

PACTE DE STABILITÉ : DEUX OBJECTIFS, DEUX RÈGLES

Le récent amendement du Pacte de stabilité et de croissance laissera plus de place au jeu des stabilisateurs automatiques, mais il n'empêchera pas l'Allemagne et la France d'être en infraction avec la nouvelle règle comme avec l'ancienne. La question de l'adéquation des instruments de surveillance des politiques budgétaires aux deux missions du Pacte reste posée. La règle des 3% fixée au déficit budgétaire répond mal à l'objectif de prévenir toute situation d'insolvabilité comme à celui d'éviter que les politiques budgétaires nationales ne contraignent la politique monétaire de la zone. Plusieurs idées ont été avancées pour imaginer des règles mieux adaptées à chacun de ces objectifs. Concernant le second, on propose ici de faire porter la surveillance non pas sur le solde budgétaire public, mais sur l'équilibre épargne-investissement global de chaque État membre. Ceci permettrait notamment de repérer les cas où la politique budgétaire est trop restrictive et de prévenir l'enclenchement d'une spirale déflationniste. Ceci aurait aussi l'avantage de faciliter la coordination entre politique budgétaire et politique monétaire.

■ Une mauvaise passe

Dans le cadre de la procédure pour déficit excessif, le conseil Ecofin du 3 juin 2003 a demandé à la France de présenter dans les quatre mois à la Commission européenne son plan de maîtrise du déficit budgétaire, sachant que ce dernier doit repasser en-dessous de 3% en 2004 et que le déficit structurel devra diminuer de 0,5 point de PIB. En janvier 2003, l'Allemagne (après le Portugal) avait été soumise à une procédure identique. Les difficultés rencontrées aujourd'hui par les deux plus grands pays de la zone euro pour respecter le Pacte de stabilité et de croissance (psc) ne sont pas surprenantes. Avant la mise en place de l'euro, certains économistes au sein même de la Commission européenne reconnaissaient que la phase de transition vers l'équilibre des finances publiques (1999-2004, selon les premiers programmes de stabilité) risquait d'être délicate en cas de ralentissement marqué de l'activité¹. En supposant qu'un ralentissement de la croissance d'un point de pourcentage (par exemple, de 3% à 2%) détériore le solde budgétaire en moyenne de 0,5 point de PIB par le simple jeu des stabilisateurs automatiques², un pays dont le déficit atteint 2% du PIB ne peut faire face à un ralentissement supérieur à deux points de pourcentage sans buter sur la contrainte des 3%. Au-delà, il est obligé, s'il veut respecter le Pacte, d'appliquer une politique budgétaire restrictive, pro-cyclique. Or, la croissance de la zone euro a ralenti de 2,7 points de pourcentage entre

l'année 2000 et l'année 2002, la transition s'étant effectuée en 2001. Le tableau 1 illustre la mauvaise préparation des finances publiques en Allemagne, Autriche, France, Grèce et au Portugal en 2000, année de pic de l'activité. Tous ces pays (sauf la Grèce) ont connu, entre l'année 2000 et l'année 2002, un ralentissement de l'activité de l'ordre de 2-3 points de pourcentage, de sorte que leurs soldes budgétaires devaient mécaniquement se détériorer

Tableau 1 — L'effet mécanique du ralentissement de l'activité sur les finances publiques

	Solde budgétaire (% du PIB)		Ecart de production (% du PIB potentiel)		Sensibilité du solde budgétaire au PIB ¹	Solde budgétaire 2002		Orientation politique budgétaire ³
	2000	2002	2000	2002		Théorique ²	Observé	
Allemagne	-1,1	1,0	-1,3	0,5	-2,3	-3,6	+	
Autriche	-1,5	1,8	-1,5	0,5	-3,2	-0,6	-	
Belgique	0,1	1,3	-1,9	0,6	-2,0	0,0	-	
Espagne	-0,6	0,4	-0,8	0,6	-1,3	-0,2	-	
Finlande	6,9	2,4	-0,9	0,7	4,6	4,7	0	
France	-1,4	1,2	-0,2	0,5	-2,1	-3,2	+	
Grèce	-1,9	-1,1	0,8	0,4	-1,1	-1,2	0	
Irlande	4,5	6,8	5,8	0,5	4,0	-0,3	+	
Italie	-0,7	0,0	-1,6	0,5	-1,5	-2,5	+	
Pays-Bas	2,2	2,8	-1,0	0,8	-0,8	-1,1	0	
Portugal	-2,9	2,1	-1,1	0,5	-4,5	-2,7	-	
Zone euro	0,1	1,1	-0,9	0,5	-0,9	-2,3	+	

