



FRANCE STRATÉGIE
ÉVALUER. ANTICIPER. DÉBATTRE. PROPOSER.

Comment assurer la résorption des dettes publiques en zone euro ?

Afin d'assurer la pérennité de la monnaie commune, les États doivent s'entendre sur l'architecture qu'ils souhaitent à terme pour la zone euro. Cependant, quel que soit le choix de la réforme retenu, un obstacle peut se dresser devant eux pour la mettre en œuvre : le niveau élevé des dettes publiques et les écarts importants de ce point de vue entre pays européens, qui cristallisent les oppositions. Certes, les dettes publiques restent à des niveaux qu'une politique budgétaire rigoureuse permet de résorber. Mais cette stratégie n'est pas sans risque. En effet, elle ne peut porter pleinement ses fruits que dans quinze ou vingt ans, si bien qu'elle laisse vulnérables les États fortement endettés si un choc économique externe devait survenir d'ici là ; en cas de défaut d'un grand pays, les conséquences pour l'ensemble de la zone euro seraient démesurées. Parce que la résorption des dettes publiques constitue une condition nécessaire pour parvenir à une architecture saine, solide et durable pour la zone euro, elle risque de repousser *de facto* l'achèvement de cette réforme, pourtant indispensable, à un horizon lointain et incertain.

C'est pourquoi, tout en recommandant de poursuivre la consolidation engagée, cette note explore les voies complémentaires possibles pour traiter ce problème de dettes publiques élevées, si la situation exigeait un traitement plus rapide. L'exercice est difficile et il réclame sans aucun doute de sortir des sentiers battus. Ces nouvelles voies à explorer sont au nombre de trois et elles ne sont pas exclusives l'une de l'autre.

La première consiste à ce que les États de la zone euro s'engagent conjointement à soutenir un pays, en cas de conjoncture difficile, pendant que celui-ci procède aux efforts nécessaires pour assainir sa situation budgétaire. Cet effort de solidarité de tous, qui resterait circonscrit et conditionnel aux efforts accomplis par l'État aidé, renforcerait l'adhésion collective à la démarche de redressement des finances publiques et la crédibilité de la trajectoire de réduction de la dette.

Concomitamment à l'augmentation des dettes publiques, les vingt dernières années ont été marquées par une forte progression du patrimoine des ménages en Europe, en particulier immobilier, avec une distribution très inégale de cet enrichissement. Ceci ouvre une deuxième voie qui permettrait à un État excessivement endetté de décréter qu'il devient copropriétaire de tous les terrains construits résidentiels à hauteur d'une fraction limitée de leur valeur. Il deviendrait ainsi créancier d'une somme annuelle, correspondant à la rémunération du droit d'occupation du sol. Tout propriétaire pourrait différer son paiement, dont le montant cumulé interviendrait alors au moment de la vente ou de la transmission du bien.

Enfin, la troisième voie reposerait sur la recherche d'un soutien auprès de la Banque centrale européenne. Celle-ci rachèterait une partie de la dette obligataire des États européens trop endettés et garderait ces titres à son bilan en les transformant en obligations perpétuelles non porteuses d'intérêt.

Les trois voies explorées ici présentent inévitablement un caractère inédit et radical, que certains iront jusqu'à qualifier de dangereux. Elles soulèvent des difficultés politiques et juridiques évidentes. Le débat mérite néanmoins d'être abordé à froid, afin d'éviter d'avoir à prendre dans l'urgence des décisions non préparées en cas de choc économique d'envergure survenant dans la zone euro.

V. Aussilloux
M. Cases
C. Gouardo

Département Économie

F. Lenglard

Commissaire général adjoint

La *Note d'analyse* est publiée sous la responsabilité éditoriale du commissaire général de France Stratégie. Les opinions exprimées engagent leurs auteurs et n'ont pas vocation à refléter la position du gouvernement.

INTRODUCTION

En dix ans, le ratio de dette publique brute des pays de la zone euro est passé d'une moyenne de 65 % à plus de 90 % du PIB aujourd'hui. Plusieurs pays ont des ratios de dette supérieurs à 100 % et d'autres, comme la France, s'en rapprochent. Cette tendance fait peser un risque sur la zone euro. Pour certains pays, elle résulte d'une longue dérive des finances publiques avant la crise, rendue possible par une certaine myopie des marchés financiers, que les mécanismes européens de supervision n'ont pas réussi à contrecarrer. Pour d'autres, elle est liée à l'éclatement de bulles immobilières et au réajustement de secteurs bancaires surdimensionnés, qui ont conduit à « nationaliser » les pertes et ont anéanti des pans entiers de l'activité économique, jusqu'alors riches en emplois et générateurs de recettes fiscales.

La notion de « soutenabilité » des finances publiques prête souvent à confusion et conduit parfois à des jugements hâtifs quant aux risques posés par la situation actuelle. La dette d'un État est dite « soutenable » lorsque la politique budgétaire menée ne risque pas, à plus ou moins long terme, de le mettre dans la situation de ne plus pouvoir à la fois honorer ses engagements vis-à-vis de ses créanciers et assurer la continuité des services publics. Ceci dépend du niveau de la dette et du déficit public actuels, bien sûr, mais aussi de la trajectoire de croissance future de l'économie, ainsi que de celles de l'inflation, des déficits et du taux d'intérêt demandé par les marchés. Toutes ces trajectoires sont évidemment incertaines ; elles sont révisées suite à des décisions de politiques publiques, mais elles varient aussi en fonction de nombreux chocs externes, positifs ou négatifs, non maîtrisables – ou seulement en partie – par l'État. L'anticipation de ces trajectoires laisse également de la place à une part importante de jugement, concernant en particulier l'acceptabilité des politiques menées, donc la capacité d'un gouvernement à les soutenir dans la durée, ainsi que la réaction probable d'autres acteurs (autres États membres de la zone euro, fonds d'assistance, banque centrale) à une situation de crise. La dette d'un État peut donc être jugée soutenable sous certaines hypothèses et ne plus l'être dans d'autres. C'est pourquoi **il est impossible de définir un « seuil » à partir duquel une dette serait non soutenable**, valable à tout moment, pour tous les pays et pour toutes les configurations institutionnelles. La diversité des situations de par le monde et le fait que certains pays ont pu porter pendant longtemps des dettes élevées sans susciter l'inquiétude des marchés (Belgique, Japon, etc.) l'attestent. Une étude récente du FMI¹ est allé jusqu'à suggé-

rer que le niveau « maximal » de dette publique pour les pays développés pouvait être supérieur à 200 % du PIB.

La situation en zone euro n'en est pas moins inquiétante aujourd'hui. La crise des dettes souveraines de 2010-2014 a montré que le risque d'un défaut souverain n'est pas l'apanage des pays en développement et que **les niveaux actuels de dette peuvent conduire les marchés à douter en certaines circonstances de la solvabilité d'un État européen.**

LA DIFFICILE TRANSITION VERS UNE ARCHITECTURE PLUS COHÉRENTE

Certes, face à la menace de son éclatement, la zone euro a réagi en étoffant au fil de l'eau son architecture (création du Mécanisme européen de stabilité – MES –, renforcement du pacte européen de stabilité et de croissance) et en continuant de le faire (mise en place progressive de l'Union bancaire et de l'Union des marchés de capitaux). Ajoutés aux efforts entrepris par les États membres sur leurs finances publiques et au contexte favorable actuel de reprise économique partout en Europe, ces progrès ont permis de revenir aujourd'hui à une situation plus sereine.

