



**HAL**  
open science

## Finances publiques, sorties de crise...

Catherine Mathieu, Henri Sterdyniak

► **To cite this version:**

Catherine Mathieu, Henri Sterdyniak. Finances publiques, sorties de crise.... Revue de l'OFCE, 2011, 116, pp.17 - 60. 10.3917/reof.116.0017 . hal-03460493

**HAL Id: hal-03460493**

**<https://hal-sciencespo.archives-ouvertes.fr/hal-03460493>**

Submitted on 1 Dec 2021

**HAL** is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

# Finances publiques, sorties de crise...

---

## Catherine Mathieu

OFCE, Centre de recherche  
en économie de Sciences Po

## Henri Sterdyniak

OFCE, Centre de recherche  
en économie de Sciences Po  
Université Paris Dauphine

La *Revue de l'OFCE* est ouverte aux chercheurs et à tous les spécialistes en économie et en sociologie. La revue s'assure de la rigueur des propos qui sont tenus mais les jugements et opinions exprimés par les auteurs, y compris quant ils appartiennent à l'OFCE, n'engagent qu'eux-mêmes et non les institutions auxquels ils appartiennent.

*La crise financière de 2007-2009 a provoqué un fort gonflement des dettes et des déficits publics dans les pays développés. Les marchés financiers comme les institutions internationales réclament une politique de sortie de crise passant par une réduction rapide des déficits, une forte baisse du niveau des dettes, ceci grâce à une forte réduction des dépenses publiques (en particulier des dépenses sociales). L'article montre que la situation des finances publiques était globalement satisfaisante avant la crise; que le creusement des déficits s'explique par les nécessités de la régulation macroéconomique; qu'il n'annonce ni hausse des taux d'intérêt, ni hausse des taux d'inflation. La stratégie de sortie de crise doit comporter le maintien de bas taux d'intérêt et des déficits publics, tant qu'ils seront nécessaires pour soutenir l'activité, la remise en cause de la globalisation financière et des stratégies macroéconomiques des pays néo-mercantilistes comme des pays libéraux. La crise de la dette des pays de la zone euro provient de l'interaction entre le caractère spéculatif des marchés financiers et les failles de l'organisation de la zone, qui ne garantit plus le financement des déficits publics des pays de la zone. Le renforcement du Pacte de stabilité et de croissance serait dangereux s'il privait les pays membres des armes qui ont été utiles durant la crise. La zone euro doit lutter contre la spéculation sur les dettes publiques en affirmant que celles-ci sont collectivement garanties par la BCE et les États membres. La coordination des politiques économiques doit viser la croissance et le retour au plein-emploi.*

Catherine.mathieu@ofce.sciences-po.fr  
Henri.sterdyniak@ofce.sciences-po.fr

**Mots clé :** Stratégies de sortie de crise. Crise des dettes publiques.  
Déficits publics

La crise des années 2007-2009 est d'abord une crise bancaire et financière, provoquée par des innovations hasardeuses, dans un contexte de libéralisation et de globalisation financière non contrôlée. Les marchés financiers se sont révélés avides, aveugles et instables. La crise s'explique aussi par l'explosion de la masse des capitaux cherchant des placements liquides et rentables. Ces capitaux proviennent des pays néo-mercantilistes qui fondent leur croissance sur l'accumulation d'excédents extérieurs (Chine, Allemagne, pays scandinaves), des pays producteurs de matières premières, des fonds de pension des pays libéraux et des classes riches des pays développés et des pays émergents. Les politiques monétaires des pays anglo-saxons ont laissé gonfler l'endettement privé et les bulles financières et immobilières, ce qui permettait de soutenir la croissance sans distribuer de salaires ou de revenus sociaux. La crise provient ainsi des stratégies macroéconomiques insoutenables mises en œuvre d'un côté par les pays néo-mercantilistes, de l'autre par les pays anglo-saxons (Mathieu et Sterdyniak, 2009).

La crise ne provient pas de la hausse des dettes et des déficits publics. En 2007, le solde public de l'ensemble des pays de l'OCDE ne présentait qu'un déficit de 1,3 % du PIB ; celui de l'ensemble des pays de la zone euro un déficit de 0,6 %. La crise a cependant provoqué une dégradation sans précédent des finances publiques, en raison des politiques de soutien des banques, des politiques de soutien de l'activité, mais surtout de la baisse des recettes fiscales (et de la hausse des dépenses d'indemnisation du chômage) induite par la chute de l'activité.

Pour les marchés financiers et les institutions internationales, la question essentielle est devenue celle des déficits et des dettes publics. À partir de 2009, les marchés financiers ont prétendu avoir des doutes sur la soutenabilité des finances publiques, même celles des pays développés et ont réclamé de fortes réductions des déficits budgétaires même si ceux-ci demeuraient nécessaires pour soutenir l'activité.

La situation est particulièrement préoccupante pour la zone euro dont l'organisation économique n'est pas satisfaisante. Les règles du Pacte de stabilité et de croissance (PSC) n'ont pas de fondement économique ; une politique monétaire unique appliquée à des pays dont la stratégie économique et les situations économiques diffèrent accentue les disparités économiques. L'indépendance de la BCE, son refus de financer les dettes publiques des États membres, l'absence de solidarité financière entre les pays de la zone deviennent problématiques en période de crise financière. À partir de la fin 2008, les marchés financiers ont spéculé sur l'éclatement de la zone. La crise financière s'est prolongée en une crise des dettes publiques de la zone euro.

La section 1 de cet article montre que la situation des finances publiques des pays de la zone euro était globalement satisfaisante avant la crise mais que les disparités entre les pays du Nord et du Sud devenaient insoutenables. La section 2 montre que le creusement des déficits publics pendant la crise s'explique par les nécessités de la régulation macroéconomique ; il n'annonce ni hausse des taux d'intérêt, ni hausse

des taux d'inflation. La section 3 critique des stratégies de sortie de crise budgétaire proposées par les organisations internationales : une forte réduction des dépenses publiques (et sociales) pour réduire les dettes publiques, sans tenir compte des nécessités de l'équilibre macroéconomique, ni de la cohésion sociale. La stratégie de sortie de crise devrait comporter le maintien de bas taux d'intérêt et de déficits publics importants, tant que ceux-ci seront nécessaires pour soutenir l'activité comme la remise en cause de la globalisation financière et des stratégies macroéconomiques des pays néo-mercantilistes et des pays libéraux. La section 4 analyse la crise de la dette des pays de la zone euro. Elle montre que celle-ci provient de l'interaction entre le caractère spéculatif des marchés financiers et les failles de l'organisation de la zone, qui ne garantit plus le financement des déficits publics des pays de la zone. La section 5 analyse les propositions de réforme du fonctionnement de la zone. Le renforcement du PSC serait dangereux s'il privait les pays membres des armes qui ont été utiles durant la crise. La zone euro doit lutter contre la spéculation sur les dettes publiques en affirmant que celles-ci sont collectivement garanties par la BCE et les États membres. La coordination des politiques économiques doit viser la croissance et le retour au plein emploi, non l'équilibre des finances publiques. La stabilité économique mondiale n'est pas menacée par le déséquilibre des finances publiques, mais par le gonflement des activités financières spéculatives.

## 1. Les politiques budgétaires dans la zone euro avant la crise

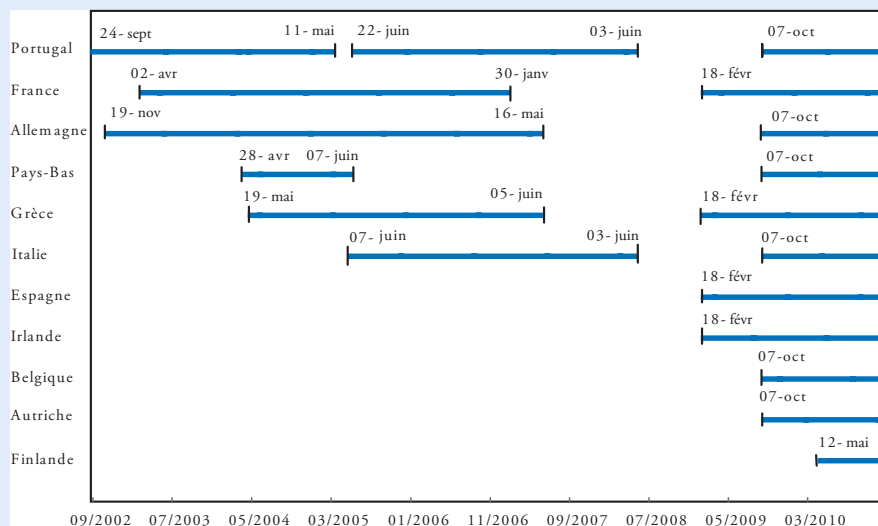
Le Pacte de stabilité et de croissance a provoqué des tensions persistantes entre la Commission et les États membres de 2002 à 2007. Au début de 2008, l'UE semblait avoir réussi à éradiquer *les déficits excessifs*. En juin, le Conseil ECOFIN pouvait annoncer que plus aucun pays de la zone euro n'était soumis à une procédure pour déficit excessif (PDE), alors que cinq y étaient soumis en 2006 (graphique 1).

Les pays étaient entrés dans la zone euro avec des soldes primaires structurels (SPS) globalement excédentaires (tableau 1). Ils avaient refusé de conduire des politiques budgétaires restrictives dans les années 1998-2000, lorsque la croissance était satisfaisante. La Commission avait déploré que les États membres ne profitent pas de l'amélioration de la situation économique pour réduire plus rapidement leurs déficits publics. Mais l'amélioration de la conjoncture et les baisses de charges d'intérêt avaient permis aux déficits de s'éloigner de la limite de 3 % du PIB du traité de Maastricht, de sorte que la Commission n'avait pas de moyen de pression. Les États membres n'avaient pas accepté l'estimation du taux de chômage d'équilibre de la Commission (9,3 % pour l'ensemble de la zone) ; ceux où le taux de chômage était élevé, la croissance soutenue, et qui ne connaissaient pas de pressions inflationnistes ont préféré maintenir leur croissance aussi longtemps que possible afin de réduire leur taux de chômage.

Les déficits publics sont apparus *excessifs* (au sens du critère de Maastricht de 3 % du PIB) en 2003-2004 lorsque la croissance était faible et qu'il aurait été contre-productif de mettre en œuvre des politiques budgétaires restrictives. Cette situation

a conduit à des tensions dans la zone euro en novembre 2003, lorsque la Commission a essayé d'obliger la France, l'Italie, l'Allemagne et le Portugal à infléchir leurs politiques budgétaires.

**Graphique 1 : Les procédures pour déficit excessif**



Source : Commission européenne.

**Tableau 1 : Les finances publiques dans la zone euro**

En %

	PIB	Solde public	Charges d'intérêt	Composante conjoncturelle	SPS*
1998	2,8	-2,3	4,2	-0,1	2,0
1999	2,9	-1,4	3,7	0,0	2,3
2000	4,0	-1,1	3,5	0,6	1,8
2001	1,9	-1,9	3,3	0,4	1,0
2002	0,9	-2,6	3,1	0,0	0,5
2003	0,8	-3,1	3,0	-0,2	0,1
2004	1,9	-3,0	2,8	-0,6	0,4
2005	1,8	-2,6	2,7	-0,5	0,6
2006	3,1	-1,3	2,6	0,0	1,3
2007	2,8	-0,6	2,6	0,5	1,5
2008	0,3	-2,0	2,6	0,0	0,6
2009	-4,1	-6,1	2,5	-1,9	-1,7
2010	1,7	-6,3	2,5	-2,4	-1,4

\* Solde public primaire structurel.

