d'écart de production négatif.

4.1.2 Finances publiques soutenables

Une politique budgétaire optimale implique également que les finances publiques soient soutenables. En d'autres termes, les administrations publiques doivent demeurer solvables et être en mesure d'honorer les engagements qu'elles ont pris sur leur dette. Sur le plan formel, il convient pour ce faire qu'elles respectent la contrainte budgétaire intertemporelle, ce qui signifie que la valeur de leur endettement doit être égale à la valeur actualisée de leurs excédents primaires futurs. La soutenabilité des finances publiques est donc déterminée par les engagements contractés dans le passé (le taux d'endettement), par les engagements attendus (compte tenu des coûts liés au vieillissement de la population) et par la croissance économique.

Si l'objectif de stabilisation porte sur le court terme, la soutenabilité des finances publiques constitue quant à elle une préoccupation à plus long terme. Aussi l'objectif de soutenabilité doit-il être atteint en moyenne sur l'ensemble d'un cycle, même s'il est inévitable que les finances publiques se dégradent temporairement lorsque la conjoncture se détériore.

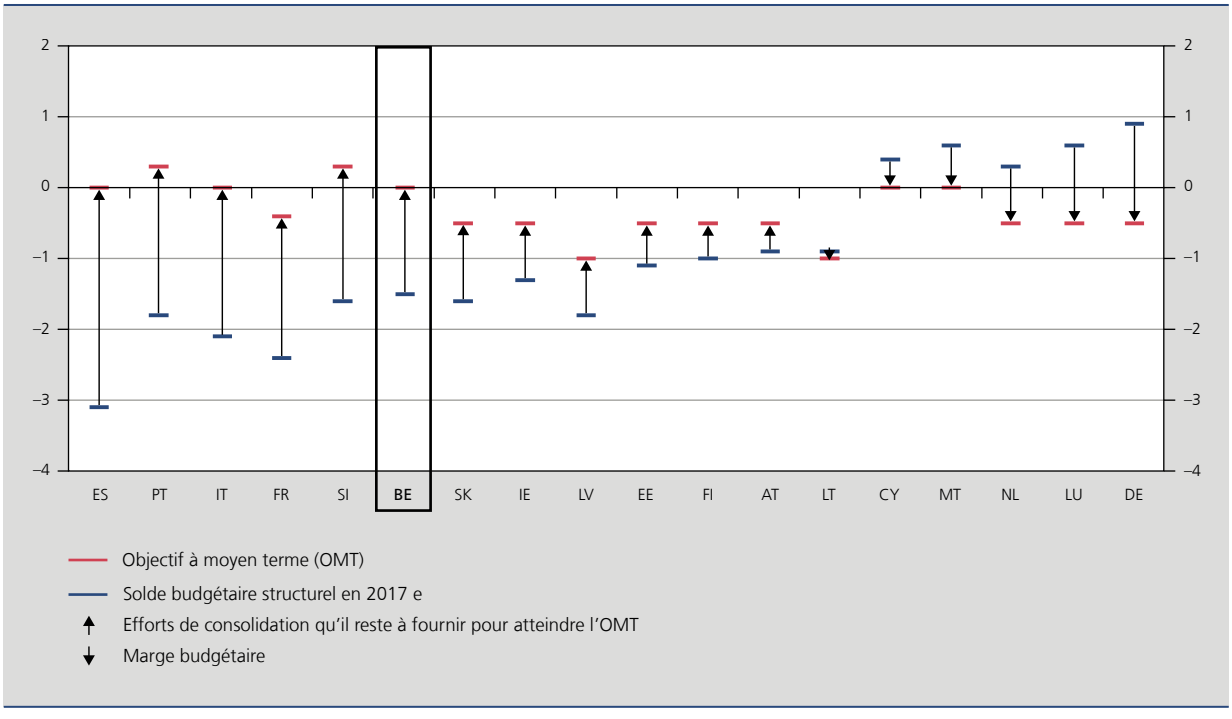
Qui plus est, contrairement à l'objectif de stabilisation, celui de soutenabilité n'est pas symétrique. Si l'écart vis-à-vis de ce dernier est trop marqué, il y a lieu de privilégier une consolidation budgétaire mais un pays ne court jamais le risque d'une consolidation excessive du point de vue de l'objectif de soutenabilité.

Dans certaines circonstances, le besoin de consolidation budgétaire peut faire obstacle à l'objectif de stabilisation, en particulier en période de ralentissement économique.

Selon le cadre budgétaire européen, la CE calcule, pour chaque pays, un objectif budgétaire à moyen terme minimal (l'OMT minimal) qui, s'il est respecté, devrait garantir la soutenabilité des finances publiques. L'OMT minimal est exprimé sous la forme d'un solde budgétaire structurel à atteindre, de sorte que les fluctuations du solde budgétaire

GRAPHIQUE 5 LA SOUTENABILITÉ DES FINANCES PUBLIQUES NÉCESSITE UNE CONSOLIDATION BUDGÉTAIRE PLUS APPROFONDIE DANS CERTAINS PAYS[1]

(en pourcentage du PIB)



Sources : CE, BNB.

(1) Aucun nouvel OMT n'a encore été fixé pour la Grèce étant donné que le pays bénéficie d'un programme d'assistance.

résultant du fonctionnement des stabilisateurs automatiques sont autorisées. Pour effectuer ce calcul, la CE tient compte à la fois de l'effort budgétaire à consentir pour ramener la dette publique à 60 % du PIB – pour les pays dont le taux d'endettement est supérieur à ce niveau –, du solde budgétaire nécessaire pour stabiliser le taux d'endettement à 60 % du PIB et d'un préfinancement d'un tiers des coûts liés au vieillissement de la population attendus d'ici 2060. Le pacte budgétaire (« Fiscal Compact ») stipule par ailleurs que l'OMT minimal ne peut être inférieur à –1 % du PIB pour les pays de la zone euro dont le taux d'endettement est inférieur à 60 % du PIB et à –0,5 % du PIB pour ceux dont ce taux est supérieur à 60 % du PIB. Les États membres sont cependant libres de se fixer un OMT plus strict que l'objectif minimal déterminé par la CE. L'OMT minimal de la Belgique équivaut ainsi à –0,5 % du PIB, mais le gouvernement fédéral vise un équilibre budgétaire structurel dans son programme de stabilité.

Le niveau de soutenabilité des finances publiques varie grandement d'un pays de la zone euro à l'autre. Pour assurer celle-ci, certains pays doivent améliorer sensiblement leur solde budgétaire. Tel est notamment le cas de l'Espagne, de la France, du Portugal, de l'Italie, de la Slovénie et de la Belgique. D'autres pays – comme l'Allemagne, le Luxembourg, Malte, Chypre, Lituanie et les Pays-Bas – ont par contre d'ores et déjà atteint ou dépassé leur OMT et ont de ce fait dégagé une certaine marge budgétaire.

4.1.3 Rôle des charges d'intérêts

Quel rôle les charges d'intérêts sur la dette publique jouent-elles en ce qui concerne les objectifs macroéconomiques de la politique budgétaire ? Vaut-il mieux définir la politique budgétaire optimale sur la base du solde budgétaire primaire, qui fait abstraction de l'évolution des charges d'intérêts et considère dès lors les fluctuations des charges d'intérêts comme un bonus ou un malus, ou est-il préférable de recourir au solde budgétaire, qui tient compte des charges d'intérêts ? Pour répondre à ces questions, il est utile de se pencher sur les différentes causes possibles de l'évolution des charges d'intérêts.

La variation des charges d'intérêts sur la dette publique dépend de l'évolution du taux d'intérêt implicite de la dette et de celle du taux d'endettement. Pour une structure donnée de la dette, l'évolution du taux implicite peut être subdivisée en trois composantes. La première est une composante cyclique résultant de la politique monétaire et tenant compte de l'objectif d'inflation et de la conjoncture économique, une politique monétaire accommodante entraînant le taux à la baisse. La deuxième est une composante structurelle qui provient de facteurs structurels tels que les évolutions démographiques et la croissance de la productivité, un fléchissement de la croissance potentielle faisant par exemple baisser le taux. La troisième est une prime de risque associée au risque de défaut de paiement, un moindre risque de défaut comprimant le taux.

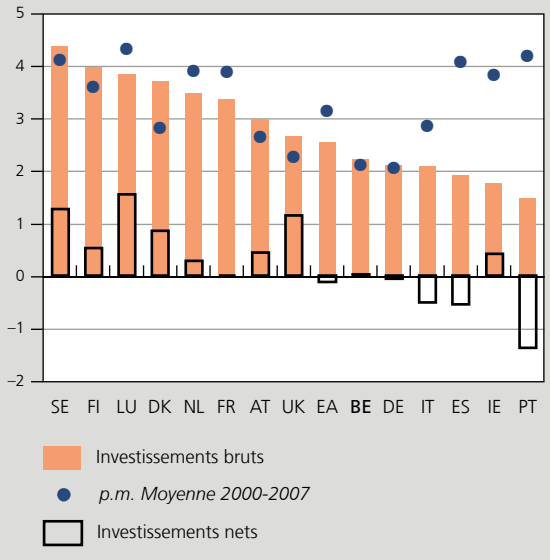
Les causes diverses d'une baisse (hausse) du taux justifient, sous un angle macroéconomique, la conduite d'une politique budgétaire plus souple (restrictive). Il est en effet préférable de ne pas entraver une politique monétaire accommodante en menant une politique budgétaire restrictive ; une croissance potentielle plus faible nécessite des dépenses publiques productives ; et un endettement allégé ou un moindre risque de défaut libère des marges pouvant être exploitées par la suite. Il est dès lors plus judicieux de définir une politique budgétaire optimale sur la base du solde budgétaire (qui englobe les charges d'intérêts). Dans les circonstances actuelles, cela signifie que les gains d'intérêts peuvent être utilisés et qu'ils ne doivent pas être économisés.

4.1.4 Investissements publics

Les investissements publics, de même que certaines autres dépenses des administrations publiques, exercent un important effet positif sur l'activité économique et sur le potentiel de production d'une économie. Aussi est-il opportun de stimuler ces investissements, ce

GRAPHIQUE 6 LES INVESTISSEMENTS PUBLICS SONT ACTUELLEMENT TRÈS BAS DANS DE NOMBREUX PAYS EUROPÉENS

(formation de capital fixe, 2016)



Source : CE.

qui, dans l'environnement actuel caractérisé par de faibles taux d'intérêt et par une croissance potentielle apathique, est hautement souhaitable. Or, les investissements publics affichent pour l'heure de bas niveaux dans bon nombre de pays de la zone euro. Tel est notamment le cas en Belgique et en Allemagne, même si l'Irlande, le Portugal et les pays méditerranéens, qui ont été sévèrement touchés par la crise économique et financière, ont aussi considérablement levé le pied sur leurs investissements publics.

Dans la mesure où les investissements publics font augmenter le stock de capital d'un pays – pour autant qu'ils soient supérieurs aux amortissements –, ils contribuent certes à creuser la dette publique brute, mais ils n'influencent pas la dette publique nette. Un accroissement des investissements productifs ne se fait donc pas nécessairement au détriment de la soutenabilité des finances publiques. Il est dès lors utile, dans l'évaluation de l'objectif de soutenabilité, de tenir compte du niveau des investissements publics nets.