1. Sensibilité du solde budgétaire (en % du PIB) à une variation de 1% du PIB. Source : M. Buti & A. Sapir (1998), *Economic policy in EMU*, p. 132, Oxford : Clarendon Press.

2. Solde théorique₂₀₀₂ = Solde₂₀₀₀ + a (écart de production₂₀₀₂ - écart de production₂₀₀₀).

3. Expansion discrétionnaire en 2002 par rapport à 2000 (+) si solde observé < solde théorique restriction (-) si solde observé > solde théorique ; politique budgétaire réduite au jeu des stabilisateurs automatiques (0) si solde observé = solde théorique.

Source statistique : Perspectives économiques de l'OCDE, mai 2003.

1. Dans le rapport de la Commission européenne intitulé *Economic Policy in EMU* et daté de 1998 (M. Buti et A. Sapir eds., Oxford University Press), on peut ainsi lire : "Dans l'éventualité d'une récession sévère durant les premières années de l'Union monétaire, comme plusieurs pays affichent encore des déficits de l'ordre de 2-3% du PIB, ils risquent de passer à des déficits excessifs, sauf s'ils mènent des politiques budgétaires pro-cycliques" (p. 126, traduction CEPII).

2. Voir ce même rapport de la Commission.

de 1 à 1,5 point de PIB. L'Autriche, la Belgique, l'Espagne et le Portugal ont lutté contre la détérioration de leurs finances publiques par des politiques budgétaires pro-cycliques, alors que l'Allemagne et la France ont soutenu l'activité non seulement par les stabilisateurs automatiques, mais aussi par des politiques discrétionnaires expansives.

Lors du Conseil Ecofin du 7 mars 2003, les ministres des Finances ont amendé le PSC afin que les États membres puissent utiliser les stabilisateurs automatiques : l'objectif d'un solde budgétaire "proche de l'équilibre ou en excédent" doit désormais s'apprécier sur l'ensemble du cycle d'activité, et le rythme d'assainissement des finances publiques est mesuré à l'aide du solde structurel, c'est-à-dire, corrigé du cycle (ce solde doit s'améliorer de 0,5 point de PIB par an). Une conséquence importante de cette modification est d'empêcher que les États membres ne distribuent les "cagnottes fiscales" en période de forte croissance. Ainsi, les obligations des États membres deviennent-elles symétriques en phase haute et en phase basse du cycle d'activité, et les politiques pro-cycliques sont, à terme, proscrites.

Toutefois, cet aménagement du PSC ne change rien aux problèmes de court terme de l'Allemagne et de la France qui enfreignent tout autant la nouvelle mouture que l'ancienne, puisqu'ils sont allés au-delà de la stabilisation automatique.

L'effet des stabilisateurs automatiques n'est pas négligeable puisqu'ils réduisent d'environ 30% l'ampleur des fluctuations de l'activité : ils ramènent à 0,7 point une chute de la croissance qui serait de 1 point sans eux. Cet effet peut néanmoins être jugé insuffisant lorsque la croissance s'approche de 0%, comme ce fut le cas en Allemagne en 2002. Faut-il coûte que coûte empêcher les politiques budgétaires discrétionnaires dans la zone euro pour les pays qui n'ont pas préalablement ramené leurs finances publiques à l'équilibre ? Cette question renvoie à la raison d'être du PSC.