Source : OCDE, *Perspectives économiques*, n° 88 (novembre 2010).

De 2004 à 2007, la situation des finances publiques s'est améliorée à l'échelle de la zone euro (de 2,4 points de PIB), en partie grâce à la composante conjoncturelle du solde (0,6 point de PIB), aux efforts budgétaires (1,6 point de PIB), principalement au Portugal (2,8 points de PIB), en Allemagne (2 points de PIB) et en Italie (1,7 point de PIB), mais ceux-ci ont induit une croissance relativement faible dans ces trois pays.

Durant cette période, l'inflation a été faible dans la zone euro. La part des salaires dans la valeur ajoutée a baissé de 2,6 points de 1999 à 2007. Le solde courant de la zone euro était excédentaire. Au niveau de la zone, les taux d'intérêt réels ont été égaux au taux de croissance du PIB nominal, donc relativement bas. Aucun indicateur ne permet de penser que les politiques budgétaires aient été trop expansionnistes. Les déficits publics étaient nécessaires donc pour soutenir l'activité : il s'agissait de déficits de régulation.

De 1997 à 2007, l'amélioration du solde structurel de la zone euro (tableau 2) a résulté de la baisse des charges d'intérêt et de celles des dépenses publiques primaires (particulièrement en Finlande, Autriche et Allemagne). Elle a été limitée par la baisse des recettes, particulièrement en Autriche, Allemagne, Finlande et France. La plupart des pays ont mis en œuvre des stratégies de baisses d'impôt dans une situation de concurrence fiscale, l'UE n'ayant pas adopté de politique d'harmonisation fiscale. En même temps, ce désarmement fiscal a été choisi par les classes dominantes afin de tirer prétexte du déficit ainsi créé pour déclarer inéluctable la baisse des dépenses publiques.

**Tableau 2 : Évolution des finances publiques, 1997/2007 (corrignées de la conjoncture)**

En % du PIB

	Total des recettes	Charges d'intérêt	Dépenses primaires	Solde public
Zone euro	-1,5	-1,6	-1,4	+1,5
Allemagne	-2,5	-0,5	-3,7	+1,7
France	-1,6	-0,6	-0,8	-0,2
Italie	-1,0	-3,9	+2,2	+0,7
Espagne	+2,2	-3,1	+0,3	+5,1
Pays-Bas	0,0	-2,6	+0,8	+1,7
Belgique	-0,5	-3,4	+2,3	+1,7
Grèce	-0,8	-4,1	+1,5	+1,9
Autriche	-4,6	-1,2	-5,0	+1,5
Portugal	+3,8	-1,0	+3,5	+1,2
Finlande	-2,4	-2,4	-6,4	+6,4

Source : OCDE, *Perspectives économiques*, n° 88 (novembre 2010).

## 1.1. Des déficits structurels avant la crise ?

En 2007, la plupart des pays membres avaient un solde public primaire excédentaire, soit un excédent de 2 % du PIB dans la zone euro (tableau 3). La France était le seul pays de la zone à voir un solde primaire légèrement inférieur au niveau requis pour stabiliser le ratio dette publique/PIB. En fait, certains pays, comme l'Espagne, la Grèce, et l'Irlande, bénéficiaient de taux d'intérêt très bas au regard de leur forte croissance. Leurs dettes publiques étaient stabilisées, mais cet équilibre était fragile, puisqu'il dépendait de l'écart entre les taux d'intérêt et la croissance. La crise a conduit à une dégradation rapide et profonde des soldes publics, mais cette dégradation résulte de la chute de la production et de l'utilisation de la politique budgétaire pour soutenir la croissance. Les déficits publics actuels ne reflètent pas des déséquilibres structurels datant d'avant la crise.

**Tableau 3 : Stabilité des dettes publiques in 2007**

En % du PIB

	Solde public	Solde public primaire	Dette nette	Taux d'intérêt réel corrigé de la croissance du PIB	Écart à la stabilité*
Allemagne	0,2	2,6	42,2	2,0	1,8
France	-2,7	-0,2	33,8	0,3	-0,3
Italie	-1,5	3,2	87,0	0,9	2,4
Espagne	1,9	3,0	18,5	-2,5	3,4
Pays-Bas	0,2	1,8	27,9	0,2	1,7
Belgique	-0,2	3,5	73,3	0,0	3,5
Autriche	-0,5	1,5	30,8	0,1	1,4
Grèce	-6,4	-2,2	79,8	-2,8	0,0
Portugal	-2,7	0,2	42,7	0,5	0,0
Finlande	5,2	4,6	-72,6	0,1	4,7
Irlande	0,1	1,0	-0,3	-4,0	1,0
Zone euro	-0,6	2,0	43,3	0,3	1,9
Royaume-Uni	-2,7	-0,8	28,5	-0,3	-0,7
États-Unis	-2,8	-0,9	42,4	-0,6	-0,6
Japon	-2,4	-1,8	81,5	0,9	-2,5

\* L'écart à la soutenabilité est mesuré par la différence entre le solde public primaire et le solde requis pour stabiliser la dette (le produit de la dette nette par le taux d'intérêt long corrigé de la croissance tendancielle).

Sources : OCDE, *Perspectives économiques*, n° 88 (novembre 2010) ; calculs des auteurs.

## 1.2. Les disparités dans la zone euro

Une politique monétaire unique pour les pays dont les taux de croissance et d'inflation diffèrent structurellement provoque inévitablement des déséquilibres. Avant même la crise, la zone euro connaissait une augmentation des disparités entre deux groupes de pays conduisant des stratégies macroéconomiques

insoutenables : les stratégies néo-mercantilistes des pays du Nord (Allemagne, Autriche, Pays-Bas, Finlande) leur permettaient d'engranger des gains de compétitivité et d'accumuler de forts excédents courants, alors que les pays du Sud accumulaient d'importants déficits extérieurs du fait de stratégies de forte croissance, tirées par des taux d'intérêt réels négatifs (Deroose *et al.*, 2004 ; Mathieu et Sterdyniak, 2007). Le cadre de politique économique mis en place par le traité de Maastricht a été incapable d'empêcher le creusement de déséquilibres qui sont devenus insoutenables avec la crise.

En 2007, plusieurs pays de la zone euro avaient de larges excédents courants (tableau 4) : Pays-Bas (8,1 % du PIB), Allemagne (7,9 %), Finlande (4,9 %), Belgique (3,5 %) et Autriche (3,3 %), tandis que d'autres avaient de forts déficits : Portugal (-8,5 % du PIB), Espagne (-9,6 %) et Grèce (-12,5 %). Les 230 milliards d'euros d'excédent des pays du Nord créent et financent les 180 milliards de déficit des pays méditerranéens.

La relation Allemagne-Pays-Bas-Autriche *versus* Portugal-Espagne-Grèce est la même au sein de la zone euro, que la relation États-Unis *versus* Chine, avec la même insoutenabilité. Elle soulève la même question : comment convaincre les pays « vertueux » de dépenser davantage et d'augmenter leurs taux de change réels pour que les pays « pécheurs » puissent réduire leurs déficits extérieurs sans déprimer leur production ? La crise financière a rendu la poursuite de l'accumulation de dettes impossible.

**Tableau 4 : Soldes courants en 2007**

	En milliards d'euros	En % du PIB
Luxembourg	3,8	10,1
Pays-Bas	48,6	8,1
Allemagne	192,1	7,9
Finlande	7,3	4,9
Belgique	12,8	3,5
Autriche	9,1	3,3
Danemark	1,6	0,7
Italie	-27,7	-1,7
France	-43,0	-2,2
Slovénie	-1,6	-4,6
Slovaquie	-2,8	-4,7
Irlande	-10,1	-5,3
Portugal	-16,0	-8,5
Espagne	-105,1	-9,6
Grèce	-33,4	-12,5
Total	39,4	0,4

Source : FMI.



### 1.3. Un cadre de politique économique inapproprié

Le cadre économique de la zone euro comprend trois éléments. Le Pacte de stabilité et de croissance (PSC) est le seul élément pour lequel la Commission a un pouvoir disciplinaire effectif, mais il est mal conçu (Mathieu et Sterdyniak, 2003 et 2006) :

1. Ses règles numériques (3 % du PIB pour les déficits, 60 % du PIB pour les dettes publiques, l'équilibre des finances publiques à moyen terme) n'ont pas de fondement économique.
2. Elles ne permettent pas à la Commission d'exercer une influence sur les politiques des États membres dans les périodes économiques favorables, lorsque des efforts budgétaires pourraient être faits.
3. Elles ne permettent pas de mettre en œuvre des mesures à l'encontre des pays qui mènent des politiques trop restrictives.
4. Elles ne tiennent pas compte des soldes courants, de la compétitivité, des dettes privées, des bulles financières et réelles.

Le processus de coordination des politiques économiques (suivant les articles 121 et 136 du Traité sur le Fonctionnement de l'Union européenne, TFUE) est purement formel. Il n'y a pas de concertation sur les stratégies macroéconomiques à mener à court et à moyen termes, adaptées à la situation économique et aux particularités de chaque pays.

Les programmes de réformes structurelles consistaient principalement à libéraliser les marchés des biens, du travail et financiers. La Commission a fait pression sur les pays membres pour qu'ils introduisent ces réformes, ce qui permettait aux gouvernements nationaux d'invoquer cette pression pour imposer des réformes impopulaires. L'agenda de Lisbonne qui a été adopté par les technocraties européennes sans débat public ouvert, n'a réussi ni à influencer effectivement les débats et les politiques économiques nationaux, ni à impulser une stratégie économique commune. De plus, la crise a remis en cause la pertinence de ces programmes. Les politiques de la concurrence sont-elles plus importantes que les politiques industrielles et de l'innovation ? L'Europe doit-elle garder l'objectif d'une entière libéralisation des marchés financiers ?

Avant la crise, la situation de la zone euro apparaissait déjà préoccupante. Les divergences se creusaient entre les pays sans qu'aucune autorité ne soit en mesure d'impulser une stratégie de croissance et de convergence. Mais le problème ne concernait pas spécifiquement les politiques budgétaires.

## 2. Les politiques budgétaires pendant la crise

Les déséquilibres budgétaires de 2010 résultent de la crise économique de 2007-2009 qui a fait baisser le PIB de 8,5 points par rapport au niveau qu'il aurait eu en l'absence de crise. Les finances publiques se sont moins détériorées dans la zone euro que dans les pays anglo-saxons (tableau 5) : le déficit public de la zone euro devrait

être de 6,3 % du PIB contre 11,3 % aux États-Unis et 10,5 % au Royaume-Uni. Il s'est toutefois considérablement dégradé dans les pays les plus frappés par la crise, atteignant 11,1 % du PIB en Espagne, 13,2 % en Irlande et 15,4 % en Grèce. Les dettes publiques (au sens de Maastricht) atteignent dans la plupart des pays des niveaux sans précédent, 85 % en moyenne pour la zone euro contre 92 % pour les États-Unis, 78 % pour le Royaume-Uni, 218 % pour le Japon, frôlant les 100 % du PIB pour l'Irlande (97 %) et la Belgique (99 %), les dépassant pour l'Italie (119 %) et la Grèce (140 %). En termes de dette nette, la hausse de 1997 à 2007 est de 17 points de PIB pour l'ensemble de la zone (mais 31 points pour la Grèce et 61,5 points pour l'Irlande) contre 23,5 points pour le Royaume-Uni, 25,5 points pour les États-Unis, 33,5 points pour le Japon.