Encadré 2 – Règle pour une politique budgétaire optimale

Partant des considérations conceptuelles en matière de politique budgétaire optimale dans une perspective macroéconomique, il est possible de formuler une règle pour une politique budgétaire optimale. Cette règle concilie les objectifs de stabilisation et de soutenabilité, qui ne débouchent pas en toutes circonstances sur un avis budgétaire unanime. Pour les raisons évoquées dans le corps de l'article, la règle est définie sur la base du solde budgétaire, autrement dit en incluant les charges d'intérêts.

S'agissant de l'objectif de soutenabilité, il peut être postulé que dans une situation conjoncturelle neutre, le solde budgétaire doit à tout le moins être égal à un niveau soutenable *(SOUT)*. Pour la règle proposée ici, ce niveau correspond au résultat de la formule de base que la CE utilise pour calculer l'OMT minimal, abstraction faite des limitations et arrondis que la CE applique dans un deuxième temps[(1)]. Pour la Belgique, ce niveau soutenable équivaut à un déficit budgétaire de 0,4 % du PIB. Il doit en principe être respecté en moyenne sur l'ensemble d'un cycle conjoncturel.

Pour stabiliser le cycle conjoncturel, la règle stipule que le solde budgétaire peut fluctuer autour du niveau soutenable en fonction de l'écart de production (*OG* pour *output gap*). Dans le cas d'un écart de production négatif, un solde inférieur s'applique, alors que lorsque l'écart de production est positif, un solde plus élevé est de rigueur. La mesure de la stabilisation s'exprime au moyen d'un paramètre de stabilisation α. La taille de α dépend de la mesure dans laquelle, outre la stabilisation automatique, on vise une stabilisation discrétionnaire et équivaut par conséquent à la somme des paramètres de stabilisation automatique σ et de stabilisation discrétionnaire δ. La valeur de σ varie d'un pays à l'autre et est ici basée sur la semi-élasticité du solde budgétaire par rapport à l'écart de production calculé par la CE. Le choix de la taille du paramètre de stabilisation α est dans une certaine mesure arbitraire et, dans la règle que nous élaborons ici, il est égal à 1. La valeur de α est identique pour tous les pays. Cela implique que les pays affichant une stabilisation automatique relativement importante (comme la Belgique, avec un σ de 0,61) auront moins besoin d'une stabilisation discrétionnaire que les pays présentant une stabilisation automatique plus faible.

En résumé, le solde budgétaire optimal équivaut à la somme arithmétique du niveau soutenable et du produit du paramètre de stabilisation α et de l'écart de production *OG*. La règle peut être exprimée au départ tant du solde budgétaire nominal *(BB)* que du solde budgétaire structurel *(SB)*. Étant donné que le solde budgétaire structurel neutralise l'incidence de la conjoncture captée par les stabilisateurs automatiques, le paramètre de stabilisation est converti en un paramètre de stabilisation discrétionnaire $(\delta=\alpha-\sigma)$:

$$BB_t^{opt} = SOUT + \alpha\, OG_t$$

$$SB_t^{opt} = SOUT + \delta\, OG_t$$

(1) En d'autres termes, nous considérons ici uniquement l'OMT 3 (qui tient compte de l'effort budgétaire à fournir pour ramener la dette publique à 60 % du PIB, du solde budgétaire nécessaire pour stabiliser le taux d'endettement à 60 % du PIB et d'un préfinancement à hauteur d'un tiers des coûts estimés liés au vieillissement de la population d'ici 2060), et donc ni l'OMT 1 (qui garantit une marge de sécurité par rapport au seuil de 3 % en matière de déficit) ni l'OMT 2 (qui impose un minimum absolu de respectivement –0,5 et –1 % du PIB selon que la dette est inférieure ou supérieure à 60 % du PIB).

Si le solde budgétaire est inférieur au niveau optimal, il se pose un problème de soutenabilité. Le solde budgétaire doit alors se modifier pour s'approcher du niveau optimal. Il convient en outre de tenir compte de la variation de l'écart de production, étant donné que le niveau optimal y est lié :

$$\Delta BB_t = max[0,5;1/4\ (BB_{t-1}^{opt} - BB_{t-1})] + \alpha\, \Delta OG_t$$

$$\Delta SB_t = max[0,5;1/4\ (SB_{t-1}^{opt} - SB_{t-1})] + \delta\, \Delta OG_t$$

Le choix de la vitesse du retour au niveau optimal est arbitraire. Dans la règle que nous formulons ici, l'écart entre les soldes budgétaires réalisé et optimal se resserre chaque année d'un quart ou, lorsque le quart est inférieur à ce pourcentage, de 0,5 % du PIB, et ce jusqu'à ce que le niveau optimal soit atteint.

Si le solde budgétaire dépasse le niveau optimal, il n'y a pas de problème de soutenabilité. Selon la règle budgétaire optimale formulée ici, il n'est dans ce cas de figure pas nécessaire de revenir au solde budgétaire optimal, et seule la variation de la conjoncture doit être prise en considération :

$$\Delta BB_t = \alpha\, \Delta OG_t$$

$$\Delta SB_t = \delta\, \Delta OG_t$$

Les pays qui disposent d'une marge budgétaire par rapport à l'objectif de soutenabilité ne sont donc pas incités à l'utiliser. En effet, si l'objectif de stabilisation est symétrique, l'objectif de soutenabilité ne l'est pas.

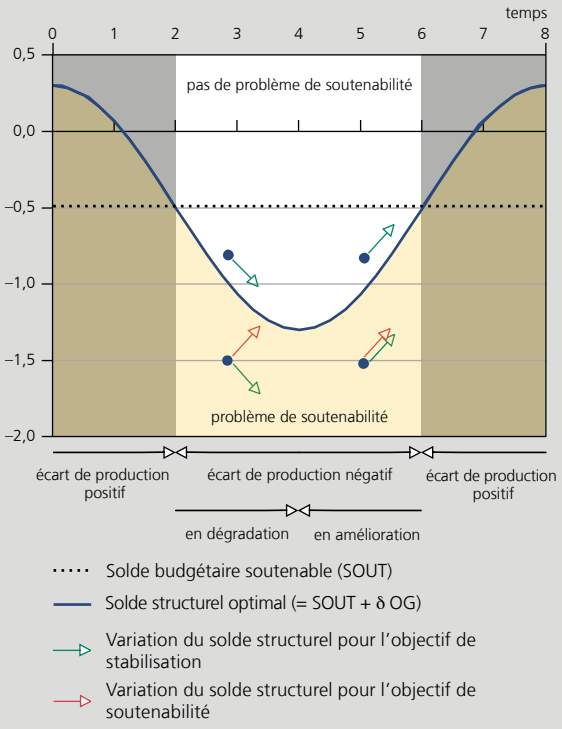
Le graphique illustre la règle que nous définissons pour une politique budgétaire optimale dans le cas d'un écart de production négatif, la politique budgétaire optimale étant exprimée en termes de solde budgétaire structurel. Le niveau optimal du solde budgétaire diminue quand la conjoncture se détériore et augmente quand l'activité économique se redresse. Lorsque l'écart de production est comblé (sur le graphique, tel est le cas durant les années 2 et 6), le solde budgétaire structurel optimal est toujours égal au niveau soutenable *(SOUT)*, fixé à –0,5 % du PIB dans le graphique.

Lorsque le solde structurel est inférieur au niveau optimal et que la conjoncture se dégrade (point en bas à gauche), l'objectif de stabilisation requiert la conduite d'une politique discrétionnaire expansive (flèche verte), tandis que l'objectif de soutenabilité nécessite une politique discrétionnaire restrictive (flèche rouge). La politique recommandée est la somme des deux et est, selon l'ampleur du problème de consolidation, tantôt expansive, tantôt restrictive. Si le solde budgétaire structurel est inférieur au niveau optimal et si l'activité économique se redresse (point en bas à droite), tant l'objectif de stabilisation que l'objectif de soutenabilité exigent la conduite d'une politique restrictive. La consolidation préconisée est, une fois encore, la somme de deux composantes. Si le solde budgétaire structurel excède le niveau optimal (points au-dessus de la ligne bleue), il n'y a pas de problème de soutenabilité et seul l'objectif de stabilisation est d'application (cf. flèches vertes).

Enfin, signalons que la règle budgétaire énoncée ici repose sur quelques principes de base importants en matière de politique budgétaire optimale qui ont été traduits en formules simples. Dans ces formules, le choix de la valeur des paramètres et des variables est dans une certaine mesure arbitraire et est susceptible d'être affiné. Le paramètre de stabilisation α proprement dit peut ainsi être défini comme une fonction de l'écart de production pour tenir compte de l'efficacité accrue de la politique de stabilisation en cas de ralentissement sensible de l'économie. Le niveau soutenable *SOUT* pourrait être adapté proportionnellement au niveau des investissements publics nets d'un pays, vu l'incidence restreinte que ces derniers exercent sur la soutenabilité. Pour ce qui est de la mesure du cycle conjoncturel, à savoir l'écart de production, les révisions ex post qui peuvent parfois prendre une ampleur considérable sont gênantes. Les recommandations budgétaires fondées sur cette règle reposent toutefois essentiellement sur la variation de l'écart de production, qui est moins sujette à révision.

RÈGLE POUR UNE POLITIQUE BUDGÉTAIRE OPTIMALE, ILLUSTRATION DANS LE CAS D'UN ÉCART DE PRODUCTION NÉGATIF

(en pourcentage du PIB)



4.2 Une politique budgétaire optimale différenciée pour chaque pays

4.2.1 Évaluation sur la base d'une règle budgétaire

Afin de déterminer le caractère optimal de la politique budgétaire de différents pays, il convient de disposer d'un indicateur approprié auquel comparer les résultats budgétaires réalisés ou attendus. C'est ce que la présente sous-section s'attache à faire pour les six plus grandes économies de la zone euro au moyen de la règle décrite dans l'encadré 2. La politique budgétaire optimale est exprimée en fonction de la variation du solde budgétaire structurel. Le calcul repose sur les données relatives à l'écart de production telles qu'elles sont actuellement estimées, et donc pas sur l'estimation de l'écart de production au moment où les budgets ont été établis. Les résultats de cet exercice se lisent année par année et ne sont pas cumulatifs.