Pour autant, pour justifiées qu'elles aient été dans un contexte de crise, **les réformes entreprises ont conduit à ce que l'architecture de la zone euro souffre désormais d'incohérences dangereuses en cas de nouveau choc économique et financier d'ampleur. Assurer la stabilité de la zone euro à moyen terme suppose en réalité de choisir entre trois modèles cohérents et robustes** exposés plus en détail dans la note Action critique « *Quelle architecture pour la zone euro ?* » publiée en décembre 2016 par France Stratégie.

- **Le modèle « d'intégration renforcée »** repose sur une coresponsabilité au moins partielle sur la dette des États membres, en contrepartie d'un renforcement de la discipline budgétaire au niveau européen. Ce schéma, consubstantiel à une nouvelle limitation de la souveraineté nationale sur la détermination de la politique budgétaire, suppose de repenser profondément la gouvernance de la zone euro pour en asseoir la légitimité démocratique.
- **Le modèle « Maastricht 2.0 »** consiste à revenir aux principes d'origine sous une forme épurée en redonnant aux marchés financiers le rôle de vigie du sérieux budgétaire des États, tout en allégeant les règles de

1. Voir Ostry J.D., Ghosh A.R. et Espinoza R. (2015), "When Should Public Debt Be Reduced?", FMI, Staff Discussion Note, SDN/15/10.



surveillance européenne et en excluant toute forme de solidarité collective des pays européens sur leurs dettes publiques respectives. Pour être crédible, c'est-à-dire pour que s'exerce réellement la discipline des marchés financiers, ce schéma suppose de définir *ex ante* les conditions dans lesquelles un État peut faire défaut. En cas de difficultés, la restructuration de sa dette de façon à redevenir solvable devient alors une condition nécessaire pour accéder au soutien financier du MES. Celui-ci assure ponctuellement les besoins en liquidités de cet État, le temps qu'il puisse revenir emprunter sur les marchés, une fois sa situation stabilisée.

- **Le modèle « hybride »** se caractérise par un principe strict de non-coresponsabilité sur les dettes nationales, donc définit comme dans le modèle précédent les conditions dans lesquelles un État peut faire défaut, mais il est complété par un outil supplémentaire de stabilisation macroéconomique, prenant la forme d'un budget de la zone euro.

Les États membres de la zone euro doivent en priorité dessiner l'avenir qu'ils veulent construire ensemble, c'est-à-dire s'entendre sur le modèle d'architecture cohérent qu'ils souhaitent faire émerger à moyen terme. Cependant, quel que soit le modèle choisi, ils butteront sur un obstacle pour le faire advenir dans des délais rapprochés : le niveau élevé des dettes publiques en zone euro et l'hétérogénéité des situations entre les différents États à cet égard.

C'est évident dans le cas du premier modèle, où est mise en place une forme de mutualisation du risque souverain. En effet, pour que cette mutualisation soit politiquement acceptable, il est nécessaire qu'au moment de la transition, chacun se trouve face à un « voile d'ignorance », c'est-à-dire dans l'incapacité de savoir s'il sera bénéficiaire ou contributeur net du système de coresponsabilité sur les dettes publiques.

La situation actuelle interdit cela. Certes, aucun des pays de la zone euro n'est dans une situation où il est possible d'affirmer que son niveau de dette est aujourd'hui insoutenable. Mais, partant de niveaux de dettes si différents, il est politiquement impossible de basculer en l'état sur une quelconque forme de coresponsabilité sur les dettes publiques, car les risques à assumer *ex ante* ne seraient à l'évidence pas les mêmes pour chacun des pays. La seule solution politique praticable consisterait donc à ramener

tous les pays à des niveaux de dette modérés avant de basculer dans un modèle de coresponsabilité. Dans un tel schéma, le seuil de 60 % fixé dans le traité de Maastricht représente une cible logique ; un seuil plus élevé, à 80 % du PIB par exemple, pourrait être une cible plus réaliste. En réalité, aucun de ces seuils n'a de véritable fondement économique, mais ils sont illustratifs des ordres de grandeur qui rendraient une forme de mutualisation politiquement acceptable.

L'obstacle surgit également dans le deuxième et le troisième modèle, car annoncer sans aucun garde-fou que l'on opte pour un modèle dans lequel la responsabilité individuelle de chaque État membre sur sa dette sera pleine et entière, sans qu'il ne soit jamais aidé par les autres États et le niveau européen quoi qu'il arrive, risquerait de précipiter une crise. De fait, aujourd'hui, les taux d'intérêt sur la dette des États membres reflètent tout à la fois, dans des proportions impossibles à connaître, la confiance des marchés dans la capacité de chacun à tenir sa trajectoire de finances publiques, et la réaction anticipée des institutions européennes et des autres États de la zone euro face à un cas de crise où l'un d'eux se trouverait plongé dans la tourmente. La levée définitive de l'ambiguïté qui prévaut aujourd'hui pourrait entraîner une résurgence de la crise. Pour qu'un mécanisme autorisant la restructuration d'une dette souveraine puisse voir le jour, il paraît donc indispensable qu'au moment de la transition les niveaux de dette publique soient, sans équivoque possible, jugés soutenables par les marchés. Ici encore, les seuils qui permettraient de s'en assurer sont impossibles à déterminer. Mais la crise a démontré que les niveaux actuels sont suffisants pour générer de l'inquiétude. Ils appellent donc à la prudence et conduisent à considérer que le basculement dans un modèle intégrant une possible restructuration des dettes souveraines n'est pas, en l'état, envisageable.

La résolution du problème des dettes publiques excessives héritées du passé faciliterait par ailleurs grandement une autre condition nécessaire à la mise sur pied d'un modèle où les souverainetés budgétaires nationales seraient réaffirmées : faire en sorte que les banques soient capables d'absorber un défaut sur la dette d'un État membre. En effet, en renforçant la crédibilité de la signature de l'ensemble des États, elle permettrait d'aller beaucoup plus vite dans la voie d'une modification du traitement prudentiel des titres de dette publique dans les bilans bancaires (instauration d'une règle de diversification minimum des portefeuilles d'obligations souveraines ou sortie du régime de *zero-risk weight* pour les obligations souveraines)².

2. Une autre solution est proposée dans Corsetti *et al.* (2016), *Reinforcing the Eurozone and Protecting an Open Society*, Monitoring the Eurozone 2, CEPR Press. Elle consisterait à substituer aux obligations souveraines nationales des titres structurés ("synthétiques"), adossés à un portefeuille diversifié de telles obligations, et de leur réserver un traitement prudentiel favorable de manière à encourager les banques à détenir ces dernières plutôt que des expositions à des pays individuels.

Ainsi, notre capacité à aller de l'avant pour remodeler en profondeur l'architecture de la zone euro repose sur la possibilité de trouver des solutions à l'obstacle que représentent les dettes publiques excessives. **Or, la solution la plus évidente – une restructuration pure et simple des dettes publiques, dans laquelle les pertes seraient intégralement assumées par les créanciers – est une impasse**, car elle déclencherait une crise financière et économique massive, qui mettrait immédiatement en danger l'intégrité de la zone euro. Paradoxalement, si l'on cherche à renforcer la discipline de marché en forçant les investisseurs à considérer en permanence le risque non nul qu'une dette souveraine soit restructurée, il faut tout faire, au moment de la transition, pour montrer que ce risque est et demeurera très faible.

