



**Jeudi 13 février 2025**

# **AVENIR DE L'EUROPE**

## *NOUVELLES RÈGLES BUDGÉTAIRES : QUELLES TRAJECTOIRES POUR LES DETTES PUBLIQUES ?*

**Paola Monperrus-Veroni**

**Marianne Picard**

**Sofia Tozy**

AGIR CHAQUE JOUR DANS VOTRE INTÉRÊT  
ET CELUI DE LA SOCIÉTÉ



# SOMMAIRE

- 1 RÈGLES BUDGÉTAIRES ANCIENNES ET NOUVELLES
- 2 TRAJECTOIRES BUDGÉTAIRES DES PAYS À DETTE ÉLEVÉE
- 3 LE CAS DE L'ALLEMAGNE : RÉFORMER LA RÈGLE SUR LA DETTE

# RÈGLES BUDGÉTAIRES, LA GENÈSE

## 1997 LE TRAITÉ D'AMSTERDAAM OU PACTE DE STABILITÉ ET CROISSANCE

- Un **objectif de moyen terme** de solde public « proche de l'équilibre ou excédentaire ».
- Une valeur de référence de 3% pour le ratio **déficit/PIB**
- Le critère relatif à la **dette est absent**, pour permettre de rester dans l'UEM à des pays dont le taux d'endettement était largement au-dessus de 60% (Italie, Belgique et Grèce).
- L'évaluation du déficit excessif doit prendre en compte le fait que le déficit public excède les dépenses publiques d'**investissement**

# DES RÉFORMES MULTIPLES : UN PROCESSUS SÉDIMENTAIRE

## 2005 : UNE PREMIÈRE RÉFORME

### ▪ Durcissement du cadre préventif

- Définition de l'objectif de moyen terme : le déficit corrigé des effets du cycle ne peut pas excéder **1% du PIB** pour les pays faiblement endettés et doit être **en équilibre**, voire en excédent pour les autres.

### ▪ Assouplissement du cadre répressif

- Des **clauses** pour échapper à une procédure de déficit excessif même en cas de **croissance positive, mais faible**
- Allongement des **délais** pour un retour dans les limites du PSC et prise en compte des adversités économiques

# 2011-2012 : GAGE DE STABILITÉ APRÈS LA CRISE EN ÉCHANGE DE LA RÉFORME DE L'UEM

## 2011 : LE SIX-PACK – ON DURCIT ET COMPLEXIFIE

- **Durcissement du cadre préventif :**

- **Le critère de la dette est rendu opérationnel et quantifié** : si dette supérieure à 60% il faut réduire de 1/20 par an l'écart entre leur niveau de dette et la cible de 60%.

- **Durcissement du cadre répressif**

- Sanctions en l'absence de correction de l'écart par rapport aux engagements indépendamment du constat d'un déficit excessif : **procédure pour déviation significative**
- Une **procédure** pour déficit excessif peut également être déclenchée **pour « dette excessive »**.

## 2012 : LE FISCAL COMPACT OU TSCG

- **Dispositif légal contraignant et permanent – de préférence constitutionnel** interdisant un déficit structurel supérieur à 0,5% du PIB et **mécanisme de correction automatique**

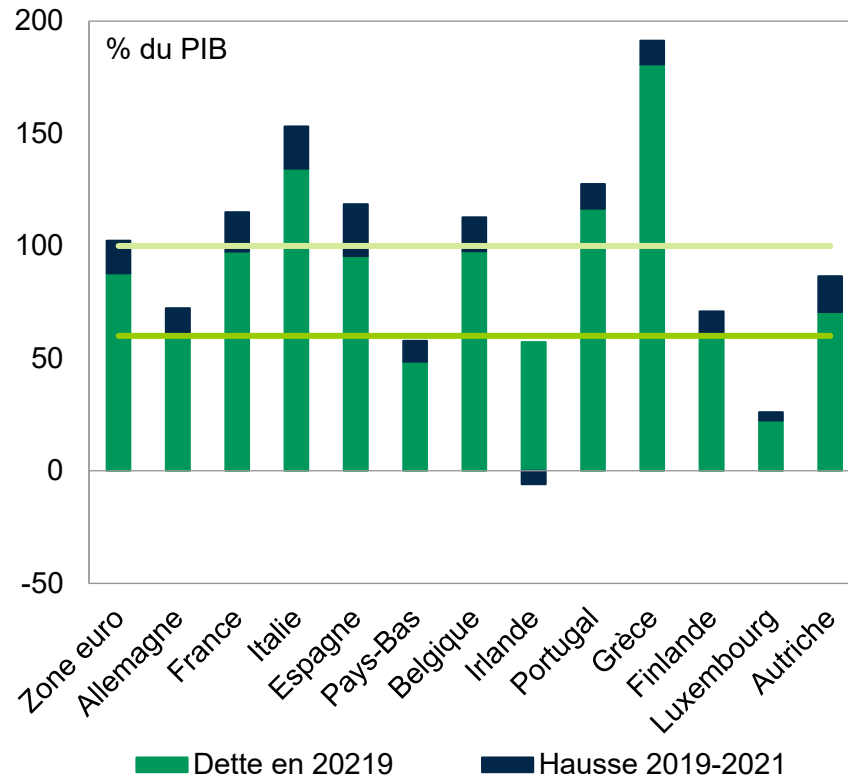
# 2015 : LE TROP DE RIGUEUR ET LE COMPROMIS POLITIQUE AU PRIX D'UNE COMPLEXITÉ ACCRUE

Situation macroéconomique		Ajustement budgétaire requis	
		Dettes <60%	Dettes >60%
<b>Exceptionnellement mauvaise</b>	Croissance <0 ou écart de production <-4%	Pas d'ajustement	
<b>Très mauvaise</b>	écart de production entre -4% et -3%	0	0,25
<b>Mauvaise</b>	écart de production entre -3% et -1,5%	0 si croissance inférieure au potentiel 0,25 si supérieure	0,25 si croissance inférieure au potentiel 0,5 si supérieure
<b>Normale</b>	écart de production entre -1,5% et 1,5%	0,5	>0,5
<b>Bonne</b>	Écart de production >1,5%	>0,5 si croissance inférieure au potentiel >0,75 si supérieure	>0,75 si croissance inférieure au potentiel >1 si supérieure

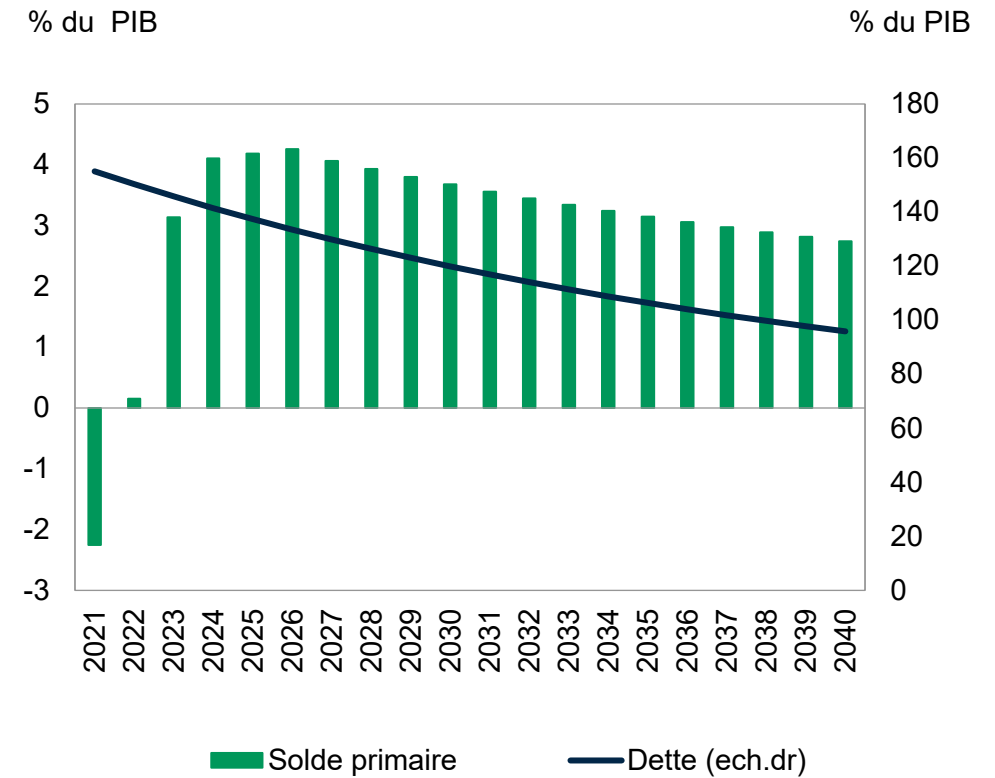
# POURQUOI UNE NOUVELLE RÉFORME

## L'APPLICATION IMPOSSIBLE DES RÈGLES APRÈS LA COVID

Remontée des dettes



Trajectoire de la dette selon les anciennes règles : Italie



Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A./ECO

Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A./ECO

# LA RÉFORME DE 2024 : LE VOILET PRÉVENTIF

Les valeurs de référence de Maastricht inchangées

3% pour le déficit

60% pour la dette

Sauvegarde pour la résilience du déficit

Sauvegarde pour la soutenabilité de la dette

Si non respectées => Trajectoire pluriannuelle de la dépense nette

Sur une période d'ajustement de **4 ans** extensible à **7 ans**

trajectoire ramène dette vers 60% dans les 10 ans suivant la période

Ajustement minimum annuel de 0,4 points (0,25) jusqu'à un déficit structurel <1,5%

Réduction annuelle moyenne de la dette de 1 point si dette >90%  
0,5 si dette >60%

Exigence

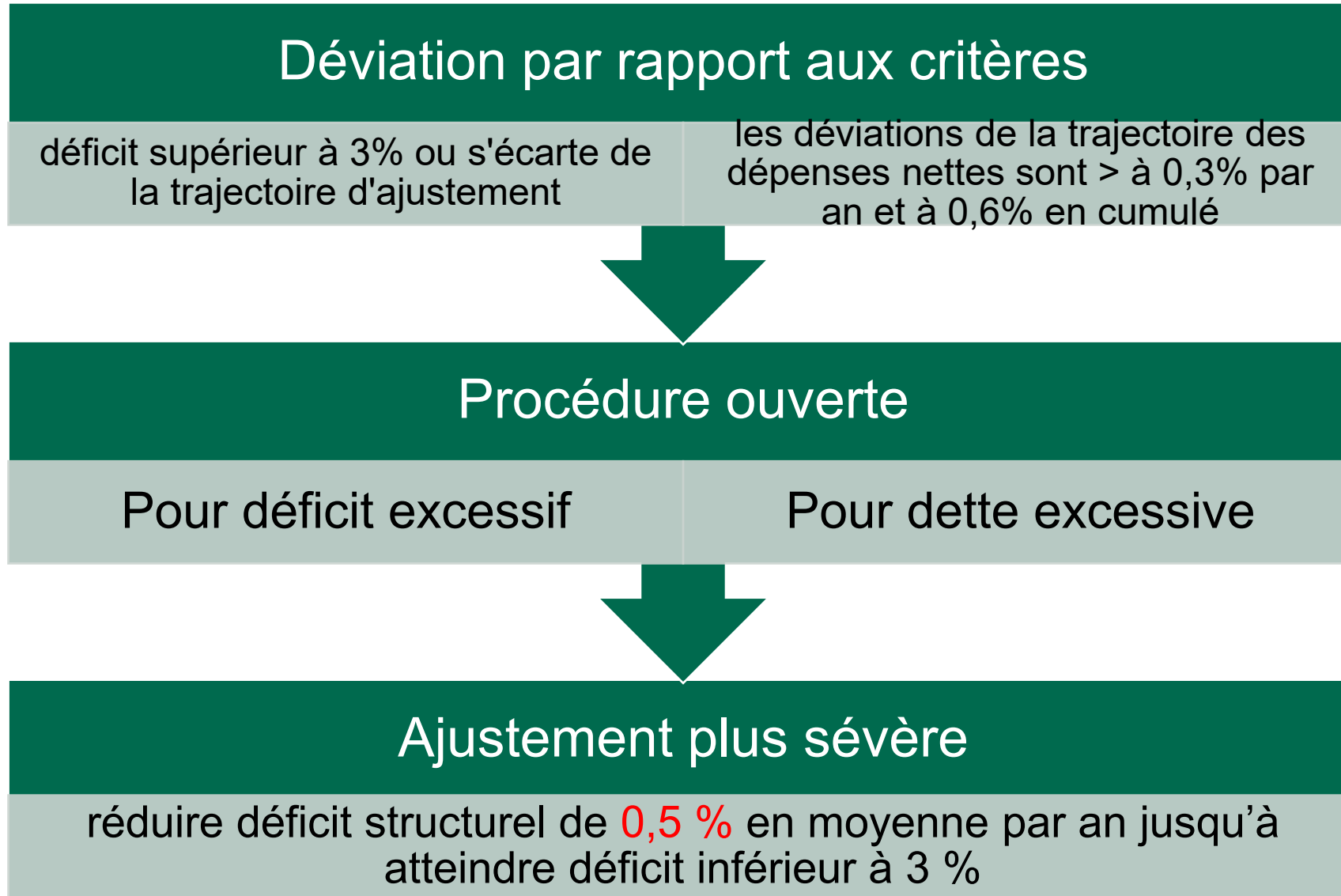
Ramener le déficit à 3% durant la période d'ajustement