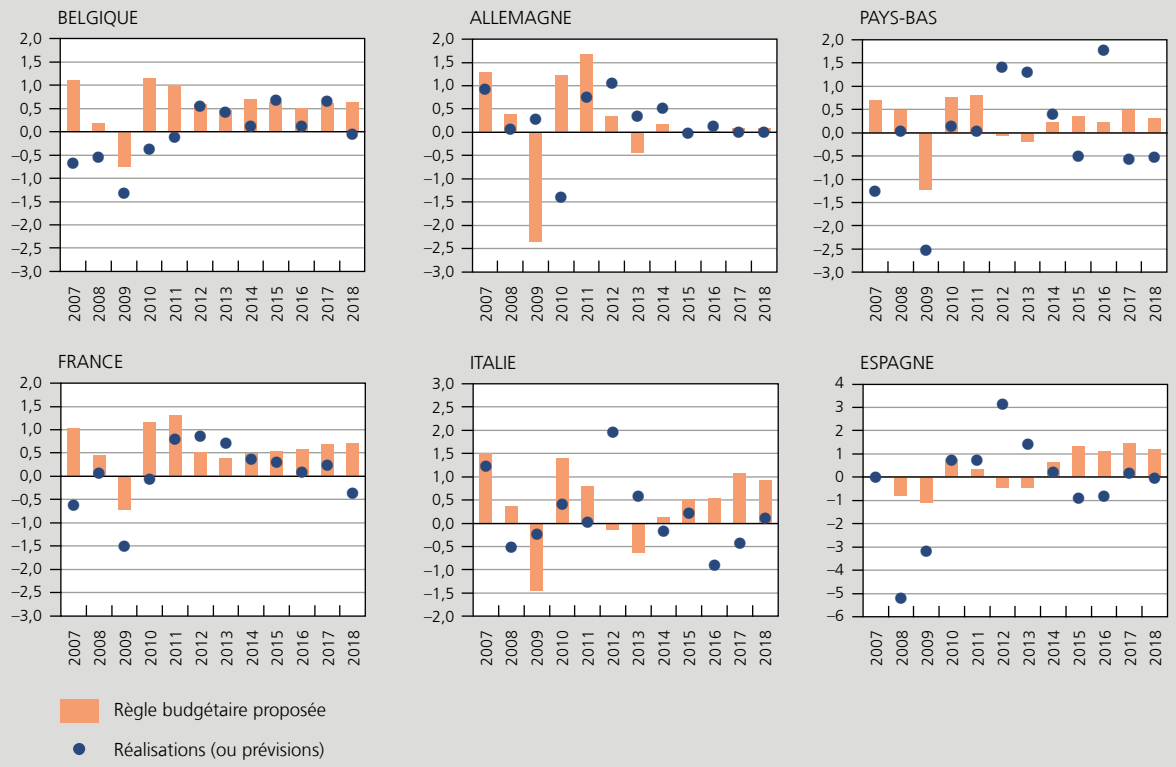
En 2007, avant l'éclatement de la crise, la Belgique, les Pays-Bas et la France menaient une politique budgétaire expansive, alors que, si on se fie à la règle que nous avons élaborée, un effort de consolidation sensible s'imposait pour garantir la soutenabilité de leurs finances publiques. Par contre, l'Allemagne, l'Italie et l'Espagne suivaient à ce moment-là une trajectoire budgétaire conforme à leur objectif de soutenabilité.

Durant la crise économique et financière (2008-2010), il était recommandé d'adopter une politique budgétaire discrétionnaire expansive. La Belgique, la France, les Pays-Bas et l'Espagne ont laissé leur solde budgétaire se dégrader davantage que ne le préconise la règle. L'Italie, en revanche, n'a recouru que modérément à cet incitant discrétionnaire.

Dans les années 2012-2013, l'Allemagne, les Pays-Bas, l'Italie et l'Espagne ont mené une politique budgétaire fortement restrictive, là où la détérioration de la conjoncture justifiait la conduite d'une politique neutre, voire expansive. Il convient de noter à cet égard que, rétrospectivement, la dégradation de la conjoncture en Italie et en Espagne s'est avérée bien plus grave qu'attendu au moment de l'établissement du budget. En se fondant sur l'estimation de l'écart de production qui avait alors été

GRAPHIQUE 7 POLITIQUE BUDGÉTAIRE OPTIMALE ADAPTÉE À CHAQUE PAYS

(variation du solde budgétaire structurel, en pourcentage du PIB)



Sources : CE, SEBC, BNB.

faite, la règle aurait en effet préconisé la conduite d'une politique restrictive en Espagne et en Italie.

Pour les années 2017-2018, au vu de la coexistence d'une conjoncture ascendante et d'un problème de soutenabilité, la Belgique, la France, l'Italie et l'Espagne devraient consentir un effort de consolidation plus important encore que ce que prévoient les dernières prévisions macroéconomiques en date de la CE (prévisions d'automne de 2017).

4.2.2 Comparaison avec les recommandations issues du cadre budgétaire européen

Il est intéressant de comparer les recommandations pour l'année en cours et pour celle à venir suivant la règle que nous avons formulée avec les recommandations par pays provenant du cadre budgétaire européen.

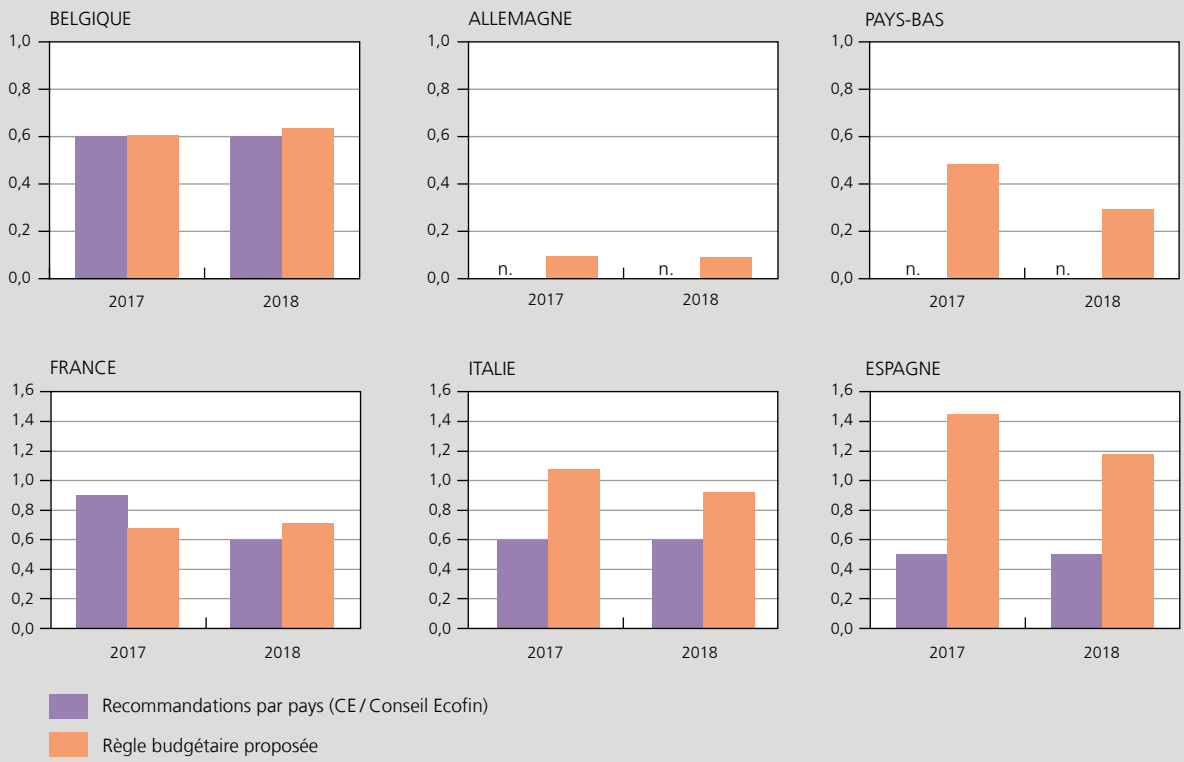
Pour la France et la Belgique, les recommandations sont grosso modo du même ordre que selon la règle budgétaire formulée. Pour ce qui est de l'Espagne et de l'Italie, la règle préconise une consolidation plus poussée. Cette différence s'explique par le fait que l'écart de production se comble rapidement dans ces deux pays, qui rencontrent par ailleurs un problème de soutenabilité considérable. De manière générale, les recommandations issues du cadre budgétaire européen sont, à ce stade, opportunes sur le plan économique et doivent être respectées.

L'Allemagne et les Pays-Bas ne présentent pas de problème de soutenabilité. C'est la raison pour laquelle la CE ne formule pas de recommandations à leur égard. D'après la règle budgétaire élaborée dans le présent article, une politique budgétaire légèrement restrictive serait à préconiser aux Pays-Bas et en Allemagne (en 2017 et en 2018) . Cette recommandation s'explique uniquement par l'orientation haussière de l'activité économique. Selon la règle, ces deux pays ne doivent en effet pas utiliser la marge qu'ils ont dégagée par rapport à leur objectif de soutenabilité.

Bien que les recommandations formulées sur la base du pacte de stabilité et de croissance soient pour l'heure

GRAPHIQUE 8 LES RECOMMANDATIONS TIRÉES DU CADRE BUDGÉTAIRE EUROPÉEN SONT À CE STADE OPPORTUNES SUR LE PLAN ÉCONOMIQUE

(variation du solde budgétaire structurel, en pourcentage du PIB)



Sources : CE, BNB.

opportunes sur le plan économique, on observe des différences notables par rapport à la règle présentée ici en matière de politique budgétaire optimale. En ce qui concerne le niveau optimal du solde budgétaire, la règle autorise une stabilisation discrétionnaire en sus du fonctionnement des stabilisateurs automatiques ; elle est donc plus souple en période de dégradation de la conjoncture mais plus stricte en phase conjoncturelle ascendante. Si le solde budgétaire structurel s'établit sous le niveau optimal, le pacte de stabilité et de croissance tolère, dans des circonstances tout à fait exceptionnelles (à savoir lorsque l'écart de production est inférieur à –4 % du PIB ou que la croissance est négative), qu'aucune amélioration ne soit enregistrée au niveau du solde budgétaire structurel. Dans tous les autres cas, ce solde doit à tout le moins rester stable ou se redresser. A contrario, la règle budgétaire présentée ici permet, en cas de détérioration de la conjoncture, que le solde budgétaire structurel se dégrade, même si un problème de soutenabilité a été identifié. En contrepartie, en cas d'embellie conjoncturelle, une plus vive augmentation du solde budgétaire structurel sera nécessaire.

4.3 Politique budgétaire optimale pour la zone euro dans son ensemble

4.3.1 Évolution de la politique budgétaire

La situation budgétaire de la zone euro dans son ensemble est calculée de façon mécanique en agrégeant les situations budgétaires des États membres et n'est donc pas déterminée de manière directe. La politique budgétaire au niveau de la zone euro dans son ensemble résulte dès lors de la politique menée au niveau national. La situation budgétaire de la zone euro est représentée ici par le solde budgétaire structurel, tel que publié par la CE.

L'évolution de la politique budgétaire adoptée pour la zone euro dans son ensemble entre 2010 et 2018 peut être subdivisée en plusieurs sous-périodes. De 2008 à 2010, la crise financière et la récession économique qui s'est ensuivie ont donné lieu à des déficits importants et à des niveaux d'endettement croissants eu égard à la politique anticyclique menée à l'époque. L'état des finances

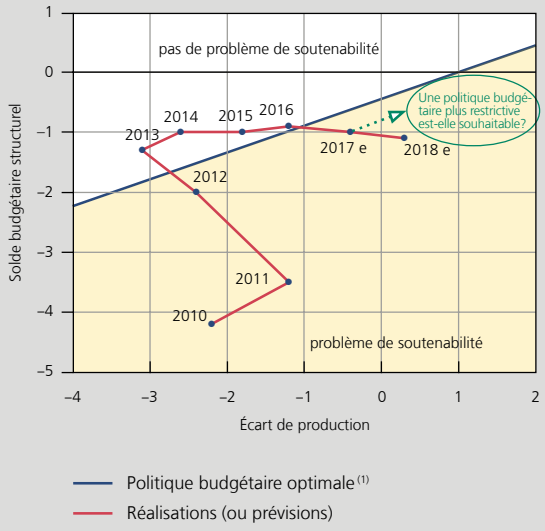
publiques s'est dès lors sérieusement dégradé dans la zone euro. À partir de 2011, les États membres de la zone euro ont commencé à comprimer leurs déficits publics, de manière à accroître la soutenabilité de leurs finances publiques. L'orientation budgétaire procyclique durant le « double dip » entre 2012 et 2013 était une conséquence du caractère plus rigoureux du nouveau pacte de stabilité et de croissance. Rétrospectivement, on peut qualifier de trop restrictive la politique budgétaire conduite à l'époque, la consolidation budgétaire ayant été mise en œuvre trop rapidement, en partie à cause de la pression des marchés financiers sur un certain nombre de pays. À partir de 2014, la situation budgétaire de la zone euro dans son ensemble s'est avérée largement neutre, ce qui correspondait davantage à la situation cyclique. Les informations récentes relatives à la situation économique sont positives et font état d'un renforcement de la croissance et d'un comblement de l'écart de production. Compte tenu de cette nette embellie, il semble indiqué de mener une politique budgétaire plus restrictive.