LES LIMITES DES RÈGLES BUDGÉTAIRES POUR RÉSORBER LES DETTES PUBLIQUES

Les niveaux actuels de dette publique ne sont pas une fatalité et seront amenés à se résorber progressivement, sous les effets combinés de l'ajustement budgétaire, de la croissance et du retour à une inflation un peu plus forte (qui jouent à la fois sur le niveau du déficit et sur le niveau de dette rapporté au PIB). Ceci est valable pour tous les pays, y compris les plus endettés. Mais la question demeure

de savoir si cette résorption programmée des ratios de dette, appuyée par une stratégie d'ajustement budgétaire ambitieuse conforme aux règles de surveillance instaurées au niveau européen, sera suffisante et assez rapide.

Les projections ci-dessous décrivent l'évolution du ratio de dette et du solde budgétaire structurel jusqu'en 2040 des pays de la zone euro dont le ratio de dette dépassent les 80 % du PIB, sous des hypothèses simples communes à tous les pays (Encadré 1). Elles supposent le strict respect des règles européennes en matière d'ajustement budgétaire dans un contexte où chaque pays ferait face à l'inflation et aux taux d'intérêt qu'il a connu en moyenne du début des années 2000 jusqu'à la crise de 2008. Chaque pays est supposé suivre le sentier de croissance potentielle anticipée par la Commission. Sur un horizon d'un peu plus de dix ans (2030), les baisses obtenues sont substantielles : de l'ordre de 20 points de PIB en moyenne. Ces résultats supposent, en particulier, que les pays procèdent à un ajustement budgétaire structurel d'au moins 0,5 point de PIB par an jusqu'à atteindre l'objectif minimal de 0,5 point de PIB de déficit structurel, soit le seuil fixé par le Traité pour la Stabilité, la Coordination et la Gouvernance signé en 2012. Cet ajustement dure jusqu'à la fin de la prochaine décennie pour la majorité des pays, en raison de l'augmentation progressive de la charge de la dette.

Tableau 1 – Niveaux de dette des pays de la zone euro* et écarts à des ratios-cibles (2017)

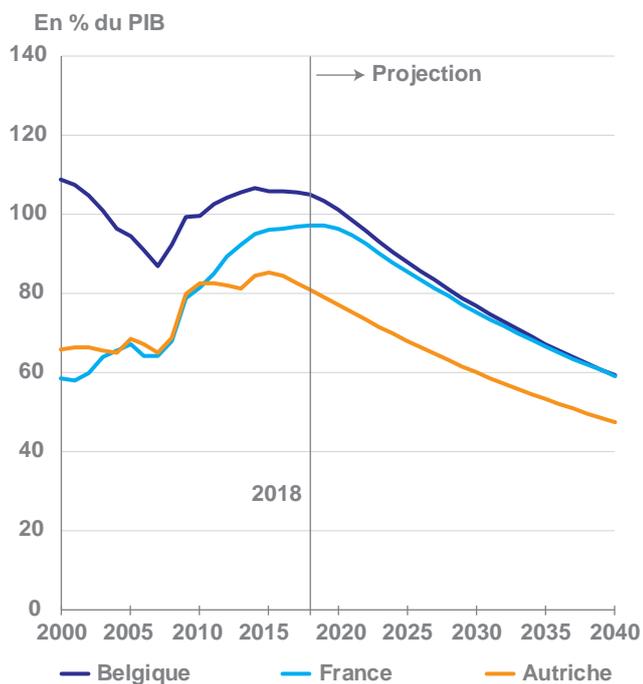
	Dette	Écart à 80 %	Écart à 60 %	Écart à 80 %	Écart à 60 %	Écart à 80 %	Écart à 60 %
	% du PIB	% du PIB	% du PIB	Milliards d'euros	Milliards d'euros	% du PIB zone euro	% du PIB zone euro
Grèce	178,8	98,8	118,8	179	216	1,6	2,0
Italie	133,1	53,1	73,1	904	1244	8,2	11,2
Portugal	128,5	48,5	68,5	93	131	0,8	1,2
Belgique	105,6	25,6	45,6	112	199	1,0	1,8
Chypre	103,4	23,4	43,4	4	8	0,0	0,1
Espagne	99,2	19,2	39,2	222	453	2,0	4,1
France	96,4	16,4	36,4	374	832	3,4	7,5
Autriche	82,8	2,8	22,8	10	82	0,1	0,7
Slovénie	77,8	-	17,8	-	7	-	0,1
Irlande	73,5	-	13,5	-	38	-	0,3
Allemagne	65,8	-	5,8	-	188	-	1,7
Finlande	65,5	-	5,5	-	12	-	0,1
Total	-	-	-	1 898	3 410	17	31

* Sont représentés uniquement les pays avec un ratio de dette / PIB supérieur à 60 % en 2017 (d'après les prévisions de la Commission européenne).

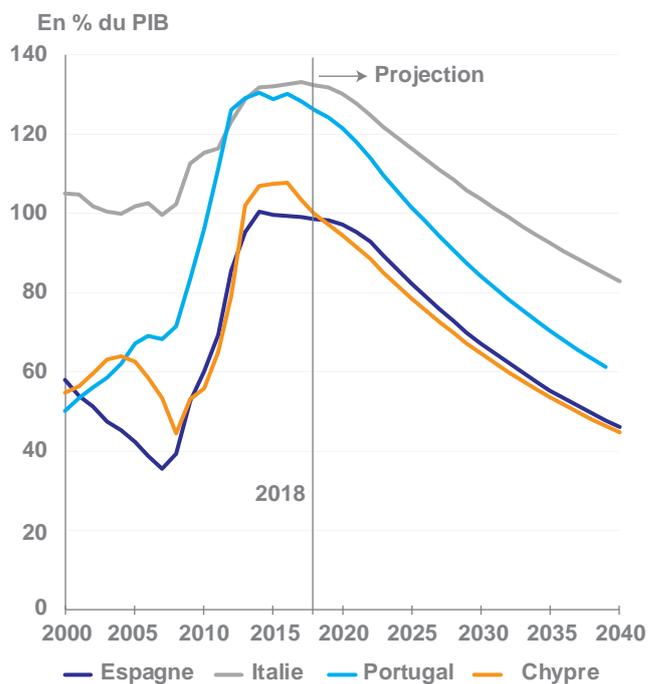
Source : Eurostat, calculs France Stratégie.



Graphique 1 – Évolution du ratio dette / PIB

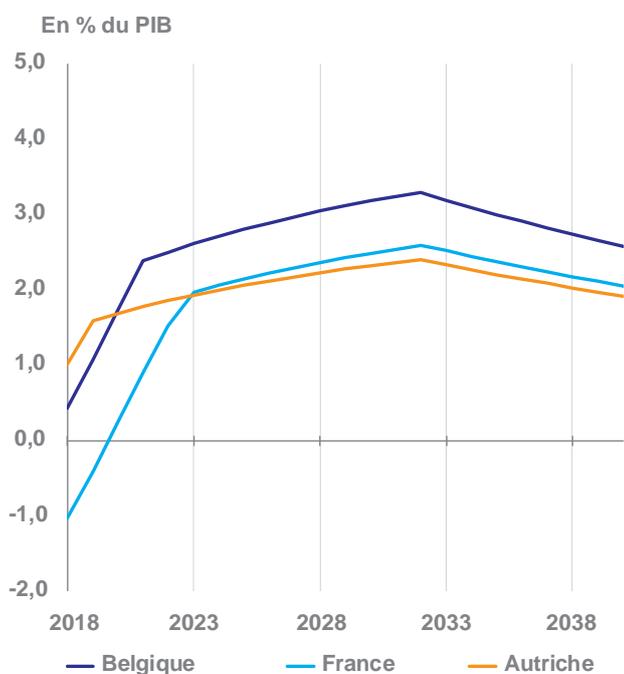


Source : Simulations France Stratégie.