**Tableau 5 : La dégradation des finances publiques durant la crise**

En % du PIB

	Solde public		Dette au sens de Maastricht		Dette nette	
	2007	2009 ou 2010*	2007	2010	2007	2010
États-Unis	-2,8	-11,3	62,5	92	42,5	68
Japon	-2,4	-6,5	188	218	81,5	114
Royaume-Uni	-2,7	-11,4*	44,5	78	28,5	51
Zone euro	-0,6	-6,3	66,5	85	42	59
Allemagne	0,3	-3,7	65	76	42	50,5
France	-2,7	-7,7	64	83	34	57
Italie	-1,5	-5,3*	103,5	119	87	103
Espagne	1,9	-11,1	36	64,5	18,5	43,5
Pays-Bas	0,2	-5,8	62	70,5	28	35
Belgique	-0,3	-6,0*	84	98,5	73	82,5
Autriche	-0,4	-4,3	59	70,5	31	42
Grèce	-6,4	-15,4*	105	140	81	112
Portugal	-2,8	-9,3	63	83	43	63
Finlande	5,2	-3,1	35	49	-72,5	-56,5
Irlande	0,0	-12,4	25	97,5	0	61,5
OCDE	-1,3	-7,9*			38	58

\* 2009 quand le déficit de 2009 est supérieur à celui de 2010.

Source : Perspectives économiques de l'OCDE, n° 88 (novembre 2010).

En 2010, il est difficile de faire la part entre le déficit structurel, le déficit conjoncturel et le déficit induit par les mesures temporaires de relance. La chute de la production a été si importante que l'évaluation de la croissance potentielle est difficile. L'impact *ex ante* sur les finances publiques est lui aussi délicat à estimer du fait de la forte chute de la production (qui a des effets non linéaires sur certains impôts) et de la chute des prix des actifs.

Le déficit public de la zone euro s'est creusé de 4,3 points de PIB de 2007 à 2010 (contre 7,8 points au Royaume-Uni et 8,5 points aux États-Unis). En faisant l'hypothèse que la crise n'a pas modifié la croissance potentielle et que le solde conjoncturel est égal à la moitié de l'écart de production, l'impulsion budgétaire cumulée entre 2007 et 2009 serait de 3,9 % du PIB aux États-Unis, de 3,6 % au Royaume-Uni et de 1,7 % dans la zone euro (tableau 6). L'impulsion budgétaire a été beaucoup plus faible pour la zone euro que pour les autres grandes économies industrielles<sup>1</sup>.

**Tableau 6 : Impulsions budgétaires (cumulées depuis 2007)**

En % du PIB	2008		2009		2010	
Belgique	0,5	(0,5)	3,2	(2,8)	2,4	(1,6)
Allemagne	0,2	(-0,2)	0,6	(-0,3)	2,6	(1,5)
Irlande	5,2	(3,6)	7,0	(2,7)	6,6	(1,0)
Grèce	2,3	(1,7)	6,6	(4,6)	-1,9	(-5,5)
Espagne	5,5	(5,0)	10,4	(8,5)	8,3	(4,8)
France	-0,2	(-0,5)	2,1	(1,8)	2,3	(1,5)
Italie	0,3	(-0,4)	0,5	(-0,6)	0,7	(-0,9)
Pays-Bas	-0,5	(-0,7)	2,6	(2,1)	3,3	(2,3)
Autriche	0,2	(0,2)	0,5	(-0,1)	1,8	(0,6)
Portugal	-0,1	(-1,1)	5,1	(3,0)	3,6	(0,4)
Finlande	0,0	(0,0)	1,8	(1,5)	3,0	(1,9)
Zone euro	0,8	(0,5)	2,8	(1,7)	3,0	(1,0)
Royaume-Uni	1,4	(0,9)	5,5	(3,6)	4,2	(1,5)
États-Unis	2,4	(1,9)	5,7	(3,9)	5,1	(3,3)
Japon	-0,1	(-1,1)	1,9	(-0,6)	2,9	(0,4)

Sources : Commission européenne, estimations des auteurs pour l'écart de production, en gras.

## 2.1. Une question technique... qui devient politique

La mesure du déficit structurel, l'évaluation de l'effort à réaliser, le moment où la politique budgétaire devra se consacrer à la réduction des déficits dépendent étroitement de l'évaluation de la production potentielle (la production maximale atteignable sans tensions inflationnistes). Or, la Direction Générale des Affaires Économiques et Financières de la Commission (DG ECFIN) comme l'OCDE ont fortement abaissé leurs estimations de production et de croissance potentielle depuis la crise (tableau 7).

1. Nos estimations sont nettement plus basses que celles de la Commission européenne, qui retiennent une baisse importante de la croissance potentielle à la suite de la crise financière.

Ces révisions portent même sur la croissance potentielle de la période 2000-2007, d'avant la crise. En ce qui concerne la zone euro, la DG ECFIN abaisse de 0,4 % par an son estimation de la croissance potentielle ; l'OCDE l'abaisse de 0,3 % par an. Au total, l'OCDE a abaissé de 4 % son estimation de la production potentielle de la zone euro pour 2010, la DG ECFIN de 6 %. Le taux annuel de croissance potentielle de la zone ne serait plus que de 0,7 % en 2009-2010, selon la DG ECFIN.

**Tableau 7 : Estimations des écarts de production et de la croissance potentielle**

Selon...	Écart de production, en %		Taux de croissance potentiel						
	En 2007		2000-2007		2008		2009		2011
	2007	2009	2007	2009	2007	2009	2007	2009	2009
... OCDE									
États-Unis	0,4	1,0	2,6	2,4	2,5	2,3	2,5	1,5	1,7
Japon	0,2	3,5	1,4	0,9	1,0	0,5	0,6	0,5	0,9
Allemagne	0,0	2,6	1,5	1,0	1,7	1,2	1,6	1,0	0,8
France	-0,3	1,8	2,0	1,9	1,9	1,7	2,0	1,7	1,0
Zone euro	-0,3	1,9	2,1	1,8	1,9	1,7	2,0	1,2	1,0
RU	0,4	1,8	2,6	2,4	2,7	2,4	2,7	1,5	0,9
... DG ECFIN									
Allemagne	0,3	2,7	1,2	1,0	1,8	1,0	1,9	0,7	1,2
France	-0,3	1,9	2,1	1,8	2,0	1,5	2,1	1,2	1,4
Zone euro	-0,2	2,5	2,1	1,7	2,1	1,2	2,2	0,8	1,0
RU	-0,1	2,6	2,8	2,4	2,5	1,5	2,7	0,8	1,1

Sources : OCDE, *Perspectives Économiques* (comparaison 2007/2 ; 2009/2) ; DG Affaires Économiques et Financières, *European Economic Forecasts* (comparaison automne 2007 et 2009) ; calculs des auteurs.

En 2007, la France avait un taux de chômage de 8,4 %, sans pressions inflationnistes ; la hausse des salaires réels était de 0,4 % nettement inférieure à la hausse tendancielle de la productivité du travail. La Commission européenne estimait que la France avait un écart de production de - 0,3 %. Peut-elle décider deux ans plus tard que la France était au-dessus de sa capacité de production de 1,9 % en 2007 et donc que son taux de chômage d'équilibre était de l'ordre de 10,3 % ?

En octobre 2010, le taux de chômage de la zone euro a atteint 10,1 % (soit environ 2,5 points de plus que le taux de chômage atteint en 2007) ; les pertes de productivité du travail par rapport à la productivité tendancielle sont de 3 % ; le taux de travailleurs découragés de 2 %. Faut-il considérer que ces 7,5 % sont définitivement perdus ?

Quel sera l'objectif de croissance du PIB de la zone euro dans les années à venir : 2,2 % ou 1,0 % par an ? Le risque est que le choix d'un objectif bas ne soit auto-réalisateur et que dès que la croissance dépasse 1 % par an, des politiques budgétaires restrictives soient mises en œuvre. Ainsi, selon la déclaration de la Commission de novembre 2009, il faudrait pratiquer une politique d'« assainissement budgétaire » dès 2011 car les prévisions de croissance (1,5 %) sont nettement supérieures à la croissance potentielle (1 %).

Ces incertitudes remettent en cause, si besoin en était encore, la notion de croissance potentielle et son utilisation pour la politique économique. Soit la croissance potentielle est indépendante de la croissance effectivement réalisée et on ne comprend pas pourquoi l'OCDE et la Commission l'ont abaissée à ce point après la crise. Soit elle en dépend : une récession entraîne une chute de l'investissement, donc une baisse des capacités de production ; une baisse de la population active potentielle (puisque certains travailleurs renoncent à chercher un emploi, en particulier parmi les seniors, les jeunes, les mères) ; un certain ralentissement de la productivité du travail. Mais faut-il en conclure que la production potentielle a diminué de façon permanente et qu'il faut donc éviter à l'avenir toute forte hausse de la demande ou, au contraire, qu'il faut une croissance vigoureuse pour relancer les capacités de production, ramener sur le marché du travail les travailleurs découragés et éviter que leurs capacités de travail ne se détériorent ?

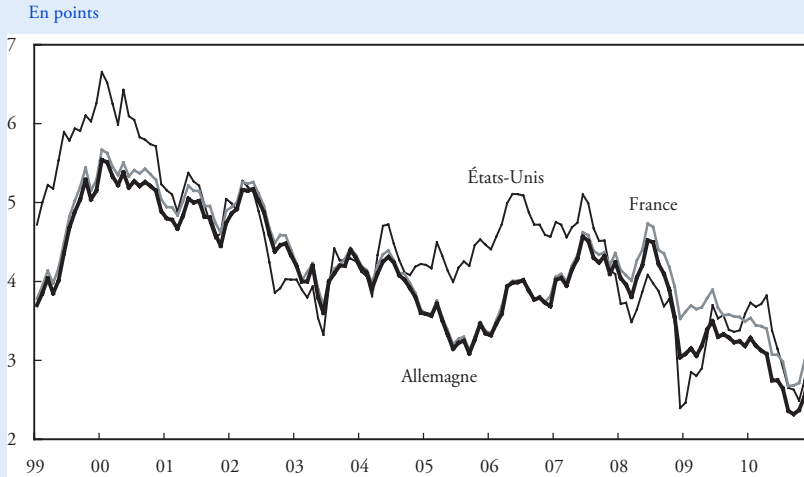
Ni la zone euro, ni la France ne peuvent se résigner à un taux de chômage de l'ordre de 10 %. La politique économique doit se donner comme objectif de combler l'écart actuel de production puis de retrouver une croissance de l'ordre de 2 %. Les estimations de l'OCDE et de la DG ECFIN, volatiles et peu fiables, ne doivent pas être utilisées pour définir des objectifs de croissance ou de déficits publics.