Les principales institutions internationales se sont exprimées l'année dernière sur la politique budgétaire optimale pour l'ensemble de la zone euro en 2017 et en 2018[1]. Pour 2017, le Conseil Ecofin et le FMI ont recommandé, pour l'ensemble de la zone euro, de suivre une orientation budgétaire neutre, compte tenu de la soutenabilité des finances publiques à long terme et des considérations conjoncturelles. On remarquera que la CE, dans une publication datant de la fin de 2016, préconisait encore une politique budgétaire expansionniste (EC, 2016c). Pour 2018, la CE, le Conseil budgétaire européen et le FMI, dans leurs publications du premier semestre de cette année, conseillaient également de mener une politique budgétaire globalement neutre. Dans un discours prononcé à la fin du mois de septembre, Poul Thomsen, directeur du département européen du FMI, nuançait néanmoins ce point de vue, préconisant plutôt une politique progressivement restrictive : *… with growth recovering quite strongly and output gaps narrowing fast, now is the time to rebuild fiscal space and place public debt on a firm downward trajectory. Gradual fiscal consolidation would help ensure that, when the next adverse shock hits, the euro zone is on a stronger footing and has the necessary buffers* (compte tenu de la reprise assez vigoureuse de la croissance et de la résorption rapide des écarts de production, le temps est venu de dégager à nouveau une marge budgétaire et d'imprimer à la dette publique une solide orientation baissière. Un assainissement budgétaire progressif contribuerait à garantir que, lors de la survenance du prochain choc négatif, la zone euro affiche une position plus ferme et dispose des coussins nécessaires) (IMF, 2017e).

On peut déduire de ce qui précède qu'au cours de l'année écoulée, les points de vue des institutions internationales concernant le caractère adéquat de la politique budgétaire ont évolué, passant d'une politique plutôt expansionniste à une politique budgétaire globalement neutre et, plus récemment, à une politique progressivement restrictive. Cette évolution s'explique par l'amélioration de la conjoncture et des prévisions économiques, qui permettrait à l'écart de production de se combler, voire de devenir légèrement positif, en 2018. La recommandation visant à adopter peu à peu une politique restrictive correspond aux conclusions présentées ci-avant.

GRAPHIQUE 9 ÉVOLUTION DE LA POLITIQUE BUDGÉTAIRE DE L'ENSEMBLE DE LA ZONE EURO

(en pourcentage du PIB)



Sources : CE, BNB.

(1) Selon la règle pour une politique budgétaire optimale formulée dans l'encadré 2. Elle se concrétise comme suit : une variation de l'écart de production à hauteur de 1 % du PIB conduit à une variation du solde budgétaire structurel à hauteur de 0,44 % du PIB et du solde budgétaire nominal à hauteur de 1 % du PIB, en raison du fonctionnement des stabilisateurs automatiques (0,56 % du PIB) et des impulsions discrétionnaires (0,44 % du PIB) ; le déficit budgétaire attendu à moyen terme s'établit à 0,5 % du PIB.

4.3.2 Politique budgétaire optimale pour la zone euro dans les circonstances actuelles

La politique budgétaire optimale dans la zone euro dans son ensemble n'est pas nécessairement égale à la somme des politiques budgétaires optimales à mener dans les États

(1) Il convient de remarquer que les recommandations de la CE, du Conseil Ecofin et du Conseil budgétaire européen portent sur le solde primaire structurel, tandis que celles du FMI ont trait au solde budgétaire structurel.

membres individuels. Plusieurs raisons peuvent être invoquées dans ce cadre. Ainsi, seules des considérations d'ordre conjoncturel jouent un rôle au niveau de la zone euro, et donc pas des considérations quant à la soutenabilité des finances publiques. En effet, la zone euro elle-même n'a pas de dette publique. De plus, l'incidence de la politique budgétaire s'avère différente : les multiplicateurs budgétaires, qui reflètent l'incidence d'une impulsion budgétaire sur l'activité économique, sont plus élevés pour la zone euro dans son ensemble que pour les États membres considérés individuellement, étant donné qu'une impulsion budgétaire dans les économies individuelles relativement plus ouvertes « se dissipe » partiellement par le biais des effets de contagion. Cela signifie que l'objectif de stabilisation au niveau de la zone euro peut être atteint grâce à un effort relativement plus limité que la somme des efforts nécessaires – d'un point de vue de stabilisation – des États membres individuels.

Sur la base de ces considérations, la politique budgétaire optimale pour la zone euro dans son ensemble pour 2017 et pour 2018 peut être calculée à partir de trois perspectives :

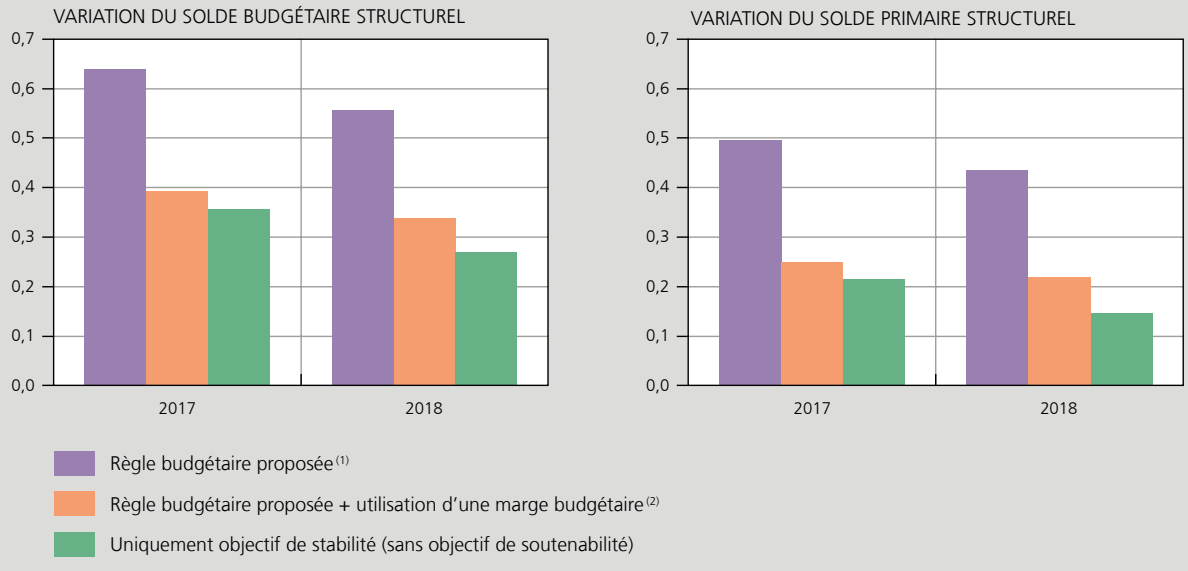
1. La somme, pondérée par le PIB, de la variation optimale du solde budgétaire structurel des États membres individuels de la zone euro, selon la règle budgétaire présentée plus haut qui tient compte à la fois de l'objectif de stabilisation et de l'objectif de soutenabilité. Ce résultat montre quel niveau la zone euro atteindrait si les États membres individuels menaient leur politique budgétaire optimale. Pour la zone euro dans son ensemble, la règle budgétaire formulée correspond à une amélioration du solde structurel à hauteur de 0,5 à 0,6 % du PIB dans la zone euro.

2. Une variante de la somme précédente dans le cadre de laquelle les pays qui, selon la règle proposée, disposent d'une marge budgétaire par rapport à l'objectif de soutenabilité, font (partiellement) usage de cette marge. L'objectif de soutenabilité des pays individuels est donc ici appliqué de manière symétrique. Si des pays ne rencontrant pas de problème de soutenabilité, tels l'Allemagne et les Pays-Bas, utilisaient leur marge budgétaire, la somme pour la zone euro dans son ensemble se réduirait de quelque 0,2 point de pourcentage du PIB.

3. La troisième variante est calculée comme la somme pondérée par le PIB de la variation optimale du solde structurel des États membres individuels de la zone euro, en tenant compte uniquement de l'objectif de

GRAPHIQUE 10 POLITIQUE BUDGÉTAIRE OPTIMALE POUR LA ZONE EURO

(en pourcentage du PIB)



Sources : CE, BNB

(1) Calculée comme la moyenne pondérée par le PIB des objectifs pour les pays de la zone euro, compte tenu de leurs objectifs en matière de stabilisation et de soutenabilité.

(2) Idem qu'au point 1, mais dans le cadre de laquelle les pays disposant d'une marge budgétaire, c'est-à-dire les pays ne rencontrant pas de problème de soutenabilité, utilisent (partiellement) leur marge budgétaire pour mener une politique budgétaire expansionniste (en appliquant de manière symétrique la règle budgétaire proposée en matière de soutenabilité).

stabilisation (et non de l'objectif de soutenabilité). Il en résulte qu'une politique budgétaire légèrement restrictive est recommandée pour la zone euro, qui s'explique par la reprise de la conjoncture. L'embellie recommandée du solde structurel est légèrement moindre que selon la deuxième variante.

La politique budgétaire optimale à mener dans l'ensemble de la zone euro en 2017 et en 2018 est, d'après ces calculs, toujours restrictive, mais des différences apparaissent entre les trois règles budgétaires concernant la mesure dans laquelle le solde budgétaire structurel devrait se redresser. Il s'agit d'une illustration du constat précité selon lequel il existe une différence entre la politique budgétaire optimale pour la zone euro dans son ensemble (variante 3 – objectif de stabilisation uniquement) et la somme des politiques budgétaires optimales des États membres individuels (variante 1 – règle budgétaire proposée). La proposition émise dans le rapport des cinq présidents de mettre sur pied un mécanisme européen de stabilisation et de renforcer ainsi le niveau central a pour ambition de faire partie de la solution permettant de dépasser ces différences. Cette proposition est développée dans la sixième partie du présent article.

Enfin, on peut remarquer que la politique budgétaire optimale à adopter dans l'ensemble de la zone euro en 2017 et en 2018, qui, d'après nos calculs, devrait être plutôt restrictive, s'écarte de la politique actuellement menée, qui est encore légèrement expansionniste.

5. L'Allemagne doit-elle être le moteur de la zone euro ?

La quatrième partie a montré que, si l'Allemagne utilisait sa marge budgétaire, la politique budgétaire serait moins restrictive dans l'ensemble de la zone euro. Souvent, il a été plaidé en faveur d'une politique budgétaire plus stimulante en Allemagne. Ces dernières années, le surplus courant qu'affiche la balance des paiements de l'Allemagne s'est ainsi trouvé au cœur du débat sur la politique économique et sur le rééquilibrage dans la zone euro. Il était attendu que la résorption de cet excédent courant, notamment en augmentant les investissements, soutiendrait l'activité dans les autres pays de la zone euro, en particulier dans les pays accusant un déficit en matière de demande, où l'écart de production n'était donc pas encore comblé, et où il n'y avait pas de marge pour une politique budgétaire davantage axée sur la relance.