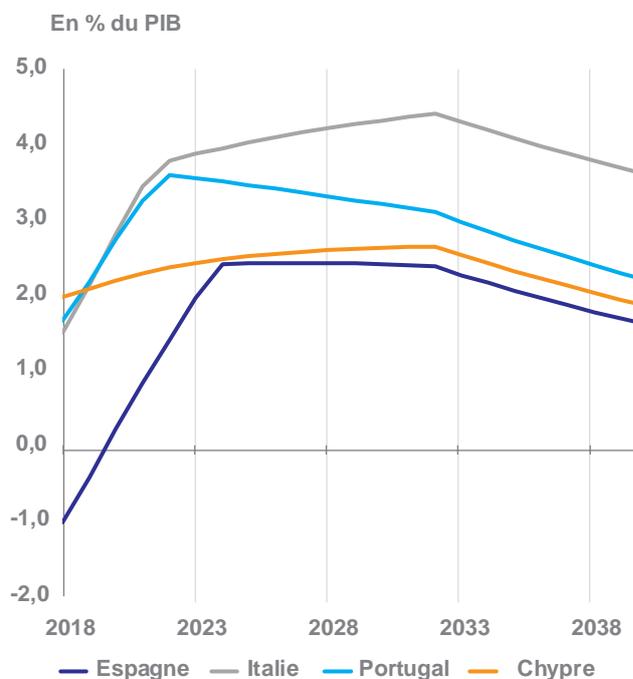


Source : Simulations France Stratégie.

Graphique 2 – Évolution du solde structurel primaire



Source : Simulations France Stratégie.



Source : Simulations France Stratégie.

Encadré 1 – Hypothèses sous-jacentes aux projections

Les projections utilisent les chiffres de la Commission européenne et sont réalisées à partir de 2018. Elles s'appuient sur un modèle standard de dynamique de la dette et sur des hypothèses exogènes de taux de croissance, taux d'inflation, taux d'intérêt et d'ajustement structurel. Le taux d'inflation et le taux d'intérêt sont fixés égaux à leur moyenne sur la période 2000-2007 pour chacun des pays, après une période de convergence de cinq ans (pour l'inflation) et de dix ans (pour le taux d'intérêt). La croissance est supposée égale à la croissance potentielle, telle que mesurée en 2018 par la Commission européenne, après une période de rattrapage permettant la fermeture de l'output gap sur un horizon de 5 ans. L'ajustement structurel est fixé à 0,5 point de PIB par an jusqu'à atteindre l'objectif de 0,5 point de PIB de déficit structurel (ou maintenu fixe pour les pays au-dessus de cette cible). L'ajustement structurel demeure positif pendant plusieurs années même après que l'objectif de solde structurel a été atteint, car il doit compenser la dégradation du solde budgétaire liée à l'augmentation de la charge d'intérêt.

Ces scénarii sont-ils réalistes, ou suffisants ? Cette question est une affaire de jugement. Ils supposent cependant que les pays européens concernés dégagent des excédents primaires (i.e. hors charge d'intérêts sur la dette) très élevés, supérieurs à 2 voire 3 points de PIB pendant de nombreuses années. L'effort n'est pas totalement inédit, mais il a peu de précédents historiques³. Par ailleurs, ces projections ne tiennent pas compte de l'impact de l'ajustement budgétaire à réaliser sur la croissance attendue. C'est pourquoi elles peuvent être considérées comme « optimistes ». Ce choix méthodologique est délibéré : il montre que même sans supposer un effet de rétroaction défavorable de l'ajustement budgétaire sur la croissance, la résorption du poids des dettes publiques en Europe prendra du temps.

Une manière d'accélérer quelque peu la réduction des ratios de dette pourrait être d'autoriser une inflation plus élevée. La cible d'inflation de la BCE est actuellement fixée à 2 % par an. Certains économistes⁴, dont Olivier Blanchard, ancien chef économiste du FMI, ont proposé pour des raisons de politique monétaire une cible de 4 % d'in-

flation, arguant que ceci n'aurait qu'un effet limité sur l'activité économique. À titre d'illustration, une inflation de 4 % (plutôt que 2 %) permettrait à l'Italie d'atteindre un ratio de dette de 60 % avec quatre ou cinq années d'avance, car le stock de dette publique se trouverait dévalorisé par le regain d'inflation et ne serait affecté en sens inverse par la remontée concomitante des taux d'intérêt qu'au moment où le principal des titres déjà émis arriverait à échéance. Le gain est substantiel et l'expérience historique démontre que les plus fortes réductions de dette se sont appuyées sur des épisodes d'inflation élevée et de taux réels faibles⁵. Cependant, cela suppose que ce regain d'inflation soit général dans la zone euro. En effet, s'il était circonscrit aux seuls pays très endettés, il viendrait contre-carrer la nécessité où ils se trouvent d'améliorer leur compétitivité. Dans ce cas, une inflation nettement plus élevée aurait des conséquences dommageables sur leur croissance et le gain à attendre sur leur ratio de dette s'évanouirait.

Au final, les niveaux de dette ne sont pas tels que leur résorption via une politique budgétaire rigoureuse et conforme aux traités européens actuels soit hors de portée. Elle impose cependant des efforts dans la durée, ce qui pose la question de son acceptabilité politique le temps nécessaire. Implicitement, elle fait en effet porter le coût de l'ajustement sur les agents économiques résidents (ménages, entreprises) via la hausse de la fiscalité ou la réduction des dépenses publiques. En outre, ne pouvant produire ses effets que sur une période de temps longue, elle laisse les États fortement endettés dans un état de vulnérabilité si un choc économique externe survient dans les prochaines années. Enfin, si elle constitue un préalable pour réformer l'architecture de la zone euro, elle repousse *de facto* cette réforme à un horizon lointain et incertain.

Cette stratégie peut fonctionner, mais les risques qui l'entourent justifient que l'on cherche à explorer des voies complémentaires qui permettraient de renforcer la crédibilité de la capacité des États à honorer leur signature y compris dans l'éventualité où un choc économique important affectait la confiance des investisseurs. Ces options ne sont pas nombreuses, mais elles existent et de surcroît ne sont pas exclusives l'une de l'autre. De par leur nature, elles présentent inévitablement un caractère exceptionnel, qui choquera nombre d'opinions communes, ce qui pose la question de leur acceptabilité politique.

3. Il n'existe que douze cas où des pays ont réussi à maintenir plus de dix ans un surplus primaire supérieur à 3 % du PIB, et il s'agit presque exclusivement de petits pays très ouverts sur l'extérieur. Voir Eichengreen B. et Panizza U. (2015), "A Surplus of Ambition: Can Europe Rely on Large Primary Surpluses to Solve its Debt Problem?", CEPR Working Paper.