## 2.2. Des déficits bien acceptés...

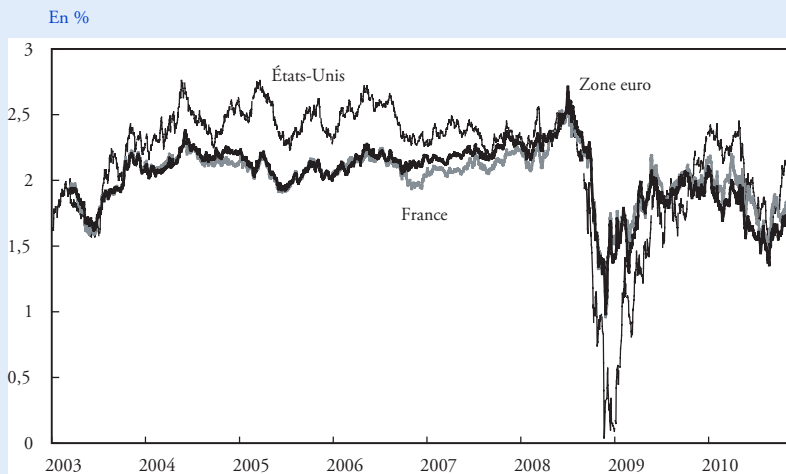
Les fortes hausses des déficits et dettes publics des grands pays n'ont pas conduit à des hausses de taux d'intérêt, parce qu'elles ne faisaient que compenser la chute de l'endettement privé et la hausse de l'épargne privée. En Allemagne, par exemple, le taux à 10 ans sur la dette publique a baissé de 4,6 % en juillet 2008, à 3 % à la mi-2009, 3,2 % en janvier 2010 ; il a baissé à 2,25 % en septembre avant de remonter à 2,95 % en décembre (graphique 2).

En avril 2010, les taux publics à 10 ans restaient proches du taux de croissance nominal anticipé selon *Consensus Forecasts* pour tous les grands pays industrialisés (tableau 8). On ne peut donc pas dire que le niveau des dettes publiques a provoqué ou annoncé un niveau trop élevé des taux d'intérêt.

Les marchés ne croient pas à un risque d'inflation : la comparaison de la rentabilité des titres non-indexés à celle des titres indexés sur l'inflation montre que l'inflation anticipée actuellement est de l'ordre de 1,8 % en moyenne pour les 10 prochaines années, aux États-Unis comme dans la zone euro (graphique 3).

**Graphique 2 : Taux d'intérêt publics à 10 ans**

Source : Marchés financiers.

**Graphique 3 : Anticipations d'inflation**

Sources : AFT, Réserve fédérale.

Trois scénarios sont possibles pour les prochaines années. Dans le scénario gris, la demande privée ne repart pas, la croissance reste médiocre, les taux d'inflation restent bas, les taux d'intérêt n'ont aucune raison d'augmenter. Dans le scénario rose, la demande privée repart avec vigueur, la reprise permet une forte hausse des recettes fiscales et une baisse de certaines dépenses, les autorités budgétaires en

profitent pour réduire le déficit public, la croissance est satisfaisante mais elle n'est pas excessive, il n'y a pas de tensions inflationnistes donc pas de raison pour une forte hausse des taux d'intérêt. Dans le scénario rouge, la demande privée repart, mais les autorités budgétaires maintiennent un déficit excessif qui entraîne une poussée de l'inflation et donc une hausse des taux d'intérêt. Ce scénario n'est actuellement pas envisagé par les marchés. Ceux-ci soit ne voient pas la demande repartir, soit font confiance aux gouvernements pour réduire les déficits publics quand la consommation et l'investissement repartiront. Ils savent que les déficits actuels sont des déficits de régulation, et non des déficits excessifs témoignant d'une perte de contrôle des finances publiques.

**Tableau 8 : Taux d'intérêt, croissance et inflation anticipées selon *Consensus Forecasts*, en juin 2010**

	Taux d'intérêt public à 10 ans	PIB	Inflation	Taux d'intérêt réels corrigés de la croissance du PIB
États-Unis	3,8	2,8	2,2	-1,2
Japon	1,3	1,4	0,8	-0,9
Royaume-Uni	4,0	2,3	2,4	-0,7
Allemagne	3,05	1,4	1,6	0,05
France	3,4	1,9	1,85	-0,35
Italie	3,9	1,2	1,7	1,0
Pays-Bas	3,3	2,3	2,4	-1,4

Source : *Consensus Forecasts*, juin 2010.

### 2.3. Quels déficits structurels ?

Pendant la crise de 2007-2009, les finances publiques ont souffert de la baisse automatique des recettes fiscales et de l'augmentation automatique de certaines dépenses comme les prestations chômage (c'est le déficit conjoncturel), des mesures mises en œuvre pour soutenir l'activité (c'est le déficit discrétionnaire) et de mesures spécifiques d'aides au secteur financier.

Il reste certes un certain déficit structurel, ne dépendant pas de la crise, mais le partage entre déficits conjoncturel, discrétionnaire et structurel est particulièrement difficile en 2010 en raison de l'ampleur de la récession (dont l'impact a été particulièrement fort sur certains impôts) et de ses caractéristiques (les chutes des prix immobiliers et des cours boursiers ayant aussi contribué à la baisse des rentrées fiscales). En 2009-2010, la hausse des déficits est en partie due aux plans de relance temporaires et à la sur-réaction des recettes fiscales, qui ne doivent pas être prises en compte dans le déficit structurel.

En 2011, le déficit public de la zone euro serait de 6,3 % du PIB, dont 4,5 points de déficit structurel (qui incluent 0,3 point de sur-réaction des recettes fiscales), 2,6 points de charges d'intérêt, 0,8 point de relance temporaire et 1,8 point d'excédent primaire structurel. L'excédent primaire structurel n'a pratiquement pas baissé depuis 2007 (tableau 9).

Supposons que l'objectif soit de stabiliser la dette publique à 80 % du PIB. En moyenne de 1997 à 2007, le taux d'intérêt réel à long terme a été supérieur au taux de croissance de 0,4 point. Il suffit donc d'avoir un solde primaire structurel excédentaire de 0,4 point du PIB pour stabiliser la dette publique. Aucun effort important n'est nécessaire. La réduction du solde conjoncturel doit se faire grâce à la croissance du PIB, qui doit rester supérieure à 2 % pendant plusieurs années afin de réduire l'écart de production actuel de 8 % du PIB. Les pays de la zone euro ont un problème de croissance insuffisante et non un problème de finances publiques. Il n'est pas nécessaire d'entreprendre des politiques budgétaires restrictives ; la priorité doit être, au contraire, de regagner les 8 points de PIB perdus pendant la crise. Se résigner à leur perte signifierait que la zone euro accepte de conserver un taux élevé de chômage, renonce à augmenter les taux d'activité des femmes et des seniors.

Au contraire, selon la Commission, l'objectif doit être de faire passer le solde public à l'équilibre. L'écart de production en 2010 ne serait que de 2,9 %. L'effort à fournir est de l'ordre de 5 points de PIB. Mais comment justifier un tel ralentissement de la croissance potentielle ? Comment justifier un objectif d'équilibre du solde public ?

**Tableau 9 : Les finances publiques de la zone euro**

En % du PIB sauf \* taux de croissance

	2007	2008	2009	2010	2011
PIB*	2,9	0,4	-4,1	1,7	1,5
Solde public	-0,6	-2,0	-6,3	-6,3	-4,6
Charges d'intérêt nettes	2,6	2,6	2,5	2,5	2,6
<b>Évaluation de la DG ECFIN</b>					
PIB potentiel*	1,7	1,7	1,4	0,9	0,9
Écart de production	2,2	1,2	-3,8	-2,9	-2,4
Solde structurel	-1,7	-2,6	-4,4	-4,9	-3,4
<b>Notre évaluation</b>					
PIB potentiel*	2,2	2,2	2,2	2,1	2,0
Écart de production	0,0	-1,8	-8,1	-8,5	-9,0
Solde conjoncturel		-0,9	-4,0	-4,2	-4,5
Plans de relance		-0,2	-1,3	-0,8	
Sur-réaction des recettes fiscales			-0,6	-0,3	
Solde primaire structurel	2,0	1,7	2,1	1,5	2,5
Impulsion budgétaire cumulée	0,0	0,5	1,2	1,3	-0,5

Source : Calculs des auteurs selon *European Economy*, automne 2010.



Les incertitudes autour des estimations des écarts de production rendent difficile d'évaluer les soldes primaires structurels (SPS, tableau 10). Si l'on retient l'estimation de la Commission le SPS est négatif de 2,1 % du PIB pour la zone euro et le déficit dépasse 3 % du PIB pour la France, le Portugal, l'Espagne, l'Irlande, le Royaume-Uni, le Japon, les États-Unis. Si l'on fait l'hypothèse qu'il est possible pour les économies de retrouver leur niveau de production d'avant la crise, alors le solde reste nettement déficitaire pour la France, l'Espagne, le Royaume-Uni et les États-Unis, mais pas pour la zone euro prise globalement.

**Tableau 10 : Stabilité des finances publiques en 2010**

En points de PIB

	Estimation de la DG ECFIN			Notre estimation		
	Solde primaire structurel	Solde stabilisant	Écart	Solde primaire structurel	Solde stabilisant	Écart
Allemagne	-0,4	0,5	0,9	1,4	0,4	-1,0
France	-3,5	1,2	4,7	-1,5	0,2	1,7
Italie	1,0	8,6	9,6	4,7	1,5	-3,2
Espagne	-5,4	1,4	6,8	-1,6	0,6	2,2
Pays-Bas	-1,9	0,1	2,0	1,7	0,0	-1,7
Grèce	-1,4	8,8	10,2	2,8	0,5	-2,3
Belgique	-0,2	2,5	2,7	2,0	0,5	-1,5
Autriche	-0,6	0,8	1,4	1,9	0,1	-1,8
Portugal	-3,8	3,4	7,2	-0,9	0,0	0,9
Finlande	0,6	-0,2	0,6	4,7	-0,2	-4,9
Irlande	-7,3	6,8	14,1	0,7	0,5	-0,2
Zone euro	-2,1	1,8	3,9	0,7	0,5	-0,2
Royaume-Uni	-5,7	0,9	6,6	-2,7	0,4	3,1
États-Unis	-6,1	1,1	7,2	-3,9	1,1	5,0
Japon	-4,0	8,7	12,7	-0,8	1,0	1,8

Source : Calculs des auteurs selon *European Economy*, automne 2010.

Les efforts budgétaires à mettre en œuvre pour atteindre une situation satisfaisante de finances publiques dépendent de l'estimation de l'écart de production, de l'écart entre le taux d'intérêt réel et le taux de croissance du PIB, de l'objectif de dette. Nous comparons deux méthodes (tableau 10). Dans le scénario noir, les taux d'intérêt restent au niveau actuel (plafonné à 5,8 % pour la Grèce et l'Irlande), l'écart de production est celui qu'évalue la Commission, l'objectif est de stabiliser la dette (si elle est inférieur à 60 % du PIB), de se diriger vers cette valeur si

le niveau actuel lui est supérieur. Dans ce cas, tous les pays doivent faire des efforts, qui atteignent 4 points de PIB pour la zone euro, 6,5 pour le Royaume-Uni, 7 pour les États-Unis le Portugal et l'Espagne, 10 points pour la Grèce, 14 pour l'Irlande. Dans le scénario rose, les taux d'intérêt se ré-égalisent dans la zone euro, à 0,5 point au-dessus du taux de croissance, les pays reviennent à leur croissance tendancielle d'avant la crise, les pays stabilisent leur dette si elle est en dessous de 80 % du PIB, reviennent vers le niveau pré-crise si elle est au-dessus de 80 % du PIB. Dans ce cas, la plupart des pays n'ont pas d'efforts à entreprendre. L'effort nécessaire est nul au niveau de la zone ; il atteint 1,7 point de PIB pour la France, 1,8 point pour le Japon, 2 points pour l'Espagne, 3 pour le Royaume-Uni, 5 pour les États-Unis.