Dans le cadre de la procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques (PDM) de l'UE, l'Allemagne, en raison de son excédent courant considérable et persistant, est ainsi considérée depuis 2014 comme un État membre caractérisé par des perturbations de l'équilibre macroéconomique. Dans les recommandations spécifiques adressées à l'Allemagne en juillet 2017, le Conseil de l'UE argue que l'excédent important et persistant du compte courant présente une pertinence transfrontalière et que la gestion de cet excédent peut avoir des conséquences sur les perspectives de rééquilibrage du reste de la zone euro et de l'Union, une demande intérieure plus dynamique en Allemagne étant susceptible de faciliter le désendettement des États membres fortement endettés.

5.1 En Allemagne, l'excédent courant de la balance des paiements est élevé et persistant et reflète l'excédent d'épargne de l'économie

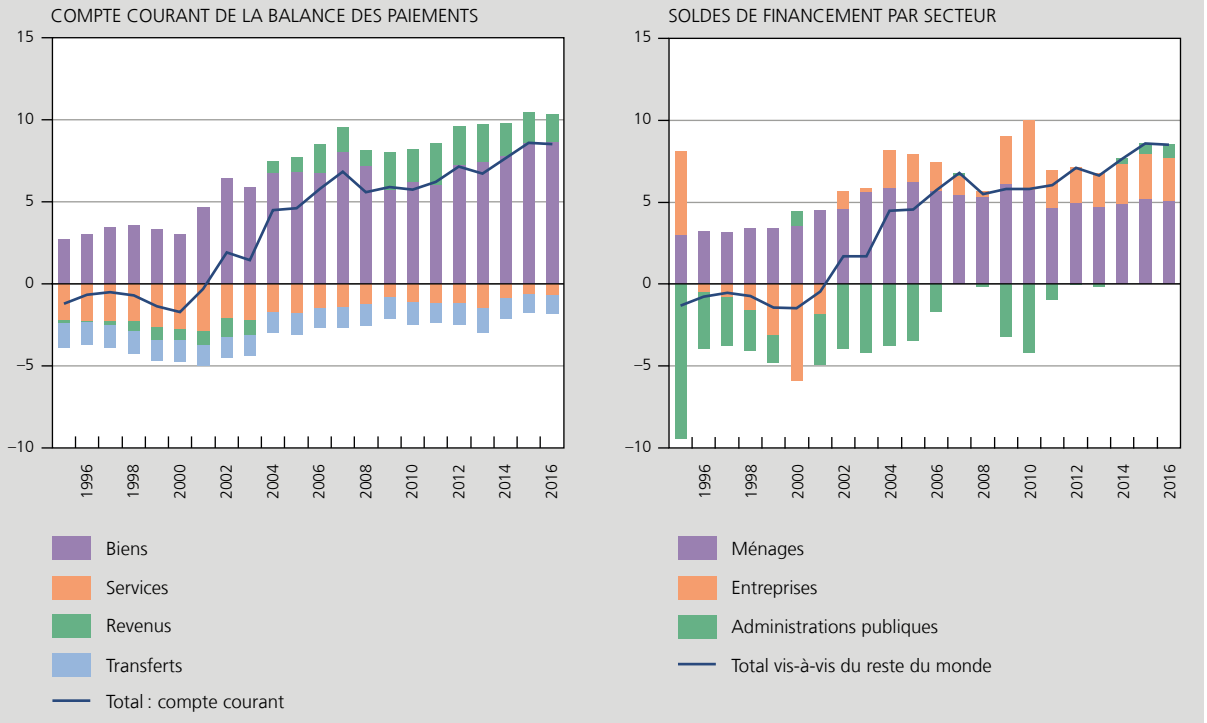
L'Allemagne affiche en effet un excédent courant considérable. En 2016, celui-ci s'établissait à 8,5 % du PIB, soit largement au-delà du seuil critique de 6 % du PIB fixé dans le cadre de la PDM. Ce solde est le plus élevé des principales économies avancées. La hausse observée ces dernières années est principalement la conséquence de l'excédent croissant de la balance commerciale (biens), qui a atteint 8,7 % du PIB en 2016. Cette situation résultait essentiellement de l'excédent à l'égard des pays hors zone euro. Ces dernières années, un glissement s'est en effet produit dans la composition géographique de l'excédent commercial allemand, au détriment des pays de la zone euro et en faveur des pays hors zone euro. L'Allemagne présente également un excédent de la balance des revenus. Dans ce cadre, d'après des calculs du FMI (IMF, 2017c), le rendement implicite des actifs étrangers de l'Allemagne dépasse de quelque 0,5 point de pourcentage celui de ses engagements financiers vis-à-vis de l'étranger.

La persistance d'un ample surplus extérieur reflète, outre la compétitivité de l'industrie manufacturière centrée sur les exportations, également le substantiel excédent d'épargne intérieure de l'économie allemande. Au cours des dernières années, un excédent de financement a été enregistré tant du côté des ménages que de celui des entreprises. De plus, après la crise financière, le besoin de financement des pouvoirs publics s'est résorbé.

L'excédent de financement des ménages représente la plus grande composante de l'excédent d'épargne en Allemagne. Depuis 2010, dans le sillage de la reprise de la consommation privée et des investissements en logements, il s'est toutefois quelque peu contracté. Le taux d'épargne des ménages allemands est élevé (un

GRAPHIQUE 11 COMPTE COURANT DE LA BALANCE DES PAIEMENTS ET SOLDES DE FINANCEMENT EN ALLEMAGNE

(en pourcentage du PIB)



Source : CE.

des plus hauts des pays de l'OCDE), et ce en raison de facteurs démographiques. L'inquiétude concernant le vieillissement, lequel est plus rapide en Allemagne que dans la plupart des autres grandes économies, a stimulé l'épargne des ménages allemands désireux de maintenir leur niveau de vie lorsqu'ils seront retraités. Dans ce cadre, la progression du taux d'épargne après l'an 2000 a eu lieu dans une période durant laquelle des réformes importantes du régime des pensions publiques ont été décidées et où le taux de remplacement moyen des pensions a diminué. De surcroît, les plans de pension complémentaire privés ont été rendus fiscalement plus attractifs par l'entrée en vigueur de la « Riester-rente » en 2002.

De plus, l'excédent de financement des sociétés non financières s'est sensiblement accru après l'an 2000. Un concours de facteurs spécifiques au pays sont susceptibles d'avoir joué un rôle à cet égard. Ainsi, la modération salariale et les réformes sur le marché du travail (réformes dites de Hartz) ont entraîné un allégement des coûts salariaux. Les entreprises n'ont visiblement pas totalement affecté la capacité de financement supplémentaire qui en a découlé à une augmentation du stock de capital domestique, mais ont également utilisé celle-ci pour diminuer leur dépendance vis-à-vis du financement externe. Les entreprises allemandes, qui affichaient déjà un taux d'endettement faible par rapport au reste de la zone euro, ont dès lors poursuivi la réduction de leurs dettes.

L'excédent courant en général et l'excédent d'épargne des sociétés non financières allemandes en particulier sont également à mettre en rapport avec les investissements directs des entreprises allemandes à l'étranger en vue de délocaliser (une partie de) la production en Europe de l'Est et dans d'autres pays émergents, ce qui renforcerait la position concurrentielle et accroîtrait la productivité, notamment par la substitution de produits fabriqués en Allemagne par des produits intermédiaires importés moins onéreux. De plus, la menace de relocalisation de l'activité à l'étranger a sans doute modéré les évolutions salariales dans l'industrie manufacturière axée sur les exportations.

Cette intégration de l'Allemagne dans les chaînes de valeur mondiales (« global value chains ») est de plus en plus considérée comme une caractéristique structurelle de l'économie allemande. Ces dernières années, le stock d'investissements directs étrangers (IDE) bruts de l'Allemagne a assez rapidement progressé. S'agissant de la zone euro, une large part de ces IDE se situent au Luxembourg et de façon croissante aux Pays-Bas, ainsi qu'en Belgique, en France, en Autriche, en Italie et en Espagne. En revanche, l'ampleur des IDE allemands est limitée en Grèce et au Portugal. En dehors de la zone euro, le Royaume-Uni, la Suisse et les pays d'Europe de l'Est tels que la Pologne, la République tchèque et la Hongrie sont des pays d'implantation importants. Rapportée au PIB des pays hôtes, la présence d'IDE allemands est la plus marquée dans la plupart de ses pays voisins de la zone euro (Luxembourg, Pays-Bas, Autriche, Belgique) et en Europe de l'Est (Hongrie, République tchèque, Slovaquie et Pologne). Cette présence est en revanche moins significative, compte tenu de la taille de ces économies, en France, en Italie et dans les pays de la zone euro qui ont été profondément touchés par la crise (Espagne, Portugal, Grèce). La forte représentation dans les pays voisins d'Europe de l'Est indique que l'Allemagne étend sa position dans les chaînes de valeur mondiales de ces pays.

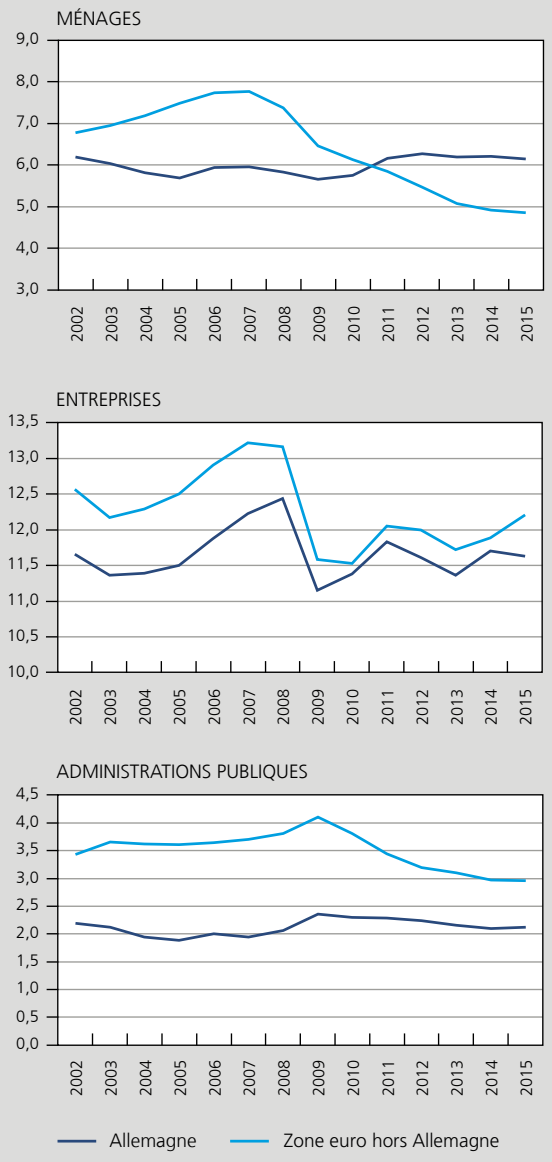
Les recherches montrent que, de manière générale, les IDE sont complémentaires des investissements intérieurs. Les IDE auraient donc la plupart du temps des effets positifs sur l'activité d'investissement domestique. Pour l'Allemagne, les résultats sont néanmoins mitigés et il y a des indications selon lesquelles, à long terme, les IDE seraient plutôt un substitut aux investissements domestiques (Herzer et Schrooten, 2007). La proximité de pays à bas salaires en Europe centrale et de l'Est aurait joué un important rôle à cet égard.

