

LA GOUVERNANCE ÉCONOMIQUE EUROPÉENNE DEPUIS 2020

Quel agenda pour les politiques budgétaires et monétaires lors de la prochaine législature ?

Jérôme Creel et Francesco Saraceno

Résumé

Les quinze dernières années ont vu des crises de nature différente se succéder, qui ont mis à rude épreuve la construction européenne et provoqué une polarisation du panorama politique.

Après les graves erreurs dans la gestion de la crise de la dette souveraine, le creusement des divergences entre les pays européens, et la croissance molle qui a suivi, les décideurs européens ont réagi avec une tout autre efficacité à la crise née de la pandémie. Les politiques budgétaires nationales ont, au prix d'un creusement des dettes, soutenu les emplois, les revenus des ménages et la solvabilité des entreprises en accordant des aides pendant l'inactivité forcée. Entre-temps la BCE s'assurait, avec ses programmes d'achat de titres et de soutien au secteur bancaire, qu'il n'y ait pas de tensions sur les marchés financiers et de la dette souveraine. Enfin, la Commission européenne déployait des programmes de prêts à taux avantageux pour soutenir les États dans leurs dépenses dans les secteurs plus affectés par la pandémie (santé et marché du travail). Ces efforts ont été couronnés de succès, et expliquent en grande partie le rebond de l'économie après les confinements.

La réactivité des autorités européennes, surprenante au vu de l'inertie montrée lors des crises précédentes, a aussi mené à une projection dans le moyen et long terme, incarnée par le programme d'investissement dans les transitions écologique et digitale *Next Generation EU* et par l'outil mis en place par la BCE pour éviter le creusement des écarts de taux et protéger les finances publiques des États membres, le TPI (*Transmission Protection Instrument*).

Ce *Policy brief* fait un bilan globalement positif des politiques et des évolutions institutionnelles mises en œuvre au cours des quatre dernières années : l'Union européenne et la zone euro ont réussi à rebondir après la crise et à engager un programme d'investissement pour le long terme qui, en dépit de ses défauts inévitables, est en train de réussir son pari. L'UE a aussi connu son lot d'échecs. Celui de la ligne de crédit dédiée aux dépenses de santé adossée au Mécanisme européen de stabilité montre le besoin d'une réorganisation des activités d'assistance des institutions européennes aux États membres. Surtout, les résistances à une pérennisation du programme NGEU, ou plus généralement à la création d'une capacité d'emprunt et de dépense au niveau européen, couplées avec une très décevante réforme du Pacte de stabilité, continuent de poser le problème de la création d'une marge de manœuvre budgétaire pour faire face aux besoins futurs de l'UE, qu'ils soient en termes de politiques industrielles et de transition, de stabilisation macroéconomique, ou de fourniture de biens publics globaux tels que la santé et l'éducation. Enfin, la nature du choc

inflationniste a montré que la coordination des politiques macroéconomiques et structurelles pour faire face à des chocs multiformes est nécessaire, ce qui pose le problème du caractère anachronique du mandat unique de stabilité des prix de la BCE.

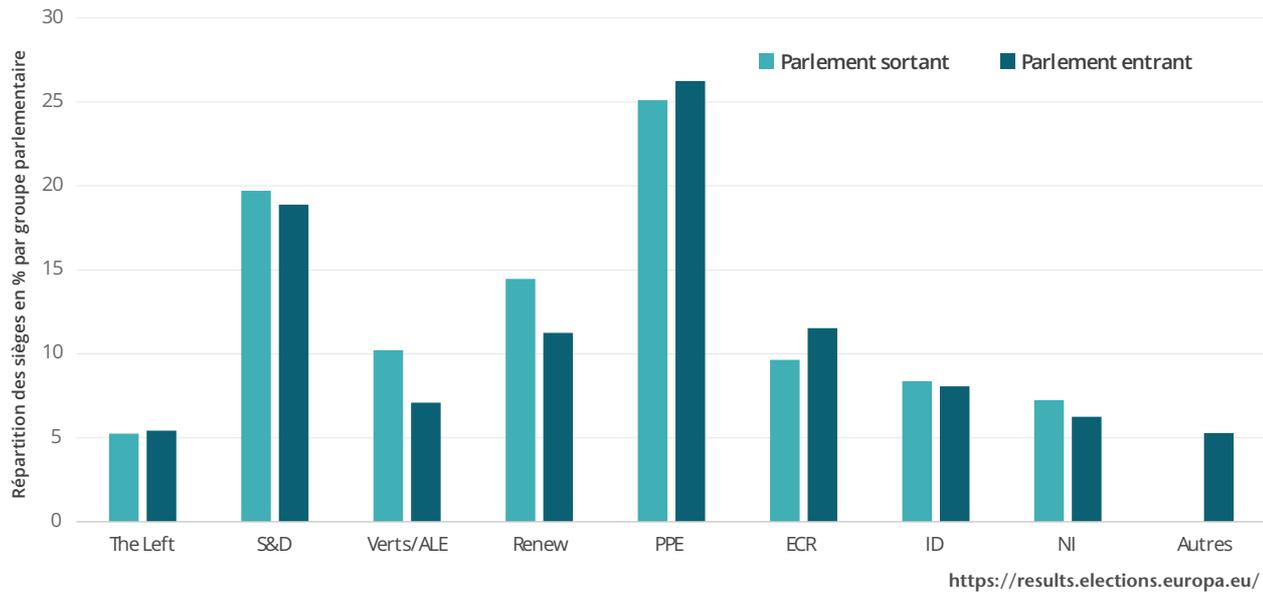
Ces considérations nous amènent à formuler les recommandations suivantes :

- Revoir le mandat de la BCE en y incluant un objectif d'emploi, pour l'adapter au rôle qu'elle a eu (et aura en toute probabilité à l'avenir) et qui va bien au-delà du simple contrôle de l'inflation ;
- Poursuivre le débat sur la création d'une marge de manœuvre budgétaire, et ce d'autant plus que les procédures nationales en déficit excessif vont s'intensifier. Si la création de marge de manœuvre ne peut être faite au niveau européen au vu du manque d'appétence pour une plus grande intégration (rendu encore plus évident par les résultats des élections récentes), il semble inéluctable de rouvrir le dossier des règles budgétaires et de protéger plus résolument les investissements publics ;
- Enfin, les multiples programmes d'assistance financière aux États membres devraient être réorganisés et consolidés en une facilité unique, comme cela a déjà été proposé par le passé.

Les élections européennes ont rendu leur verdict (graphique) et, sans surprise au vu des sondages, la répartition des sièges entre les partis n'est pas fondamentalement modifiée par rapport à ce qu'elle était en avril dernier. Dans la configuration sortie des urnes lors de ce mois de juin 2024, il va continuer d'être difficile de trouver une majorité. En outre, compte tenu de l'expansion du groupe PPE par rapport à la précédente mandature, de la mauvaise opération électorale réalisée par le groupe Renaissance et d'une baisse relative du poids du groupe Socialistes & Démocrates, les progrès de l'intégration européenne, avec la création d'outils renforçant la solidarité entre les États membres, pourraient marquer le pas par rapport à la précédente mandature. Cela ne sera sans doute pas sans conséquence sur l'orientation des politiques économiques européennes.

Lors des cinq dernières années, de très nombreuses avancées institutionnelles ont pourtant été réalisées. Elles contrastent à la fois avec les politiques entreprises au cours des dix années qui ont précédé (2009-2019), et donc sans doute aussi avec les cinq prochaines. Depuis 2019, les États membres et les institutions de l'Union européenne (UE) ont su réagir avec beaucoup de rapidité et une bonne dose de souplesse aux défis posés par les crises économiques, financières et sanitaires. Ils l'ont fait en réhabilitant, d'une part, l'usage des politiques économiques et en échappant ainsi aux politiques d'austérité budgétaire qui avaient prévalu après la crise dite des dettes souveraines (2010-2014). D'autre part, les États membres et les institutions européennes ont développé des outils permettant une meilleure solidarité financière entre les États membres, au travers d'émissions de dettes communes ou de politiques monétaires novatrices. Enfin, malgré les crises récurrentes, les enjeux structurels de plus long terme ont été réévalués : la soutenabilité des dettes publiques, au cœur du cadre budgétaire européen, est envisagée en lien avec les transitions digitale et écologique afin de contribuer à une hausse du PIB potentiel européen. Pour cela, les échelons politiques s'entremêlent : national pour la soutenabilité des dettes avec une surveillance communautaire, et européenne pour le financement de la double transition avec des plans d'investissement émanant des États eux-mêmes.

Graphique. Résultat aux élections européennes



Les avancées institutionnelles que ce document rappelle dessinent une architecture en quatre dimensions : gestion des crises, gestion du cycle économique, solidarité financière et soutenabilité à long terme. C'est à l'aune de ces quatre dimensions que nous pouvons établir un bilan des avancées institutionnelles réalisées depuis cinq ans et proposer quelques voies de réforme.

Les avancées institutionnelles sont intervenues dans l'urgence d'une crise sans précédent – la pandémie de Covid-19, démarrée en Italie en janvier-février 2020, gérée initialement par les États membres de l'UE – et ont très rapidement conduit à des réactions communes à vocation temporaire mais également, et c'est sans doute un point important à rappeler, à une projection des politiques économiques communes vers le long terme. Nous rappelons ci-dessous les initiatives temporaires de la Banque centrale européenne (BCE) (avec, principalement, la création du *Pandemic Emergency Purchase Programme*, PEPP) et celles du Mécanisme européen de stabilité (MES) et de la Commission européenne pour faciliter le financement des dépenses publiques de santé et d'indemnisation-chômage pendant la crise. Nous revenons ensuite sur les initiatives de plus long terme de la BCE avec l'instauration d'un outil permanent d'amélioration des canaux de transmission de la politique monétaire (le *Transmission Protection Instrument*, TPI), et sur celles de la Commission et du Conseil avec le lancement du programme *Next Generation EU* (NGEU) et du Fonds de relance et de résilience (FRR), tous deux temporaires mais dont les modalités de fonctionnement s'étendent de 2021 à 2026. Ces deux outils (TPI et NGEU) peuvent-ils, en lien avec les règles budgétaires pesant sur les États membres, assurer la stabilité économique de l'UE, sa solidarité et sa soutenabilité en dehors d'événements extrêmes comme une pandémie ?