Nous sommes devant deux scénarios auto-réalisateurs. Si les marchés font confiance aux États, ceux-ci n'ont pas globalement besoin d'effectuer des politiques restrictives ; la croissance doit permettre le retour à une dette soutenable. Si les marchés ne font pas confiance aux pays, ceux-ci peuvent être contraints d'entreprendre des politiques restrictives qui pèseront fortement sur la croissance.

### 3. Des stratégies de sortie de crise budgétaire

Pendant la crise, le FMI, l'OCDE et la Commission avaient incité les gouvernements à entreprendre de vastes programmes de soutien budgétaire. Compte tenu de la profondeur de la récession, il aurait été nécessaire que ces programmes soient mis en œuvre pendant une période relativement longue ; compte tenu du caractère déséquilibré de la croissance d'avant la crise, la fin de ces programmes devrait s'accompagner d'une réflexion sur une nouvelle stratégie macroéconomique. Pourtant, dès la mi-2009, ces institutions ont incité les gouvernements à entreprendre des politiques budgétaires restrictives, dites de consolidation budgétaire, alors même que la croissance n'était pas revenue, que les pays avaient toujours un écart de production négatif, que les caractéristiques du nouveau sentier de croissance n'étaient pas définies.

Ainsi, selon le FMI (Cottarelli et Viñals, 2009 ; FMI, 2010a), l'objectif doit être de ramener les dettes publiques à leurs niveaux d'avant la crise, ou même en dessous, mais ces articles ne fournissent aucune analyse ni du niveau optimal de la dette publique ni du niveau que les agents privés désirent détenir.

La stratégie de réduction de la dette publique repose sur trois arguments. Des dettes et des déficits publics trop élevés induiraient des taux d'intérêt réels trop élevés, qui nuiraient à l'investissement donc à l'accumulation du capital. Mais le lien entre déficit public et taux d'intérêt ne tient pas en période de récession économique quand la banque centrale maintient le taux d'intérêt monétaire au niveau le plus bas possible tandis que le gouvernement fait gonfler le déficit public pour soutenir l'activité, c'est-à-dire, tant qu'il s'agit d'un déficit de régulation et non d'un déficit autonome. Un déficit public qui soutient la croissance, avec les taux d'intérêt les plus bas possible, ne peut être accusé d'évincer l'investissement. Dans ces périodes, la dette publique doit augmenter car les entreprises et certains ménages veulent se

désendetter tandis que les ménages pris globalement veulent détenir plus d'actifs financiers sans risque car la crise a montré la fragilité des marchés financiers, les actions s'étant révélées être un placement trop risqué. La dette publique est désirée ; elle le sera d'autant plus à l'avenir que les ménages devront épargner pour leur retraite et que la rentabilité sur les marchés financiers sera peu assurée.

Les dettes publiques inquiéteraient les marchés financiers. Selon Cottarelli et Viñals (2009), il faut éviter que « les préoccupations concernant les déficits et les dettes élevées ne provoquent une flambée des taux d'intérêt », mais le fort gonflement des dettes publiques dans la crise ne s'est pas accompagné d'une hausse des taux d'intérêt pour les grands pays ; au contraire, les taux courts sont très bas et les taux longs de l'ordre du taux de croissance. Selon l'OCDE, une offre excessive de titres publics pourrait pousser les taux d'intérêt à la hausse, mais il n'y a pas actuellement d'offre *excessive* des titres publics, puisque précisément les taux longs restent très bas. L'OCDE prône une politique budgétaire restrictive pour rassurer les marchés financiers, tout en reconnaissant que cette politique aura un effet dépressif sur la croissance. Mais faut-il consacrer la politique budgétaire à rassurer les marchés financiers, alors que ceux-ci se sont montrés aveugles avant la crise ? Une politique qui conduirait à une longue période de récession est-elle rassurante ?

Les dettes et les déficits publics induiraient des comportements ricardiens. Les agents privés anticiperaient une hausse des impôts ou une baisse des dépenses ; ils réduiraient donc leurs dépenses pour se préparer à cette baisse de leurs revenus futurs, de sorte que la hausse des déficits n'aurait pas d'impact sur la demande. En fait, la hausse actuelle des déficits est conjoncturelle, et non due à des hausses de recettes ou à des baisses d'impôts. Donc les impôts ne devront pas augmenter. Le retour des soldes publics à l'équilibre doit provenir de la reprise de l'activité. Paradoxalement, c'est le type de discours de l'OCDE appelant à une réduction rapide des déficits par la hausse de la fiscalité ou des baisses de dépenses sociales qui est susceptible d'induire des comportements ricardiens.

Supposons qu'à un moment donné, les ménages désirent détenir plus d'actifs financiers alors que les taux d'intérêt sont déjà à leur plancher. Dans un monde keynésien, l'État peut stabiliser la demande par une hausse du déficit public jusqu'à ce que la hausse de la dette publique satisfasse le désir des ménages. L'économie est contrôlable. Ce n'est plus le cas si l'État s'impose un plafond à sa dette ; si les ménages sont ricardiens (une hausse du déficit public n'augmente pas la demande des ménages qui anticipent des impôts futurs) ; si les ménages ou les marchés financiers considèrent que la dette publique est risquée (les marchés imposent une hausse des taux d'intérêt sur la dette ; les ménages déprécient la dette publique qu'ils détiennent). L'économie n'est plus contrôlable. La stabilité économique exige donc que la dette publique soit considérée comme sans risque et que les déficits de régulation se referment bien par la hausse de l'activité.

Le FMI et l'OCDE demandent donc aux pays de s'engager dans des plans de consolidation budgétaire. Selon le FMI, le déficit structurel primaire des pays avancés était nul avant la crise. Il se serait creusé à 3,5 % du PIB en 2010, dont 1,5

point dû aux mesures de relance budgétaire. Mais d'où viennent les 2 autres points de déficit structurel ? Ils viennent de l'hypothèse que la crise aurait provoqué une perte durable de production potentielle de l'ordre de 4 points. Mais faut-il se résigner à cette perte ? Les pays avancés peuvent-ils avoir durablement 4 points de chômage supplémentaire ? Pour résorber cette perte et réduire la dette publique de 100 % du PIB en 2020 à 60 % du PIB en 2030 (objectif fixé arbitrairement), sous l'hypothèse que le taux d'intérêt sera supérieur d'un point au taux de croissance, le FMI estime que les soldes primaires devraient passer de -3,5 % du PIB en 2010 à 4,5 % du PIB en 2020, ceci nécessitant une impulsion budgétaire négative de 0,8 % par an pendant 10 ans. Cette stratégie aboutirait à un fort excédent public après 2020 et à la disparition totale de la dette publique en 2040. Mais rien ne prouve pas qu'un monde sans dette publique soit possible.

Le point de vue de l'OCDE (2010) est proche de celui du FMI. Il estime que le déficit structurel de l'ensemble des pays de la zone est de 6 points en 2010 ; il demande des politiques budgétaires restrictives de 1 point de PIB par an de 2012 à 2017.

De même, Von Hagen *et al.* (2009) demandent que les gouvernements s'engagent dans des « Plans budgétaires de soutenabilité », qui seraient mis en œuvre de 2011 à 2014, et comprendraient des objectifs de dette pour 2014. Mais comment élaborer ces plans et définir ses objectifs indépendamment de l'évolution de la situation économique ? On retrouve la faille rédhibitoire du PSC : aucun pays ne peut s'engager sur cinq ans et renoncer à ajuster sa politique budgétaire selon la conjoncture.

Le FMI et l'OCDE sous-estiment l'impact de cette politique restrictive généralisée sur la croissance mondiale. Ils supposent implicitement qu'il y aura, durant la période, un boom des investissements ou de la consommation privée, mais pourquoi ce boom se produirait-il ? Ils ne disent pas explicitement que la mise en œuvre de la stratégie d'ajustement est conditionnée à ce boom. Certes, certains économistes ont mis en avant des épisodes où les politiques budgétaires restrictives semblent ne pas avoir eu d'impact négatif sur la croissance (voir une discussion dans Creel *et al.*, 2005 ; FMI, 2010b). Mais dans le cas présent, on ne peut s'attendre ni à des baisses de taux d'intérêt, ni à des dépréciations du taux de change, ni à un essor de la demande privée, qui compenseraient la restriction budgétaire.

Deux raisonnements sont possibles. Le FMI suppose que le taux d'intérêt sera supérieur de 1 point au taux de croissance : le solde primaire d'équilibre pour stabiliser la dette sera donc un excédent de 1 point de PIB (pour une dette brute de 100 % du PIB). Le déficit primaire des pays avancés serait de 6,4 points de PIB en 2010. Si la perte de production potentielle due à la crise est de 5 %, comme le suppose le FMI, l'écart de production est négatif de 4 points de PIB, l'effort nécessaire pour stabiliser la dette est donc de 5,5 % du PIB, qui passe à 9,5 % si l'objectif est de ramener la dette à 60 % du PIB en 2020. Selon nous, l'écart de production est négatif de 8 points de PIB, le taux d'intérêt sera proche du taux de croissance (comme cela a été le cas dans la zone euro sur la période

1997-2007), l'effort requis pour stabiliser la dette n'est plus que de 2,5 points de PIB, dont 2 points seront obtenus par la fin des mesures de relance et la fin de la surréaction fiscale.

La stratégie préconisée par les institutions internationales suppose que la politique budgétaire peut être gérée en elle-même, avec des règles arbitraires, que les gouvernements puissent se fixer arbitrairement des niveaux objectifs de dette ou de déficit. En fait, la politique budgétaire doit viser à maintenir (ou à atteindre) un niveau d'emploi souhaitable, tout en permettant aux taux d'inflation et aux taux d'intérêt de rester à des niveaux satisfaisants. Les déficits et dettes publics doivent dériver de cet objectif. La seule stratégie de sortie de crise possible est donc que les banques centrales maintiennent des taux d'intérêt peu élevés et que les gouvernements maintiennent des déficits publics aussi longtemps qu'ils sont nécessaires pour soutenir l'activité. Si la demande privée augmente de façon significative dans les années à venir, il sera nécessaire de réduire les déficits publics (et ce sera en grande partie obtenu automatiquement). Si la demande privée stagne, c'est-à-dire si les entreprises refusent d'emprunter et si les ménages veulent épargner, il sera nécessaire de maintenir des déficits publics et d'accepter une certaine augmentation des dettes publiques. Il est absurde de projeter des dettes et des déficits publics indépendamment de l'évolution de la demande privée et de se plaindre du niveau excessif des dettes publiques (comme le font Cecchetti *et al.*, 2010, ou Becker *et al.*, 2010). Il n'existe aucune preuve aujourd'hui que la dette publique sera excessive demain.