# UNE TRAJECTOIRE INDIVIDUALISÉE

- La **variable supervisée : trajectoire des dépenses nettes** (hors recettes discrétionnaires et dépenses d'intérêts et chômage)
- La règle sur la dépense doit garantir qu'à l'horizon de 4 ans, la trajectoire de la dette sur 10 ans est sur une trajectoire plausible de baisse et que le déficit est maintenu  $<3\%$  10 ans après ajustement.
- La trajectoire de dette correspondante est **calculée par la Commission sur la base d'une analyse de soutenabilité** (stress tests déterministes et probabilités stochastiques).
- Cette trajectoire est **individualisée** et fonction du niveau de dette.
- **La règle prévoyant la réduction de 1/20 de la différence entre le niveau de la dette et la cible de 60% n'est plus effective**

# LE VOLET CORRECTIF



# APRÈS LA SUSPENSION, LA PREMIÈRE APPLICATION

	Procédure déficit excessif	Sauvegarde déficit	Sauvegarde dette	
	Déficit >3%	Déficit structurel <1,5%	Dettes >90%	60% < Dettes < 90%
	Ajustement de 0,5 point	Ajustement de 0,4 ou 0,25 point	Réduction de 1 point	Réduction de 0,5 point
Allemagne				
France				
Italie				
Espagne				
Pays-Bas				
Belgique				
Irlande				
Autriche				
Finlande				
Portugal				
Grèce				
Slovaquie				
Luxembourg				
Croatie				
Slovénie				
Lituanie				
Lettonie				
Chypre				
Estonie				
Malte				

# SOMMAIRE

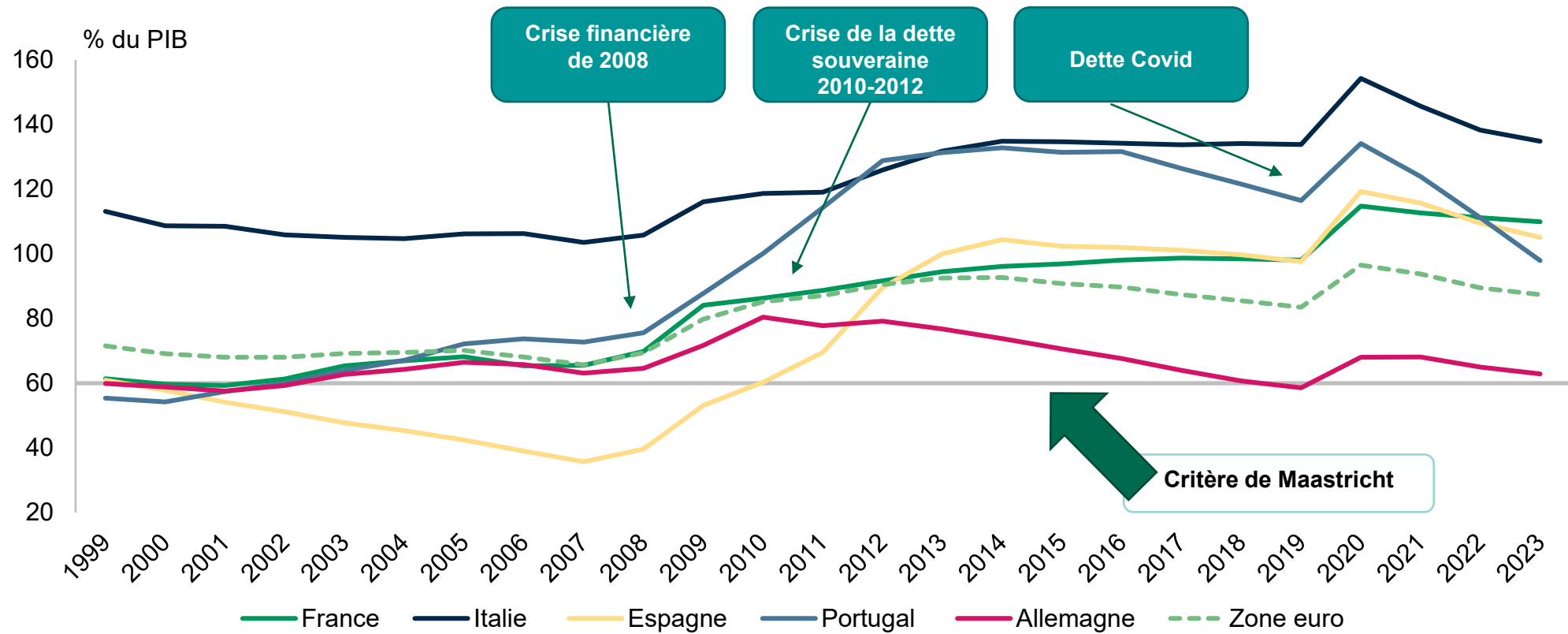
1 RÈGLES BUDGÉTAIRES ANCIENNES ET NOUVELLES

2 TRAJECTOIRES BUDGÉTAIRES DES PAYS À DETTE ÉLEVÉE

3 LE CAS DE L'ALLEMAGNE : RÉFORMER LA RÈGLE SUR LA DETTE

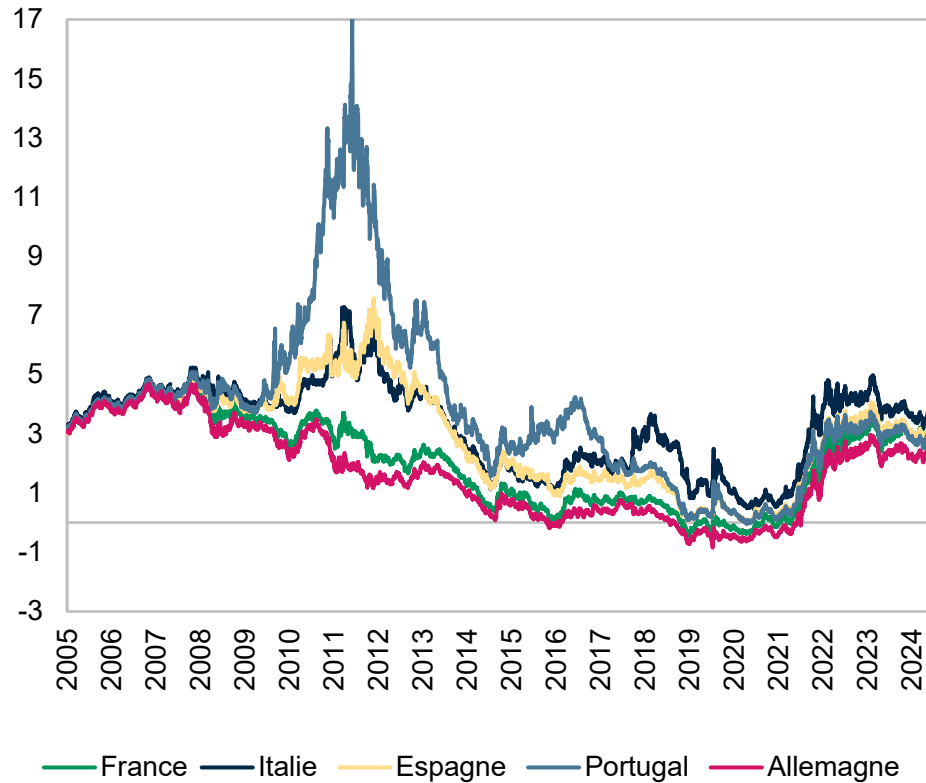
# DES PAYS FACE À DES HISTOIRES DIFFÉRENTES...