Le célèbre adage selon lequel « l'Europe se fera dans les crises et sera la somme des solutions apportées à ces crises » (Jean Monnet) n'est pas démenti avec la crise sanitaire. Le cadre institutionnel budgétaire et monétaire européen, après la révision des règles budgétaires nationales dans le cadre du Pacte de stabilité et de croissance (PSC) et après la révision de stratégie effectuée par la BCE, n'incite cependant pas à un excès d'optimisme : les politiques budgétaires nationales se focalisent toujours principalement sur les questions de soutenabilité de dette publique, au risque d'une instabilité économique

plus grande, tandis que, sans modification des traités, la BCE reste soumise à son objectif prioritaire de stabilité des prix. Parallèlement, NGEU n'a pas montré pleinement sa capacité à remplir les objectifs de stabilité, de solidarité et de soutenabilité qui lui sont assignés. Il y a de bonnes raisons à cela qui sont discutées plus loin.

On l'a constaté avec la crise énergétique, sans renforcement de la coordination des politiques économiques, les divergences peuvent réapparaître et fragiliser l'économie européenne¹. Aussi proposons-nous en conclusion quelques pistes d'amélioration de la gouvernance économique européenne.

1. Les politiques économiques au chevet de l'économie européenne

L'UE a été l'objet de nombreuses critiques en raison des politiques d'austérité budgétaire mises en place de façon synchronisée pendant la crise dite des dettes souveraines et pour avoir attendu de la BCE qu'elle sauve la zone euro, seule et quoi qu'il en coûte à partir de 2012 et surtout après 2015 quand la BCE va lancer ses rachats massifs de dette publique. Le printemps 2020 est venu rebattre les cartes. Les erreurs de politique économique des années précédentes ont été corrigées et retenues : les décideurs politiques européens ont décidé d'agir vite et bien pour contrer la pandémie, en se coordonnant, marquant ainsi un tournant dans la gestion macroéconomique de la zone euro jusqu'à aujourd'hui (Saraceno, 2021 ; Creel *et al.*, 2021a). La longue liste d'acronymes (leurs définitions sont données plus loin) qui va suivre témoigne des politiques mises en œuvre en 2020 : dans l'ordre chronologique, extension du PSPP, création du PEPP et des PELTRO, suspension du PSC, création du MES-santé, du SURE, de NGEU, du FRR. Elles seront suivies en 2022 par la création du TPI avant qu'en 2024, la réforme du PSC n'intervienne.

Gestion de crise : le Covid et l'autre « quoi qu'il en coûte »

Les États membres en première ligne

En 2020, le premier barrage contre la pandémie a été érigé par les gouvernements des États membres, ce qui est inévitable en l'absence d'un gouvernement fédéral européen. En plus de faire face à l'urgence sanitaire, les États ont injecté des ressources dans l'économie pour soutenir la liquidité des entreprises, limiter la baisse des revenus du travail et fournir des garanties qui permettaient au secteur productif de continuer à accéder au crédit. L'effet des mesures sur les finances publiques a été immédiat ; la dette et le déficit ont considérablement augmenté en 2020, mais également en 2021 sauf rares exceptions (en 2022 les finances publiques ont continué de se détériorer, mais cette fois-ci en relation avec l'effort pour combattre l'inflation)². Cependant, cet effort colossal des gouvernements européens a porté ses fruits et, partout, les revenus et l'emploi ont chuté nettement moins que le PIB³.

La BCE à la rescousse

Les institutions européennes ont soutenu les efforts des pays membres. La BCE a ouvert un parapluie protecteur en étendant de 120 milliards d'euros ses achats d'obligations publiques au titre du programme PSPP (*Public Sector Purchase Programme*, né en 2015) le 12 mars 2020, puis en lançant le 19 mars 2020 un nouveau programme d'achats d'obligations d'État, avec une enveloppe d'achats initiale de 750 milliards

1. Voir les OFCE *Policy briefs* qui viennent d'être publiés à ce sujet : Bock *et al.* (2024) et Aurissergues *et al.* (2024).

2. Le FMI a tenu à jour jusqu'en octobre 2021 un descriptif des mesures budgétaires et fiscales nationales mises en œuvre pendant la pandémie. Les données sont disponibles en ligne dans *Fiscal Monitor Database of Country Fiscal Measures in Response to the COVID-19 Pandemic*.

3. Selon le FMI (voir note précédente), l'Allemagne, l'Espagne, la France et l'Italie ont respectivement augmenté leurs dépenses et renoncé à des recettes fiscales pour contrecarrer les effets de la pandémie à hauteur de 15,3, 8,4, 9,6 et 10,9 % de leur PIB respectif entre janvier 2020 et septembre 2021. Ceci ne tient pas compte des mesures de soutien aux entreprises comme les prêts garantis qui sont sans effet direct sur les finances publiques.

d'euros (ce montant a été renouvelé deux fois, portant le montant total à 1 850 milliards d'euros) : le PEPP. La BCE a également renouvelé ses opérations de liquidité à long terme en faveur des banques, en créant les PELTRO (*Pandemic Emergency Longer-Term Refinancing Operations*) dont les taux d'intérêt étaient négatifs, à -0,25 %. Cela a contribué à réduire les taux d'intérêt de marché (déjà bas en raison de l'énorme quantité d'épargne disponible), rendant la dette plus soutenable (Creel *et al.*, 2021b).

Fin avril 2024, l'encours de titres détenus par l'Eurosystème s'élevait à 2 300 milliards d'euros au titre du PSPP et à 1 600 milliards d'euros au titre du PEPP. La valeur totale (consolidée) du bilan de l'Eurosystème s'établissait à un peu moins de 7 000 milliards d'euros fin 2023, un montant ayant triplé depuis l'annonce en janvier 2015 par Mario Draghi, alors président de la BCE, de la mise en œuvre du PSPP.

Les premières initiatives de la Commission européenne et du Mécanisme européen de stabilité

Après avoir activé la clause suspensive du Pacte de stabilité et de croissance (PSC), pour permettre aux gouvernements de faire face à la pandémie sans avoir à mener des politiques procycliques, les institutions européennes ont aussi très vite mis en place des outils d'assistance financière pour soutenir les États dans leurs efforts dans deux secteurs particulièrement affectés par la pandémie et par les fermetures administratives : le marché du travail et la santé. Dans les deux cas, le même principe a été poursuivi : les institutions européennes étaient censées emprunter à des conditions favorables et remettre ensuite les fonds aux pays membres à un taux, pour certains d'entre eux, inférieur au taux du marché. Ces fonds devaient servir à financer les dépenses publiques liées au marché du travail (assurance chômage, activité partielle, politiques actives de retour à l'emploi, etc.) ou les dépenses de santé (achats de respirateurs artificiels, de masques, de tests, de vaccins, augmentation de lits de réanimation, etc.). Cependant, le choix du véhicule financier a été différent. Pour les politiques publiques en lien avec le marché du travail, un nouveau mécanisme, appelé SURE (*temporary Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency*), a été mis en place. Pour les dépenses de santé, une ligne de crédit spéciale à hauteur de 2 % du PIB, soit environ 240 milliards d'euros, a été créée dans un support déjà existant : le Mécanisme européen de stabilité (MES), établi en 2012 pour assurer la stabilité de la zone euro en venant à la rescousse des pays en difficulté sur les marchés financiers. Ce choix a été critiqué à l'époque parce que le MES ne semblait pas adapté à une assistance financière à vocation solidaire. La décision d'utiliser le MES avait cependant été justifiée par l'urgence d'acheminer les fonds aussitôt que possible. L'utilisation d'un véhicule financier existant devait permettre de canaliser rapidement les ressources vers des systèmes de santé au bord de l'effondrement, tandis que la création du nouveau mécanisme SURE était supposée trouver sa place plus graduellement. En fait, c'est le contraire qui s'est produit : le SURE a été plébiscité presque immédiatement et il a déboursé entre 2021 et 2022 98 des 100 milliards alloués, alors qu'aucun pays n'a eu recours à la ligne pandémique du MES. On reviendra plus tard sur les raisons de cet échec.

Soutenabilité et solidarité : se projeter vers le long terme

Les institutions européennes ont fait plus que protéger l'effort des États membres pendant la pandémie. Elles se sont aussi penchées sur les instruments nécessaires pour faciliter la reprise après la pandémie et profiter du choc pour relancer la transition écologique et digitale tout en sécurisant les finances publiques des États membres. Les résultats de cet effort sont le programme *Next Generation EU* et l'instrument de protection de la transmission de la politique monétaire.

Next Generation EU, une avancée indéniable

En juillet 2020, l'UE a adopté un programme ambitieux de financement intitulé *Next Generation EU* (NGEU). Il combine une facilité pour la reprise et la résilience (FRR), dont les premiers paiements ont été effectués dès l'été 2021, avec d'autres mécanismes financiers (React-EU), le tout pour un montant de 750 milliards en prix constants 2018. Ce programme s'ajoute aux 1 100 milliards du budget pluriannuel de l'UE, dotant finalement les États membres de 1 850 milliards d'euros sur sept ans⁴.

4.

Voir Cerniglia, Saraceno et Watt (2021). Pour le plan de relance français, voir Plane et Saraceno (2021)

NGEU présente des aspects innovants : tout d'abord, l'émission d'une dette commune élevée (750 milliards, soit 5 % du PIB de l'UE), qui depuis 2021 et jusqu'à 2026 finance un vaste programme d'investissement et de réformes visant à canaliser la reprise dans le cadre des objectifs à long terme de l'UE (transition écologique, numérisation, cohésions sociale et territoriale) ; ensuite, l'allocation des ressources aux États membres en fonction des besoins induits par la pandémie plutôt que selon les clés de répartition habituelles. La dette contractée par l'UE sera remboursée de 2028 à 2058 *a priori* grâce à des ressources propres additionnelles (taxe sur les transactions financières, mécanisme d'ajustement carbone aux frontières, taxe sur les emballages en plastique, taxe sur les multinationales), sinon par des hausses des contributions des pays au budget de l'Union.