De même, Von Hagen *et al.* (2009) feignent de craindre que des politiques budgétaires trop expansionnistes provoqueront des pressions inflationnistes, ce qui entraînerait la BCE à augmenter trop rapidement son taux d'intérêt. Mais cette crainte n'est pas fondée : l'inflation ne pourrait accélérer que s'il y a une très forte reprise de la demande, ce qui est peu probable dans les années à venir. Si cette reprise se manifeste, les déficits publics seront réduits, automatiquement ou par des mesures discrétionnaires, mais le calendrier de cette réduction ne peut être décidé dès maintenant. Il ne faudrait pas que, pour conjurer un péril imaginaire (la résurgence de l'inflation), les gouvernements renoncent à lutter contre un péril présent (le niveau du chômage).

Le FMI comme l'OCDE préconisent la coordination des stratégies de consolidation budgétaire, puisque la consolidation effectuée dans un pays diminuera l'activité chez ses partenaires. Mais il n'est pas possible de coordonner les politiques budgétaires si tous les pays sont obligés de faire de la restriction budgétaire en même temps.

L'évaluation des multiplicateurs budgétaires demeure un sujet de controverse (Creel *et al.*, 2005). Mais les pays pris globalement ne peuvent espérer que des politiques budgétaires restrictives seront compensées par une amélioration de leurs soldes extérieurs, une dépréciation de leurs taux de change ou une baisse des taux d'intérêt (qui sont déjà au minimum). Si le multiplicateur d'une politique budgétaire généralisée est de 2, une impulsion budgétaire négative de 0,8 % du

PIB fera diminuer le PIB de 1,6 %, le solde budgétaire ne sera pas amélioré (car les recettes fiscales chuteront), le ratio de dette/PIB se dégradera (en raison de la chute du PIB).

L'étude du FMI (2010b) détruit complètement les arguments en faveur de la consolidation budgétaire. Elle procède à une étude soignée des multiplicateurs budgétaires. Une consolidation budgétaire de 1 % du PIB aurait eu, dans le passé, un impact négatif de 0,5 % du PIB. Mais elle se serait accompagnée d'une baisse du taux d'intérêt, d'une dépréciation du taux de change et de gains en commerce extérieur. Si l'on suppose que la consolidation est mondiale et que les taux d'intérêt sont à un plancher, l'effet négatif serait de 2 % du PIB. Le FMI prétend qu'à long terme l'effet pourrait devenir favorable car la baisse du ratio dette/PIB permettrait une baisse des charges d'intérêt qui elle-même permettrait une baisse des cotisations sociales favorables à l'emploi. Mais si la consolidation a un effet multiplicateur de 2, elle induit une hausse (et non une baisse) du ratio dette/PIB.

Selon l'OCDE (2010b), le multiplicateur budgétaire de la zone euro à 2 ans est de 1,07 en période normale, de 1,26 si les taux d'intérêt sont à leur plancher, de 1,40 si de plus la consolidation est généralisée à l'ensemble de l'OCDE. Il faut 7 ans avant que l'effet sur le PIB devienne positif. Ceci veut dire que, au mieux, la stratégie de consolidation budgétaire va nettement retarder la reprise.

Blanchard *et al.* (2010) font deux suggestions. Les banques centrales devraient adopter une cible d'inflation de 4 %, pour permettre une baisse plus forte des taux d'intérêt réels anticipés pendant les périodes de dépression. Mais, comme l'exemple japonais l'a montré, il est difficile d'accroître les anticipations d'inflation en période de basse conjoncture. Selon Blanchard *et al.* (2010), les États auraient plus de marges de manœuvre en période de basse conjoncture si les dettes publiques étaient plus faibles lorsque la conjoncture est favorable. Aussi, faudrait-il une longue période d'excédent budgétaire. Mais comment soutenir la croissance pendant cette période ? Blanchard *et al.* (2010) ne posent pas la question du niveau optimal de la dette publique. Si les agents souhaitent détenir des actifs financiers sûrs, alors le secteur public doit leur en offrir. Blanchard *et al.* (2010) ne proposent aucune mesure forte qui réduirait l'instabilité de l'économie mondiale induite par le poids, l'avidité et l'aveuglement des marchés financiers.

Bien sûr, le FMI et l'OCDE plaident pour des réformes structurelles (des marchés des biens plus compétitifs, les réformes du marché du travail, la réduction des distorsions induites par la fiscalité, mais sans préconiser de réformes des marchés financiers), qui permettraient de compenser l'effet dépressif de la politique budgétaire qu'ils préconisent. Cottarelli et Viñals (2009) reconnaissent toutefois qu'« il y a trop d'incertitudes sur l'ampleur et le calendrier des effets des réformes structurelles sur la croissance potentielle pour construire une stratégie d'ajustement budgétaire principalement autour de celles-ci ». Les réformes structurelles d'augmentation de l'offre peuvent-elles être efficaces quand c'est la demande qui fait défaut ? Surtout, la crise a bien montré le risque des réformes structurelles libérales

qui aboutissent à la déformation du partage des revenus en défaveur des salariés et des classes moyennes et populaires et à l'explosion des revenus financiers.

De même Giavazzi (2009) propose de contrebalancer la chute de la production potentielle en augmentant le taux d'activité par la réduction de l'imposition du travail, mais ce sont les pays nordiques, où les taux d'imposition sont plus élevés, qui ont les taux d'activité les plus élevés. En période de chômage massif, est-ce vraiment le manque de désir des individus de travailler qui limite l'emploi ?

Le FMI et l'OCDE préconisent la mise en place de règles budgétaires et de comités indépendants de politique budgétaire. Ceux-ci permettraient de rassurer les marchés financiers sur la gestion à long terme des finances publiques. Pourtant, la crise a bien montré que la politique budgétaire ne peut obéir à des règles et doit être pilotée par un pouvoir politique, déterminé et courageux, ce que ne sera jamais un comité d'experts.

L'OCDE et le FMI préconisent de réduire les dépenses publiques (et en particulier les dépenses sociales en santé et retraite), plutôt que d'augmenter les impôts. Faut-il masquer un choix idéologique (la préférence pour moins de dépenses publiques) par des considérations économiques contestables (la réduction des dépenses sociales serait moins nuisible à l'activité que la hausse des impôts car elle induirait les individus à travailler alors que les impôts les décourageraient) ? Les deux institutions internationales ne s'interrogent pas sur l'utilité sociale comparée des dépenses publiques et des dépenses privées des contribuables, *victimes* des hausses d'impôts : faut-il réduire les dépenses d'éducation, de santé, les services publics, etc. ou les dépenses ostentatoires des plus riches ? De plus, les hausses d'impôts, si elles sont ciblées sur les plus riches, sur les revenus financiers, sur les institutions financières peuvent n'avoir qu'un faible impact sur la demande et l'emploi, contrairement aux baisses de dépenses sociales ou publiques, qui pèsent sur la demande.

Le FMI et l'OCDE proposent de mettre en œuvre des politiques sociales rigoureuses pour stabiliser la part des dépenses publiques de retraites et de santé dans le PIB. Mais les ménages auraient à payer des primes à des assurances privées pour obtenir une couverture satisfaisante : celles-ci seront-elles moins coûteuses ou plus efficaces que les assurances sociales ? La question du niveau souhaitable des dépenses sociales n'a rien à voir avec celle du déficit public et de la gestion macroéconomique, à partir du moment où ces dépenses sont structurellement financées par des cotisations sociales. Un pays peut choisir de conserver son système de retraite publique, d'arbitrer entre niveau des retraites, taux de cotisations et âge de départ à la retraite. Ceci n'a pas *a priori* d'influence sur sa gestion macroéconomique. Il serait pour le moins paradoxal que la crise financière amène au développement des fonds de pension, dont la crise a montré les dangers et la fragilité. Le FMI propose de geler (en volume) toutes les autres dépenses publiques ; ceci suppose implicitement que ces dépenses ne sont pas utiles ou moins utiles que les dépenses privées, ce qui reste à prouver. Mais pourquoi la crise financière, induite par le creusement des inégalités et l'avidité et l'aveuglement des marchés financiers devrait-elle conduire à une

diminution de la part des dépenses publiques dans le PIB ? Enfin, le FMI propose aussi de réduire les déficits publics par une taxation écologique de l'ordre de 3 % du PIB, mais c'est renoncer au double dividende : utiliser la taxation écologique pour réduire la taxation du travail.

Le FMI et l'OCDE estiment que les réformes de retraite publique (en particulier, le report de l'âge ouvrant le droit à la retraite) auraient un triple dividende : améliorer les finances publiques, diminuer l'épargne des ménages (puisque les salariés devront travailler plus longtemps et donc épargner moins pour leur retraite) et donc augmenter la demande, augmenter l'offre de travail et donc la croissance potentielle. Mais l'effet peut être opposé : les salariés devront épargner davantage face à la baisse des retraites publiques et à la peur de devoir rester au chômage pendant une longue période avant de pouvoir partir à la retraite ; augmenter le nombre de seniors recherchant un emploi n'augmente pas l'emploi en situation de chômage de masse.

Les dix commandements de Blanchard et Cotarelli (2010) ne sont guère utiles : ils proposent d'annoncer des plans de réduction des dettes et des déficits relativement neutres à court terme, pour ne pas briser la relance, mais crédibles à long terme pour rassurer les marchés (certes, mais comment rendre crédible un plan qui reporte les efforts à plus tard ?), de viser à réduire les dettes publiques en dessous du niveau de 2007 (mais sans justification économique), de baisser les dépenses publiques et sociales plutôt que les recettes (ce qui augmenterait la croissance potentielle selon les auteurs, qui croient que les dépenses publiques sont inutiles et que les impôts nuisent à l'activité), de mettre en place des réformes structurelles et des comités budgétaires indépendants, de coordonner les politiques restrictives entre pays. Par contre, ils ne fournissent aucune analyse sur la compatibilité entre l'objectif de croissance et celui de finances publiques.

Le débat sur les stratégies de sortie de la crise budgétaire peut-il faire l'impasse sur les causes mêmes de la crise ? La crise est due à des stratégies de croissance basées sur la pression sur les salaires et les revenus fiscaux, la baisse de la demande étant compensée par des gains de compétitivité pour les pays néo-mercantilistes, par des bulles financières et immobilières et la croissance de l'endettement des ménages dans les pays anglo-saxons et les pays du Sud de l'Europe. La faillite de ces deux stratégies a obligé les déficits publics à prendre le relais comme support de la croissance. Réduire ces déficits ne peut se faire qu'après avoir défini une autre stratégie de croissance qui devrait s'appuyer d'un côté sur la distribution de salaires et de revenus sociaux, dans les pays néo-mercantilistes comme dans les pays anglo-saxons, de l'autre sur une nouvelle politique industrielle, visant à organiser et à financer le tournant vers une économie durable (voir Mathieu et Sterdyniak, 2009). Les difficultés des finances publiques avant la crise proviennent de la stratégie de concurrence fiscale imposée par la mondialisation libérale. La restauration des finances publiques passe par la lutte contre l'évasion fiscale et les paradis fiscaux. Dans ce contexte, la taxation pourrait être augmentée sur les gains en capital (sur les



actifs financiers ou immobiliers), le secteur financier, les revenus et les patrimoines les plus élevés.