## Evolution des dettes publiques en Zone euro

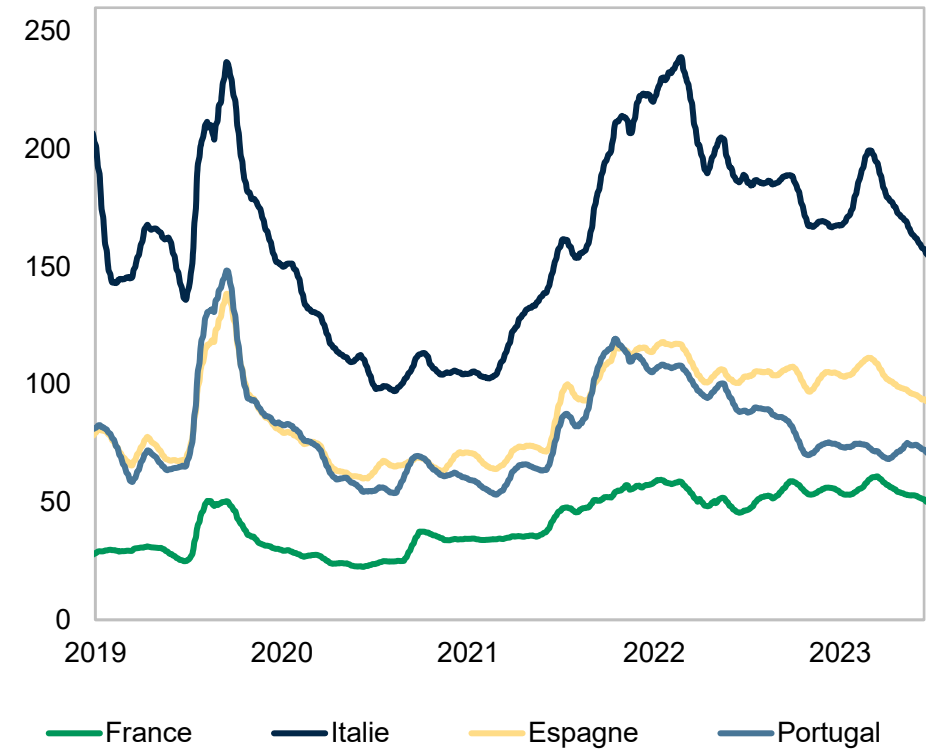


# ...PERÇUS DIFFÉREMMENT DEPUIS 2008

## Taux souverains à dix ans

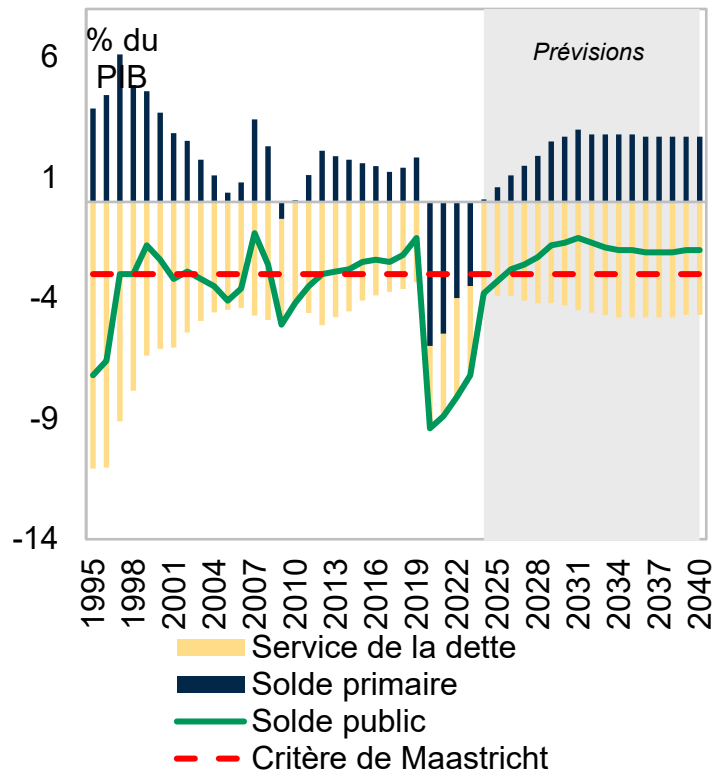


## Primes de risque sur les taux souverains à 10 ans VS Bund

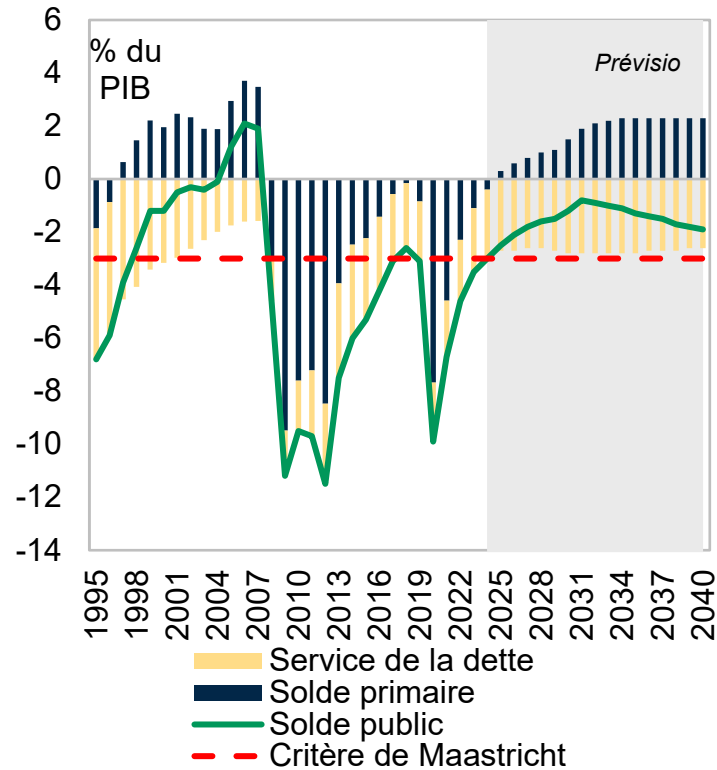


# CRISE DE LA DETTE ET AJUSTEMENT FORCÉ

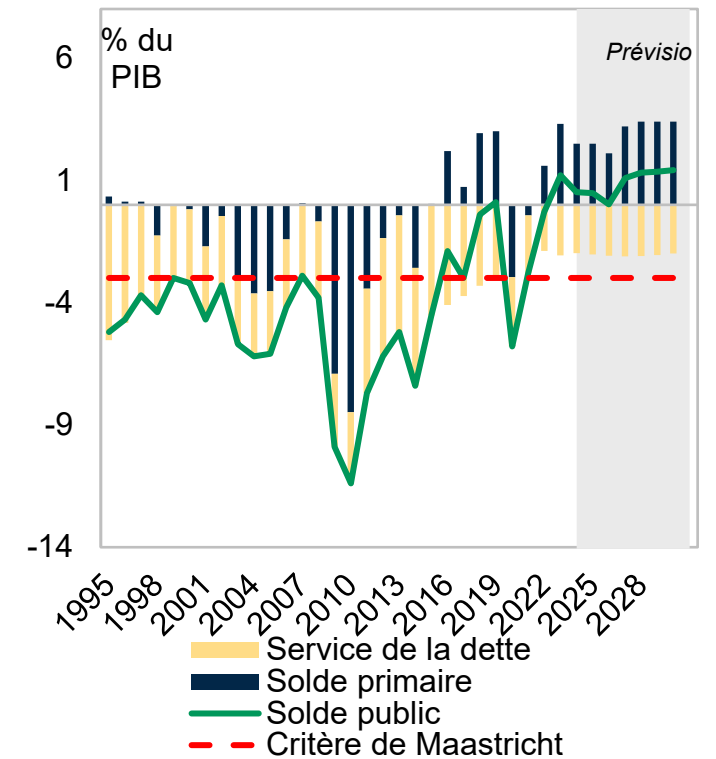
## Italie



## Espagne

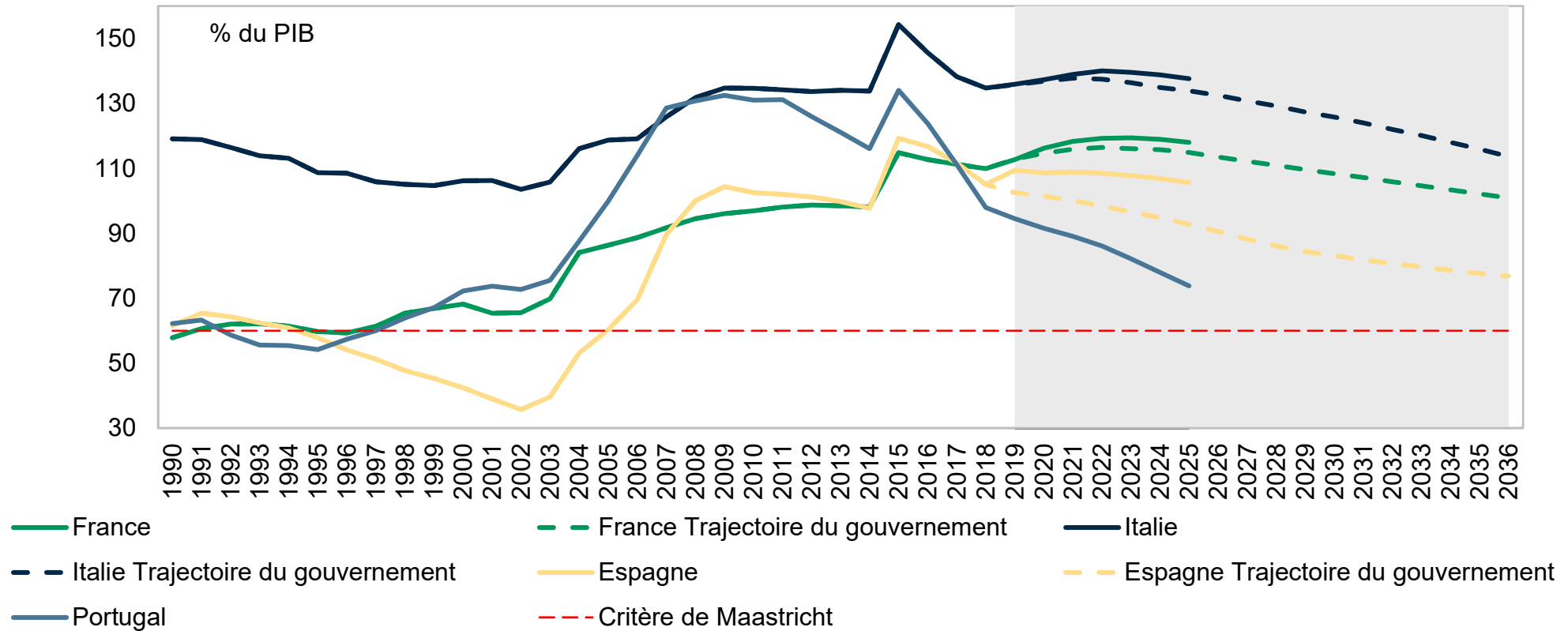


## Portugal



# CRISE DE LA DETTE ET AJUSTEMENT FORCÉ...

## Evolution des dettes publiques en Zone euro

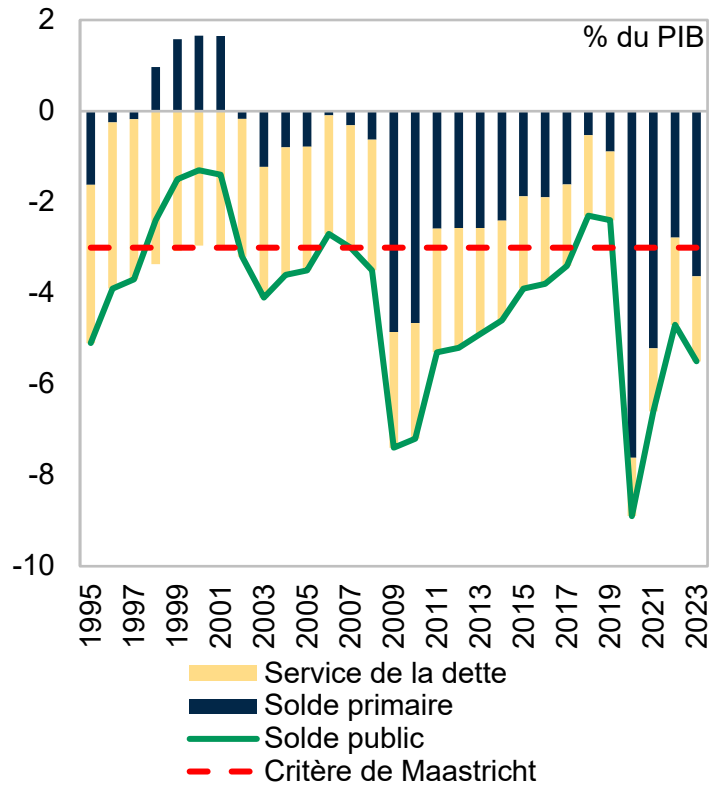




# FRANCE : SUR LA MAUVAISE PENTE

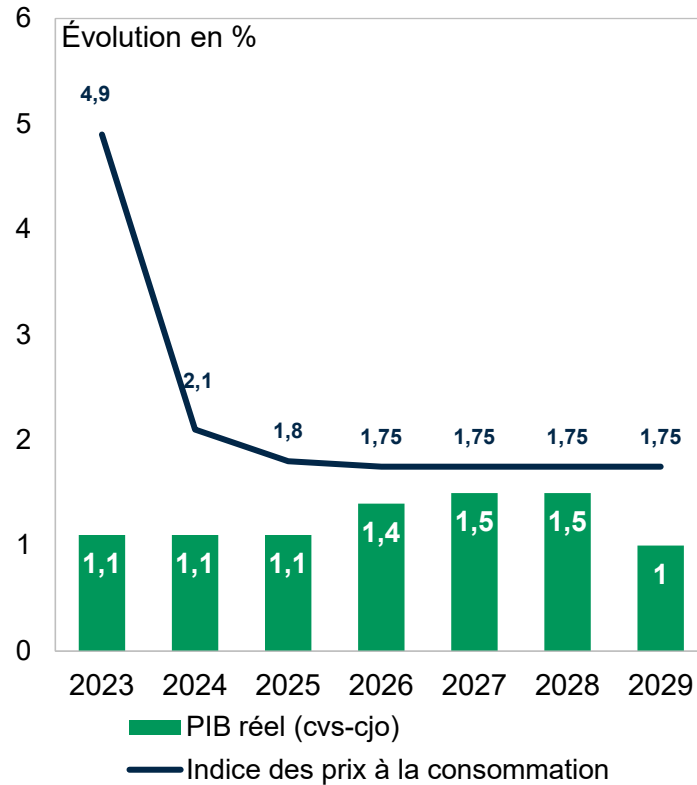
## UN OBJECTIF GOUVERNEMENTAL AMBITIEUX À HORIZON 2029

Un déficit primaire depuis le début des années 2000



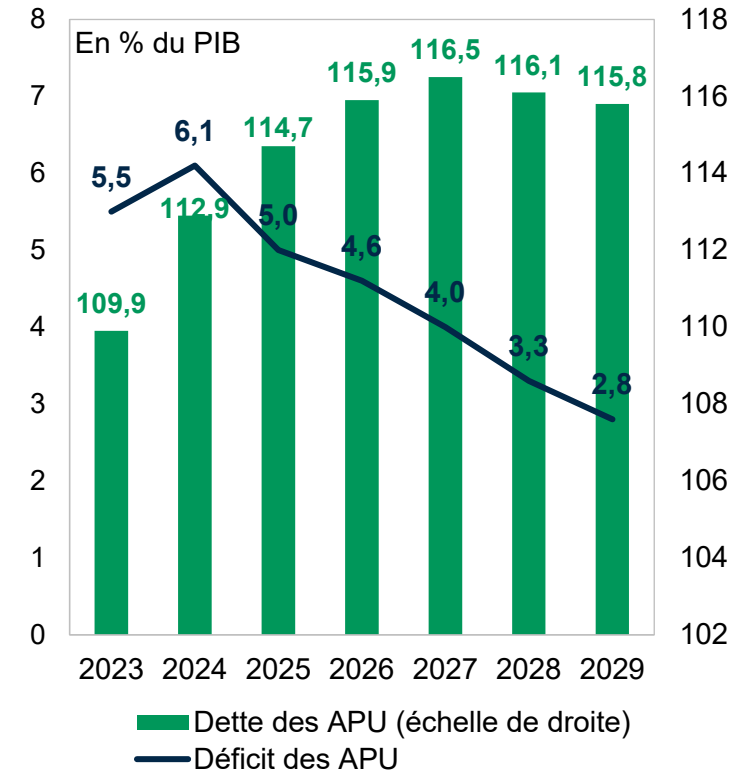
Sources : Crédit Agricole S.A./ECO

Prévisions macroéconomiques du gouvernement



Sources : PSMT 2025-2028, Crédit Agricole S.A./ECO,

Prévisions de finances publiques du gouvernement

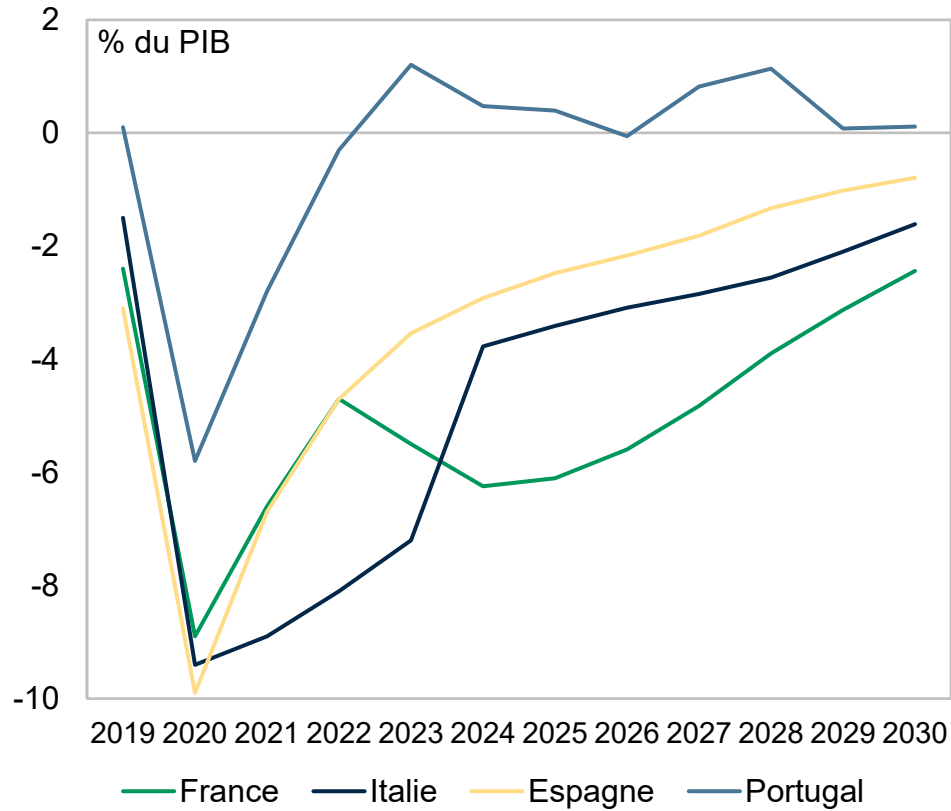


Sources : PSMT 2025-2028, Crédit Agricole S.A./ECO

# A. SCÉNARIO CENTRAL

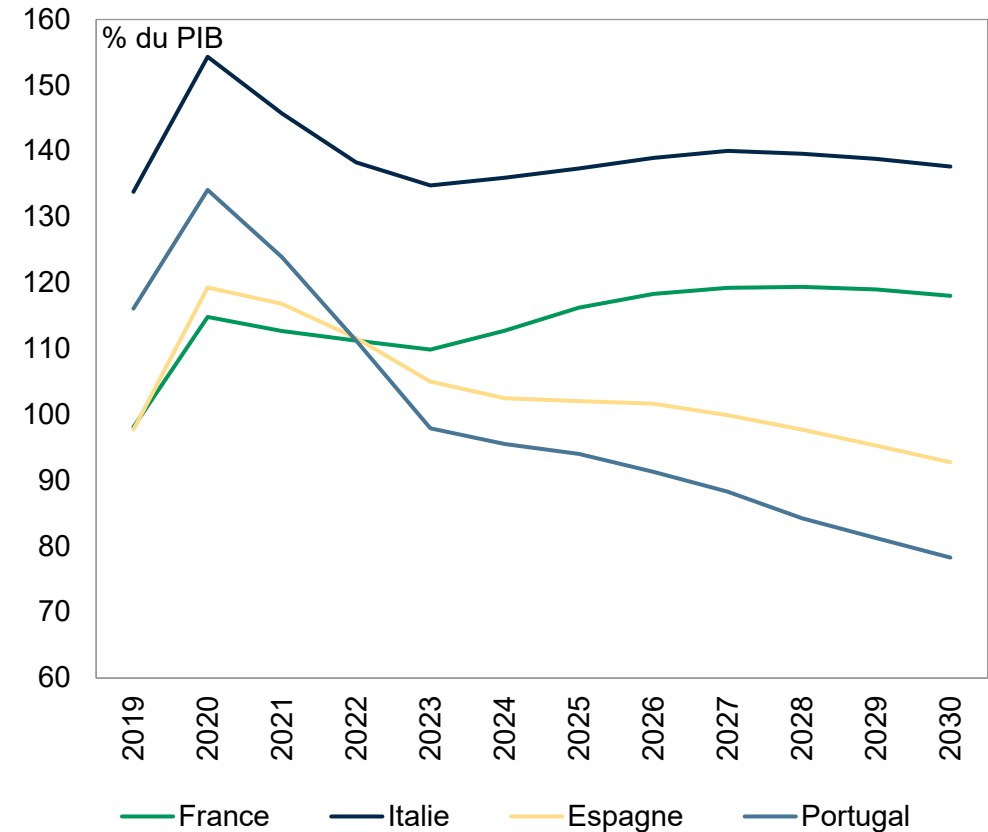