Le programme NGEU n'est certainement pas un acte fondateur pour une Europe fédérale. L'endettement commun est temporaire et ne reprend pas les dettes existantes ; en outre, un peu plus de la moitié de la FRR qui en constitue l'élément principal, concerne des prêts, attractifs uniquement pour des pays ayant des difficultés d'accès aux marchés financiers ; de plus, les ressources propres additionnelles ne sont pour l'instant qu'une liste de souhaits : à l'exception de la « taxe plastique », il n'y a pas de consensus sur les autres taxes. En outre, les programmes d'investissement inscrits dans NGEU resteront nationaux et n'ont pas une dimension explicitement pan-européenne. Il faut donc se satisfaire que la Commission dans le cadre du programme ait fixé des lignes directrices strictes pour le financement des plans nationaux (des « bonnes conditionnalités ») visant à assurer la cohérence globale des stratégies nationales et une plus grande efficacité dans la fourniture des biens publics communs.

En dépit de ces limites, le programme NGEU, et notamment la FRR, a constitué un tournant dans le processus d'intégration européenne car, pour la première fois, il a introduit une forte dose de solidarité entre les pays. Premièrement, avec l'émission de dette commune, de sorte que les pays dits vertueux permettent aux pays rencontrant des conditions de financement plus défavorables de leurs déséquilibres publics d'accéder à des taux d'intérêt plus bas. Ensuite, et c'est sans doute là l'élément le plus innovant en matière de solidarité financière, en distribuant une partie des fonds de la FRR sous forme de subventions, au profit des pays qui ont le plus souffert de la pandémie (et qui étaient déjà affaiblis après la « décennie perdue » de la crise de la dette souveraine). En bref, le programme NGEU introduit pour la première fois une mutualisation partielle des dettes et un partage significatif des risques, constituant une reconnaissance implicite du fait qu'en cas de chocs majeurs, une réponse commune est plus efficace que de réagir en ordre dispersé. Ce qui rend le programme NGEU encore plus significatif est la position de l'Allemagne qui, jusque-là farouchement opposée à tout mécanisme de partage du risque, a mis tout son poids derrière le programme.

L'instrument de protection de la transmission de la politique monétaire, un outil encore méconnu

La BCE a interrompu ses achats nets d'obligations au titre du PEPP en mars 2022, puis du PSPP en juin 2022, pour ne conduire que des opérations de réinvestissement

des titres préalablement acquis et arrivant à échéance, cela afin de maintenir constant le stock d'obligations détenus. Depuis mars 2023, la BCE procède à des opérations de réinvestissement partiel qui ont conduit à réduire le stock des titres acquis dans le cadre du PSPP au bilan de l'Eurosystème. Parallèlement, dès juillet 2024 et jusqu'à la fin de la même année au moins, la BCE réduira de 7,5 milliards d'euros en moyenne par mois son encours de titres détenus dans le cadre du PEPP. Aussi la hausse des taux directeurs intervenue en juillet 2022 s'accompagne-t-elle depuis un peu plus d'un an d'un resserrement quantitatif (en anglais, *quantitative tightening* – QT – qui s'oppose au *quantitative easing* – QE).

Cette réorientation de la politique monétaire pour juguler l'inflation, dont on va débattre encore longtemps de l'utilité⁵, ne doit pas masquer une innovation introduite dans les opérations de financement de la BCE. En juillet 2022, le Conseil des gouverneurs de la BCE a adopté un nouvel instrument de protection de la transmission de la politique monétaire, le *Transmission Protection Instrument* (TPI) en anglais. Son objectif affiché est d'assurer une homogénéité dans la transmission de la politique monétaire unique entre États membres de la zone euro pour que l'objectif de stabilité des prix que le traité sur le fonctionnement de l'UE lui a assigné, soit mieux respecté. *In fine*, l'objectif est d'éviter un nouvel épisode de hausse des écarts de taux d'intérêt à 10 ans sur les dettes publiques entre États membres (les spreads de taux) qui ne serait pas justifié par des écarts avérés par rapport à la discipline budgétaire ou qui ne serait pas justifié par l'hétérogénéité des conditions économiques prévalant dans les États membres (comme une accélération de l'inflation dans un État membre mais pas dans les autres).

L'activation du TPI serait conditionnée au respect du cadre budgétaire européen, notamment au fait que l'État membre ne soit pas soumis à une procédure en déficit excessif, et à l'absence de déséquilibres macroéconomiques⁶. L'utilisation du TPI passerait par des achats de titres (prioritairement de dette publique, quoique les dettes privées ne soient pas exclues) d'un État membre dont les conditions de financement se seraient dégradées de façon injustifiée. Ces achats de titres seraient de nature temporaire, de telle sorte à ne pas peser durablement sur le bilan de l'Eurosystème et à ne pas interférer avec l'orientation générale de la politique monétaire de la BCE.

5.

Voir l'analyse préliminaire de Blot et Creel (2022) et, plus récemment, les travaux menés par Ben Bernanke et Olivier Blanchard avec plusieurs équipes de banques centrales (Bernanke et Blanchard, 2024) qui mettent en lumière les sources d'inflation, donc leur nature plus ou moins sensible à la hausse des taux directeurs : ceux-ci pèsent sur la demande mais ont assez peu d'effet sur les facteurs d'offre comme les prix de l'énergie ou les ruptures de chaînes d'approvisionnement.

6.

Le tableau bord des déséquilibres macroéconomiques est composé de 14 indicateurs. Voir https://economy-finance.ec.europa.eu/economic-and-fiscal-governance/macro-economic-imbalance-procedure/scoreboard_en

2. Une tentative de bilan des politiques économiques européennes

NGEU, MES, SURE, PSPP, PEPP, TPI : quels enseignements tirer de l'usage de ces différents leviers pour assurer une meilleure gestion de la crise, davantage de solidarité et de soutenabilité, et une stabilité économique renforcée ?

NGEU, le SURE et le MES pandémique : anatomie de deux succès et d'un échec

Les plans d'investissement au titre de NGEU sont, au mieux, en cours et les fonds alloués sont encore loin d'avoir tous été décaissés. Début 2024, seules la Croatie, l'Espagne, la France et l'Italie avaient reçu plus de la moitié des fonds alloués au titre des subventions. L'Italie était bien seule en ce qui concerne les décaissements au titre des prêts, seul pays en effet à avoir atteint la barre symbolique des 50 %. En contraste, l'Espagne, éligible à 83 milliards d'euros de prêts, a fait le choix de les demander seulement en 2023 et par conséquent n'en a reçu que 340 millions jusqu'à présent. Au

niveau de l'UE, seuls 37 % des fonds alloués ont été décaissés, soit 42 % des subventions et 31 % des prêts. Les prévisions de décaissements communiquées par la Commission européenne fin mai 2020 impliquaient qu'à la fin de l'année 2023, 45 % des subventions et 67 % des prêts auraient été versés. On peut tirer deux enseignements de ces chiffres. D'une part, les fonds alloués au titre des prêts rencontrent un succès plus que mitigé. Le niveau bas des taux d'intérêt sur les dettes publiques européennes avant la remontée en 2022 a sans doute contribué à ce manque d'appétence pour des fonds alloués à un taux très proche, mais impliquant pour être perçus de remplir de nombreux « jalons » administratifs au niveau de l'UE. D'autre part, NGEU et ses subventions n'auraient jamais dû avoir comme objectif d'assurer la stabilité macroéconomique de l'UE : la dimension « relance » de NGEU a toujours été incompatible avec le rythme très graduel des financements effectifs, notamment via les subventions dont plus de la moitié devaient être versées à partir de 2024, soit quatre ans après la pandémie et la crise économique qu'elle a engendrée.

Établir un bilan de NGEU peut sembler bien précoce : nombreux sont les investissements qui vont se déployer prochainement. Dans son évaluation à mi-parcours de NGEU rendu public en février 2024 (European Commission, 2024), la Commission européenne se félicite notamment du choix de la méthode : les décaissements de fonds au titre de NGEU sont en effet conditionnés au respect de nombreux jalons (*milestones*) consistant, par exemple, en des appels d'offre préalables au financement des projets d'investissement. Cette obligation de performance – il faut atteindre les jalons en préalable des investissements – est saluée comme une indéniable réussite : les financements européens seraient plus transparents et l'obligation de performance permettrait de mieux identifier la valeur ajoutée de ces financements, en luttant notamment contre les effets d'aubaine quand les États membres font financer sur fonds européens les projets qu'ils avaient prévu de réaliser avant d'avoir connaissance de cette manne. Sur le plan des effets réels que pourraient avoir de NGEU, la Commission européenne s'en remet aux études d'impact *ex ante*. Sur la base de simulations de modèles macroéconométriques de l'UE, la Commission européenne estime qu'à l'horizon de 2026, en prenant en compte les demandes actualisées de prêts et le profil des dépenses d'investissement par pays, l'utilisation des fonds de NGEU augmenterait le PIB réel de l'UE de 1,4 % par rapport à une situation sans politique européenne commune. Pour mémoire, les effets multiplicateurs calculés s'étalent de 1 à court terme à 6 à long terme (voir Pfeiffer, Varga et in 't Veld, 2023). Les effets de NGEU seraient plus marqués dans les pays aux revenus par habitant inférieurs à la moyenne européenne (Bulgarie, Grèce) ou rendus plus vulnérables par la crise sanitaire (Espagne, Italie). En outre, l'utilisation simultanée de tous les fonds alloués produirait des effets complémentaires de débordement (*spillovers*) pouvant expliquer jusqu'à un tiers des effets attendus de NGEU sur le PIB de l'UE.

Les effets attendus de NGEU dans le principal pays bénéficiaire, l'Italie, font actuellement débat. Boeri et Perotti (2024) insistent principalement sur les effets d'engorgement des fonds européens alloués à l'Italie qui ne sont pas utilisés par manque de temps et par manque de moyens administratifs pour les gérer. L'Italie rencontrerait un problème d'absorption des fonds européens. Il faudrait pouvoir les lisser au cours du temps pour les utiliser efficacement pour financer des investissements et espérer en tirer des gains en matière de croissance. Giavazzi et Goretti (2024) de leur côté pointent les réussites de NGEU en Italie, notamment sur l'accélération des réformes. D'une part, NGEU a été associé à une amélioration du système judiciaire italien. D'autre part, les jalons évoqués plus haut, notamment sur la transparence des appels d'offre, réduisent sensiblement le risque de corruption. Giavazzi et Goretti évoquent également la rationalisation des services publics d'eau et d'électricité depuis le déploiement des fonds européens.