#### 4. Finances publiques et marchés financiers

Depuis le début de l'année 2009, les marchés financiers ont trouvé un nouveau sujet d'inquiétude : les niveaux de déficits et de dettes publics. Tous les pays industrialisés, y compris les plus grands, sont soupçonnés de pouvoir faire défaut sur leur dette (tableau 11). Les dirigeants des banques, des agences de notation ou des fonds de placements déclarent s'inquiéter de la soutenabilité des finances publiques et demandent aux pays de prendre des mesures pour réduire leur dette publique.

**Tableau 11 : Taux d'intérêt publics à 10 ans et CDS**

	Juin 2007		6 décembre 2010		
	Taux à 10 ans	CDS	Taux à 10 ans	CDS	notations S&P
Allemagne	4,5	0,04	2,8	0,59	AAA/stable
France	4,55	0,07	3,25	1,09	AAA/stable
Italie	4,65	0,18	4,4	2,21	A+/stable
Espagne	4,55	0,07	5,15	3,08	AA/négative
Pays-Bas	4,5	0,02	3,05	0,69	AAA/stable
Belgique	4,55	0,03	3,95	1,93	AA+/stable
Autriche	4,5	0,06	3,3	0,98	AAA/stable
Grèce	4,65	0,20	11,6	8,09	BB+/négative
Portugal	4,6	0,08	6,0	4,02	A-/négative
Finlande	4,5	n.a.	3,05	n.a.	AAA/stable
Irlande	4,45	0,13	8,0	4,91	A/négative
Danemark	4,45	0,13	3,0	0,51	AAA/stable
Royaume-Uni	5,3	n.a.	3,5	0,78	AAA/négative
Suède	4,3	0,34	3,1	0,44	AAA/stable
États-Unis	5,0	0,13	2,95	0,56	AAA/stable
Japon	1,85	0,23	1,1	0,96	AA/négative

Source : Marchés financiers, Thomson Datastream.

Les États sont ainsi soumis à deux exigences contradictoires : soutenir l'activité économique (y compris en venant au secours des banques défaillantes) et assurer leur propre situation financière. À l'échelle mondiale, les détenteurs de capitaux veulent détenir des avoirs financiers importants. Ceux-ci étaient obtenus grâce à une bulle financière. Après l'éclatement de celle-ci, le déficit de demande doit être comblé par le déficit public et de bas taux d'intérêt. Si les marchés financiers refusent cette logique, en faisant augmenter les taux d'intérêt de long terme, sous prétexte de prime de risque, quand l'État soutient l'activité, si se répand la thèse que

les déficits d'aujourd'hui sont les impôts de demain, qu'il faut donc épargner plus en période de déficit public, la politique économique devient impuissante et l'économie mondiale devient ingouvernable.

Dans la finance globalisée, les politiques économiques doivent se consacrer à rassurer les marchés, alors même que ceux-ci n'ont aucune vision pertinente de l'équilibre et de l'évolution macroéconomique, comme en témoignent les fortes fluctuations des marchés financiers (bourse ou taux de change). Ainsi est-il absurde de demander une forte baisse des déficits publics dans une situation où la demande globale est faible et les taux d'intérêt de court terme proches de zéro.

Dans une économie mondiale où la masse des capitaux financiers est importante, l'endettement est automatiquement élevé. Un grand nombre d'agents, privés ou publics, sont endettés et certains le sont plus que les autres. Il y a donc en permanence des doutes sur la solvabilité des emprunteurs et des crises de l'endettement. Les prêteurs veulent investir des sommes importantes, mais s'inquiètent ensuite de ce que les emprunteurs sont trop endettés ; les prêteurs recherchent des rentabilités élevées, mais celles-ci fragilisent les emprunteurs ; c'est la *malédiction du prêteur*. Les pays, les entreprises ou les ménages qui bénéficient d'apports importants de fonds extérieurs sont fragilisés, puisqu'ils deviennent fortement endettés et dépendants des marchés de capitaux : c'est la *malédiction de l'emprunteur*.

Les marchés sont moutonniers ; leurs anticipations sont auto-réalisatrices et les opérateurs le savent. Ils sont vigilants, mais leur vigilance accentue les risques de crise. Aussi, un léger doute sur la solvabilité d'un emprunteur peut induire des retraits de capitaux et des hausses de taux d'intérêt qui précipitent la crise. Il suffit qu'une rumeur mette en doute la solvabilité d'un pays pour que certains gestionnaires de fonds se sentent obligés de se couvrir ; cela fait monter les taux d'intérêt supportés par ce pays, ce qui peut induire une agence de notation à le déclasser, ce qui induit d'autres gestionnaires à se couvrir, ce qui entraîne une nouvelle hausse des taux.

Le développement des marchés de CDS sur la dette des pays développés est paradoxal et dangereux. Depuis 1945, aucun pays développé n'a fait défaut sur sa dette. Les marchés s'assurent contre un risque qui ne s'est jamais matérialisé. Certes, la situation s'est modifiée, puisque l'indépendance des banques centrales (et en particulier de la BCE) pourrait aboutir à des situations conflictuelles où la banque centrale refuserait de venir au secours de l'État de son pays en difficulté (alors que, jadis, l'État pouvait toujours avoir recours à la création monétaire). Mais cette situation ne s'est jamais produite ; la crise de 2007-2009 a, au contraire, montré la capacité des banques centrales à intervenir en cas de péril. Comment imaginer qu'une banque centrale n'interviendrait pas pour secourir son pays, comme elle l'a fait pour sauver les banques ? Par ailleurs, dans une situation extrême qui verrait un grand pays faire faillite (États-Unis ou Royaume-Uni), il est peu probable qu'un établissement financier quelconque soit capable de verser les indemnités correspondant aux CDS qu'il aurait vendus.

En même temps, la crise de 2007-2008 a montré que des événements inimaginables pouvaient se produire ; de sorte que les marchés sont plus nerveux, plus rapides à envisager des scénarios extrêmes, ce qui accentue leur instabilité. Les marchés se souviennent qu'ils ont réussi à faire éclater le SME en 1992, qu'ils ont obligé l'Argentine à sortir du *currency board* en 2001. Pourquoi ne réussiraient-ils pas à faire éclater la zone euro ?

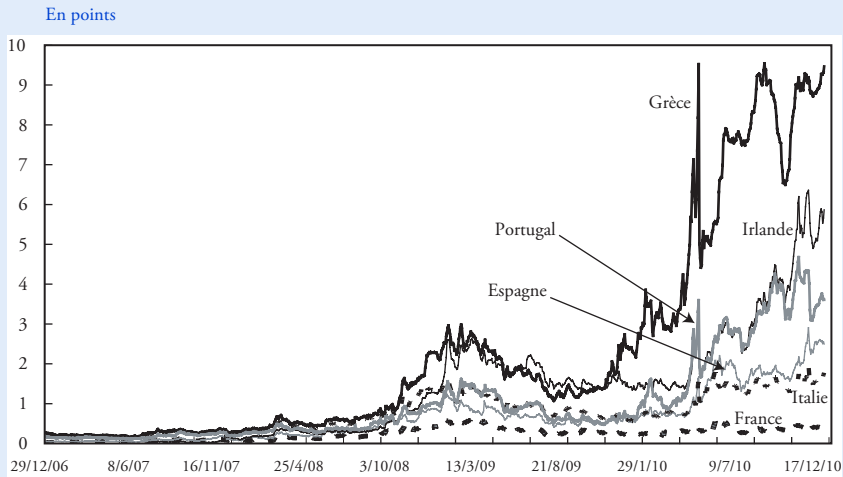
#### 4.1. Zone euro : une organisation défaillante

La zone euro aurait dû être moins touchée que les États-Unis ou le Royaume-Uni par la crise financière. Les systèmes financiers y sont plus *archaïques*. Les ménages sont moins impliqués dans les marchés financiers. La fixité des taux de change entre monnaies européennes a éliminé un facteur majeur d'instabilité. En 2010, le déficit public global de la zone euro (6,3 % du PIB) est inférieur à celui des États-Unis (11,3 %) ou du Royaume-Uni (10,5 %). Pourtant, la zone euro est plus durement et plus durablement affectée par la crise que le reste du monde.

Les instances européennes, polarisées depuis la création de l'euro sur le respect du Pacte de stabilité et de croissance n'ont pas été capables d'impulser une stratégie cohérente dans la zone. Depuis la création de l'euro, les déséquilibres se sont creusés entre les pays du Nord qui bridaient leurs salaires et leurs demandes internes et accumulaient des excédents extérieurs et les pays du Sud qui connaissaient une croissance vigoureuse, impulsée par des taux d'intérêt bas relativement au taux de croissance et accumulaient des déficits extérieurs. De 1999 à 2007, les marchés ne se sont pas inquiétés du gonflement des disparités dans la zone. En juin 2007, les taux d'intérêt à 10 ans n'allaient que de 4,5 % en Allemagne à 4,65 % pour la Grèce et l'Italie (tableau 11).

À partir de la mi-2008, les marchés ont pris conscience d'une faille dans l'organisation de la zone euro (graphique 4). Alors que les gouvernements des autres pays développés ne peuvent pas faire faillite car ils sont toujours en mesure d'être financés par leur banque centrale, les pays de la zone euro ont renoncé à cette possibilité. La Banque centrale européenne a l'interdiction de refinancer les États selon l'article 125 du TFUE qui interdit la solidarité financière entre les États membres. Du coup, le financement des pays de la zone euro dépend des marchés financiers et n'est pas assuré. La spéculation a pu se déclencher sur les pays les plus fragiles de la zone : Grèce, Espagne, Irlande, ceux qui avaient connu une forte croissance avant la crise, mais qui devaient changer leur modèle de croissance. La crise financière est devenue une crise de la zone euro.

Cette spéculation a été facilitée par le jeu des agences de notation qui ont déclaré risquées les dettes des pays du Sud de la zone alors même que le scénario où un pays de la zone euro ferait défaut n'avait *a priori* qu'une probabilité très faible. Ce sont les agences de notation elles-mêmes qui ont renforcé cette probabilité. L'évaluation financière n'est pas neutre : elle affecte l'objet mesuré. Les agences de notation financière contribuent largement à déterminer les taux d'intérêt sur les marchés

**Graphique 4 : Écarts des taux publics à 10 ans vis-à-vis du taux allemand**

Source : Marchés financiers, Datastream.

obligataires en attribuant des notes empreintes d'une grande subjectivité voire de la volonté d'alimenter l'instabilité, source de profits spéculatifs. Lorsqu'elles dégradent la notation d'un État, elles obligent un certain nombre d'investisseurs institutionnels à ne plus détenir la dette de cet État, ou de se couvrir sur le marché des CDS : cela augmente le taux d'intérêt sur les titres de la dette publique de cet État, et augmente par là-même le risque de faillite que les agences ont annoncé. Un pays peut avoir une dette publique soutenable tant que les marchés acceptent de lui prêter à 3 % de taux d'intérêt ; la dette devient insoutenable si les marchés demandent 10 %, car le pays doit dégager un fort excédent primaire (hors charges d'intérêt) en baissant ses dépenses publiques et en augmentant ses impôts. Cet effort fait chuter sa croissance, réduit ses rentrées fiscales et peut paradoxalement conduire à une hausse de son ratio de dette publique.