5.2 Les investissements sont-ils trop faibles en Allemagne ?

Outre l'industrie manufacturière orientée vers l'exportation, la diminution du besoin de financement des administrations publiques, le taux d'épargne élevé des ménages et la compétitivité des entreprises, on cite également souvent les investissements (intérieurs), considérés comme modérés, pour expliquer l'excédent du compte courant de la balance des paiements de l'Allemagne, qui se reflète dans le surplus d'épargne de l'économie allemande.

La ventilation entre les différents secteurs (ménages, entreprises et administrations publiques) montre que, rapportés au PIB, les investissements (en logements) des ménages allemands ont été supérieurs à la moyenne des autres pays de la zone euro ces dernières années. Il est vrai qu'après la surchauffe qu'a entraînée l'unification du pays, le secteur de la construction allemand a plongé dans un marasme dont il n'est ressorti qu'aux alentours de 2009. Depuis lors, les investissements en logements sont néanmoins sensiblement repartis à la hausse. Certaines sources (Dahl et Góralczyk, 2017) faisant encore état d'un déficit de logements, on s'attend à ce que la construction résidentielle reste vigoureuse.

GRAPHIQUE 12 INVESTISSEMENTS PAR SECTEUR EN ALLEMAGNE
(en pourcentage du PIB)



Source : CE.

Le taux d'investissement des entreprises demeure en revanche légèrement inférieur au niveau observé dans le reste de la zone euro. À cet égard, il ne faut pas perdre de vue que, à long terme, les IDE des entreprises allemandes pourraient, comme on l'a mentionné, dans une certaine mesure se substituer aux investissements intérieurs. Le fait que les sociétés non financières allemandes consacrent une partie de leurs moyens financiers à renforcer leur position dans les chaînes de valeur mondiales pourrait donc expliquer en partie le niveau modéré des investissements intérieurs que certaines mesures font apparaître.

Enfin, le taux d'investissement des administrations publiques est plus faible en Allemagne que dans le reste de la zone euro, ce à quoi il faut ajouter que les investissements ne se sont redressés que lentement après la crise dans les branches d'activité réunies sous l'appellation « autres bâtiments et ouvrages de génie civil » (dont font partie les travaux d'infrastructure). Ces conclusions concordent avec le constat formulé par la CE dans son bilan approfondi de l'Allemagne, réalisé dans le cadre de la PDM de 2017 et selon lequel, d'une part, les investissements dans les infrastructures de transport, d'énergie et de télécommunications en Allemagne ont pris du retard et, d'autre part, les récents efforts mis en place pour faciliter et pour stimuler les investissements publics n'ont guère eu d'effet. La qualité perçue des voies ferroviaires et navigables ainsi que des infrastructures aériennes semble également s'être détériorée en Allemagne.

Selon certaines sources, le faible niveau moyen des investissements publics en Allemagne découlerait cependant moins d'un manque de volonté politique ou d'un déficit de financement que d'autres facteurs tels que des capacités insuffisantes et la complexité des procédures, de la réglementation des grands projets d'infrastructure et des relations financières dans le secteur public[1]. Plusieurs particularités du pays rendent également les comparaisons internationales délicates. Ainsi, les autorités ont déjà fait valoir à plusieurs reprises que les investissements publics allemands étaient sous-estimés car le périmètre statistique du secteur des administrations publiques utilisé pour l'Allemagne n'est pas le même que celui appliqué à d'autres pays. Compte tenu des projets d'investissement pour lesquels un financement est prévu ainsi que des marchés publics et des mesures prises pour réduire les problèmes de capacités, les investissements publics devraient augmenter plus sensiblement dans les prochaines années.

Globalement, on peut identifier plusieurs facteurs fondamentaux ayant contribué à l'excédent courant considérable de la balance des paiements en Allemagne. Selon des institutions internationales comme le FMI et la CE, une part non négligeable de cet excédent reste toutefois inexplicable malgré l'existence de ces facteurs fondamentaux. Cette composante inexpliquée est probablement liée à d'autres facteurs typiquement nationaux, comme l'intégration du pays dans les chaînes de valeur mondiales, qui favorise la compétitivité de l'économie allemande[2] mais qu'il est difficile de représenter à l'aide des modèles économiques habituels. Dans ce contexte, des recherches ont aussi démontré que si l'Allemagne affectait sa marge disponible à la politique budgétaire, cela n'apporterait qu'une contribution relativement restreinte à la réduction de l'excédent courant[3].

5.3 Qui profiterait d'une impulsion budgétaire en Allemagne ?

Dans le cadre du débat sur le rôle que pourrait jouer une dynamique des investissements plus vigoureuse en Allemagne dans la reprise économique et dans le rééquilibrage au sein de la zone euro, il se pose la question de l'ampleur et de la répartition géographique des effets d'une telle politique sur les autres pays de la zone euro.

Ces dernières années, les effets de débordement de la politique budgétaire ont fait l'objet d'une attention nettement plus soutenue, la crise ainsi que les programmes de relance et l'assainissement budgétaire qui se sont ensuivis en ayant démontré l'importance. Les résultats de l'analyse économique menée à ce sujet sont toutefois très divergents[4]. Ils dépendent entre autres du type de mécanisme de transmission étudié (commerce, marchés financiers, effets de confiance), des caractéristiques des pays d'où émane le choc budgétaire, de la réponse de la politique monétaire (et de ses effets sur le taux de change), de la composition de la politique budgétaire (multiplicateur des investissements publics plus élevé que celui de la réduction d'impôt), des possibles modifications des multiplicateurs au cours du cycle (plus sensibles dans le cas d'un écart de production fortement négatif), du caractère isolé ou coordonné du choc, du financement de ce dernier, de la combinaison entre stimulus budgétaires et assainissement à moyen terme, du caractère fixe ou flexible des taux de change, etc.

Les résultats des études pour la zone euro varient également. On souligne souvent l'importance de la réaction de la politique monétaire : les effets observés lorsque la politique monétaire demeure inchangée et que la borne inférieure du taux directeur est atteinte (ZLB) diminuent fortement (ou

(1) Cf. UE (2017b), IMF (2017c) et Deutsche Bank (2017).
(2) Cf. BCE (2017).
(3) Cf., entre autres, IMF (2017c) et Kollmann *et al.* (2014).
(4) Pour un aperçu de la littérature, cf., entre autres, Attinasi *et al.* (2017).

deviennent même négatifs) quand la politique monétaire réagit à la hausse de la croissance et de l'inflation.

Plusieurs études montrent que les effets de débordement sont répartis de manière inégale entre les différents pays de la zone euro. Les divergences entre les pays s'expliquent surtout par l'intensité des relations commerciales. Ces travaux concluent souvent que c'est dans les pays voisins – en particulier ceux de petite à moyenne taille – qu'on peut s'attendre à ce que les investissements publics supplémentaires de l'Allemagne produisent le plus d'effets, tandis que l'incidence sur des pays non limitrophes plus éloignés resterait plutôt limitée [1].

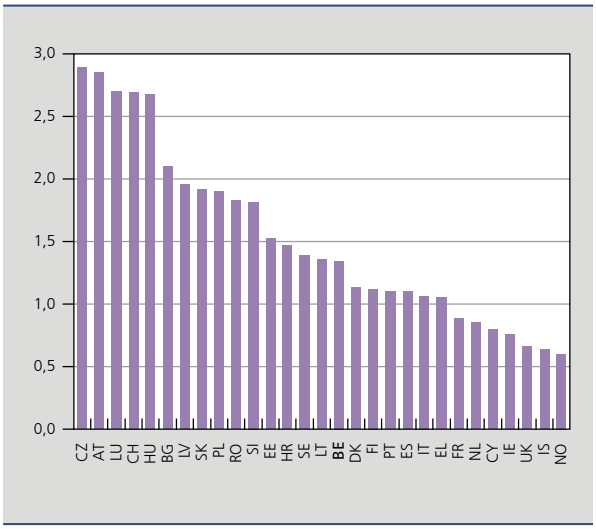
Dans la même optique, un aperçu de la valeur ajoutée, en provenance des partenaires commerciaux, contenue dans les investissements allemands donne des informations intéressantes sur la dispersion géographique potentielle des effets commerciaux directs d'une expansion des investissements en Allemagne. Les données nécessaires à cette fin sont tirées des indicateurs « Échanges en Valeur Ajoutée » (EVA) de l'OCDE. Le contenu en valeur ajoutée est rapporté au total de la valeur ajoutée des partenaires commerciaux où ce contenu est créé.

Il en ressort que les effets commerciaux directs des investissements en Allemagne sur l'activité économique des partenaires commerciaux européens seraient les plus élevés dans une série de pays de petite à moyenne taille situés à proximité de l'Allemagne, aussi bien au sein de la zone euro qu'en dehors, à savoir la République tchèque, l'Autriche, le Luxembourg, la Suisse et la Hongrie. Grosso modo, la création de valeur ajoutée contenue dans les investissements allemands semble relativement significative pour les pays avec lesquels l'Allemagne a développé des chaînes de valeur mondiales. L'incidence sur les pays de la zone euro dont l'activité économique pourrait le plus bénéficier d'un soutien supplémentaire semble plus restreinte.

Globalement, une expansion budgétaire n'est pas indiquée en Allemagne, du moins d'un point de vue conjoncturel. En outre, la contribution d'une politique budgétaire expansionniste à la réduction de l'excédent courant de la balance des paiements allemande resterait assez limitée. Il n'en demeure pas moins que des investissements publics ciblés dans les infrastructures peuvent favoriser la croissance potentielle de l'Allemagne.

GRAPHIQUE 13 VALEUR AJOUTÉE EN PROVENANCE DE PARTENAIRES COMMERCIAUX EUROPÉENS CONTENUE DANS LA FORMATION BRUTE DE CAPITAL FIXE [1] DE L'ALLEMAGNE

(par pays d'origine, toutes branches d'activité confondues, en pourcentage de la valeur ajoutée totale du pays d'origine, moyennes 2007-2011)



Source : OCDE.

(1) Aucune distinction n'est effectuée entre la formation brute de capital fixe des administrations publiques et celle du secteur privé.

6. Faut-il adapter le cadre politique européen ?

6.1 Un rôle plus actif de la politique budgétaire dans le dosage des politiques

Le cadre budgétaire européen se fonde sur le traité de Maastricht et sur le pacte de stabilité et de croissance (PSC), qui met en œuvre les exigences du traité en matière de contrôle budgétaire. Ce cadre soutient et coordonne la politique budgétaire des États membres. Comme on l'a déjà signalé dans la première partie, il cible principalement la soutenabilité des finances publiques et limite le rôle de stabilisation de la conjoncture joué par la politique budgétaire à celui du fonctionnement des stabilisateurs automatiques. Le cadre se compose d'un volet préventif, qui vise à éviter l'apparition de situations budgétaires insoutenables, et d'un volet correctif, qui porte sur les mesures de redressement destinées aux États membres en proie à de graves problèmes de finances publiques [2].

Dans ce contexte, il se pose la question de savoir comment la politique budgétaire peut jouer un rôle plus actif dans le dosage des politiques, en particulier lorsqu'une lourde récession survient et que la politique monétaire

(1) Cf., entre autres, Deutsche Bundesbank (2016), Cwik et Wieland (2010) et Beetsma *et al.* (2005).

(2) Pour un aperçu complet du cadre budgétaire européen, cf. Melyn *et al.* (2015).

montre ses limites. Pour y parvenir, plusieurs modifications ont déjà été apportées, tandis que plusieurs autres ont encore été proposées.