■ Adapter les règles aux objectifs

Le PSC a deux missions essentielles dans le cadre de l'union monétaire. La première est de prévenir toute situation d'insolvabilité dans un État membre risquant de déstabiliser l'ensemble du système financier de la zone : la BCE pourrait alors se trouver contrainte à une création monétaire susceptible de contrecarrer son objectif de stabilité des prix, et l'anticipation, par les marchés, d'un tel risque pourrait élever les taux d'intérêt à long terme de la zone³. La seconde raison d'être du PSC tient à l'existence, en union monétaire, d'externalités de court terme dans l'exercice de la politique budgétaire. Il s'agit d'éviter qu'un

État membre ne soit enclin au laxisme budgétaire du fait que la sanction par la hausse du taux d'intérêt n'est plus centrée sur lui ; celle-ci se reporte sur tous les membres de l'union monétaire et peut être particulièrement douloureuse dans les pays ayant conservé une politique budgétaire vertueuse. Finalement, on peut craindre un *policy mix* défavorable au niveau de la zone, avec des politiques budgétaires trop expansives et une politique monétaire trop restrictive.

On peut discuter le bien-fondé de ces deux missions et remarquer, en particulier, qu'une politique budgétaire expansive dans un État membre exerce, à court terme, à la fois une externalité négative (par le taux d'intérêt de la zone) et positive (par le commerce) sur ses partenaires. Toutefois, l'accord obtenu à Amsterdam en 1997 confère à ces missions une légitimité politique qui n'a pas, jusqu'à présent, été remise en cause. Dès lors, il convient plutôt de s'interroger sur l'adéquation des instruments (programme de stabilité, règle des 3%) aux objectifs. Et c'est bien là que se situe le problème.

Concernant la prévention du risque d'insolvabilité, il faut mentionner que la solvabilité d'un État se mesure au niveau et à la dynamique de sa dette publique plutôt qu'à la valeur de son déficit. La règle de déficit est trop stricte à long terme puisque l'équilibre des finances publiques (intérêts de la dette compris) conduit à une convergence vers zéro des taux d'endettement public, ce qui n'est sans doute pas une situation optimale. En revanche, elle n'est pas assez stricte, à court terme, à l'égard des États membres fortement endettés, un déficit de 3% pouvant encore faire augmenter leur dette si la croissance nominale de l'activité n'est pas suffisante. J. Pisani-Ferry propose de donner aux États membres la possibilité d'opter pour un "Pacte de soutenabilité de la dette", qui comporterait une obligation de maintenir leur ratio d'endettement brut en-dessous d'un certain seuil (il propose 50%) tout en publiant des éléments chiffrés sur les "engagements hors-bilan" au premier rang desquels les pensions à venir du système de retraite public. Les pays optant pour ce pacte échapperaient aux sanctions en cas de manquement au PSC⁴. La surveillance du taux d'endettement nécessiterait une amélioration et une harmonisation des statistiques patrimoniales produites par les États membres, de manière à permettre une évaluation de la "richesse nette publique"⁵. Une telle évolution paraît inéluctable.

Quant à la prévention des externalités négatives, il faut rappeler qu'une politique budgétaire expansive (mais soutenable) dans un État membre n'élève pas nécessairement les taux d'intérêt dans l'ensemble de la zone. Un tel effet nécessite soit, que l'inflation s'élève dans le pays concerné, de sorte que la BCE remonte ses taux directeurs pour lutter contre

3. Voir B. Eichengreen & Ch. Wyplosz (1998), "Stability Pact: More than a Minor Nuisance?", *Economic Policy*, vol. 13 n° 26, pp. 66-113.

4. J. Pisani-Ferry (2002), "Fiscal Discipline and Policy Coordination in the Eurozone : Assessments and Proposals", www.pisani-ferry.net. De son côté, D. Gros suggère d'ajouter (plutôt que de substituer) une obligation aux États membres de réduire progressivement leur ratio d'endettement jusqu'au niveau de 60%, ratio compatible avec un déficit de 3% si la croissance nominale est de 5%. Voir D. Gros (2003), "A Stability Pact for Public Debt?", *CEPS Policy Briefs* n° 30, janvier.