## UNE TRAJECTOIRE FRANÇAISE QUI SE DÉMARQUE

Solde public



Derniers points observés : 2023  
 Sources : instituts statistiques nationaux, prévisions et calculs Crédit agricole S.A./ECO, prévisions gouvernementales

Dette publique



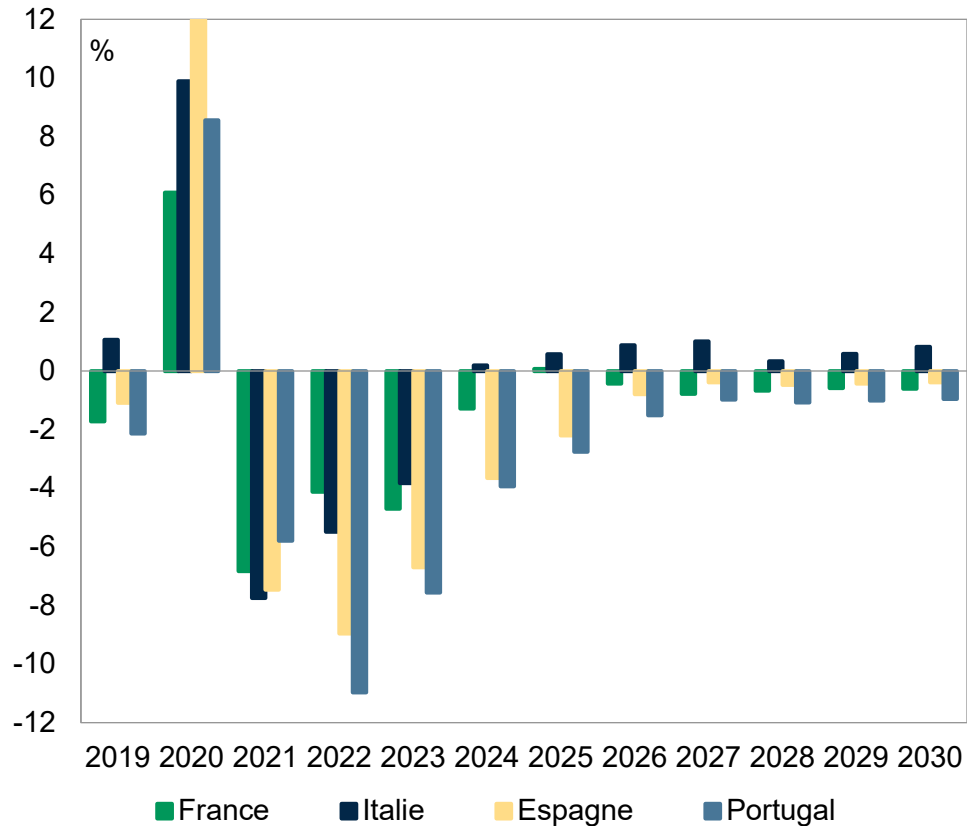
Derniers points observés : 2023  
 Sources : instituts statistiques nationaux, prévisions et calculs Crédit agricole S.A./ECO, prévisions gouvernementales

# A. SCÉNARIO CENTRAL

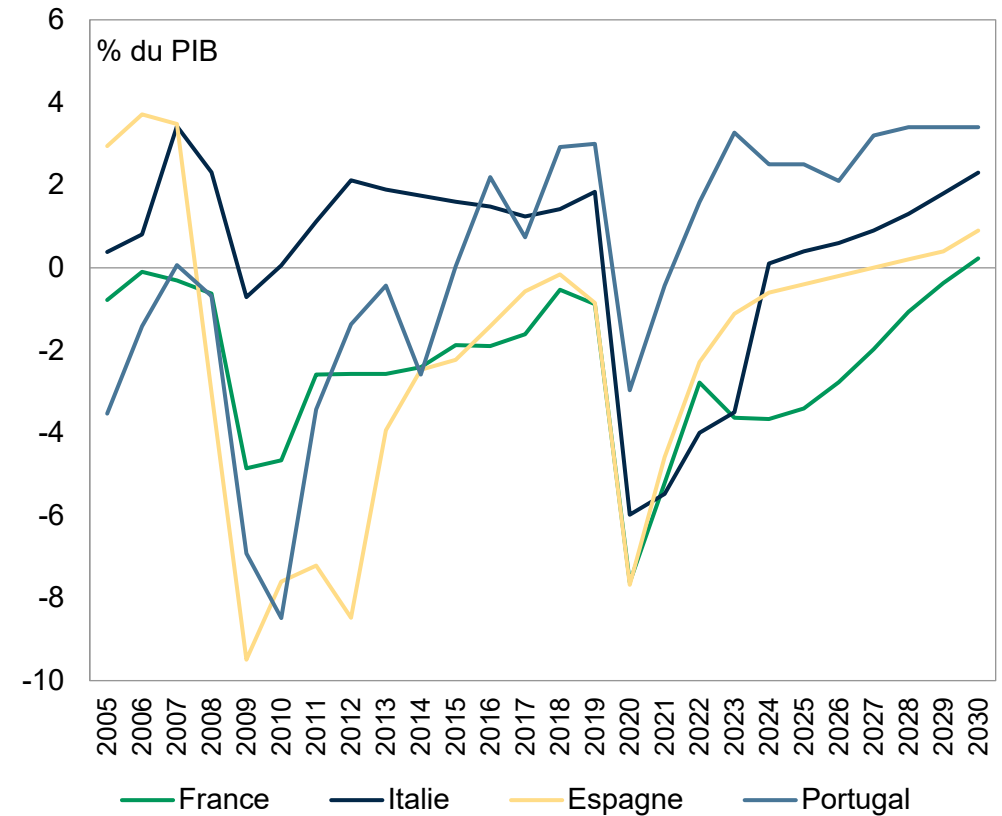
## DES FORCES ET DES FAIBLESSES POUR LA SOUTENABILITÉ DE LA DETTE

$$dette_t - dette_{t-1} \approx \boxed{dette_{t-1} \times (r_t - g_t)} - spp_t$$

Écart critique : des conditions macroéconomiques favorables sauf pour l'Italie



Solde primaire : le véritable problème français

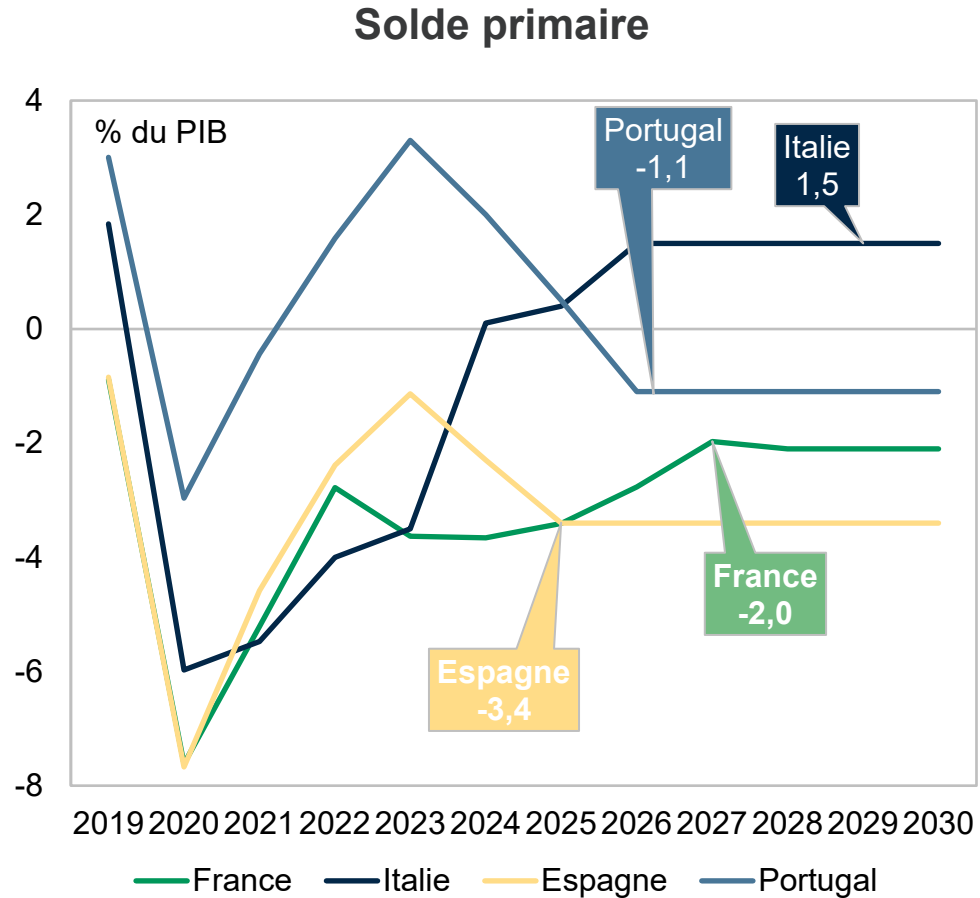


Derniers points observés : 2023  
Sources : instituts statistiques nationaux, prévisions et calculs Crédit agricole S.A./ECO, prévisions gouvernementales

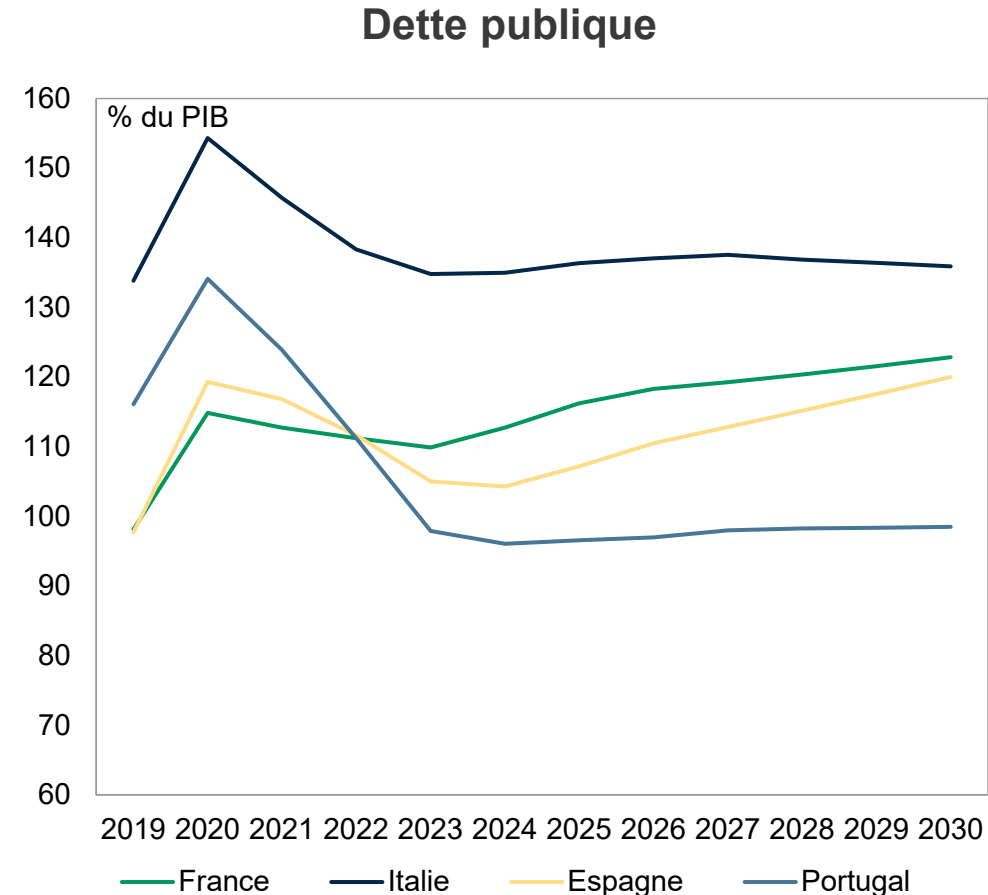
Derniers points observés : 2023  
Sources : instituts statistiques nationaux, prévisions et calculs Crédit agricole S.A./ECO, prévisions gouvernementales