Creel et Kaiser (2024) cherchent à contourner le problème de l'impossibilité d'évaluer *a posteriori* NGEU en attribuant les effets multiplicateurs des politiques budgétaires nationales passées aux effets attendus des prêts consentis au titre de NGEU. L'avantage des prêts européens par rapport à un financement national des dépenses d'investissement est assez limité : il dépend de l'écart entre le taux d'intérêt européen et le taux d'intérêt national, soit quelques points de base. En dehors de situation d'écarts importants de taux (*spreads*) entre les États membres, cette différence est ténue. À l'inverse, les subventions au titre de NGEU font une vraie différence : à court et moyen terme, les pays bénéficiaires ne paient pas directement d'intérêts sur les dettes contractées. Aussi, l'effet multiplicateur attendu des subventions européennes devrait-il être plus élevé que celui attendu sur les prêts. En calculant des effets multiplicateurs sur les politiques budgétaires nationales passées, on peut donc espérer avoir une limite inférieure des effets *ex post* de NGEU, si les prêts et les subventions sont effectivement utilisés. En France, cette limite inférieure serait de l'ordre de 0,5 au bout d'un an ; elle serait de 0,7 en Italie après trois ans mais serait nulle en Allemagne. Dans le débat italien évoqué ci-dessous, la balance pencherait donc du côté (plus optimiste) de Giavazzi et Goretti : NGEU aurait un effet réel positif en Italie, en complément des réformes en cours. Creel et Kaiser (2024) montrent également que l'effet multiplicateur est plus élevé en Italie et en Allemagne (mais pas en France) si la politique budgétaire intervient en phase basse d'activité. Les multiplicateurs s'approchent alors de ceux trouvés par la Commission européenne : égal à 2 en Allemagne après un an et à 4 en Italie après trois ans. Au-delà de ses effets sur le PIB de long terme, donc sur la soutenabilité des finances publiques européennes, NGEU a contribué à renforcer la solidarité financière par une allocation innovante, l'émission de dette commune et un partage des risques sur cette dette. En termes de gestion de crise, NGEU a servi de signal pour interrompre les mouvements spéculatifs sur les dettes européennes, comme en témoignent les baisses de *spread* dès l'annonce en mai 2020 d'une initiative commune franco-allemande qui mènera à l'adoption de NGEU. En matière de gestion macroéconomique, NGEU n'a pas grand-chose à voir avec un fonds de relance : le rythme de financement culminant après quatre ans, il était impossible d'en attendre un effet immédiat sur l'économie européenne.

Revenons maintenant aux deux autres outils budgétaires mobilisés pour atténuer les coûts économiques et sociaux de la pandémie. Ces deux outils, SURE et le MES-Santé, ont connu des destins très différents. Le SURE, le fonds créé pour soutenir les États dans leurs efforts pour préserver les marchés du travail, a été plébiscité et la quasi-totalité des 100 milliards prévus ont été alloués et déboursés. La ligne pandémique du MES, destinée à soutenir les efforts dans le domaine de la santé, est restée inutilisée. La raison doit être recherchée dans le choix du véhicule financier : avec la ligne pandémique, on prétendait transformer en instrument de solidarité une institution qui avait été créée, à la suite de la crise grecque, pour éviter que les problèmes de finances publiques d'un État membre ne fragilisent la monnaie unique (c'est d'ailleurs pourquoi le MES est institué par un traité intergouvernemental réservé aux seuls pays de la zone euro). Pour cette raison, en 2012 le MES avait été greffé au cadre réglementaire de la surveillance financière des États membres, les « two-pack » et le « six-pack », donnant aux institutions un pouvoir d'ingérence (la fameuse « surveillance renforcée ») qui rend toujours l'utilisation du MES risquée (un pays y ayant recours pouvant être mis sous tutelle, même pour la ligne pandémique).

Le succès de SURE découle en revanche de son inscription dans l'article 122 du traité sur le fonctionnement de l'UE, qui réglemente la solidarité européenne en cas d'événements exceptionnels tels qu'un tremblement de terre ou la pandémie de 2020. L'article 122 stipule que l'Union européenne peut fournir une aide financière aux pays

touchés par des catastrophes naturelles. Cette assistance vise donc naturellement à soutenir le pays en difficulté et non, comme dans le cas du MES, à préserver la stabilité financière des créanciers. Dit autrement, les prêts du SURE étaient vraiment inconditionnels, contrairement au MES y compris dans la ligne pandémique.

En bref, SURE était un instrument adapté aux besoins auxquels il devait répondre, un vecteur de solidarité européenne envers les pays touchés par le Covid. Le MES est un instrument qui a été créé pour assurer la stabilité financière. Le choix de réorienter le MES sur une nouvelle finalité – « santé » – sans en changer la conditionnalité explique l'échec de la ligne pandémique (Mangia et Saraceno, 2020).

Le succès du SURE pose la question d'une possible réplique de sa logique pour faire face à d'autres chocs. SURE avait par exemple été évoqué comme modèle quand les commissaires Breton et Gentiloni (2022) avaient avancé la proposition de créer un outil commun pour faire face aux coûts de la flambée des prix énergétiques. Dans le cadre d'une possible réorganisation de l'assistance financière de l'Europe (voir ci-dessous), une ligne de prêt basée sur la solidarité face à des chocs extérieurs (par exemple l'article 122) pourrait avoir toute sa place.

PSPP et PEPP : complémentaires plutôt que substituables

Comme on l'aura compris à l'évocation précédente des politiques monétaires mises en œuvre au printemps 2020, le PSPP et le PEPP ont coexisté. Pourtant, ces deux programmes ont des modalités d'actions très proches : ils consistent en des achats des mêmes obligations d'État auprès des mêmes institutions servant de contrepartie : les banques commerciales éligibles (ou *primary dealers*). La différence la plus notable entre les deux programmes avait trait à l'équilibre dans le bilan entre les achats de titres par pays émetteur : le PSPP respectait en permanence les clés de répartition au capital de la BCE, tandis que le PEPP pouvait s'en écarter à court terme.

Là où les achats d'obligations d'État devaient donc se faire au prorata de la contribution de chaque État membre au capital de la BCE dans le cadre du PSPP (la BCE a donc acquis plus d'obligations publiques allemandes qu'italiennes, car la contribution de l'Allemagne au capital de la BCE est supérieure à celle de l'Italie), le PEPP innovait en permettant, mais temporairement, à la BCE d'acheter plus de dettes italiennes que sa part au capital de la BCE. Le PSPP n'avait donc pas vocation à modifier les spreads de taux d'intérêt dans la zone euro, tandis que le PEPP l'avait à court terme.

Cette différence entre PSPP et PEPP dans la mise en œuvre des achats d'obligations publiques proprement dite s'est révélée très théorique. En pratique, la BCE a dans la plupart des cas respecté la clé de répartition pour ses achats au titre de PEPP. PSPP et PEPP ont donc pu apparaître comme des substituts, posant ainsi la question de leur coexistence : pourquoi avoir deux programmes similaires plutôt qu'un seul ?

En réalité, ces deux programmes avaient des objectifs intermédiaires différents, l'objectif principal restant d'assurer la stabilité des prix : le PSPP avait été lancé en 2015 pour lutter contre le désancrage des anticipations d'inflation par rapport à la cible de 2 %, tandis que le PEPP a été lancé en 2020 pour réduire les spreads de taux d'intérêt. Il apparaît qu'au moins à court terme, et donc au pire de la hausse des spreads, la BCE a pu agir à la baisse sur ces spreads dès lors qu'elle a communiqué sur cet objectif intermédiaire et qu'elle s'est donnée la flexibilité nécessaire pour s'écarter éventuellement de la clé de répartition usuelle (Hubert *et al.*, 2024).

Le PEPP a été un outil efficace de gestion de crise, favorisant la soutenabilité des finances publiques européennes par la baisse des taux d'intérêt sur les dettes publiques tout en luttant contre les risques de fragmentation financière. En réduisant les spreads, la BCE a surtout assuré une transmission plus homogène de sa politique monétaire à l'ensemble des États membres de la zone euro. Une fois le PEPP interrompu, le TPI est devenu son substitut naturel : en cas de transmission hétérogène (par exemple des divergences des taux souverains à la suite d'un resserrement monétaire) de la politique monétaire de la BCE, le TPI pourrait être mobilisé.

TPI : une conditionnalité trop forte ?

La conditionnalité du TPI fait évidemment penser à celle qui accompagnait le programme d'achat OMT (*Outright Monetary Transactions*). Après son vibrant plaidoyer en juillet 2012 sur le « quoi qu'il en coûte » (« La BCE est prête à faire tout ce qu'il faut pour préserver l'euro et, croyez-moi, cela sera suffisant »), Mario Draghi, alors président de la BCE, avait annoncé en août 2012 la création en septembre de la même année, d'un programme d'achat illimité d'obligations jusqu'à une maturité de trois ans, l'OMT remplaçant et étendant ainsi le programme précédent connu sous l'acronyme de SMP (*Securities Market Programme*). L'activation de l'OMT est conditionnelle : la BCE déclenche ses achats si et seulement si un État membre est placé sous programme auprès du MES et poursuit, par exemple, un programme d'ajustement macroéconomique. On l'a vu plus haut, la conditionnalité du TPI est différente, portant sur le respect des critères européens en vigueur sur les déséquilibres macroéconomiques et ceux de finances publiques. Pour autant, la différence reste assez ténue dans la mesure où les plans d'ajustement structurel font rarement l'impasse sur la nécessaire consolidation budgétaire.

À ce jour, et après près de deux ans d'existence, le TPI partage une autre particularité avec l'OMT : celle de n'avoir jamais été déclenché. Instruments mobilisables mais non mobilisés dont l'objectif premier a sans doute été de servir d'assurance pour les États et de signal auprès des marchés financiers. Certes, la BCE n'a toujours pas officiellement le statut de prêteur en dernier ressort, mais elle en a de nombreux attributs, certains en réserve.