4. Voir par exemple Ball L. (2014), "The Case for a Long-Run Inflation Target of 4 %", IMF Working Paper WP/14/92.

5. Parfois grâce à des mécanismes maintenant les taux nominaux à un niveau bas. Voir Reinhart C. et Brancina S. (2015), "The Liquidation of Government Debt", IMF Working Paper WP15/7.



L'ENGAGEMENT DE L'ENSEMBLE DES ÉTATS MEMBRES POUR CRÉDIBILISER LA RÉSORPTION DES DETTES PUBLIQUES

Une première voie pour renforcer la capacité de certains États à faire face à leur niveau élevé de dette publique consiste à renforcer la crédibilité de la démarche actuelle, fondée sur une politique budgétaire rigoureuse et conforme aux traités européens. La réussite d'une telle démarche est certes possible, mais, même dûment suivie, elle n'est pas acquise compte tenu de l'incertitude entourant les conditions économiques futures. Dans ces conditions, une solution consiste à rendre la soutenabilité de la dette d'un État moins sensible aux évolutions du cycle économique et aux sentiments de marché.

En théorie, la mise en place d'obligations indexées sur la croissance du PIB (OIC) permet d'y parvenir. En effet, dans un tel schéma, une partie du risque lié à l'évolution du cycle économique se trouve assumée par l'investisseur, sous la forme d'un coupon plus élevé en période de forte croissance et d'un coupon plus faible en période de ralentissement, voire d'une indexation du principal lui-même sur le PIB. Par ce moyen, les OIC éviteraient la bascule dans un « mauvais équilibre », caractérisé par l'amplification d'anticipations négatives auto-réalisatrices pour les pays portant les dettes les plus élevées. Des calculs illustratifs⁶ dans le cas de l'Espagne suggèrent que le financement de sa dette par des OIC réduirait la probabilité qu'elle dépasse un seuil donné (140 % du PIB dans cet exemple), et donc la probabilité de défaut (qui passerait de 4 % dans le cas d'obligations classiques à près de 0 % avec des OIC). D'autres simulations réalisées par le FMI⁷ suggèrent que si 20 % de la dette des pays avancés étaient émis sous cette forme, le niveau de dette qu'un État pourrait porter sans mettre en danger sa solvabilité augmenterait de 15 points de PIB.

Cependant, pour séduisante qu'elle soit, et bien qu'elle ait bénéficié d'un regain d'intérêt depuis la crise⁸, en pratique, l'émission d'OIC n'a jamais fait l'objet de mise en œuvre à grande échelle, en dehors de certaines restructurations de dettes. En effet, elle soulève deux types de difficultés. D'une part, son caractère novateur en ferait au départ un marché de taille relativement restreinte, peu liquide et plus volatil que celui des obligations classiques, compte tenu du manque de repères et d'appétence de la part des investisseurs privés. Cela conduirait à une prime de risque

initiale importante qui limiterait les bénéfices pour les États émetteurs en termes d'amélioration de leur solvabilité. D'autre part, à supposer que le marché des OIC prenne de l'ampleur à terme, le transfert du risque macroéconomique vers les investisseurs privés pourrait s'avérer malheureux, en amplifiant leurs difficultés en période de récession.

Pour améliorer de manière significative la résilience à un choc macroéconomique négatif d'un pays européen engagé dans une politique de redressement de ses finances publiques, une proposition alternative consiste à faire porter ce risque conjointement par les États de la zone euro, *via* le Mécanisme européen de stabilité. Cependant, un rachat de dette sur le marché secondaire, échangée contre des OIC, ou un financement direct *via* des OIC consommerait une part trop importante de ses ressources. Surtout, ceci conduirait le MES à supporter, en sus du risque de croissance, le risque de défaut de l'État membre concerné. Cette option est donc exclue non seulement pour des raisons de faisabilité technique, mais aussi et surtout pour des raisons d'acceptabilité politique.

La solution consiste dès lors à permettre au MES de rentrer dans un contrat de *swap* d'intérêts avec un État fortement endetté qui s'engage durablement dans un processus de redressement de ses finances publiques. Dans ce schéma, le MES recevrait un intérêt indexé sur la croissance du pays soutenu et il paierait le coupon à taux fixe que l'État s'est engagé à verser à ses créanciers. Plus précisément, il recevrait de la part du pays un intérêt égal à ce même coupon mais corrigé de l'écart entre croissance réalisée et croissance initialement projetée. Ce faisant, la trajectoire de réduction de dette sur laquelle l'État trop endetté s'est engagé *via* des efforts budgétaires durables se trouverait crédibilisée, car son respect deviendrait moins dépendant de la conjoncture économique future. Dans ce cas, la solidarité dont font preuve les autres États de la zone euro est réelle, ce qui renforce l'adhésion collective à la démarche de redressement des finances publiques inscrite dans les traités européens. Mais elle demeure conditionnelle et mesurée. Conditionnelle, car le contrat de *swap* d'intérêts suppose, pour être honoré, que l'État aidé remplit ses engagements en matière d'assainissement de ses finances publiques. Mesurée, car elle ne porte pas sur le risque de défaut du pays considéré, mais sur la volonté de le soutenir au cas où il traverserait une conjoncture économique difficile au moment même où il remplit cet engagement.

6. Blanchard O., Mauro P. et Acalin J. (2016), "The Case for Growth-Indexed Bonds in Advanced Economies Today", Peterson Institute for International Economics, Policy Brief 16-2.

7. FMI (2017), "State Contingent Debt Instruments for Sovereigns", IMF Policy Paper, May.

8. Voir par exemple le communiqué des ministres des Finances et des gouverneurs des banques centrales réunis au sommet du G20 qui s'est tenu à Chengdu (juillet 2016), invitant le FMI à explorer davantage la faisabilité d'obligations indexées sur la croissance.

Le graphique 3 illustre les gains qu'apporterait un tel mécanisme sur la dette italienne, avec une règle d'indexation simple, dans le cas où la croissance serait durablement inférieure à un scénario dit « central » (encadré 2). Les gains sont potentiellement importants et croissent avec la part de la dette concernée par une indexation de ce type.

Encadré 2 – Hypothèses sous-jacentes aux simulations

Les simulations sont réalisées à partir d'un modèle standard d'analyse de dynamique de la dette. Les scénarios de croissance haute et de croissance basse se fondent sur des hypothèses de croissance à long terme supérieure et inférieure de 1 point, respectivement, à l'hypothèse du scénario central. Une part de la dette, supposée égale à 40 % dans l'exemple, est constituée de titres portant un intérêt variable. Cet intérêt est égal au taux à l'émission, augmenté (ou diminué) de la différence entre la croissance du scénario central (« croissance anticipée ») et la croissance effective. En pratique, un nombre important de règles d'indexation, plus ou moins complexes, peut être envisagé. Cet exemple illustratif ne préjuge pas du mécanisme précis qui pourrait être retenu.