5. Voir B. Coeuré & J. Pisani-Ferry (2003), "A Sustainability Pact for the Eurozone", février, www.pisani-ferry.net.

l'élévation mécanique de l'indice des prix de la zone, soit, que l'Etat concerné ponctionne, par son déficit, une part importante de l'épargne de la zone, ce qui élève le taux d'intérêt réel de l'ensemble de la zone. Dans les deux cas, il faut que la politique budgétaire corresponde à une hausse de la demande de biens et services dans le pays concerné, par rapport à l'offre (argument de l'inflation) ou par rapport à l'épargne (argument de l'équilibre épargne-investissement). Ainsi, un pays qui répond, par la politique budgétaire, à un choc *spécifique* négatif sur la demande privée (consommation ou investissement) n'exerce de pression ni sur l'inflation, ni sur l'équilibre épargne-investissement. En cas de choc *symétrique*, la situation est différente : une politique budgétaire expansive dans un pays peut limiter la baisse des taux d'intérêt de la zone, ce qui est défavorable aux pays restés vertueux sur le plan budgétaire. C'est pour éviter ce type de *policy-mix* défavorable que l'on peut préconiser une coordination des politiques budgétaires⁶.

Ainsi, le critère du solde budgétaire répond mal aux objectifs du psc : il ne renseigne ni sur la soutenabilité de la dette, ni sur l'ampleur des externalités de politique économique. Si le taux d'endettement, complété par une information sur l'actif et sur les engagements "hors bilan", permet de suivre la soutenabilité des finances publiques, quel indicateur peut-on utiliser pour mesurer l'ampleur des externalités ?

■ Le bon solde

Une idée, proposée par C. Mathieu et H. Sterdyniak⁷, serait de fixer à chaque pays des objectifs en matière non pas de finances publiques, mais d'inflation. Chaque État membre serait tenu de maintenir son taux d'inflation à l'intérieur d'une cible, cette cible étant plus stricte pour les pays du "nord" que pour les pays du "sud", dont le rattrapage économique implique, en union monétaire, une hausse des prix plus rapide. Cette proposition est séduisante dans la mesure où elle permettrait directement de pointer le ou les pays susceptibles, par une inflation excessive, de faire pression à la hausse sur les taux d'intérêt de la zone. Cependant la réalisation des objectifs serait nécessairement conditionnée au maintien par la BCE du taux d'inflation de la zone autour de 2%, ce qui affaiblirait quelque peu l'engagement des Etats membres. Par ailleurs, la politique budgétaire agit avec retard sur l'inflation, de sorte qu'il faudrait

retenir plutôt l'inflation anticipée, ce qui serait difficile à mettre en œuvre en présence d'alternances politiques.

Dans le même esprit, on pourrait songer à faire porter la surveillance non pas sur le solde budgétaire public, mais sur l'équilibre épargne-investissement global de chaque État membre, c'est-à-dire, sur son solde extérieur courant : une insuffisance d'épargne privée exerce autant de pression sur le taux d'intérêt de la zone qu'une insuffisance d'épargne publique. Évidemment, les autorités budgétaires ont peu de moyens d'action sur le déséquilibre épargne-investissement du secteur privé. Mais le rôle d'une politique budgétaire active n'est-il pas justement de compenser les fluctuations dues au secteur privé ? Si, en outre, on considère que la valeur de l'euro est un bien commun aux États membres, alors il est logique de cibler le solde extérieur, non le solde budgétaire. Enfin, la référence à un solde extérieur permettrait de repérer les États membres dont la politique budgétaire est trop restrictive (excédent excessif), et d'éviter ainsi l'enclenchement d'une spirale déflationniste. Et en période de forte croissance de la demande intérieure, elle engagerait les pays membres à réduire leurs déficits au lieu de distribuer les "cagnottes fiscales".