Les pertes de l'Eurosystème : un risque mesuré

Les politiques non conventionnelles (PSPP et PEPP dans la zone euro) ont contribué à augmenter considérablement les réserves excédentaires des banques auprès de la banque centrale. Les politiques monétaires passées ont donc également eu des effets favorables sur la stabilité bancaire en réduisant, toutes choses égales par ailleurs, le risque à l'actif des banques commerciales. Cependant, ces réserves excédentaires sont rémunérées et contribuent à des pertes de la BCE et de l'Eurosystème et peuvent être interprétées comme des subventions aux banques, ce qui pose question quant à la bonne allocation des ressources entre les différents secteurs de l'économie (voir De Grauwe et Yi, 2022). Les pertes de l'Eurosystème font-elles courir un risque important à la zone euro ?

La normalisation de la politique monétaire de la BCE intervenue à partir de l'été 2022 a en effet conduit à une baisse significative des profits de l'Eurosystème et à des pertes de la Bundesbank et de la Banque de France fin 2022. Sous l'effet de la hausse des taux d'intérêt intervenue pour juguler l'inflation, les réserves accumulées par les banques commerciales auprès de la BCE ont été mieux rémunérées (elles le sont

principalement au taux sur la facilité de dépôt marginal, redevenu positif en juillet 2022 pour atteindre désormais 4 %) : dans le pire des scénarios, l'augmentation des pertes des banques centrales pourrait nécessiter une recapitalisation par les États membres. Nous en sommes loin.

Plusieurs éléments méritent en effet d'être rappelés à propos d'un tel risque. Premièrement, certains travaux récents insistent sur le lien entre inflation, hausse des taux d'intérêt et valeur des dettes : la hausse des taux consécutive à l'inflation réduirait le prix des obligations détenues, et donc *de facto* la valeur des dettes détenues à l'actif de la banque centrale (Cecchetti et Hilscher, 2024). Les pertes engendrées par une baisse de valeur des dettes détenues par une banque centrale ne sont importantes à court terme que si elles se matérialisent par une vente effective desdites dettes à un prix inférieur. La banque centrale peut très bien décider de conserver les dettes qu'elle détient jusqu'à leur maturité et de provisionner ses pertes, en anticipant que ses taux directeurs baissent de nouveau : les deux opérations – vente effective et immédiate ou refinancement – n'auront alors pas la même valeur actualisée (Cecchetti et Hilscher, 2024). Les risques de perte sur les actifs détenus par la BCE et l'Eurosystème sont limités. La BCE détient les obligations d'État à leur valeur comptable (c'est-à-dire à leur valeur au moment de l'achat, Humann, Mitchener et Monnet, 2023) et non pas à la valeur de marché ; par ailleurs, la BCE indique qu'elle conserve ses titres jusqu'à leur maturité et que la réduction de son bilan n'est pas assurée par des ventes de titres qu'elle détient mais par la baisse de ses nouveaux achats.

Deuxièmement, les règles de répartition des pertes (et des profits) de l'Eurosystème entre les États membres de la zone euro sont très codifiées et limitent considérablement le partage des risques en ce qui concerne les détentions effectives d'obligations publiques. Le défaut de paiement éventuel sur la dette d'un État membre aurait peu de conséquence *directe* sur l'Eurosystème et sur les autres États membres. Sur 100 euros de dettes acquises par l'Eurosystème, 80 euros sont en effet des dettes nationales détenues par les banques centrales nationales et seuls 20 euros sont en quelque sorte partagés : 10 euros sont partagés entre les banques centrales nationales et 10 euros sont détenus par la BCE elle-même. La détention de dettes publiques européennes par l'Eurosystème est donc avant tout, et à hauteur de 80 % du stock de dettes publiques détenu, un problème national.

Troisièmement, les estimations des pertes de l'Eurosystème consécutives à la rémunération désormais élevée des réserves des banques aboutissent à des montants assez modestes. Les pertes de l'Eurosystème calculées par Belhocine, Vir Bhatia et Frie (2023) restent de l'ordre de 0,4 % du PIB, et elles sont en outre très temporaires. Les années fastes de profits positifs de l'Eurosystème depuis 2008 seraient donc à peine interrompues par deux années de perte, en 2023 et 2024. Ce constat est partagé par Bell *et al.* (2023). Il reste que les pertes, même limitées, même temporaires, sont *in fine* des ressources budgétaires en moins pour les États membres de la zone euro. Elles interviennent en outre à un moment inopportun : celui du retour des règles budgétaires nationales (voir plus loin) et des phases de consolidation budgétaire.

3. What else ?

Au lendemain de la crise financière mondiale, le débat sur les rôles respectifs de l'État et du marché dans l'économie a été rouvert et de nombreux économistes n'ont aujourd'hui aucun problème à reconnaître un rôle de régulation macroéconomique pour les politiques monétaires et (surtout) budgétaires : une partie du poids de

l'ajustement de l'économie, en réponse aux chocs ou aux changements structurels pour la croissance, doit nécessairement reposer sur les épaules des politiques publiques. C'est ce que démontrent les États-Unis, une union monétaire axée sur la flexibilité du marché et la mobilité de la main-d'œuvre et du capital dans laquelle, cependant, les politiques macroéconomiques jouent un rôle central non seulement en temps de crise, mais aussi dans la régulation de l'économie en temps normal (Alcidi, D'Imperio et Thirion, 2017). La pandémie a fait comprendre que seuls de véritables mécanismes d'assurance mutuelle, typiques d'un État fédéral, pourraient permettre de garantir la stabilité et la croissance en opérant de concert (et parfois à la place) des ajustements du marché. Il s'agit d'accompagner la seule institution « fédérale » qui existe aujourd'hui, la BCE, de politiques budgétaires nationales ou européennes renouvelées, en la soulageant d'une partie du fardeau qu'elle a dû jusqu'à présent porter seule. La transition écologique et numérique nécessitera des politiques industrielles actives et des investissements publics massifs à l'avenir (Cerniglia et Saraceno, 2022). En outre, il est malheureusement plausible que les années à venir soient marquées par une instabilité géopolitique persistante et une succession de chocs mondiaux, ce qui nécessitera une intervention stabilisatrice de la politique économique. Se pose alors la question de savoir comment doter l'Union européenne et ses États membres des outils nécessaires à la mise en œuvre des politiques sociales et industrielles. Dernier point, mais non des moindres, les multiples crises de ces années ont ranimé le débat sur l'impact de la politique budgétaire sur l'activité économique. Les études sur la taille des multiplicateurs budgétaires se sont multipliées⁷ et il est désormais accepté d'une part que leur taille est en général bien plus large qu'on ne le croyait avant, et d'autre part qu'ils sont plus efficaces quand l'économie est en crise (Creel, Heyer et Plane, 2011).

7. Pour une revue de la littérature sur les multiplicateurs, voir Gechert et Rannenberg (2018) et Deleidi, lafrate et Levrero (2023).

Rendre la politique monétaire de la BCE moins contrainte

Depuis 2012, avec le « *whatever it takes* » de Mario Draghi, la BCE a activement participé aux efforts de stabilisation de la zone euro, parfois forcée à intervenir contre son gré par l'inertie des autorités budgétaires (Saraceno, 2016). Les programmes PSPP et PEPP, le TPI, l'OMT ont tous été mis en place dans le cadre normatif existant qui postule que : « L'objectif principal du Système européen de banques centrales, ci-après dénommé "SEBC", est de maintenir la stabilité des prix. Sans préjudice de l'objectif de stabilité des prix, le SEBC apporte son soutien aux politiques économiques générales dans l'Union, en vue de contribuer à la réalisation des objectifs de l'Union, tels que définis à l'article 3 du traité sur l'Union européenne » (article 127(1) du TFEU). Les interventions successives pour soutenir le système financier, pour contrer l'envolée des spreads ont chaque fois été justifiées par les menaces que l'instabilité financière et les risques de dissolution de la zone euro (notamment en 2012) faisaient peser sur la stabilité des prix. Donc, s'il serait excessif d'affirmer que le cadre normatif a contraint la BCE, il est certainement vrai qu'il l'a obligée à des acrobaties communicatives et à une ambiguïté de fond dans son action. Sans compter qu'il subsiste un risque juridique lorsque la BCE agit à la limite de son mandat, comme en témoignent les différentes tentatives de contester ses actions devant la Cour constitutionnelle allemande de Karlsruhe, et devant la Cour européenne de justice.

La flexibilité contrainte des actions de la BCE pose la question d'une révision de son mandat afin de mettre en conformité les principes et la pratique de la dernière décennie. Lors de la révision de sa stratégie en 2021, la BCE a adopté un objectif d'inflation symétrique autour de la cible de 2 %, abandonnant la définition de stabilité de prix comme « taux d'inflation en dessous, mais proche de 2 % ». Ce changement, dont la poussée inflationniste de 2021-2023 empêche encore de faire un bilan « en temps

normaux », devrait à l'avenir réduire le biais déflationniste de la politique monétaire. La BCE a aussi indiqué que les outils tels que le QE faisaient désormais partie intégrante de ses instruments de politique monétaire en cas de crises. Lors de la même révision, la BCE a également abandonné le lien quasi mécanique établi par le passé entre un objectif de croissance des agrégats monétaires et l'inflation. L'analyse monétaire et financière menée par la BCE vise désormais à éclairer les canaux de transmission de la politique monétaire et d'éventuels risques financiers plutôt qu'à détecter des risques pesant sur la stabilité des prix. Il s'agit d'un point technique, et par ailleurs dans le passé, l'objectif a souvent été ignoré sans trop de craintes. Cependant, la signification symbolique en est importante, étant donné que l'accent mis sur la croissance monétaire est un héritage d'une période monétariste où le lien entre les prix et la quantité de monnaie était considéré comme étroit, donnant à la seule banque centrale la tâche de contrôler l'inflation. Aujourd'hui, la BCE se joint à d'autres banques centrales pour reconnaître que le lien entre la quantité de monnaie en circulation et l'inflation est ténu et que les politiques monétaire et budgétaire doivent coopérer pour ramener l'inflation aux niveaux souhaités. Il serait donc souhaitable que le sujet du mandat de la banque centrale soit mis sur la table dans le cadre des discussions sur la réforme des institutions européennes.