# B. SCÉNARIOS ADVERSES SUR L'ÉVOLUTION DU DÉFICIT

## 1. STABILISATION DU SOLDE PRIMAIRE À SA MOYENNE HISTORIQUE



Derniers points observés : 2023  
Sources : Crédit agricole S.A./ECO

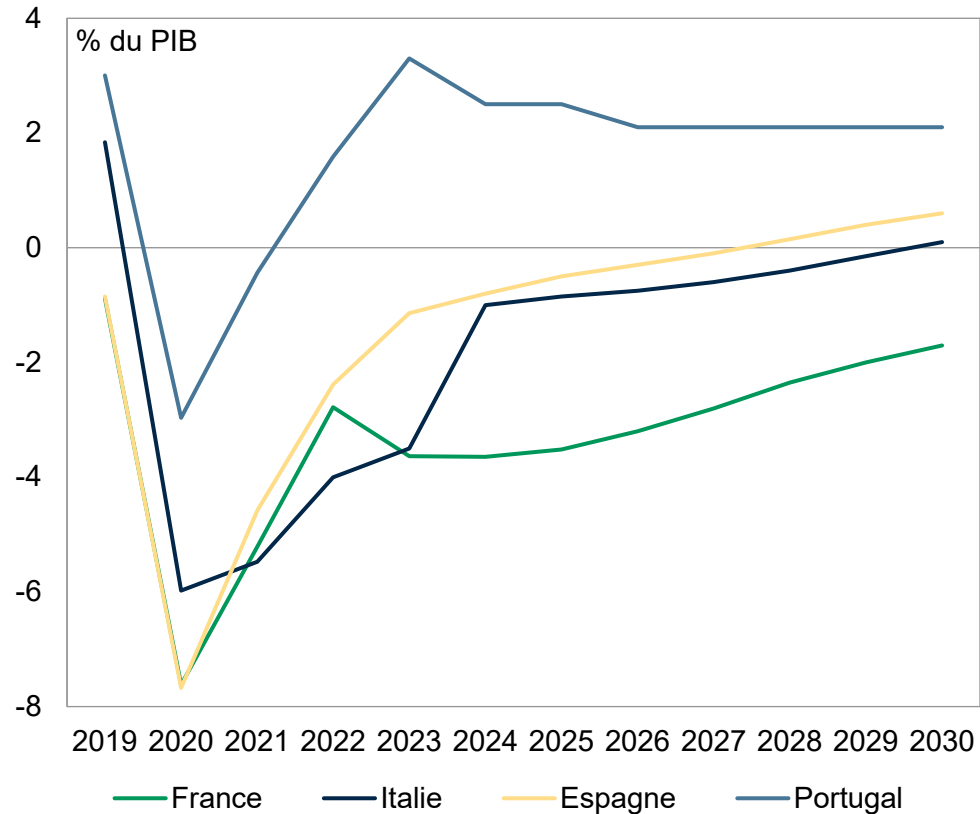


Derniers points observés : 2023  
Sources : Crédit agricole S.A./ECO

# B. SCÉNARIOS ADVERSES SUR L'ÉVOLUTION DU DÉFICIT

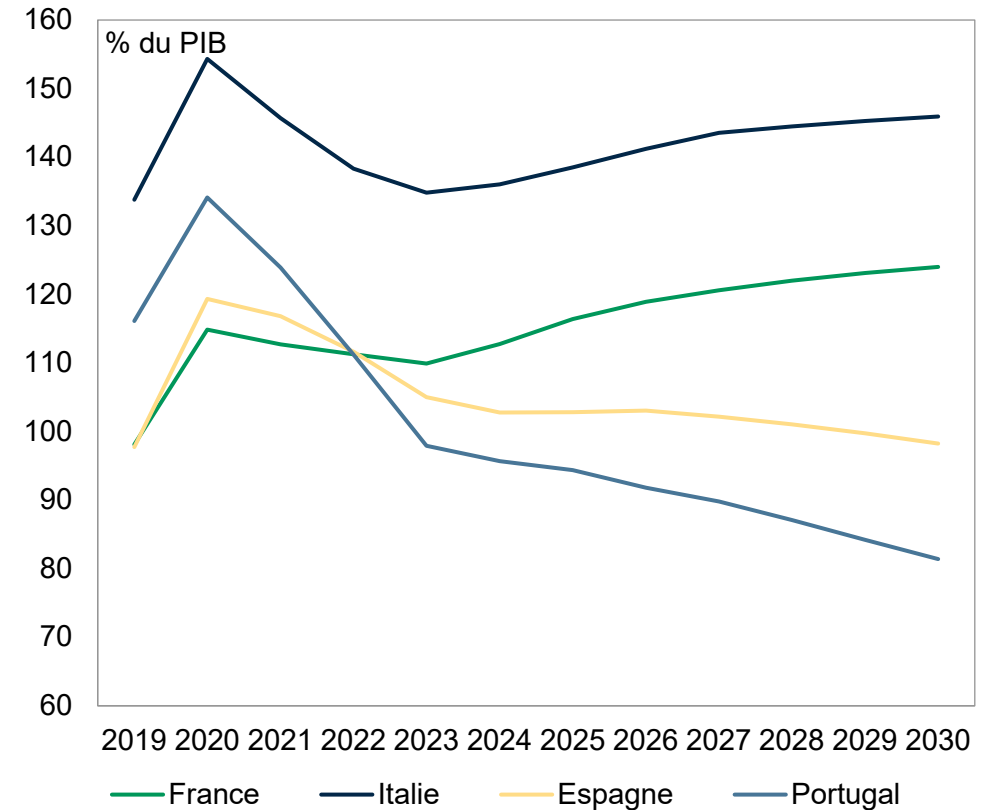
## 2. EFFORT DE CONSOLIDATION RÉDUIT DE MOITIÉ

### Solde primaire



Derniers points observés : 2023  
Sources : Crédit agricole S.A./ECO

### Dette publique

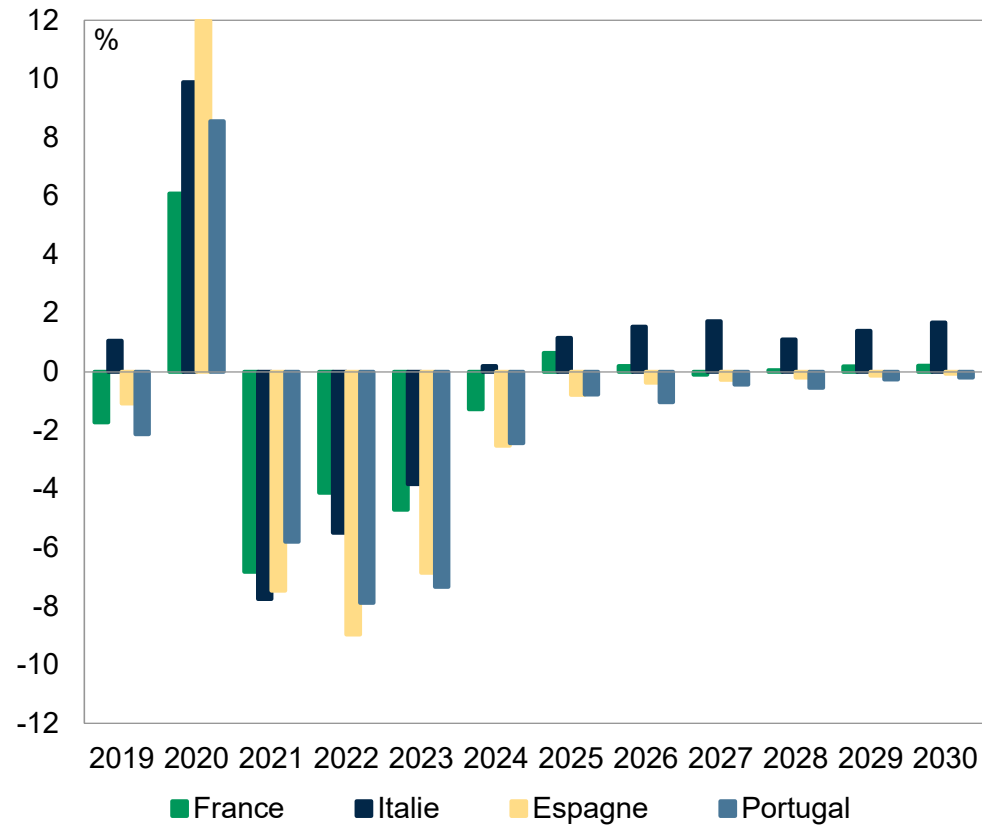


Derniers points observés : 2023  
Sources : Crédit agricole S.A./ECO

# C. SCÉNARIOS ADVERSES SUR L'ÉCART CRITIQUE

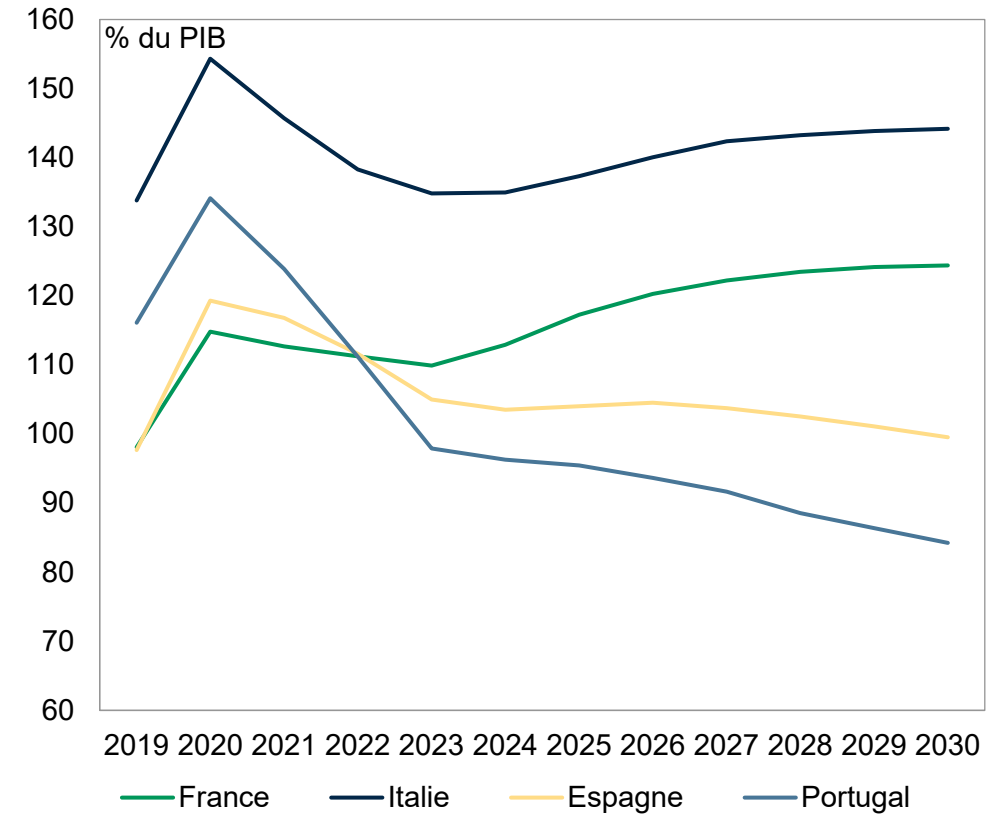
## 1. ÉCART CRITIQUE DURABLEMENT DÉFAVORABLE