Une première adaptation ayant mené à une meilleure prise en considération de la situation conjoncturelle dans la politique budgétaire des pays de la zone euro a été opérée au début de 2015, avec l'instauration d'une nouvelle matrice servant à déterminer l'amélioration requise du solde structurel dans le volet préventif du pacte de stabilité et de croissance. La nouvelle matrice tient en effet (davantage) compte du contexte économique lorsqu'il s'agit de déterminer l'embellie requise, de sorte qu'un effort plus important est demandé lorsque la conjoncture est bonne que lorsqu'elle est mauvaise. Un autre changement qui a déjà eu lieu concerne la création, en octobre 2015, du Comité budgétaire européen et la fonction que celui-ci peut remplir. Ce comité doit contribuer à améliorer le respect des règles budgétaires ainsi qu'à renforcer la coordination des politiques budgétaires nationales. En ce qui concerne ce dernier rôle, il doit porter un jugement sur la bonne orientation budgétaire, tant au niveau national qu'à l'échelle de la zone euro. La CE a désigné le président et les quatre membres en octobre 2016 et, le 20 juin 2017, le Comité a publié son premier rapport, à savoir une évaluation de l'orientation budgétaire future appropriée pour la zone euro.

Une modification supplémentaire des règles du pacte de stabilité et de croissance pourrait consister à revoir la manière dont les investissements publics sont pris en considération, afin que ces dépenses bénéficient d'un traitement plus favorable. Celles-ci sont déjà partiellement stimulées dans le cadre actuel par le biais de plusieurs clauses relatives à l'application du pacte de stabilité et de croissance, mais si ce dernier venait à être remanié, il conviendrait de plaider pour que, dans le volet préventif, le solde budgétaire à prendre en compte soit calculé sur la base des amortissements sur investissements plutôt que sur celle des dépenses d'investissement brutes. Cela reviendrait à corriger le solde de financement des administrations publiques à concurrence des investissements nets. Cette option permettrait de ne pas freiner les investissements[1]. Dans le contexte actuel, elle semble une piste possible pour encourager les investissements publics qui sont faibles dans de nombreux pays. Il va de soi qu'il devrait s'agir alors d'investissements qui contribuent effectivement à améliorer le potentiel de croissance. Les règles de base du cadre de gouvernance budgétaire européen, telles que la limite budgétaire de 3% du PIB et la règle de la dette contenue dans le volet correctif du PSC, ne changeraient pas. De cette manière, la responsabilité budgétaire et la soutenabilité des finances publiques à long terme resteraient préservées. En outre, il semble opportun d'envisager sérieusement la création d'un mécanisme de stabilisation européen, dans la foulée des propositions formulées dans le rapport des cinq présidents.

6.2 Un mécanisme de stabilisation européen est-il nécessaire ?

Eu égard aux crises passées, il s'avère à présent indispensable de disposer d'outils suffisamment puissants pour absorber les chocs et pour renforcer la résilience de la zone euro sans mettre en péril la soutenabilité des finances publiques. Même pour les économies déjà résilientes, dont le marché du travail est suffisamment flexible et dont les finances publiques sont saines, il n'est pas possible de garantir que tous les risques pourront être éliminés et que tous les chocs économiques pourront être résorbés en douceur. Certains de ces derniers peuvent en effet se révéler trop importants pour être traités par le simple jeu des stabilisateurs automatiques nationaux et par une politique monétaire centralisée.

Pour complémenter le rôle stabilisateur des budgets nationaux et de la politique monétaire – dans la mesure où le pacte de stabilité et de croissance se concentre sur l'objectif de soutenabilité, où les marchés se comportent parfois de manière irrationnelle et où la mise en œuvre au niveau national d'une orientation de la politique budgétaire appropriée à l'ensemble de la zone euro pose un dilemme –, on pourrait envisager de mettre en place un mécanisme de stabilisation européen[2]. Ce dernier pourrait se définir comme une politique destinée à lisser les cycles économiques nationaux, au moyen de transferts « automatiques » et « certains » (c'est-à-dire connus d'avance) entre les États membres, ce qui améliorerait aussi l'orientation anticyclique de la politique budgétaire de la zone euro dans son ensemble.

Des pistes concrètes visant à établir un tel mécanisme existent. Elles concernent la création de mécanismes communs d'assurance, voire de fonds alimentés par des contributions des États membres. Ces fonds prendraient en compte la position des pays dans leur cycle économique et feraient en sorte que des transferts soient automatiquement activés en cas de récession. Il est indispensable non seulement qu'un éventuel mécanisme ne suscite ni aléa moral ni transferts permanents, mais également qu'il ne fasse obstacle ni aux ajustements nécessaires ni à l'adoption de mesures structurelles destinées à combattre les

(1) Cf. Melyn *et al.* (2016).

(2) De manière générale, un tel mécanisme de solidarité doit aussi nécessairement aller de pair avec une réduction des risques, notamment une discipline budgétaire confirmée et une convergence des politiques nationales vers les meilleures pratiques. D'autres canaux complémentaires existent, mais leur développement est soit encore incomplet (Union des marchés des capitaux), soit susceptible d'être sensiblement impacté en cas de crise (comme l'ont montré l'assèchement du canal du crédit bancaire dans certains pays ainsi que la fragmentation qui a entravé la transmission de la politique monétaire dans le passé).

causes profondes des déséquilibres macroéconomiques encore présents dans certains pays.

Globalement, trois options sont régulièrement mises en avant [1] :

a) Un *système européen de protection de l'investissement*, qui préserverait les investissements en cas de fléchissement de l'activité (qui serait défini en référence à un écart de production négatif), en soutenant certains postes prioritaires définis au préalable, comme le soutien au développement des infrastructures, aux investissements en éducation et en qualifications, ou encore à certains investissements publics qui constituent parfois un des premiers postes budgétaires nationaux à être réduit.

b) Un *mécanisme européen de réassurance-chômage*, qui, par opposition à des fonds qui prendraient l'écart de production comme variable de référence, serait basé sur le niveau du chômage, une statistique directement observable. Compte tenu de l'hétérogénéité des institutions du marché du travail nationales et des niveaux de chômage initiaux, ces mécanismes devraient se présenter comme des compléments aux allocations de chômage nationales.

c) Un *fonds pour les mauvais jours (Rainy day fund)*, qui pourrait engranger les contributions de manière régulière. En cas de choc, ses décaissements seraient déclenchés sur une base discrétionnaire. Les versements seraient néanmoins limités aux seuls apports cumulés. Sa capacité pourrait donc être trop faible en cas de choc de grande ampleur.

Conclusions

L'une des grandes leçons tirées de la crise économique et financière est que les divers instruments de politique, en particulier les politiques monétaire et budgétaire, doivent se compléter pour atteindre les résultats escomptés. Ainsi, une politique budgétaire active se révèle utile, notamment lorsqu'une lourde récession apparaît ou que la politique monétaire montre ses limites.

Sur la base de ces enseignements, la question de la politique budgétaire optimale a été évaluée. La politique budgétaire qui a été menée dans certains pays de la zone euro, mais également au sein de la zone euro dans son ensemble, pendant les années 2012 et 2013, marquées par la crise, peut clairement être qualifiée de trop restrictive. Depuis lors, la politique menée dans l'ensemble de la zone euro a été plutôt neutre, ce qui était approprié. Pour 2018, une politique budgétaire plutôt restrictive semble toutefois être de mise dans la plupart des pays de la zone euro, eu égard à l'embellie conjoncturelle et à la résorption des écarts de production, mais aussi à la nécessité de garantir la soutenabilité des finances publiques.

Au niveau budgétaire, l'Allemagne dispose d'une certaine marge, mais une politique expansionniste en la matière ne semble pas opportune, du moins d'un point de vue conjoncturel, et l'incidence qu'elle exercerait sur les pays de la zone euro dont l'activité économique pourrait le plus bénéficier d'un soutien supplémentaire, serait limitée. Des investissements publics ciblés dans les infrastructures seraient en revanche judicieux pour renforcer le potentiel de croissance.

Enfin, sous certaines conditions, il semble qu'un mécanisme de stabilisation européen serait à envisager pour veiller à ce que la politique budgétaire optimale de la zone euro dans son ensemble – sachant que seul l'objectif de stabilisation y est pertinent – corresponde à celle des pays individuels.

(1) Cf., notamment, CE (2017).

Bibliographie

Ademmer E., C. Boeing-Reicher, J. Boysen-Hogrefe, K.-J. Gern et U. Stolzenburg (2016), *Euro-area fiscal stance : definition, implementation and democratic legitimacy*, provided at the request of the Economic and Monetary Affairs Committee of the European Parliament, July.

Akerlof G. et R. Shiller (2009), *Animal Spirits. How Human Psychology Drives the Economy, and Why It Matters For Global Capitalism*, Princeton University Press, Princeton.

Attinasi M.-G., M. Lalik et I. Vetlov (2017), *Fiscal spillovers in the euro area – a model-based analysis*, ECB, Working Paper Series 2040, March.

Aucremanne L. et S. Ide (2010), « Leçons de la crise : politique monétaire et stabilité financière », BNB, *Revue économique*, septembre, 7-21.

Auerbach et Obstfeld (2003), *The case for open-market purchases in a liquidity trap*, NBER, Working Paper 9814, July.

Auerbach A. et Y. Gorodnichenko (2012), « Fiscal Multipliers in Recession and Expansion », in Alesina A. et F. Giavazzi (éds.), *Fiscal Policy after the Financial Crisis*, Chicago, University of Chicago Press, 63-98.

Banco de España (2017), « Spillover effects of national fiscal policy in the euro area », *Annual Report 2016*, Box 4.1.

Bankowski K. et M. Ferdinandusse (2017), *Euro area fiscal stance*, ECB, Occasional Paper Series 182, January.

BCE (2012), « Le rôle des multiplicateurs dans le débat actuel sur l'assainissement budgétaire », *Bulletin mensuel*, décembre, 82-85.

BCE (2016a), « L'investissement public en Europe », *Bulletin économique*, Numéro 2, 81-96.

BCE (2016b), « L'orientation budgétaire de la zone euro », *Bulletin économique*, Numéro 4, 75-96.

BCE (2017), « L'impact de la participation aux chaînes de valeur mondiales sur les déséquilibres du compte courant – une perspective mondiale », *Bulletin économique*, Numéro 2, 74-90.

Beetsma R., M. Giuliodori et F. Klaassen (2005), *Trade Spillovers of Fiscal Policy in the European Union : A Panel Analysis*, DNB Working Paper 52, August.

Belke A. et T. Osowski (2016), *Measuring fiscal spillovers in EMU and beyond : A Global VAR approach*, CEPS Working Document 428, December.

Bénassy-Quéré A. et J. Cimadomo (2006), *Changing Patterns of Domestic and Cross-Border Fiscal Policy Multipliers in Europe and the US*, CEPII Working Paper 2006-24, December.

Bénassy-Quéré A. (2016), *Euro area fiscal stance : definition, implementation and democratic legitimacy*, provided at the request of the Economic and Monetary Affairs Committee of the European Parliament, July.

Bénassy-Quéré A., X. Ragot et G. Wolff (2016), *Which fiscal union for the euro area ?*, Bruegel Policy Contribution 2016/05, February.

Bernanke B., M. Gertler et S. Gilchrist (1996), « The Financial Accelerator and the Flight to Quality », *The Review of Economics and Statistics*, Symposium on Developments in Business Cycles Research, 78(1), February, 1-15.