Il y a certainement des arguments solides pour l'introduction d'un double mandat (emploi et stabilité des prix) pour la BCE, sur le modèle de celui de la Réserve fédérale américaine (Blot *et al.*, 2014). Limiter le mandat à la seule inflation, en fait, n'est plus entièrement justifiable une fois que l'on admet que l'inflation n'est pas nécessairement un phénomène monétaire (Creel *et al.*, 2024a ; Saraceno, 2023) et que la banque centrale participe au *policy mix* avec les autres politiques (industrielles et budgétaires). En outre, tant que les pays européens ne se dotent pas d'une capacité budgétaire centrale (voir ci-dessous), donner à la BCE la tâche de mettre en place des politiques contracycliques contre les chocs communs améliorerait l'efficacité des politiques de stabilisation. Enfin, un double mandat révélerait les arbitrages et les aspects politiques de la politique monétaire en dissipant l'illusion technocratique de règles optimales de ciblage d'inflation (Islam et Saraceno, 2015).

Une discussion devrait aussi être amorcée sur la cible d'inflation de la BCE (Blot et Saraceno, 2024). L'objectif de 2 % a pu sembler raisonnable pendant la longue période de grande modération (1990-2008), lorsque la croissance stable du PIB s'accompagnait de fluctuations limitées du taux d'inflation. Toutefois, cette période d'apparente stabilité macroéconomique cachait des déséquilibres croissants tels qu'une tendance chronique à l'excès d'épargne et, par conséquent, des taux d'intérêt réels neutres de plus en plus bas.

Après 2008, nous sommes entrés dans une nouvelle phase où les déséquilibres sont apparus au grand jour et où les chocs macroéconomiques se sont accentués. Dans un contexte d'instabilité accrue, les banques centrales peuvent se trouver dans la nécessité de réduire significativement les taux d'intérêt. Si ces taux sont initialement modérés, le risque d'atteindre la borne inférieure effective augmente. C'est la situation dans laquelle la Réserve fédérale et la BCE se sont trouvées pendant toute la décennie 2010. Un objectif d'inflation plus élevé permettrait d'augmenter les taux d'intérêt dans des conditions normales et de disposer d'une plus grande marge de manœuvre pour les abaisser si nécessaire. Cette marge supplémentaire pourrait s'avérer précieuse dans le cas probable où les années à venir étaient marquées par une augmentation de l'instabilité macroéconomique et géopolitique. Selon les estimations révisées de Holston, Laubach et Williams (2023), le taux réel neutre en zone euro s'élèverait actuellement à -0,7 %, ce qui suggère une cible optimale de 2,8 % (voir Andrade *et al.*, 2021). En outre, la

discussion récente sur les causes non monétaires de l'inflation pointe une relative perte de contrôle du taux d'inflation par la banque centrale. La seule politique monétaire ne pourrait pas cibler avec précision un dérapage du taux d'inflation dont les causes sont multiples. Cela peut avoir deux conséquences. Premièrement, la coordination des politiques monétaires et budgétaires pourrait améliorer la capacité à atteindre la cible. Deuxièmement, si la banque centrale n'est pas toute-puissante pour combattre un phénomène qui dépend d'autres causes, il peut être plus raisonnable de ne pas viser un niveau d'inflation mais une fourchette. À défaut de l'introduction d'un double mandat, une fourchette permettrait en outre à la BCE d'arbitrer de quelque manière entre l'objectif de stabilité des prix et d'autres objectifs secondaires tels que la croissance.

L'annonce d'une fourchette est certainement plus réaliste car les banques centrales ne peuvent pas atteindre les 2 % avec une précision d'orfèvre. Il existe toujours de nombreuses sources d'incertitude liées à l'efficacité de la politique monétaire, à ses délais de transmission, aux chocs futurs, à la relation entre l'activité et les prix (la pente de la courbe de Phillips). Une fourchette permettrait en outre à la BCE de disposer d'une plus grande marge de manœuvre pour gérer les compromis entre ses objectifs. Bien sûr, l'une des critiques formulées à l'encontre d'une bande à l'intérieur de laquelle l'inflation pourrait fluctuer est qu'elle est moins précise, ce qui pourrait nuire à la crédibilité de la banque centrale. Mais l'argument de la crédibilité peut être utilisé dans l'autre sens. Quelle est la crédibilité d'une banque centrale qui rate quasi systématiquement sa cible ?

Récupérer des marges de manœuvre budgétaire

La décevante réforme du Pacte de stabilité et de croissance

Après trois ans de quasi-inaction et quelques mois de négociations frénétiques, les ministres européens de l'Économie en décembre 2023 ont finalement conclu un accord pour réformer le Pacte de stabilité, qui avait été suspendu en 2020 pendant la pandémie. Avec la ratification par le Parlement européen en avril 2024, la nouvelle règle est opérationnelle et il n'aura pas fallu longtemps pour que la Commission européenne recommande (c'était le 19 juin 2024) d'ouvrir des procédures en déficit excessif, pour cause de déficit public supérieur à 3 % du PIB, contre sept États membres de l'UE, dont la Belgique, la France et l'Italie.

L'ancien Pacte introduit en 1997 avait été presque unanimement critiqué. D'abord, parce qu'il était baroque et basé sur une pléthore d'indicateurs, certains arbitraires et difficiles à calculer ; ensuite, parce qu'il était orienté, en mettant l'accent sur des objectifs annuels identiques pour tous, vers une discipline à court terme avec pour effet d'être procyclique ; et enfin, parce qu'il était défavorable à l'investissement public, un problème qui se fait particulièrement sentir au moment où les pays européens sont en train de s'engager dans la transition écologique et digitale. Surtout, l'ancien Pacte était un produit de la conception dominante du monde dans les années 1990, selon laquelle le rôle de l'État dans l'économie devait être réduit, entre autres en liant les mains des politiques budgétaires avec des règles restrictives, afin de donner plus de place à des marchés prétendument efficaces.

Ce monde n'a jamais existé, et après les multiples crises qui nous ont tourmentés depuis 2008, les économistes et les décideurs politiques semblaient l'avoir remarqué aussi. La crise de 2008, la gestion calamiteuse de la crise de l'euro, la pandémie et enfin l'inflation, ont montré qu'il ne peut y avoir de stabilité et de croissance sans politiques de stabilisation, sans niveaux adéquats de biens publics tels que la santé et l'éducation,

sans politiques industrielles et sans investissements publics pour les transitions écologique et numérique. En bref, sans un rôle actif de l'État dans l'économie.

C'est ce qui explique l'ouverture, en 2020, du chantier de la réforme du Pacte de stabilité. Le nouveau Pacte, c'était alors l'opinion répandue, était censé changer d'approche et mettre au centre de la scène le rétablissement des marges de manœuvre des politiques budgétaires (tout en assurant la viabilité des finances publiques). Un changement de philosophie présent dans la proposition de réforme, présentée en 2022 par la Commission européenne, qui avait abandonné les objectifs annuels uniques au profit de plans à moyen terme conçus par les pays en accord avec la Commission, dans un cadre qui garantissait la soutenabilité de la dette et une protection (encore trop) modérée de l'investissement public.

En résumé, au cœur du cadre proposé par la Commission se trouvait une analyse probabiliste de la soutenabilité de la dette qui prenait en compte les caractéristiques spécifiques des pays et l'incertitude radicale (donc inévitable) sur les différents déterminants de la dynamique de la dette. Une analyse par nature imparfaite et dépendante d'hypothèses (et donc d'une certaine manière des préférences politiques de ceux qui les ont faites), mais certainement un pas en avant important par rapport à l'idée précédente selon laquelle la seule mesure de la soutenabilité était la réduction de la dette. Dans la proposition de la Commission, l'analyse de soutenabilité aurait ensuite servi de base à un processus d'ajustement pluriannuel, préparé en concertation avec l'État membre, avec l'objectif délibérément non quantifié de se placer sur une trajectoire raisonnable de réduction de la dette. En cas de grands plans d'investissement et de réforme, les pays auraient pu également négocier une prolongation de la période d'ajustement (de quatre à sept ans).

Le processus de négociation a maintenu ce cadre mais il l'a *de facto* transformé en coquille vide. Sur le papier, les plans pluriannuels et la protection des investissements existent toujours. Mais quelques pays ont réussi à imposer une pléthore de clauses de sauvegarde complexes qui seront déclenchées en cas de dette ou de déficit excessif (c'est-à-dire presque toujours et pour presque tout le monde) et qui, quels que soient les plans convenus avec la Commission, reviennent à imposer des contraintes numériques annuelles, les mêmes pour tous. Par exemple, un pays dont la dette est supérieure à 90 % du PIB, indépendamment de toute autre considération, doit réduire le ratio d'au moins un point par an en moyenne. En bref, le nouveau système est baroque et extrêmement complexe (peut-être même plus que l'ancienne règle), récupérant des indicateurs problématiques tels que le déficit structurel, difficile à calculer et qui par le passé a fait l'objet d'épuisantes négociations entre la Commission et les États membres. Il n'est pas facile de comprendre, même pour les initiés, comment ce réseau de contraintes finira par être appliqué. Ce qui est clair, c'est qu'il rend *de facto* redondant les plans pluriannuels et spécifiques aux différents pays. Comme dans l'ancien Pacte, en bref, une taille unique convient à tous, ou « *one size fits all* » : les sept États membres qui seront vraisemblablement soumis en juillet 2024 au déclenchement d'une procédure en déficit excessif devront tous réduire leur déficit structurel de 0,5 % du PIB par an tant que leur déficit total ne sera pas revenu sous la barre des 3 % du PIB. Surtout, le changement de philosophie qui était le plus grand mérite de la proposition de la Commission a été complètement annulé : la réduction de la dette reste le principe inspirateur du cadre qui régit les politiques économiques des pays, et ce n'est pas un hasard si tous les gouvernements dits « frugaux » se réjouissent du fait que la nouvelle règle sera plus efficace que l'ancienne pour assurer la discipline budgétaire, au risque d'induire une austérité assez large dans toute l'Union : sept États membres, dont la France et l'Italie, ce n'est pas rien.

La capacité budgétaire centrale : une perspective réaliste ?