L'INSTAURATION D'UN IMPÔT EXCEPTIONNEL SUR LE CAPITAL IMMOBILIER RÉSIDENTIEL

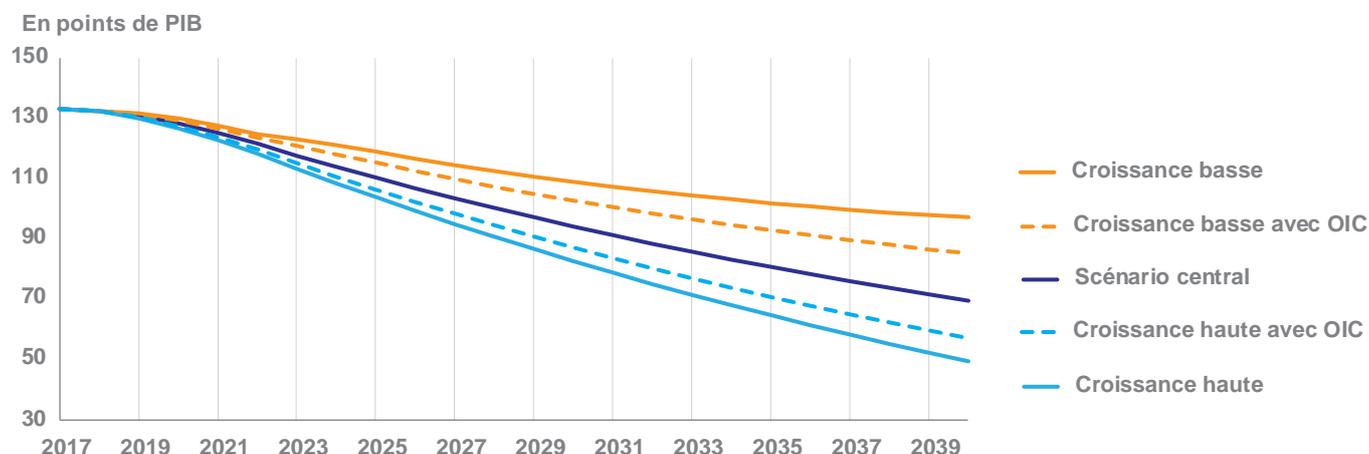
Pour assurer la soutenabilité d'une dette publique considérée comme excessive, cette fois sans que l'État concerné dispose d'aucun soutien extérieur, la seule solu-

tion consiste à augmenter, d'une façon ou d'une autre, la capacité de cet État à lever l'impôt ; en d'autres termes, augmenter le poids futur des prélèvements obligatoires, sans pour autant que cela déprime la trajectoire de croissance de son économie.

Les vingt dernières années ont été marquées par une forte progression des dettes publiques, mais aussi par une hausse encore plus forte du patrimoine net des ménages, en particulier de leur patrimoine immobilier. En France, par exemple, pendant que la dette publique passait de 56 % du PIB au milieu des années 1990 à près de 100 % du PIB aujourd'hui, le patrimoine net des ménages français a augmenté considérablement : il représente actuellement 485 % du PIB (dont 255 % de patrimoine net immobilier⁹), contre 285 % (125 %) au milieu des années 1990.

Le patrimoine immobilier recouvre lui-même deux types d'actifs : les murs du logement possédés par un ménage, qui correspondent à la construction immobilière en elle-même, et le terrain sur lequel cette construction est bâtie. Le boom des prix de l'immobilier que plusieurs pays européens ont connu sur les deux dernières décennies reflète en réalité une appréciation du prix des terrains. Aujourd'hui, la valeur de ces terrains représente presque la moitié de la valeur du patrimoine brut immobilier des ménages français (135 points de PIB), et même un peu plus de la moitié de celle des ménages italiens (170 points de PIB). Pour un propriétaire, la part de la valeur du terrain dans le prix de son bien immobilier dépend crucialement de l'endroit où il est situé (région, commune, quartier), et en particulier de la nature des services et infrastructures publics se trouvant à proximité.

Graphique 3 – Le ratio de dette selon la trajectoire de croissance, avec et sans OIC*



* Obligations indexées sur la croissance.
Source : Simulations France Stratégie.

9. Soit 295 points de PIB de patrimoine brut immobilier et de l'ordre de 40 points de PIB d'emprunts immobiliers.



La soutenabilité d'une dette publique excessive pourrait être crédibilisée en rééquilibrant comptablement le bilan patrimonial de l'État, par la voie d'un transfert d'actifs depuis le bilan des agents économiques privés résidents, ce transfert étant assimilable à un impôt exceptionnel sur le capital. Concrètement, une façon de procéder consisterait en ce que **l'État décrète qu'il devient copropriétaire de tous les terrains construits résidentiels, à hauteur d'une fraction fixée de leur valeur, et que ce nouveau droit de propriété est désormais incessible**. En conséquence, l'État deviendrait créancier d'une somme annuelle, correspondant à une part de la fraction de la rente immobilière associée à la copossession du terrain. Concrètement, cette rente immobilière elle-même équivaut à une partie du loyer qu'un propriétaire touche lorsqu'il loue son bien, celle qui relève de la rémunération du droit d'occupation du sol (actif non produit), l'autre partie correspondant au paiement par le locataire d'une consommation de service de logement, lié à l'occupation de la maison ou de l'appartement loué (actif produit).

Tout propriétaire¹⁰, désormais redevable de cette somme à l'État, pourrait choisir de ne pas la payer. Dans ce cas, la fraction du terrain possédée par l'État augmenterait d'autant d'année en année. **L'État récupérerait alors la somme due lors de la première transaction qui interviendrait sur le bien immobilier, lors de la vente ou de la transmission à un héritier**. Un changement de ce type, qui s'assimile donc à un alourdissement de la fiscalité sur l'immobilier ou sur les transmissions patrimoniales¹¹, ne se rajouterait pas purement et simplement aux montants d'impôts dus au titre des fiscalités préexistantes en la matière, car ces fiscalités s'appliqueraient à des montants imposables (valeur du patrimoine, revenus locatifs) désormais diminués.

À titre illustratif, la mise en place de cette mesure à hauteur d'un quart de la valeur des terrains résidentiels permettrait par exemple à l'Italie de re-solvabiliser sa dette publique instantanément à hauteur d'environ 40 points de PIB. La décision de mettre en œuvre une telle mesure constituerait évidemment un choc politique de très grande ampleur, mais elle doit être jugée à l'aune des enjeux auxquels un pays très endetté doit faire face.

D'un point de vue économique et social, on peut arguer qu'elle est bien moins porteuse d'instabilité que les alternatives qui se présentent en cas de crise : coupes budgétaires drastiques et forte augmentation des impôts plongeant l'économie dans une grave récession, ou bien défaut de paiement et sortie de l'euro en catastrophe.

En effet, le transfert de capital envisagé est ici assis exclusivement sur des actifs non produits, les terrains sur lesquels reposent les maisons et les appartements que possèdent les résidents. Ce sont des actifs qui ne produisent pas un service, comptabilisé dans le PIB, mais qui génèrent une rente, attachée au droit de propriété, correspondant au droit d'occupation du terrain¹². **En outre, parce qu'il toucherait davantage les ménages les plus fortunés, qui ont en moyenne une forte proportion à épargner leur revenu, l'impact à court terme de ce transfert sur la consommation serait faible. D'autant plus faible que, comme le paiement de cette rente annuelle pourrait être différé jusqu'à la vente ou la transmission immobilière du bien, il ne pèserait pas nécessairement sur le revenu courant des ménages**. Le choc négatif sur la demande serait donc minimisé, sans commune mesure avec celui qui surviendrait s'il fallait augmenter d'un seul coup fortement les impôts et couper drastiquement dans les dépenses publiques.