La cible de solde extérieur courant pourrait être variable au cours du temps, et discutée dans le cadre des GOPE⁸. Compte tenu du vieillissement de la population, la zone euro pourrait se fixer pour objectif un solde extérieur courant légèrement positif, de l'ordre de 1% du PIB. Ce chiffre correspond à l'ordre de grandeur retenu par J. Williamson⁹ pour calculer des taux de change réels d'équilibre de long terme. On peut, pour illustrer le propos, retenir une fourchette allant de -1% à +2%, ce qui réplique la bande de 3 points de PIB admise pour le déficit public dans le cadre du psc. Chaque État membre devrait s'engager à faire varier son déficit de manière cohérente avec la norme de solde extérieur, en pratiquant une politique expansive en cas d'excédent extérieur excessif, restrictive en cas de déficit extérieur excessif.

■ Les bons et les mauvais élèves

Une règle fondée sur le solde extérieur courant plutôt que sur le solde budgétaire bouleverserait le diagnostic sur les politiques budgétaires dans la zone euro, ainsi que l'illustre la comparaison entre l'Allemagne, mauvais élève de la zone dès l'année 2002, et l'Espagne, excellent élève ayant redressé de manière spectaculaire ses finances publiques (graphique). La

6. Dans la réalité, des chocs symétriques et asymétriques surviennent sans arrêt. Jacquet et Pisani-Ferry proposent de placer la coordination en amont, au niveau des règles de réaction aux chocs macroéconomiques. Mais la difficulté à identifier la nature des chocs rend difficile la mise en œuvre de cette proposition. Cf. P. Jacquet & J. Pisani-Ferry (2000), "La coordination économique dans la zone euro : bilan et propositions", in CAE, *Questions Européennes*, rapport n° 27, La Documentation Française.

7. C. Mathieu & H. Sterdyniak (2003), "Réformer le pacte de stabilité : l'état du débat", *Revue de l'OFCE* n°84, janvier.

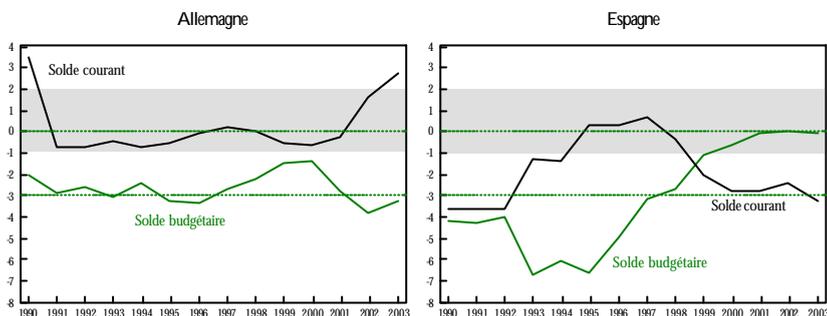
8. Grandes orientations de politique économique. Fixées par le Conseil européen, les GOPE sont approuvées annuellement par le Conseil ECOFIN. En cas de non conformité des politiques économiques avec les GOPE, le Conseil peut adresser une recommandation aux Etats membres.

9. J. Williamson & M. Mahar (1998), "Current Account Targets", Appendix A, in S. Wren-Lewis & R. Driver (eds); *Real Exchange Rates for the Year 2000*, Policy Analyses in International Economics 54, Washington DC: Institute for International Economics. www.iie.com/publications/chapters__preview/19/appaie2539.pdf

norme de solde extérieur aurait en effet recommandé, en 2002, une politique budgétaire expansive en Allemagne, mais restrictive en Espagne.

France ou les Pays-Bas. A l'inverse, le psc ne demande aucun ajustement budgétaire aux pays de la première colonne, alors que seule l'Irlande se situe dans notre fourchette des soldes extérieurs.

Graphique — Solde budgétaire public et solde extérieur courant, en % du PIB



Note: Lignes pointillées vertes : norme budgétaire ; zone grisée : norme de solde courant.
Source statistique : Perspectives économiques de l'OCDE, mai 2003.