### Écart critique



Derniers points observés : 2023  
Sources : Crédit agricole S.A./ECO

### Dette publique

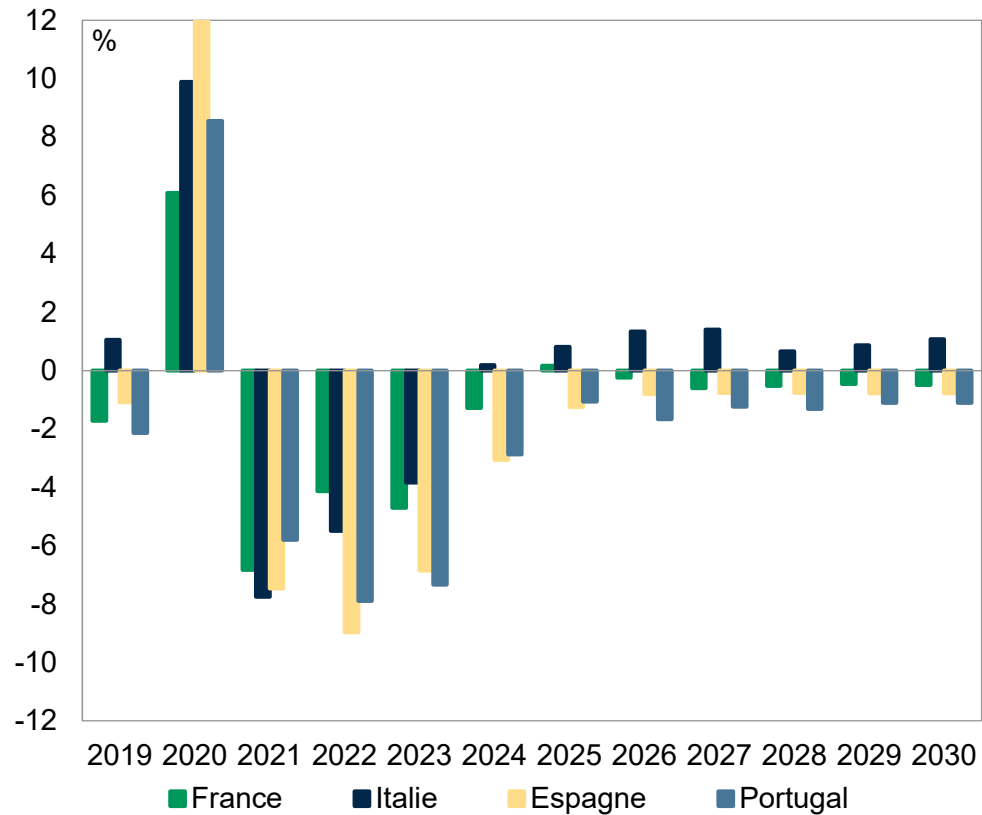


Derniers points observés : 2023  
Sources : Crédit agricole S.A./ECO

# C. SCÉNARIOS ADVERSES SUR L'ÉCART CRITIQUE

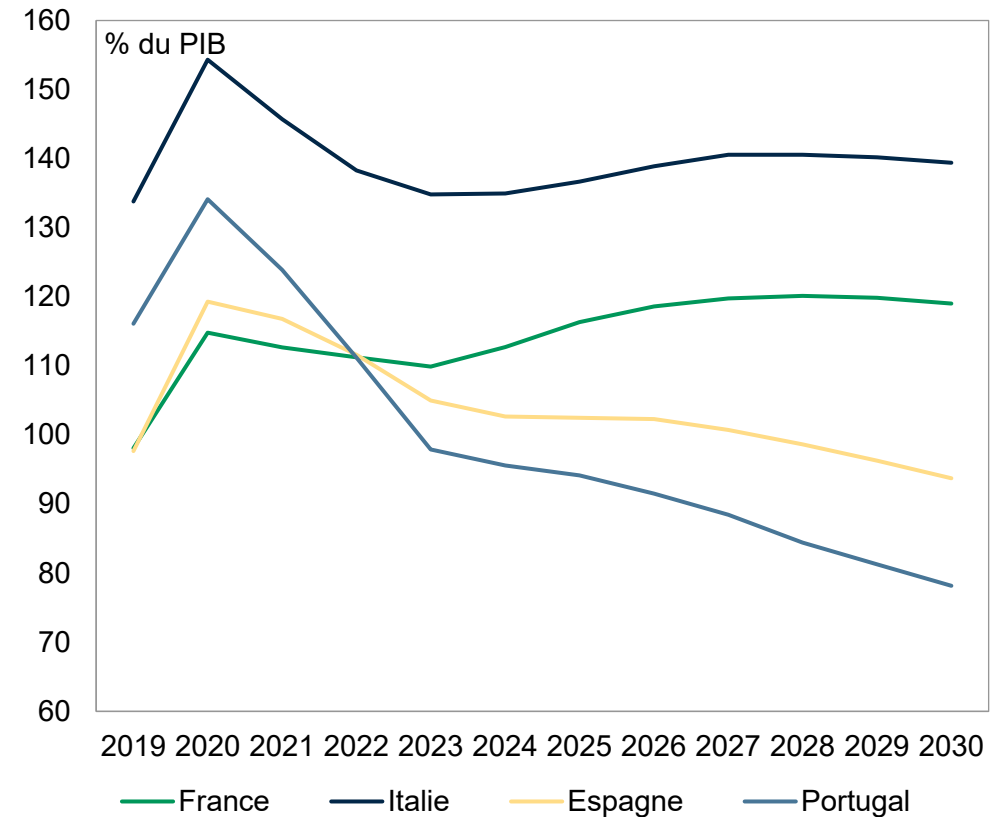
## 2. STRESS FINANCIER TEMPORAIRE

### Écart critique



Derniers points observés : 2023  
Sources : Crédit agricole S.A./ECO

### Dette publique

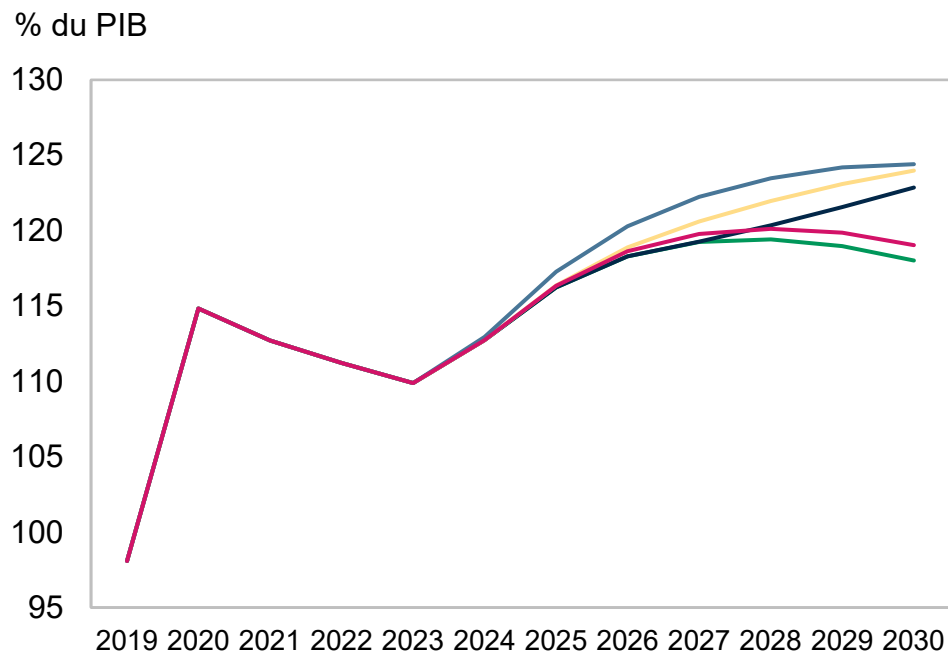


Derniers points observés : 2023  
Sources : Crédit agricole S.A./ECO

# RÉSULTAT DES STRESS BUDGÉTAIRES

## LA FRANCE ET L'ITALIE SOUS SURVEILLANCE

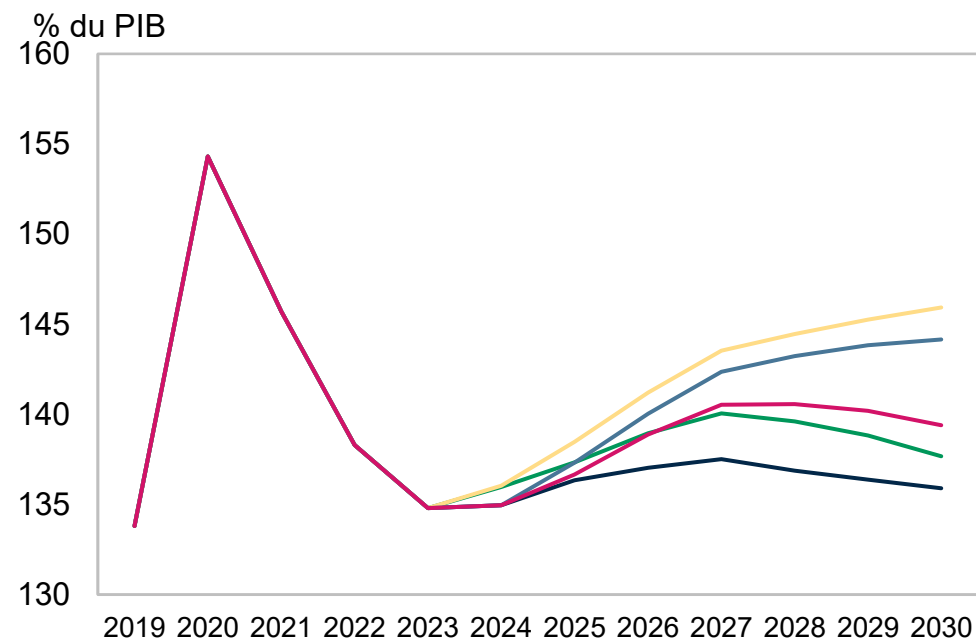
La France : une dette à la hausse si rien ne change



— Central  
— Solde bas  
— Stress financier  
— Solde historique  
— écart critique défavorable

Derniers points observés : 2023  
Sources : Crédit agricole S.A./ECO

L'Italie reste sensible au taux et à la croissance



— Central  
— Solde bas  
— Stress financier  
— Solde Historique  
— écart critique défavorable

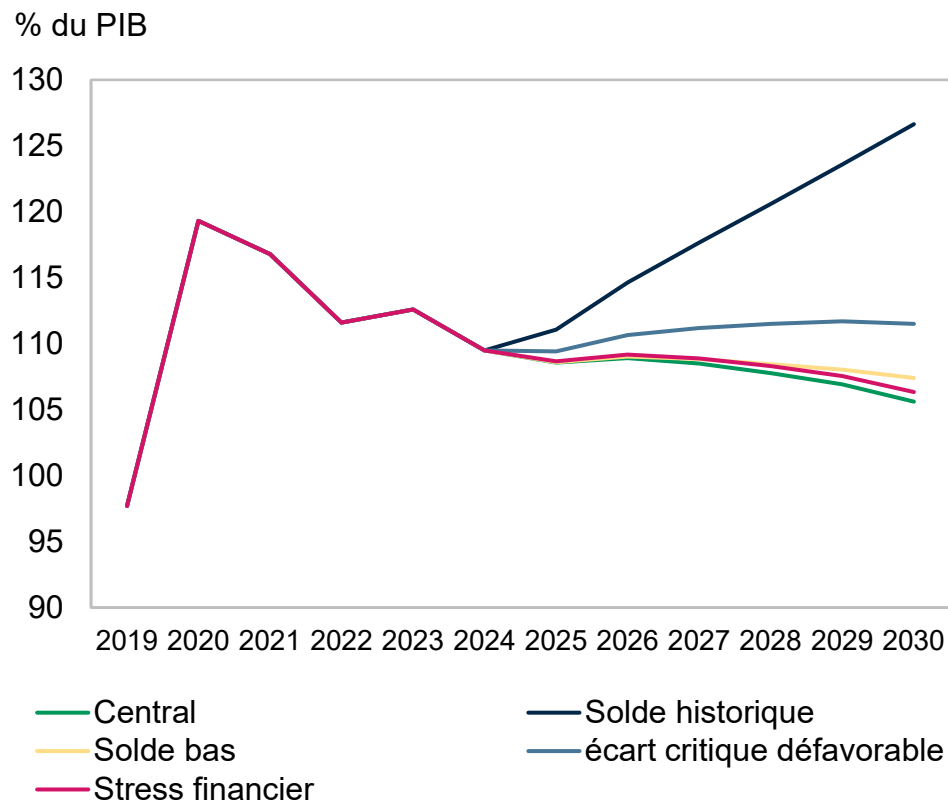
Derniers points observés : 2023  
Sources : Crédit agricole S.A./ECO