Le programme *Next Generation EU* pourrait être un embryon d'une capacité budgétaire européenne à part entière. Seul le succès de NGEU pourrait ouvrir la voie à une discussion sur la prochaine étape, la création d'une capacité budgétaire permanente. Ce ne serait pas la première fois que des instruments temporaires agissent comme des brise-glaces, conduisant à des innovations institutionnelles. *Next Generation EU* présente quelques caractéristiques d'un ministère fédéral des finances : sa capacité d'emprunter, une capacité (en devenir) à se financer avec ses propres ressources, une allocation de ressources qui combine les besoins de chaque État avec la poursuite d'objectifs communs tels que la transition écologique et la numérisation. La pression des marchés sur les États membres, ainsi que la possibilité pour ceux-ci d'agir de manière opportuniste, tant redoutée par les pays dits frugaux, seraient considérablement réduites si la zone euro se dotait de cet instrument. Buti, Coloccia et Messori (2023) affirment de manière convaincante que la création d'une capacité budgétaire centrale en Europe permettrait d'assurer la stabilisation économique et de financer les biens publics européens de manière plus efficace et à moindre coût que par le biais de politiques nationales.

Cependant, pour que *Next Generation EU* se transforme en un moment hamiltonien, il reste beaucoup à faire. Premièrement, il doit y avoir un consensus politique sur la création de ressources propres. Ensuite, les États membres devraient se mettre d'accord à l'avenir sur la relance des investissements dans des biens publics véritablement européens. Enfin, l'enjeu sera de pouvoir canaliser les ressources vers des projets efficaces, selon un projet cohérent et, surtout, un pouvoir d'achat croissant. Malheureusement, les retards accumulés dans la mise en œuvre des plans nationaux de relance et de résilience (PNRR), dont l'exemple italien est emblématique, ne laissent pas beaucoup de place à l'optimisme.

En outre, même si un espace politique pour une capacité budgétaire européenne pouvait être créé, la création de la capacité de taxer et de dépenser de manière centralisée, tout en restant responsable devant l'électorat au niveau national, nécessiterait un processus complexe de création des freins et contrepoids nécessaires pour garantir qu'aucun nouveau déficit démocratique n'apparaisse.

Réorganiser l'assistance aux pays membres

En attendant que le succès éventuel de *Next Generation EU* ouvre un espace politique pour une capacité budgétaire commune, il est urgent de réorganiser les fonctions d'assistance financière de l'Union, qui sont devenues au fil du temps de plus en plus « floues » et souvent confuses. Une récente note de l'institut Delors (Guttenberg, 2020) part du constat que la crise du Covid a créé une demande politique de solidarité et de mécanismes de stabilisation ; l'auteur propose de rapatrier le MES (aujourd'hui régi par un traité intergouvernemental entre les pays de la zone euro) dans le périmètre de l'UE et de le consolider avec la pléthore d'autres instruments d'assistance existants : le SURE, le quota de prêt de la facilité pour la reprise et la résilience, le Fonds de résolution bancaire, le Fonds de soutien à la balance des paiements. Tous ces éléments convergeraient en une seule facilité capable d'offrir des lignes de crédit différenciées par leur objet et leurs conditions d'accès, et qui pourraient être activées et désactivées selon les nécessités. Le MES lui-même pourrait alors évoluer vers une agence de la dette pour coordonner et, dans le cas de projets communs tels que *Next Generation EU*, centraliser la gestion des dettes nationales. Il pourrait notamment devenir l'émetteur des actifs sûrs qui permettraient une meilleure gestion de la dette européenne (Amato et Saraceno 2022).

4. Conclusion

Un bilan plutôt positif

L'Union européenne a mis du temps avant de reconsidérer l'usage des politiques budgétaires. Il lui aura fallu pour cela digérer tout d'abord l'échec, pourtant prévisible, des politiques d'austérité. Ensuite, la pandémie de Covid-19, choc exogène par excellence, a agi comme un catalyseur sur l'UE, amenant ses États membres et ses institutions à agir avec vigueur contre la pandémie et contre les conséquences socio-économiques des politiques sanitaires mises en œuvre à cet effet. Malgré quelques errements au tout début de la pandémie, quand les principes sur lesquels repose l'UE, les quatre grandes libertés, commençaient à être piétinés, les États membres et les institutions de l'UE ont su coopérer.

Ils ont su le faire en particulier au travers de ce qui restera la grande innovation institutionnelle des dernières années, c'est-à-dire la création du programme *Next Generation EU*. Même si l'on est loin du saut fédéral auquel la référence fréquente à un « moment hamiltonien » a pu faire penser, NGEU ne doit pas être sous-estimé. Ses effets favorables ont commencé à se faire sentir en Italie, et ses défauts, notamment les délais de réalisation des investissements publics dans la transition écologique, permettront de mieux préparer les prochains grands plans d'investissement européens.

En outre, les outils développés par la BCE ont permis de juguler la crise financière que la pandémie était en train de produire et ils ont contribué à la soutenabilité des dettes des États membres au plus fort de la crise.

Les nombreux besoins de financement des États membres de l'Union européenne, tant pour la stabilisation macroéconomique après les nombreux chocs subis que pour assurer la transition écologique, posent la question de l'articulation entre politique budgétaire et politique monétaire, et entre différents échelons de politique budgétaire : nationaux et européens.

La réforme des règles budgétaires nationales dans le cadre du Pacte de stabilité et de croissance n'a pas tenu les promesses que les premières propositions de la Commission européenne avaient laissé entrevoir. Toujours corsetées dans une incroyable succession de limites et de garde-fous, les politiques nationales n'auront pas les moyens de leurs ambitions. Compte tenu des déficits budgétaires actuels dans nombre de pays, tels que la Belgique, la France ou l'Italie, les procédures en déficit excessif vont très vite obliger à mener des politiques de restriction budgétaire. Les effets sur l'économie européenne seront négatifs, et il n'y a aujourd'hui aucune ambiguïté là-dessus.

Que faire dans la perspective de la prochaine mandature du Parlement européen ?

La réforme du Pacte de stabilité était considérée par certains observateurs comme un préalable à une réforme de grande ampleur du budget européen, consacrant la pérennisation de *Next Generation EU* ou la création d'une capacité budgétaire centrale (avec un budget fédéral chargé d'assurer des objectifs de stabilisation macroéconomique). Les clauses de sauvegarde introduites tardivement dans la nouvelle mouture du Pacte de stabilité en disent assez long sur le manque d'appétence des États membres pour une telle capacité budgétaire. Quant à la pérennisation de NGEU, elle est difficile à imaginer sans changement de traité (Allemand *et al.*, 2023). À la rigueur, la création d'une agence ou d'un fonds pour l'investissement public européen servirait-elle à les piloter et à les contrôler en réduisant drastiquement les risques de dédoublement. Concentré sur les questions climatiques, un tel fonds pourrait couvrir une partie des besoins annuels estimés autour de 2,5 % du PIB européen (Creel *et al.*, 2024b).

Aussi nous semble-t-il logique, au vu des difficultés politiques rencontrées, de rouvrir les discussions sur une réforme du Pacte de stabilité et de croissance. Inutile d'attendre de faire le bilan des politiques de restriction budgétaire qui vont être menées : leurs effets délétères sur la croissance sont certains, comme en atteste la longue liste des travaux économiques consacrés aux effets multiplicateurs de la politique budgétaire (voir ci-dessus). La réforme actuelle du Pacte devait intervenir en 2020, soit avant la pandémie et la hausse des déficits et des dettes publics auxquels elle a contribué. Il n'est pas possible de faire comme si les conditions initiales des finances publiques étaient inchangées, en l'état de la fin de 2019, et de vouloir retrouver graduellement les niveaux de déficits et de dettes publics imaginés en 1991. Il n'est pas raisonnable de maintenir la cible de dette publique à 60 % du PIB après que les dettes publiques ont considérablement augmenté sans que l'on puisse aisément en attribuer la cause à tel ou tel gouvernement dépensier. C'est l'avantage d'une pandémie – il en faut bien un ! – : nul ne peut être individuellement considéré comme responsable. Le choc engendré est donc exogène. Vu les besoins de financement pour la transition écologique, auxquels s'ajoutent désormais les besoins de financement pour la défense, vu les niveaux de dette atteints, et vu le manque de volonté politique en faveur d'une politique budgétaire commune, la mise en œuvre du Pacte nouveau requerra des coupes budgétaires dans les domaines de la santé et de l'éducation. Ce n'est certainement pas optimal pour échapper au décrochage par rapport aux États-Unis (Bock *et al.*, 2024 ; Aurissergues *et al.*, 2024).

Les discussions sur l'architecture des règles budgétaires nationales en Europe devraient donc reprendre pour établir des politiques véritablement contracycliques : l'austérité budgétaire qui s'annonce a malheureusement toutes les chances d'intervenir dans une situation de croissance faible. En parallèle, la réorganisation des politiques d'assistance aux États en difficultés financières en un conduit unique de financement après que le MES serait passé sous bannière UE rationaliserait l'aide et assurerait une plus grande soutenabilité des dettes. Pour cela, il faudrait s'inspirer de SURE en sacrifiant la conditionnalité au bénéfice d'un ciblage spécifique de l'aide octroyée, et de NGEU en imposant le respect de jalons avant que l'aide soit déboursée.

N'oublions pas la BCE. Certes, son pragmatisme à toute épreuve lui a permis d'adapter ses actions au contexte, en étendant considérablement la panoplie de ses instruments de politique monétaire, voire parfois de réinterpréter son mandat, en adoptant une cible d'inflation symétrique depuis 2021. Mais plutôt que d'attendre beaucoup de la BCE, pour stabiliser l'économie européenne ou pour favoriser son verdissement, il serait sans doute utile qu'en complément d'une discussion sur les marges de manœuvre budgétaires, les objectifs assignés à une banque centrale indépendante par les États membres soient rediscutés et qu'un mandat plus clair ou plus conforme aux pratiques monétaires soit établi. Avec un double mandat, les actes correspondraient plus aisément aux statuts.