L'impact immédiat qu'aurait l'annonce de cette mesure serait double. D'une part, **il crédibiliserait la capacité de l'État à rembourser sa dette**, donc améliorerait la qualité de sa signature d'emprunteur sur les marchés financiers, diminuant d'un seul coup le taux porté par ses obligations publiques. D'autre part, **il induirait une baisse instantanée de la valeur des biens immobiliers**, puisque les transactions immobilières ne pourraient se faire désormais que sur un bien qui ne recouvrerait, en plus de la construction elle-même, qu'une partie seulement de la valeur du terrain, celle qui resterait possédée par le propriétaire cédant. Cette baisse du prix des biens immobiliers serait d'autant plus prononcée que les marchés locaux sont tendus ; autrement dit, elle serait plus sensible là où le prix du bien intègre une forte valorisation liée à l'emplacement¹³. Cette valorisation est par ailleurs étroitement liée à la qualité des infrastructures et des services publics se trouvant à proximité, donc des dépenses publiques qui les financent.

10. C'est bien l'ensemble des propriétaires de biens immobiliers résidentiels qui sont concernés, les ménages ou les sociétés.

11. Si cela aide à lever certains obstacles juridiques nationaux, cette mesure pourrait être présentée ainsi, plutôt que comme le transfert de propriété vers l'État d'une partie des actifs détenus par des agents privés.

12. En pratique, les comptes nationaux enregistrent l'entièreté des loyers (qu'ils soient réellement payés par les locataires ou imputés aux propriétaires occupants) comme une production de service de logement, augmentant d'autant le PIB. Mais c'est une erreur au regard des règles fixées par le manuel international de système de comptabilité nationale (SCN 2008) : conceptuellement, seule la partie du loyer rémunérant la production de service émanant de l'actif produit devrait être enregistrée ainsi, le reste relevant d'une rémunération du droit d'usage du terrain, qui augmente le revenu disponible du propriétaire et diminue d'autant celui du locataire, sans affecter ni le niveau du revenu de l'ensemble des ménages ni celui du PIB. Au passage, cela signifie que les PIB sont surestimés à ce titre. En France, cette surestimation est de l'ordre de 4 %.

13. Ce choc à la baisse sur les prix immobiliers pourrait induire un surcroît de créances douteuses dans les bilans bancaires, du fait que certains ménages concernés sont en phase d'accession à la propriété. Ce point mériterait une expertise plus approfondie. Néanmoins, le risque associé est a priori très circonscrit : l'impôt en capital ne concernerait qu'une petite fraction de la valeur du bien, et une fraction d'autant plus faible pour les ménages modestes que ceux-ci ne se portent pas en général acquéreurs des biens les mieux situés. En outre, cet impôt ne serait dû en pratique qu'à terme, au moment où le bien est cédé.

Cette mesure ferait porter l'effort lié au nécessaire remboursement d'une dette publique excessive sur les ménages à due proportion de leur richesse patrimoniale. En ce sens, l'effort serait réparti de la façon la plus équitable possible : il ne porterait pas sur le revenu des ménages, c'est-à-dire sur leur capacité contributive courante, mais sur leur richesse, fruit de leur épargne accumulée passée mais aussi de plus-values engrangées du fait de la progression des prix de l'immobilier. Certes, cet effort épargnerait le patrimoine financier et les patrimoines professionnels, eux aussi très inégalement répartis dans la population, mais ceux-ci doivent être préservés car ils sont nécessaires au financement des investissements futurs, porteurs de croissance et de prospérité du pays. En outre, la taxation du capital immobilier ainsi opérée concernerait *de facto* moins les petits propriétaires et davantage les plus fortunés, car ce sont ces derniers qui possèdent les biens les mieux situés, c'est-à-dire les biens dont le prix est davantage porté par la valeur du terrain.

UN SALUT QUI PEUT AUSSI VENIR DE LA BANQUE CENTRALE

Si les États membres de la zone euro refusent de soutenir la démarche de redressement des finances publiques de l'un des leurs en la sécurisant *via* des *swaps* d'intérêt et si le pays européen lourdement endetté refuse de s'engager dans une opération spectaculaire de transfert à son profit d'actifs détenus par ses résidents, alors la restructuration de sa dette paraît inévitable en cas de difficulté supplémentaire imprévue.

La principale difficulté posée aujourd'hui par la restructuration d'une dette souveraine, c'est-à-dire l'effacement unilatéral d'une partie des engagements d'un État endetté, tient au coût très important qu'elle ferait peser sur le système financier. Les banques européennes, en particulier, détiennent une quantité importante d'obligations d'État pour des raisons réglementaires et en raison du rôle que jouent ces actifs considérés comme « sûrs » dans les opérations financières. Leurs portefeuilles d'obligations souveraines sont aujourd'hui très insuffisamment diversifiés. Dans ces conditions, le défaut d'un État mettrait directement et instantanément en péril plusieurs acteurs financiers majeurs, qui à leur tour entraîneraient par le fond d'autres acteurs vis-à-vis desquels ils sont engagés. La chute d'un ou plusieurs acteurs systémiques serait de nature à plonger

la zone euro dans une grave récession comme suite à la faillite de Lehman Brothers en septembre 2008.

Pour éviter une catastrophe de ce type, il subsiste un agent de dernier recours : la banque centrale.

La banque centrale est un agent économique d'une nature particulière, dans la mesure où il a la capacité de créer *ex nihilo* de la monnaie banque centrale de manière illimitée. À la différence d'un agent économique classique qui doit financer ses achats avec son propre bilan, ou en contractant une dette qu'il lui faudra rembourser, une banque centrale est en théorie libre d'émettre de la monnaie banque centrale pour financer ses achats. De fait, c'est ce que fait l'**Eurosystème dans le cadre du programme de rachats d'actifs (PSPP) initié en mars 2015.** Au 1^{er} septembre 2017, il **détenait sur son bilan plus de 1 700 milliards d'euros d'obligations d'entités publiques** (soit 17 % de la dette publique totale des pays membres de l'union monétaire, équivalent à 15 points de PIB de la zone euro), financés par une augmentation équivalente de son passif en monnaie banque centrale. **Cette opération n'équivaut pas à un allègement ou un effacement de la dette**, puisque les États débiteurs continuent de verser des intérêts et remboursent le principal des titres arrivés à échéance. Elle améliore cependant la soutenabilité de la dette publique dans la mesure où elle contribue à la baisse des taux d'intérêt.

Il reste que, par cette opération, le risque de défaut et de perte correspondante est assumé par la banque centrale, dont les actionnaires sont les pays de la zone euro¹⁴. Un effacement pur et simple d'une dette rachetée aurait pour effet de consommer le capital de la banque centrale (à titre de comparaison, le capital et les réserves accumulées de l'Eurosystème représentent de l'ordre de 100 Md€) avec le risque de devoir procéder à sa recapitalisation¹⁵. Cette opération entraînerait donc indirectement certains transferts entre États, si elle se faisait *au prorata* de la clé de capital de la BCE (correspondant plus ou moins au poids dans le PIB des différents pays).

Une idée pourrait consister – plutôt que d'effacer la valeur des dettes rachetées – à les conserver perpétuellement au bilan de la BCE. Concrètement, la BCE rachèterait une part de la dette des États membres, qu'elle transformerait en une obligation perpétuelle portant un coupon nul.