# RÉSULTAT DES STRESS BUDGÉTAIRES

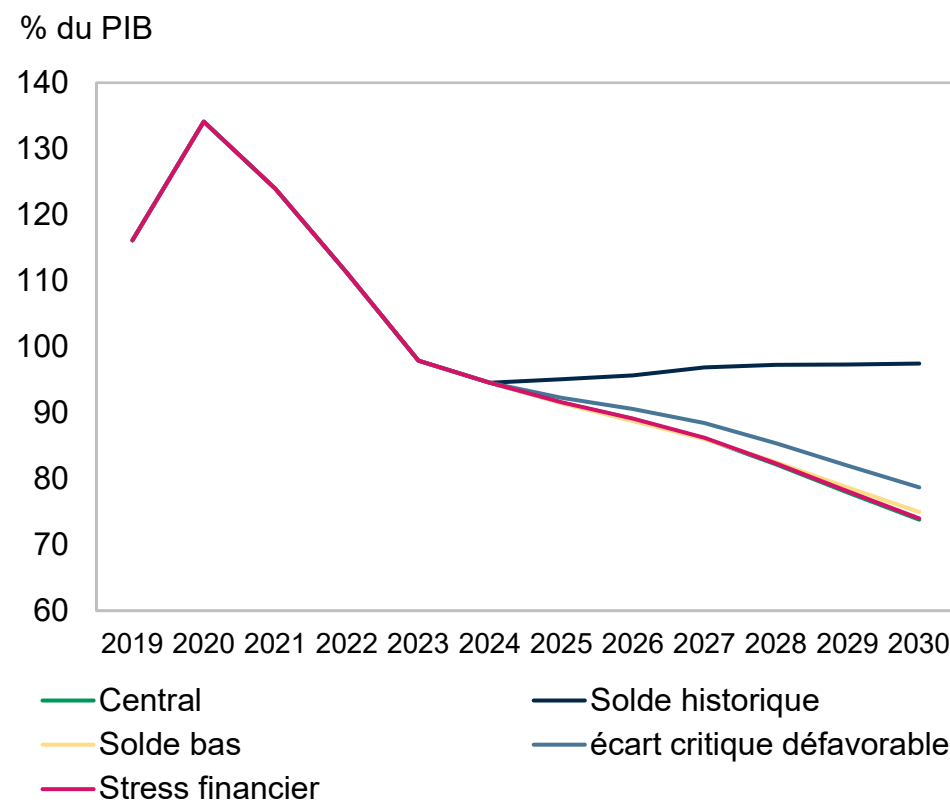
## L'ESPAGNE ET LE PORTUGAL SUR LA BONNE VOIE

### Espagne gare aux vieilles habitudes



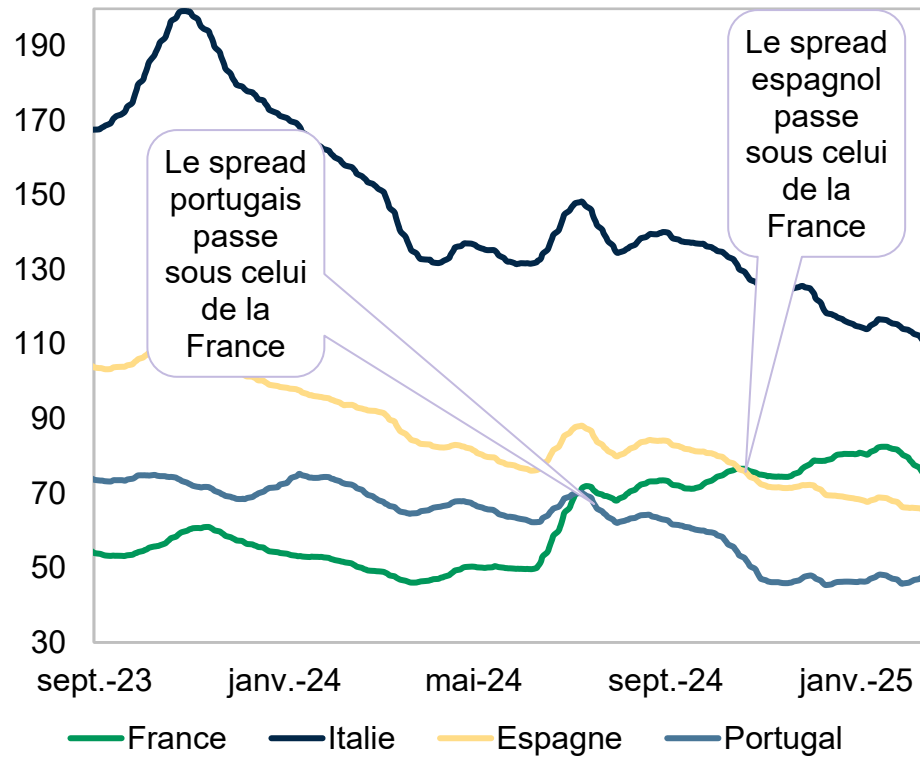
Derniers points observés : 2023  
Sources : Crédit agricole S.A./ECO

### Portugal le bon élève



Derniers points observés : 2023  
Sources : Crédit agricole S.A./ECO

# LA HIÉRARCHIE CHANGE



Sources : Refinitiv, Crédit agricole S.A./ECO

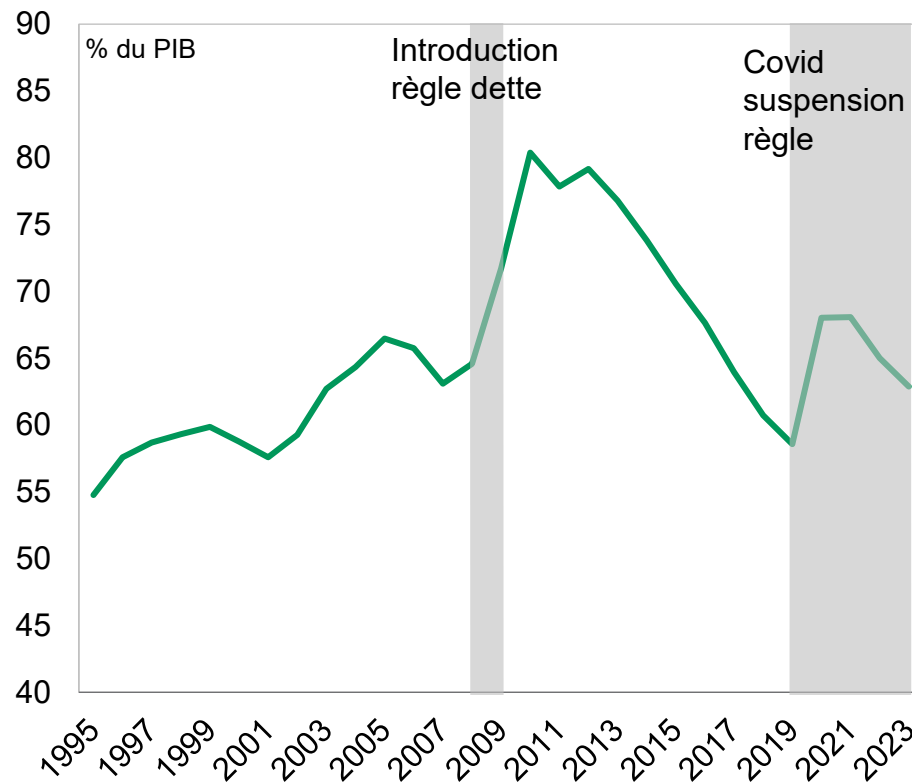
Pays	Agence	Note souveraine	Perspectiv e	Date	Dernier mouvement	Rang de Risque
France	Moody's	Aa3	▶	2024	↓	4
	Standard & Poor's	AA-	▶	2024	↓	4
	Fitch Ratings	AA-	▶	2023	↓	4
Portugal	Moody's	A3	▶	2023	↑	7
	Standard & Poor's	A-	▶	2024	↑	7
	Fitch Ratings	A-	▶	2023	↑	7
Espagne	Moody's	Baa1	▶	2018	↑	8
	Standard & Poor's	A	▶	2019	↑	6
	Fitch Ratings	A-	▶	2018	↑	7
Italie	Moody's	Baa3	▶	2018	↓	10
	Standard & Poor's	BBB	▶	2017	↓	9
	Fitch Ratings	BBB	▶	2021	↑	9

# SOMMAIRE

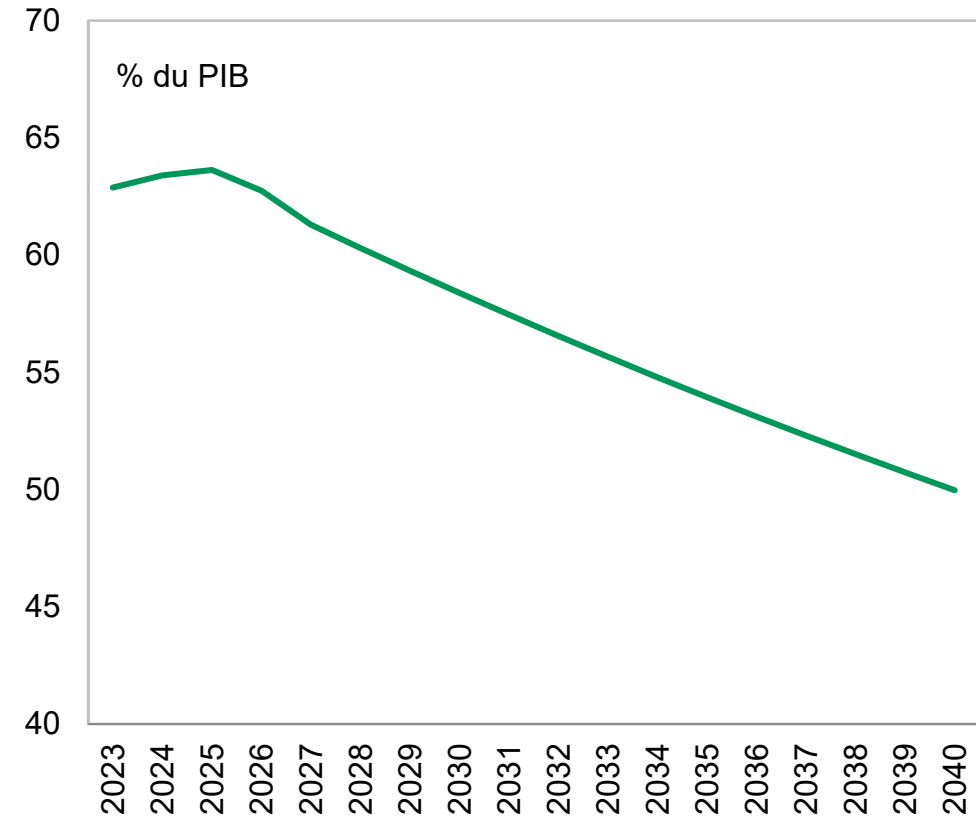
- 1 RÈGLES BUDGÉTAIRES ANCIENNES ET NOUVELLES
- 2 TRAJECTOIRES BUDGÉTAIRES DES PAYS À DETTE ÉLEVÉE
- 3 LE CAS DE L'ALLEMAGNE : RÉFORMER LA RÈGLE SUR LA DETTE