Références

- Alcidi C., P. D'Imperio et G. Thirion, 2017, « Risk-sharing and consumption-smoothing patterns in the US and the Euro area: A comprehensive comparison », *CEPS Working Document*, n° 2017/04. <https://www.ceps.eu/ceps-publications/risk-sharing-and-consumption-smoothing-patterns-us-and-euro-area-comprehensive/>
- Allemand F., J. Creel, N. Leron, S. Levasseur et F. Saraceno, 2023, « Making Next Generation EU a permanent tool », *Recovery Watch Policy Study*, mars.
- Amato M. et F. Saraceno, 2022, « Squaring the circle: How to guarantee fiscal space and debt sustainability with a European debt agency », *OFCE Working Paper*, n° 2022-02. <https://www.ofce.sciences-po.fr/pdf/dtravail/OFCEWP2022-02.pdf>
- Andrade P., J. Galí, H. Le Bihan et J. Matheron, 2021, « Should the ECB adjust its strategy in the face of a lower r^* ? », *Journal of Economic Dynamics and Control*, vol. 132, art. 104207. <https://doi.org/10.1016/j.jedc.2021.104207>
- Aurissergues E., C. Blot, E. Carpentier-Charléty, M. Dauvin, F. Geerolf, É. Heyer et M. Plane, 2024, « 25 ans d'Union monétaire : la zone euro à travers les crises », *OFCE Policy brief*, n° 130, juin. <https://www.ofce.sciences-po.fr/pdf/pbrief/2024/OFCEpbrief130.pdf>
- Belhocine N., A. Vir Bhatia et J. Frie, 2023, « Raising rates with a large balance sheet: The Eurosystem's net income and its fiscal implications », *IMF Working Paper*, n° WP/23/145. <https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/WP/2023/English/wpia2023145-print-pdf.ashx>
- Bell S., M. Chui, T. Gomes, P. Moser-Boehm et A. Pierres Tejada, 2023, « Why are central banks reporting losses? Does it matter? », *BIS Bulletin*, 7 février. <https://www.bis.org/publ/bisbull68.pdf>
- Bernanke B. S. et O. J. Blanchard, 2024, « An analysis of pandemic-era inflation in 11 economies », *PIIE Working Paper*, n° 24-11.
- Blot C. et J. Creel, 2022, « Soft or strong: The art of monetary tightening », *Monetary Dialogue Papers*, septembre. <https://www.europarl.europa.eu/cmsdata/253887/QA-09-22-491-EN-N.pdf>
- Blot C., J. Creel, P. Hubert et F. Labondance, 2014, « Dealing with the ECB's Triple Mandate? », *Revue de l'OFCE*, n° 134, pp. 163-173. <https://www.ofce.sciences-po.fr/pdf/revue/14-134-en.pdf>
- Blot C. et F. Saraceno, 2024, « La BCE doit-elle réviser sa cible d'inflation ? ». *OFCE le Blog*, 21 mars. <https://www.ofce.sciences-po.fr/blog/la-bce-doit-elle-reviser-sa-cible-dinflation/>
- Bock S., A. Elewa, S. Guillou, M. Napolitano, L. Nesta, E. Salies et T. Treibich, 2024, « Le décrochage européen en question », *OFCE Policy brief*, n° 128, mai. <https://www.ofce.sciences-po.fr/pdf/pbrief/2024/OFCEpbrief128.pdf>
- Boeri T. et R. Perotti, 2024, *PNRR. La grande abbuffata*, Milan, Feltrinelli.
- Breton T. et P. Gentiloni, 2022, « Crise énergétique : seule une réponse européenne commune et solidaire pourra préserver notre industrie et protéger nos citoyens », *Le Soir*, 3 octobre.
- Buti M., A. Coloccia et M. Messori, 2023, « European Public Goods », in : F. Cerniglia *et al.* (eds), *Financing investment in times of high public debt: 2023 European public investment outlook*, Cambridge, Open Book Publishers. <https://www.openbookpublishers.com/books/10.11647/obp.0386>
- Cecchetti S. G. et J. Hilscher, 2024, « Fiscal consequences of central bank losses », *NBER Working Paper*, n° 32478. <https://www.nber.org/papers/w32478>
- Cerniglia F. et F. Saraceno (eds), 2022, *Greening Europe: 2022 European public investment outlook*, Cambridge, Open Book Publishers. <https://www.openbookpublishers.com/books/10.11647/obp.0328>

- Cerniglia F., F. Saraceno et A. Watt (eds), 2021, *The great reset: 2021 European public investment outlook*, Cambridge, Open Book Publishers.
<https://www.openbookpublishers.com/books/10.11647/obp.0280>
- Creel J., Fipaddict, C. Leonard, N. Leron et J. de Pierrebourg, 2024b, « Un Fonds européen pour le climat », *Note de l'Institut Avant-garde*, avril. <https://www.institutavantgarde.fr/mettre-en-place-un-fonds-europeen-pour-le-climat/>
- Creel J., F. Geerolf, S. Levasseur, X. Ragot et F. Saraceno, 2024a, « Towards a new paradigm: The inflation shock as a catalyst? », *Forum New Economy Working Paper*, n° 4. <https://newforum.org/en/studie/towards-a-new-paradigm-the-inflation-shock-as-a-catalyst/>
- Creel J., É. Heyer et M. Plane, 2011, « Petit précis de politique budgétaire par tous les temps : les multiplicateurs budgétaires au cours du cycle », *Revue de l'OFCE*, n° 116, pp. 61-88. <https://www.ofce.sciences-po.fr/pdf/revue/2-116.pdf>
- Creel J., É. Heyer, M. Plane, C. Poirier, X. Ragot et F. Saraceno, 2021b, « Dette publique : un changement de paradigme, et après ? », *OFCE Policy brief*, n° 92, 6 octobre. <https://www.ofce.sciences-po.fr/pdf/pbrief/2021/OFCEpbrief92.pdf>
- Creel J. et J. Kaiser, 2024, « The real effects of Next Generation EU », *Recovery Watch Policy Study*, mai. <https://feps-europe.eu/wp-content/uploads/2024/05/RECOVERY-WATCH-NGEU-Effects.pdf>
- Creel J., N. Leron, F. Saraceno et X. Ragot, 2021a, « Embedding the recovery and resilience facility into the European semester: Macroeconomic coordination gains and democratic limits », *ETUI Research Paper – Policy Brief*, n° 2021-14. <https://www.etui.org/publications/embedding-recovery-and-resilience-facility-european-semester>
- De Grauwe P. et Y. Ji, 2023, « Monetary policies that do not subsidise banks », *VoxEU column*, 9 janvier. <https://cepr.org/voxeu/columns/monetary-policies-do-not-subsidise-banks>
- Deleidi M., F. Iafrate et E. S. Levrero, 2023, « Government investment fiscal multipliers: Evidence from Euro-area countries », *Macroeconomic Dynamics*, vol. 27, n° 2, pp. 331-349. <https://doi.org/10.1017/S1365100521000419>
- European Commission, 2024, *Mid-term evaluation of the recovery and resilience facility: Strengthening our Union through ambitious reforms and investments*, Luxembourg, Publications Office of the European Union.
- Gechert S. et A. Rannenberg, 2018, « Which fiscal multipliers are regime-dependent? A meta-regression analysis », *Journal of Economic Surveys*, vol. 32, n° 4, pp. 1160-1182. <https://doi.org/10.1111/joes.12241>
- Giavazzi F. et C. Goretti, 2024, « Is Italy's RRF plan working, or it is just another waste of money? », *CEPR Policy Insight*, n° 130. <https://cepr.org/publications/policy-insight-130-italys-rrf-plan-working-or-it-just-another-waste-money>
- Guttenberg L., 2020, « Time to come home. If the ESM is to stay relevant, it should be reinvented inside the EU », *Jacques Delors Centre Policy Brief*, 12 novembre. <https://www.delorscentre.eu/en/publications/detail/publication/time-to-come-home>
- Holston K., T. Laubach et J. C. Williams, 2023, « Measuring the Natural Rate of Interest after COVID-19 », *Staff Reports*, n° 1063, Federal Reserve Bank of New York.
- Hubert P., C. Blot, C. Bozou et J. Creel, 2024, « Same actions, different effects: The conditionality of monetary policy instruments », *Journal of Monetary Economics*, art. 103596. <https://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2024.103596>
- Humann T., K. J. Mitchener et E. Monnet, 2023, « Faut-il s'inquiéter des pertes des banques centrales ? », *La Lettre du CEPII*, n° 440, septembre. http://www.cepii.fr/PDF_PUB/lettre/2023/let440.pdf

- Islam I. et F. Saraceno, 2015, « Monetary policy: Dispelling the technocratic illusion », *Social Europe*, 26 octobre. <https://www.socialeurope.eu/monetary-policy-dispelling-the-technocratic-illusion>
- Mangia A. et F. Saraceno, 2020, « MES Sanitario o SURE Pandemico? », *Rivista Il Mulino*, 30 novembre. <https://www.rivistailmulino.it/a/mes-sanitario-o-sure-pandemico>
- Pfeiffer P., J. Varga et J. in 't Veld, 2023, « Quantifying spillovers of coordinated investment stimulus in the EU », *Macroeconomic Dynamics*, vol. 27, n° 7, pp. 1843-1865. <https://doi.org/10.1017/S1365100522000487>
- Plane M. et F. Saraceno, 2021, « From fiscal consolidation to the *plan de relance* », in : F. Cerniglia, F. Saraceno et A. Watt (eds), *The great reset. 2021 European public investment outlook*, Cambridge, Open Book Publishers. <https://www.openbookpublishers.com/books/10.11647/obp.0280>
- Saraceno F., 2016, « The ECB: a reluctant leading character of the EMU play », *Economia Politica*, vol. 33, p. 129-151.
- Saraceno F., 2021, « Europe after COVID-19: A new role for German leadership? », *Intereconomics*, vol. 59, mars-avril, pp. 65-69. <https://link.springer.com/content/pdf/10.1007/s10272-021-0955-z.pdf>
- Saraceno F., 2023, *Oltre Le Banche Centrali. Inflazione, Distribuzione e Politiche Economiche*, Rome, Luiss University Press.

Jérôme Creel et Francesco Saraceno, 2024, « La gouvernance économique européenne depuis 2020 : quel agenda pour les politiques budgétaires et monétaires lors de la prochaine législature ? », *OFCE Policy brief* 132, 25 juin.

Directeur de la publication Xavier Ragot
Rédactrice en chef du blog et des *Policy briefs* Christine Riffart
Réalisation Najette Moummi (OFCE).

Copyright © 2024 – OFCE *policy brief* ISSN 2271-359X. All Rights Reserved.

www.ofce.sciences-po.fr  @ofceparis