Bernanke, B. (2004), *The Great Moderation*, Remarks at the meetings of the Eastern Economic Association, Washington DC, 20 February.

Blanchard O. et J. Gali (2007), « Real Rigidities and the New Keynesian Model », *Journal of Money*, Credit and Banking, Proceedings of the Conference on Quantitative Evidence on Price Determination, February, 35-66.

Blanchard O., G. Dell'Ariccia et P. Mauro (2010), « Rethinking Macroeconomic Policy », *Journal of Money*, Credit and Banking 42, 199-215.

Blanchard O., C. J. Erceg et J. Lindé J. (2015), *Jump Starting the Euro Area Recovery : Would a Rise in Core Fiscal Spending Help the Periphery ?*, NBER, Working Paper 21426, July.

BNP Paribas (2017), « Allemagne : Les infrastructures menacées », *Eco Week*, 24 février.

Boeckx J., N. Cordemans et M. Dossche (2013), « Causes et implications de la faiblesse des taux d'intérêt sans risque », BNB, *Revue économique*, septembre, 67-94.

Boeckx J. et M. Deroose (2016), « Politiques monétaire et budgétaire dans la zone euro : indépendantes mais néanmoins liées », BNB, *Revue économique*, septembre, 7-27.

Boeckx, J. et N. Cordemans (2017), « Monetary Policy in the Wake of the Great Recession », *Reflets et perspectives de la vie économique*, De Boeck Supérieur, Tome LVI, 61-78.

Botev J., J. Fournier et A. Mourougane (2016), *A Re-assessment of Fiscal Space in OECD Countries*, OECD Economics Department Working Papers 1352, November.

Buti M. (2016), « What future for rules-based fiscal policy ? », in Blanchard O., R. Rajan, K. Rogoff et L. H. Summers (éds), *Progress and confusion – The State of macroeconomic policy*, Cambridge, Massachusetts, The MIT Press, 183-195.

Capital Economics (2017), « German investment set for strong growth », *European Economics Update*, 20 September.

CE (2016), *Communication de la Commission au Parlement européen, au Conseil, à la Banque centrale européenne, au Comité économique et social européen et au Comité des régions pour une orientation positive de la politique budgétaire de la zone euro*, 16 novembre.

CE (2017), *Document de réflexion sur l'approfondissement de l'Union économique et monétaire*, 31 mai (https://ec.europa.eu/commission/sites/beta-political/files/reflection-paper-emu_fr.pdf).

Cordemans N., M. Deroose, M. Kasongo Kashama et A. Stevens (2016), « L'ABC de l'assouplissement quantitatif, ou le b.a.-ba des achats d'actifs par les banques centrales », BNB, *Revue économique*, juin, 33-47.

Cwik T. et V. Wieland (2010), *Keynesian government spending multipliers and spillovers in the Euro area*, ECB, Working Paper Series 1267, November.

Dahl J. et M. Góralczyk (2017), *Recent supply and demand developments in the German housing market*, European Economy, Economic Brief 025, May.

de Jong J., M. Ferdinandusse, J. Funda et I. Vetlov, *The effect of public investment in Europe : a model-based assessment*, ECB, Working Paper Series 2021, February.

De Backer B. et J. Wauters (2017), « Les déterminants cycliques et structurels de l'environnement de taux d'intérêt bas », BNB, *Revue économique*, septembre, 73-92.

De Grauwe P. (2013), *Design Failures in the Eurozone : Can they be fixed ?*, LEQS Paper 57, February.

Deutsche Bank (2017), *Focus Germany*, 6 April.

Deutsche Bundesbank (2011), *Germany's external position against the background of increasing economic policy surveillance*, Monthly Report, October.

Deutsche Bundesbank (2016), *The international spillover effects of an expansion of public investment in Germany*, Monthly Report, August.

Draghi M. (2014), *Unemployment in the Euro Area*, Address at the Federal Reserve Bank of Kansas City Jackson Hole Symposium, 22 August.

Dullien S. (2012), *A European Unemployment Insurance as a Stabilization Device – Selected Issues, paper prepared for the Seminar EU level economic stabilisers*, European Commission, Directorate-General Employment, Social Affairs & Inclusion.

EC (2014a), « Cross-border spillovers in the euro area », *Quarterly Report on the Euro Area*, 13(4), 7-22.

EC (2014b), *Macroeconomic imbalances – Germany 2014*, European Economy, Occasional Papers 174, March.

EC (2015), *Report on Public Finances in EMU 2015*, Institutional Paper 014, December.

EC (2016a), *Specifications on the implementation of the Stability and Growth Pact and guidelines on the format and content of Stability and Convergence Programmes*, 5 July.

EC (2016b), *The 2016 Stability and Convergence Programmes, An Overview and Implications for the Euro Area Fiscal Stance*, Institutional Paper 034, September.

EC (2016c), *Towards a positive fiscal stance for the euro area*, Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions, 16 November.

EC (2016d), « The policy mix, when monetary policy is constrained at the zero lower bound », *Quarterly Report on the Euro Area*, 15(3), 19-28.

EC (2016e), *Report on Public Finances in EMU 2016*, Institutional Paper 045, December.

EC (2017a), *Country Report Germany 2017 – Including an In-Depth Review on the prevention and correction of macroeconomic imbalances*, staff working document, SWD(2017) 71 final, 22 February.

EC (2017b), *Vade Mecum on the Stability and Growth Pact*, 2017 Edition, Institutional Paper 052, March.

EC (2017c), *The euro area fiscal stance and the policy mix: challenges and trade-offs*, Presentation at EUI, 2 March.

EC (2017d), *An Overview of the 2017 Stability and Convergence Programmes and an Assessment of the Euro Area Fiscal Stance for 2018*, Institutional Paper 059, July.

Eggertsson G. et M. Woodford. (2004), *Optimal Monetary and Fiscal Policy in a Liquidity Trap*, NBER, Working Paper 10840.

European Fiscal Board (2017), *Assessment of the prospective fiscal stance appropriate for the euro area*, 20 June.

European Parliament (2017), *The euro area fiscal stance*, Briefing 23 January.

Eyraud L., V. Gaspar et T. Poghosyan (2017), *Fiscal Politics in the Euro Area*, IMF Working Paper 17/18, January.

Fatas A. et L. H. Summers (2016), *The Permanent Effects of Fiscal Consolidations*, NBER, Working Paper 22374.

Feldstein (2016), « The future of fiscal policy », in Blanchard O., R. Rajan, K. Rogoff et L. H. Summers (éds), *Progress and confusion – The State of macroeconomic policy*, Cambridge, Massachusetts, The MIT Press, 177-181.

Fisher I. (1933), « The Debt-Deflation Theory of Great Depressions », *Econometrica*, Vol. 4, 337-357.

FMI (2017), *Perspectives de l'économie mondiale*, octobre.

Giavazzi F. (2016), *Euro-area fiscal stance : definition, implementation and democratic legitimacy*, provided at the request of the Economic and Monetary Affairs Committee of the European Parliament, September.

Hebous S. et T. Zimmerman (2013), « Estimating the effects of coordinated fiscal actions in the euro area », *European Economic Review* 58, 110-121.

Herzer D. et M. Schrooten (2007), « Outward FDI and domestic investment in two industrialized countries », *Economic Letters*, June.

IMF (2013), Multi-country report, *German-Central European supply chain-cluster report*, IMF Country Report 13/263, August.

IMF (2015), *Monetary Policy and financial stability*, Staff policy report, August.

IMF (2016), *Euro Area Policies*, Staff Report for the 2016 Article IV Consultation with Member Countries, July.

IMF (2017a), *Euro Area Policies*, Staff Report for the 2017 Article IV Consultation with Member Countries, July.

IMF (2017b), *2017 External Sector Report*, Policy Paper, July.

IMF (2017c), *Germany : 2017 Article IV consultation – Staff Report*, IMF Country Report 17/192, July.

IMF (2017d), *Germany : Selected issues*, IMF Country Report 17/193, July.

IMF (2017e), *The Euro Zone : What's Next*, Speech by Poul Thomsen, Director of the European Department, 28 September.

IMF (2017f), World Economic Outlook, October.

in 't Veld J. (2013), *Fiscal consolidations and spillovers in the Euro area periphery and core*, European Economy, Economic Papers 506, October.

in 't Veld J. (2016), *Public Investment Stimulus in Surplus Countries and their Euro Area Spillovers*, European Commission Economic Brief 016, August.

Juncker J.-C. (2017), *Discours sur l'état de l'Union 2017*, Discours donné devant le Parlement européen à Strasbourg, 13 septembre.

Keynes J.-M. (1936), *The General Theory of Employment*, Interest and Money, Macmillan, London.

Kolerus C., I. Koske et F. Hüfner (2012), *Selected Aspects of Household Savings in Germany – Evidence from micro-data*, OECD Economics Department Working Papers 999, November.

Kollmann R., M. Ratto, W. Roeger, J. in 't Veld et L. Vogel (2014), *What drives the German current account ? And how does it affect other EU member states ?*, European Economy, Economic Papers 516, April.

Melyn W., L. Van Meensel et S. Van Parys (2015), « Le cadre de gouvernance européen en matière de finances publiques : explication et évaluation », BNB, *Revue économique*, septembre, 81-109.

Melyn W., R. Schoonackers, P. Stinglhamber et L. Van Meensel (2016), « Faut-il stimuler les investissements publics ? », BNB, *Revue économique*, septembre, 111-127.

Melyn W., L. Van Meensel et S. Van Parys (2016), « La soutenabilité des finances publiques dans le contexte du vieillissement », BNB, *Revue économique*, décembre, 95-115.

Mourre G., C. Astarita et S. Prince (2014), *Adjusting the budget balance for the business cycle : the EU methodology*, European Commission, Economic Papers 536, November.

National Institute of Economic Research (NIER) (2008), *The NIER's Conceptual Framework for Fiscal policy*, Occasional Studies N° 16, March.

OCDE (2017), *Perspectives économiques*, mai.

OECD (2016), *Making public finances more growth and equity-friendly,OECD Economic Surveys* : Euro Area, June.

OECD (2017), *Germany – Economic forecast summary*, June.

Orphanides A. (2017), *The Fiscal-Monetary Policy Mix in the Euro Area : Challenges at the Zero Lower Bound*, European Commission, Discussion paper 060, July.

Poghosyan T. (2017), *Cross-country spillovers of fiscal consolidations in the Euro area*, IMF Working Paper 17/140.

Taylor J. (1993), « Discretion Versus Policy Rules in Practice », *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 39, 195-214.

Turrini A. (2008), *Fiscal policy and the cycle in the Euro Area : the role of government revenue and expenditure*, European Commission, Economic Papers 323, May.

UE (2017a), « Recommandation du Conseil concernant la politique économique de la zone euro », *Journal officiel de l'Union européenne*, 21 mars.

UE (2017b), « Recommandation du Conseil du 11 juillet 2017 concernant le programme national de réforme de l'Allemagne pour 2017 et portant avis du Conseil sur le programme de stabilité de l'Allemagne pour 2017 », *Journal officiel de l'Union européenne*, 9 août.

Viñals J. (2016), « Monetary policy in the future – Introduction to the monetary policy section », in Blanchard O., R. Rajan, K. Rogoff et L. H. Summers (éds), *Progress and confusion – The State of macroeconomic policy*, Cambridge, Massachusetts, The MIT Press, 121-127.