# ALLEMAGNE : DES MARGES BUDGÉTAIRES EN THÉORIE MAIS PAS EN PRATIQUE

La règle a contribué à la réduction de la dette

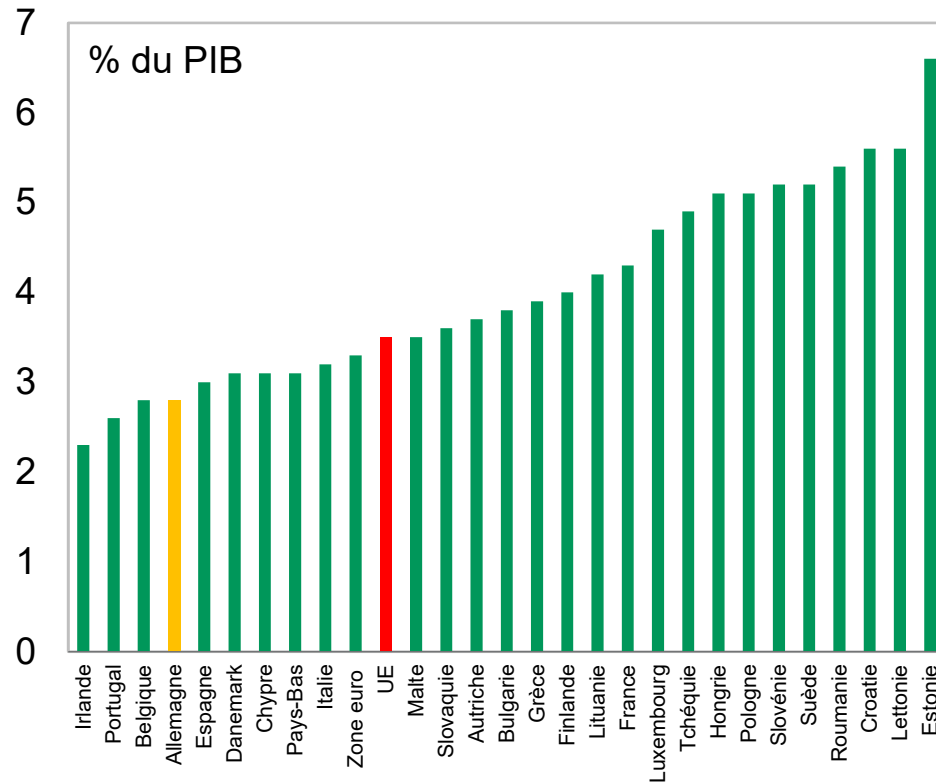


Une règle plus stricte que nécessaire pour assurer la soutenabilité

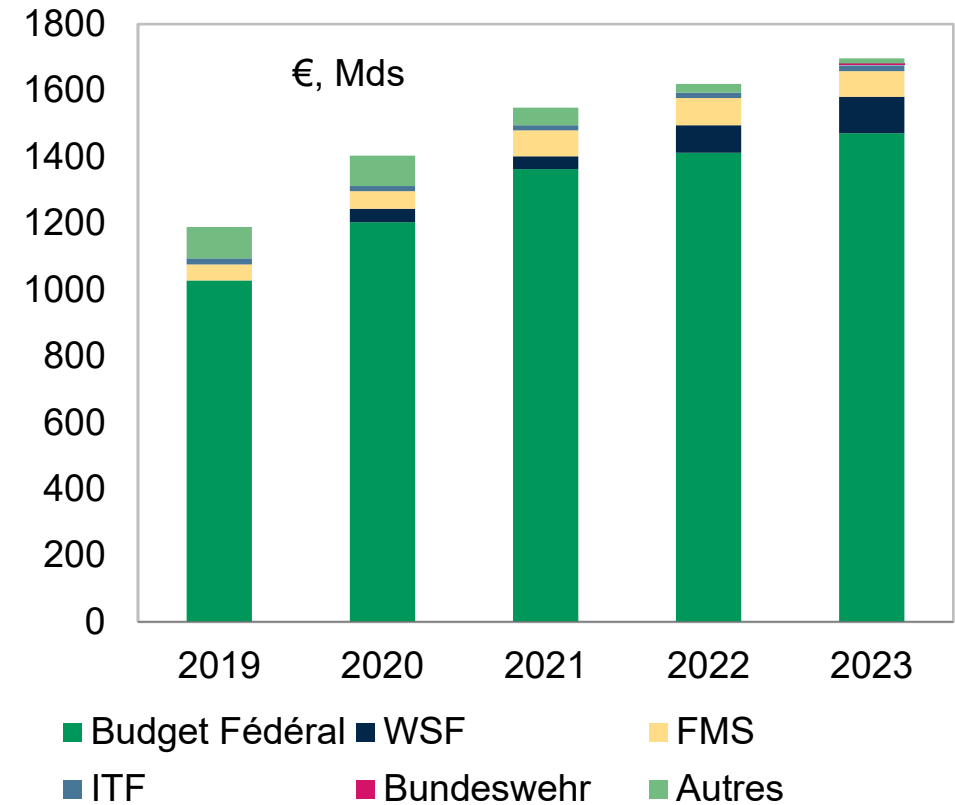


# ALLEMAGNE : DES MARGES BUDGÉTAIRES QU'ON CRÉE AILLEURS

Lanterne rouge en investissement public



Ingénierie financière : 15% de la dette centrale est hors bilan



# ALLEMAGNE

## PROPOSITION DE RÉFORME : LE CONSEIL DES SAGES

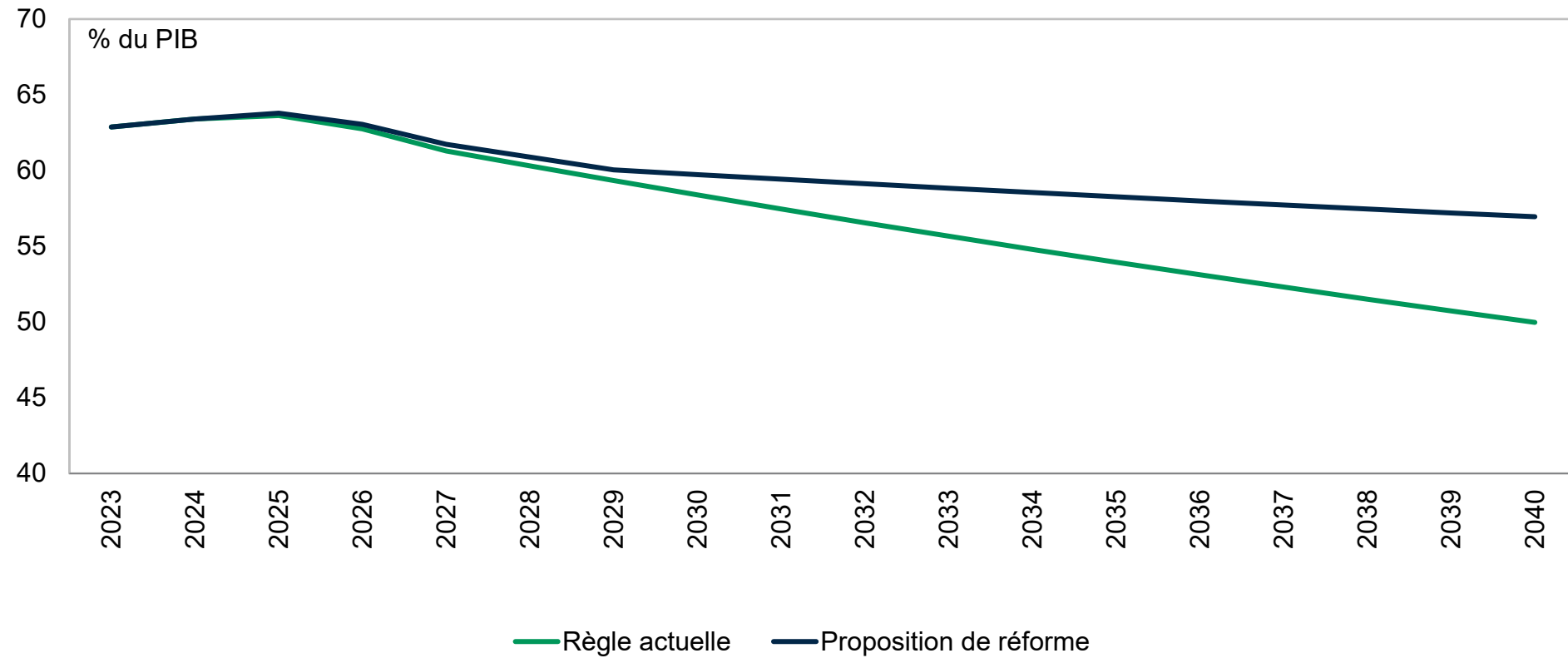
Règle actuelle	
	Indépendamment du niveau de dette
Déficit structurel maximum	0,35%

Proposition du Conseil des sages			
	Dette <60%	Dette <90%	Dette >90%
Déficit structurel maximum	1%	0,5%	0,35%

# ALLEMAGNE

## UNE PROPOSITION DE RÉFORME TOUJOURS ORIENTÉE À LA STABILITÉ

Trajectoires de dette publique



# SÉANCE QUESTIONS / RÉPONSES



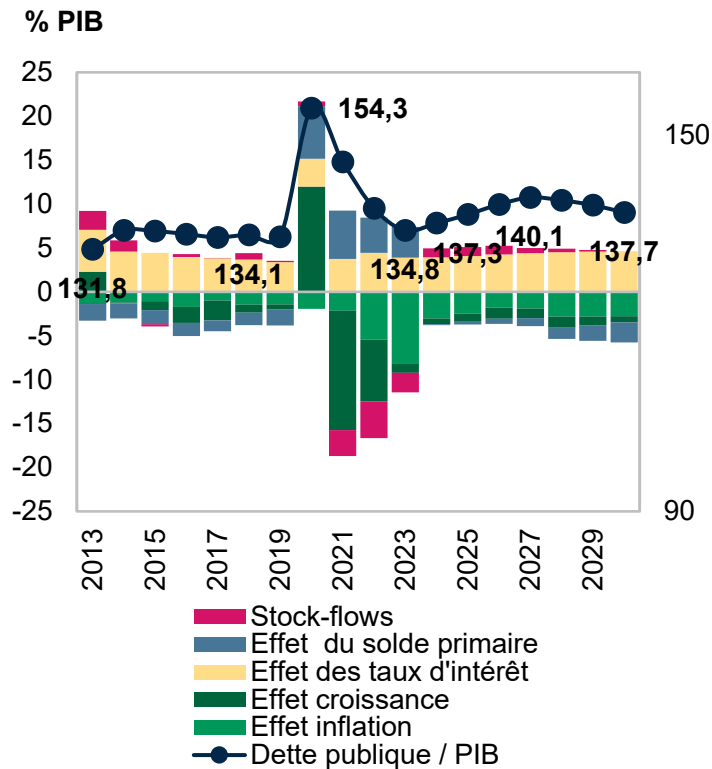
# SYNTHÈSE DES SCÉNARIOS

## RÉSULTAT DES SIMULATIONS

- **Scénario central** : le ratio dette/PIB finit par diminuer dans tous les pays, et plus tardivement en Italie et surtout en France. Ni l'Espagne, ni l'Italie et encore moins la France ne retrouvent le ratio de dette prépandémique à l'horizon 2030. Seul le Portugal retrouve le niveau d'avant la GCF d'ici 2030.
- **Stress sur le déficit** : atteindre le **niveau historique** du solde primaire ne suffit pas à enrayer la hausse des dettes sauf en Italie (bon historique) et au Portugal.
- **L'effort de consolidation** annoncé et projeté dans le central ne peut pas sensiblement **se relâcher** sans remettre en question la baisse des dettes, sauf en Espagne et surtout au Portugal qui dispose de plus de marges de manœuvre et peut continuer à réduire sa dette.
- **Stress sur l'écart entre taux d'intérêt et taux de croissance de l'économie** : dettes élevées et en hausse (France et Italie) ou stables (Espagne), sauf au Portugal, mais pas de trajectoire explosive.
- **Stress financier temporaire** : la baisse de la dette est décalée et ralentie, le ratio de dette reste plus élevé que dans le scénario central en 2030.

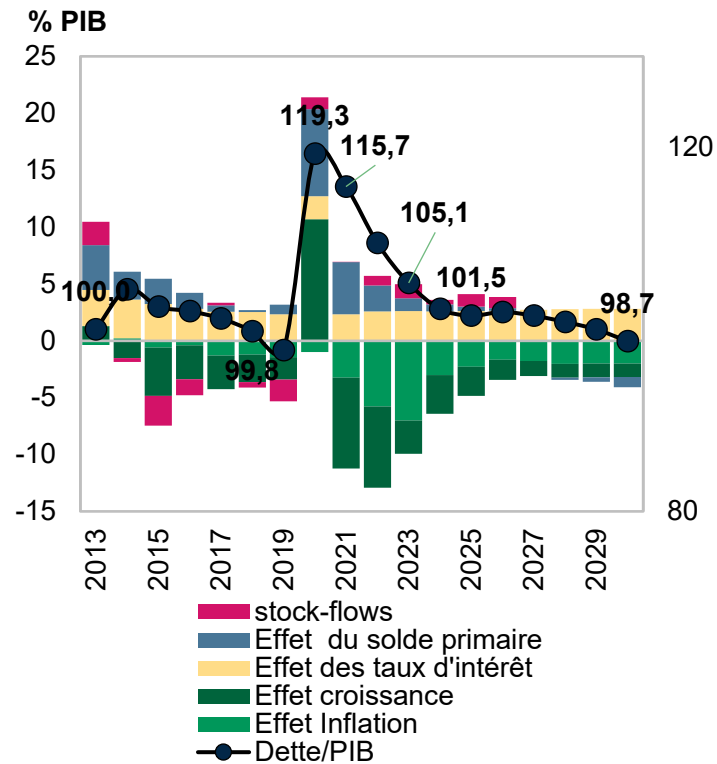
# TRAJECTOIRE DE LA DETTE EN CENTRAL CHACUN SON MOTEUR

## Italie



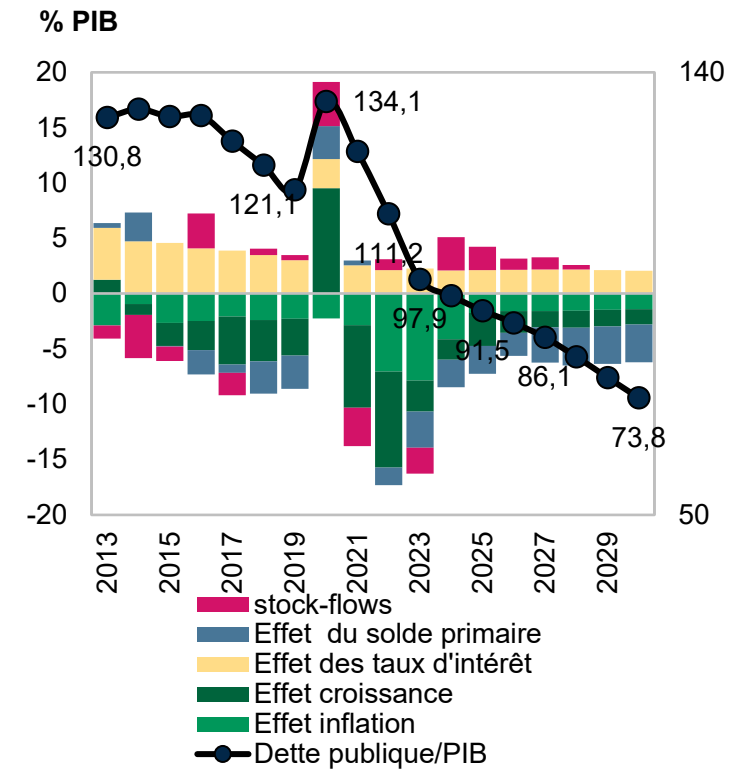
Derniers points observés : 2023  
Sources : Crédit agricole S.A./ECO

## Espagne



Derniers points observés : 2023  
Sources : Crédit agricole S.A./ECO

## Portugal



Derniers points observés : 2023  
Sources : Crédit agricole S.A./ECO

Marianne Picard  
Économiste France  
marianne.picard@credit-agricole-sa.fr



Sofia Tozy  
Économiste Italie  
sofia.tozy@credit-agricole-sa.fr



Paola Monperrus-Veroni  
Économiste zone euro  
paola.monperrus-veroni@credit-agricole-sa.fr



**MERCI DE VOTRE  
ATTENTION**

POUR CONSULTER OU VOUS ABONNER  
À NOS PUBLICATIONS SUR INTERNET :  
<http://etudes-economiques.credit-agricole.com>

Nos publications économiques non confidentielles sont également accessibles sur l'application « Études Eco » disponible sur [l'App Store](#) et sur [Google Play](#)