14. Dans le cadre du *public sector purchase programme* (PSPP) de la BCE, les pertes éventuelles sur le portefeuille d'obligations souveraines ne sont pas mutualisées au sein de l'Eurosystème mais portées individuellement par les banques centrales nationales, pour la part des achats effectués par celles-ci.

15. Même si le pouvoir de création monétaire d'une banque centrale l'autorise, théoriquement, à fonctionner en situation de *negative equity* (valeur des passifs supérieure à celles des actifs). Voir BCE (2016), "Profit Distribution and Loss Coverage Rules for Central Banks", *Occasional Paper Series* n°169 ; de Grauwe P. (2014), "Why the European Court of Justice Should Reject the German Constitutional Court's ruling on Outright Monetary Transactions", blog, LSE European Institute.



Plusieurs économistes envisagent aujourd'hui une solution radicale de ce type, et parmi eux certains que l'on aurait considéré comme « orthodoxes » avant la crise financière de 2008. C'est le cas par exemple d'Adair Turner¹⁶, ancien président de l'Autorité des marchés financiers britanniques, qui soutient que l'envolée des dettes privées dans le monde est aujourd'hui au moins aussi dangereuse que celle des dettes publiques, si bien que la création monétaire *via* l'octroi de crédit bancaire devrait désormais être restreinte et laisser la place à un modèle mixte où cette création se ferait aussi *via* un financement par la banque centrale d'une partie des dépenses publiques. C'est également le cas de Pâris et Wyplosz¹⁷ qui proposent que les rachats d'obligations souveraines par la banque centrale s'opèrent non pas par financement monétaire, mais par adossement à des émissions de titres par la BCE portant intérêt. Compte tenu du pouvoir de création monétaire de la banque centrale, ces titres auraient la garantie d'être remboursés et ne seraient pas soumis à un risque de refinancement (c'est-à-dire que la BCE n'encourrait par le risque de ne pas pouvoir les renouveler à échéance). Comme les obligations perpétuelles ne portant pas intérêt seraient adossées à des titres donnant lieu à un versement d'intérêt par la BCE, l'opération viendrait amoindrir ses revenus de seigneurage (i.e. les bénéfices de la BCE sur ses opérations, qui sont reversés aux États membres *au prorata* de leur part au capital). Selon la manière dont ces achats sont répartis entre pays, ils pourraient conduire, indirectement, à des transferts entre États. Le mécanisme proposé par Pâris et Wyplosz, basé sur une répartition des rachats selon la clé de capital de la BCE, permet d'éviter cela. Si une répartition alternative était envisagée, sous la forme d'une opération portant seulement sur un nombre limité de pays très endettés, éviter les transferts resterait possible : seuls les pays bénéficiaires des rachats renonceraient à tout ou partie de leurs recettes de seigneurage.

Un des avantages de ce dernier schéma est qu'il prévoit explicitement la stérilisation des achats de la banque centrale, c'est-à-dire le retrait d'une quantité de monnaie équivalente à celle créée par l'opération d'achat. C'est, en effet, l'un des principaux problèmes créés par un rachat d'actifs par la banque centrale compte tenu du risque inflationniste lié à une augmentation importante de la monnaie banque centrale en circulation, même si le lien mécanique entre cette dernière et l'inflation n'est pas si clairement établi que cela¹⁸. Plutôt que son impact direct sur

l'inflation et sur le taux de change, **le risque associé à un achat massif d'actifs pour soulager la dette des États les plus endettés proviendrait des effets sur la crédibilité de la banque centrale, qui est déterminante pour sa capacité à maintenir la stabilité des prix et à assurer la bonne transmission de la politique monétaire.** Ce risque est difficilement mesurable, mais il est réel.

Procéder à une opération de ce type poserait plusieurs difficultés.

Elle se heurterait dans l'immédiat à une **difficulté juridique** puisqu'elle apparaît très difficilement compatible avec les textes européens existants. Les opérations de rachat d'actifs menés par la BCE depuis 2016 visent à soutenir la remontée des prix dans un contexte de risque déflationniste et de croissance faible. Leurs effets sur la masse monétaire sont amenés à se neutraliser au fur et à mesure que les dettes détenues au bilan sont revendues ou arrivent à échéance. Une opération qui viserait un autre objectif que la stabilité des prix et la bonne transmission de la politique monétaire serait incompatible avec le mandat actuel de la BCE. Peut-être faut-il envisager que cette opération exceptionnelle soit conduite directement par les banques centrales nationales des pays concernés.

Elle devrait en outre revêtir un caractère parfaitement exceptionnel et être conçue de telle manière que cette exceptionnalité soit crédible aux yeux de tous. Ceci demanderait probablement de poser de nouveaux verrous juridiques pour traiter le problème de l'aléa moral. La proposition de Pâris et Wyplosz prévoit par exemple que les obligations perpétuelles sont reconverties si la dette de l'État aidé se met à augmenter de nouveau.

Enfin, **elle suppose de surmonter un obstacle politique majeur**, car elle reviendrait à autoriser une opération de nature non conventionnelle, profitant potentiellement à un nombre limité de pays de la zone euro aujourd'hui très endettés. Ceci serait considéré par certains comme un changement radical de paradigme, touchant dans ses fondements l'identité de la BCE et la construction de la zone euro. Franchir un tel obstacle demande à coup sûr une vision, une volonté et une confiance partagées entre les États membres de la zone euro quant au modèle d'architecture cohérent et stable qu'ils souhaitent désormais instaurer, et qui seul pourrait justifier un tel saut.

Mots clés : dettes publiques ; zone euro ; BCE ; budget.

16. Turner A. (2015), *Between the Debt and the Devil : Money, Credit and Fixing Global Finance*, Princeton University Press.

17. Pâris P. et Wyplosz C. (2014), PADRE: *Politically Acceptable Debt Restructuring for the Eurozone*, Geneva Reports on the World Economy Special Report 3, ICBM/CEPR.

18. Voir par exemple BCE (2012), "The Relationship between Base Money, Broad Money, and the Risks to Price Stability", *Bulletin mensuel*, mai

RETROUVEZ LES DERNIÈRES ACTUALITÉS DE FRANCE STRATÉGIE SUR :



www.strategie.gouv.fr



[francestrategie](https://www.facebook.com/francestrategie)



[@strategie_Gouv](https://twitter.com/strategie_Gouv)

Directeur de la publication :
Michel Yahiel,
commissaire général
Directeur de la rédaction :
Fabrice Lengart,
commissaire général adjoint
Impression :
France Stratégie
Dépôt légal :
Octobre 2017 - N° ISSN 2556-6059
Contact presse :
Jean-Michel Roullé,
directeur du service
Édition-Communication-Événements
01 42 75 61 37
jean-michel.roulle@strategie.gouv.fr



FRANCE STRATÉGIE



France Stratégie, laboratoire d'idées public, a pour mission d'éclairer les choix collectifs. Son action repose sur quatre métiers : évaluer les politiques publiques ; anticiper les mutations à venir dans les domaines économiques, sociétaux ou techniques ; débattre avec les experts et les acteurs français et internationaux ; proposer des recommandations aux pouvoirs publics nationaux, territoriaux et européens. Pour enrichir ses analyses et affiner ses propositions France Stratégie s'attache à dialoguer avec les partenaires sociaux et la société civile. France Stratégie mise sur la transversalité en animant un réseau de sept organismes aux compétences spécialisées.