Le tableau 2 illustre la position des États membres de la zone euro¹⁰ en fonction à la fois de leur solde budgétaire et de leur solde extérieur courant, en retenant, pour ce dernier, la norme définie ci-dessus (une fourchette allant de -1% du PIB à +2% du PIB). Si la théorie des déficits jumeaux était vérifiée, les pays devraient se ranger selon la seconde diagonale (du nord-ouest du tableau vers le sud-est). Or ce n'est pas le cas, les États-membres se répartissant dans presque toutes les cases.

Tableau 2 — Position des Etats membres en 2002 selon les deux critères

	Solde budgétaire équilibré ou excédentaire	Déficit budgétaire modéré (entre 0 et 3% du PIB)	Déficit budgétaire excessif (plus de 3% du PIB)
Excédent courant excessif (plus de 2% du PIB)	Belgique Finlande	Pays-Bas	Allemagne France
Equilibre courant (entre -1 et +2% du PIB)	Irlande	Autriche Italie	
Déficit courant excessif (solde inférieur à -1% du PIB)	Espagne	Grèce	Portugal

Source statistique : Perspectives économiques de l'OCDE, mai 2003.

Le psc recommande à court terme une contraction budgétaire dans les pays situés dans la dernière colonne du tableau et, à moyen terme, également dans les pays situés dans la colonne du milieu. Ces recommandations vont dans le même sens qu'un rééquilibrage du solde extérieur dans le cas du Portugal et de la Grèce, mais en sens contraire pour l'Allemagne, la

une phase de transition durant laquelle le déficit extérieur pourrait aller jusqu'à 3 ou 5% du PIB.

En cas de choc de demande externe symétrique, il y a évidemment un risque que l'ensemble des soldes courants ne sortent de la fourchette admise. Il y aurait lieu alors d'engager un débat avec la banque centrale. En effet, un excédent excessif signifie que l'offre de la zone euro excède la demande, créant des pressions déflationnistes, tandis qu'un déficit agrégé excessif signifie, en principe, des tensions inflationnistes. La coordination entre politique budgétaire et politique monétaire serait peut-être facilitée par le fait qu'elle reposerait sur le même solde (le déséquilibre épargne-investissement global) que l'on décomposerait non plus entre secteur public et privé, mais entre pays. Au total, la prise en compte du solde extérieur courant serait cohérente avec le Traité de Maastricht (article 109J) qui prévoit, parmi les critères secondaires d'entrée dans l'Union monétaire, que "les rapports de la Commission et de l'Institut monétaire européen tiennent également compte (...) de la situation et de l'évolution des balances de paiements courants".

Agnès Bénassy-Quéré
a.benassy@cepii.fr

10. A l'exception du Luxembourg.

LA LETTRE DU CEPII © CEPII, PARIS, 2003 REDACTION Centre d'études prospectives et d'informations internationales, 9, rue Georges-Pitard 75015 Paris. Tél. : 33 (0)1 53 68 55 14 Fax : 33 (0)1 53 68 55 03	DIRECTEUR DE LA PUBLICATION : Lionel Fontagné	ABONNEMENT (11 numéros) France 46 €TTC Europe 47,50 €TTC DOM-TOM (HT, avion éco.) 47 €HT Autres pays (HT, avion éco.) 47,50 €HT Suppl. avion rapide 0,80 €	Le CEPII est sur le WEB son adresse : www.cepii.fr ISSN 0243-1947 CCP n° 1462 AD 2 ^{ème} trimestre 2003 Juin 2003 Imp. ROBERT-PARIS Imprimé en France.
	REDACTION EN CHEF : Agnès Chevallier Bronka Rzepkowski CONCEPTION GRAPHIQUE : Didier Boivin REALISATION : Laure Boivin DIFFUSION : La Documentation française.	Adresser votre commande à : La Documentation française , 124, rue Henri Barbusse 93308 Aubervilliers Cedex Tél. : 01 48 39 56 00.	Cette lettre est publiée sous la responsabilité de la direction du CEPII. Les opinions qui y sont exprimées sont celles des auteurs.