Les institutions financières ont trouvé une nouvelle source de profit en créant le marché des CDS (*credit default swap*) sur les dettes souveraines des grands pays qui est un marché spéculatif, parasite et déstabilisant. Il permet de dynamiser le marché des titres publics, qui jadis était relativement inerte, donc sans intérêt pour les spéculateurs. Il permet de spéculer à la faillite des États. En semant le doute sur la capacité des pays à tenir leurs engagements, les fonds spéculatifs obligent les fonds de placement à se couvrir (ce qui leur permet de leur vendre des CDS). Le marché des CDS permet à certains opérateurs de gagner de l'argent en vendant des protections (qu'ils pensent n'avoir jamais à assumer) ; d'autres fonds gagnent de l'argent en achetant des protections. Il est ainsi possible d'acheter des protections contre une faillite de l'État grec, même si l'on ne détient pas de titres publics grecs. Les fonds spéculent alors soit à la hausse du risque (j'achète une protection à 5 ans

pour 2 % ; comme la crainte de défaillance grandit, je peux la revendre deux mois plus tard à 3 %), soit à la faillite effective (je toucherai une indemnisation si la Grèce fait faillite, bien que je ne détienne pas de titres de la Grèce) ; soit pour d'autres à la baisse du risque, soit même à la non-faillite (je fais courir la rumeur que la Grèce va faire faillite, mais je n'y crois pas moi-même, je vends une protection que je n'aurai jamais à verser). Les perdants dans l'opération sont l'État grec qui doit payer plus cher son endettement – ce qui fragilise plus encore sa situation budgétaire – et les fonds qui détenaient déjà des titres grecs (qui doivent dévaloriser leur créance, la revendre à bas prix ou la couvrir). Les fonds qui ont perdu de l'argent sur les titres grecs ou irlandais sont échaudés ; sans attendre ils vendent leurs titres espagnols, portugais, voire même italiens, belges ou français. La crise est contagieuse.

Le risque est de faire disparaître le marché de la dette souveraine, comme a disparu, en grande partie, le marché de la dette du tiers-monde. Les fonds réclameront des taux plus élevés puisque les titres publics seront considérés comme des titres risqués. Les pays répugneront à s'endetter sachant que cela les met sous la dépendance des marchés.

Le risque est que demain un pays de la zone euro ne puisse plus augmenter son déficit, de crainte que les marchés ne provoquent une hausse des taux d'intérêt, sous prétexte de prime de risque. Cette hausse rendrait impuissante la politique budgétaire. On ne peut laisser les marchés financiers paralyser les politiques économiques, on ne peut laisser les incendiaires donner des instructions aux pompiers. Aussi, le risque de faillite des États doit-il être nul : la banque centrale doit toujours avoir l'obligation de financer les États, même dans la zone euro. La zone euro devra choisir entre se dissoudre ou changer ses institutions pour assurer la garantie des dettes publiques.

#### 4.2. Zone euro : une solidarité défaillante...

Durant la crise, les instances européennes (la Commission, le Conseil, les États membres) ont été incapables de mettre en place des réponses vigoureuses. Leurs réactions ont été timorées, hésitantes, contradictoires. Leur (absence de) stratégie n'est pas compatible avec le fonctionnement des marchés financiers ; en maintenant le doute sur la solidarité européenne, sur la possibilité que certains pays fassent défaut sur leur dette, elles ont nourri la méfiance et la spéculation.

Fin 2009, le gouvernement grec a fortement révisé à la hausse les chiffres de déficit public fournis par le gouvernement précédent, cela a provoqué le départ d'une crise de défiance contre la dette grecque. Durant les premiers mois de l'année 2010, les instances européennes et les autres pays membres ont tardé à réagir, puis n'ont fait preuve que d'une solidarité limitée et ambiguë, ne voulant pas donner l'impression que les pays membres avaient droit à un soutien sans limite de leurs partenaires et voulant sanctionner la Grèce, coupable de n'avoir jamais respecté le PSC et d'avoir masqué l'ampleur de ses déficits. Les pays membres, et en particulier l'Allemagne, ont annoncé qu'ils n'aideraient la Grèce qu'en échange d'un

engagement de celle-ci dans un plan de forte réduction de ses déficits publics, que l'aide serait fortement conditionnelle au respect de cet engagement, qu'elle serait soumise à la règle de l'unanimité (en même temps, les Allemands rappelaient que le traité européen prohibait la solidarité entre les États membres et que leur Cour constitutionnelle pourrait leur interdire d'aider les pays en difficulté), que le taux des prêts « incorporerait une prime de risque adéquate », ce qui est absurde, puisque l'aide a justement pour objet de réduire à zéro le risque de défaillance. Ces réticences ont permis aux marchés de continuer à envisager des scénarios catastrophes.

Enfin, début mai 2010, la BCE a annoncé qu'elle continuerait à prendre inconditionnellement des titres publics grecs en pension. L'UE et les pays membres ont accepté de dégager 110 milliards d'euros de crédit pour la Grèce, mais ils lui ont demandé un taux exorbitant (d'abord 5,2 % puis 5,8 %), supérieur aux 3 % auxquels les pays de la zone s'endettent eux-mêmes. La Grèce a dû s'engager à réduire de 6 points son déficit de 2009 à 2010, de 11,5 points de 2009 à 2014, engagement difficilement tenable. Il a été demandé au FMI de contribuer à ce plan, pour bien montrer que les termes de conditionnalité seraient aussi sévères que ceux que le FMI impose aux pays en développement qu'il *aide*. Mais cet appel marquait une faillite politique de la zone ; il a fallu proclamer que la « zone euro » n'existait pas, que seuls les États existaient pour le FMI comme pour les marchés financiers.

Le 10 mai, les pays de la zone ont créé dans l'urgence un Fonds européen de stabilisation financière (FESF), autorisé à lever 750 milliards d'euros, pour venir en aide aux pays menacés. En même temps, il a été indiqué que ce fonds n'était créé que pour trois ans, que l'aide apportée serait très fortement conditionnée à la mise en œuvre de plans de réduction des déficits publics et que les taux pratiqués incorporeraient une prime de risque. Ce plan n'a guère rassuré les marchés. En juin 2010, l'écart de taux à 10 ans entre la Grèce et l'Allemagne est vite remonté à près de 8 points.

En novembre 2010, a éclaté la crise irlandaise. L'Irlande, naguère le meilleur élève de la classe libérale, avec le plus bas taux de dépenses publiques des pays de la zone, le plus bas taux d'imposition (en particulier, pour l'impôt sur les sociétés et les cotisations sociales), avec un excédent budgétaire de 2,5 % du PIB en 2006, avec une croissance particulièrement vigoureuse (en jouant de la concurrence fiscale, en bénéficiant de taux d'intérêt très faibles par rapport à son taux de croissance, en laissant se développer une bulle immobilière) a subi de plein fouet la crise financière et l'éclatement de sa bulle immobilière. Son système bancaire hypertrophié s'est retrouvé en faillite. Les finances publiques irlandaises ont été mises à mal par la crise (qui a entraîné une perte de PIB de 22 % en 2010 par rapport à la tendance d'avant la crise) mais l'Irlande a choisi de garantir toutes les créances de ses banques et de gonfler son déficit public de 2010 de 13,2 % à 32,3 % pour recapitaliser ses banques. Ainsi, la dette irlandaise, au sens de Maastricht, passera de 25 % du PIB en 2007 à 114 % en 2012 (de 12 % à 82 % en dette nette).

L'annonce du gonflement du déficit irlandais a marqué le point de départ d'un nouvel accès de spéculation. L'UE et le FMI ont donc accordé une *aide* de 85

milliards à l'Irlande, au taux de 5,8 %. En contrepartie, l'Irlande s'est engagée dans un programme d'austérité budgétaire qui devrait représenter 10 points de PIB d'ici à 2014. Mais l'Irlande refuse d'augmenter son taux de l'IS et son taux de cotisations sociales qui sont, selon elle, ses deux atouts dans la concurrence européenne.

L'Irlande (comme naguère l'Islande) est victime de la liberté d'établissement prônée par la Commission. Les banques ont la liberté de s'installer où elles veulent en Europe ; nul ne contrôle le rapport entre la taille des banques et le pays où elles sont installées. Les banques installées en Irlande ont créé et nourri la bulle immobilière ; elles ont bénéficié du laxisme fiscal et réglementaire de ce pays ; en s'endettant à bas taux sur le marché financier européen, elles ont pu faire des prêts massifs et rémunérateurs qui apparaissaient sains puisque les prix de l'immobilier augmentaient fortement. La possibilité d'un retournement de l'évolution des prix n'a pas été envisagée. En même temps, il n'y a aucune solidarité européenne. Quand une banque est en difficulté, elle doit être secourue par le pays où elle est installée, et donc la population de ce pays. L'Irlande n'a pas voulu faire payer les responsables de la crise (les créanciers des banques irlandaises), n'a pas voulu taxer les bénéficiaires de la bulle (se refusant à instaurer un prélèvement exceptionnel sur les grandes fortunes, celles qui ont bénéficié de la bulle). L'Europe n'a pas voulu faire jouer la solidarité de place : faire payer par les banques européennes le coût des sauvetages bancaires.

Le FESF n'a été créé que pour une période de 3 ans, soit jusqu'à juin 2013. L'Allemagne a réclamé des conditions drastiques pour accepter sa prolongation. Elle exigeait que les pays fautifs puissent se voir priver de leur droit de vote dans les instances européennes, ce qui entraînerait de fait la possibilité de leur exclusion, et puissent se voir priver des fonds d'aide structurels, ce qui aggraverait encore leur situation. Surtout, elle demandait que soit mis sur pied un mécanisme de faillite ordonnée d'un État membre, prévoyant la mise à contribution des créanciers privés.

Le Conseil européen des 16 et 17 décembre 2010 a décidé que le FESF deviendrait permanent. Mais l'aide restera fortement conditionnelle à la mise en place d'un programme d'ajustement contrôlé par la Commission et le FMI. Elle ne pourra être adoptée qu'à l'unanimité. La créance du FESF sera prioritaire par rapport aux créances privées. À partir de 2013, les émissions d'obligations publiques devraient comporter une clause d'action collective, CAC, c'est-à-dire que les détenteurs devraient accepter la possibilité de n'être remboursés que partiellement en cas d'insolvabilité déclarée du pays émetteur. Cette clause avait été proposée par Anne Krueger au FMI, pour les émissions des titres des dettes publiques des pays en développement ; elle n'a eu aucun succès, les prêteurs craignant que cette clause n'incite les émetteurs à se déclarer en difficulté au lieu de faire l'effort requis pour rembourser, réclament une forte prime de risque pour détenir des titres bénéficiant de cette clause, ce qui découragea les émetteurs de la faire figurer.

Ces dispositifs ont renforcé la conviction des marchés financiers que les dettes publiques des pays de la zone euro ne sont pas garanties ; qu'il est donc légitime de demander des primes de risque pour les détenir et qu'il peut être rentable de

spéculer sur leur faillite. Les marchés financiers ont estimé que les pays du Sud auront le plus grand mal à se financer dans les trois ans quand ce projet sera mis en place. Or le remboursement des dettes actuelles repose sur la capacité des pays à avoir accès aux marchés financiers dans les années à venir. La dette des pays du Sud est donc fragilisée. Certains fonds extra-européens refusent de détenir des obligations des pays de la zone euro, en raison de la trop grande volatilité de leur valeur et des risques perçus de déclassement par les agences de notation. Le risque est qu'à l'avenir les dettes publiques n'étant plus considérées comme sans risque soient plus coûteuses et que les pays soient en permanence soumis à l'appréciation des marchés financiers.

Les marchés financiers refusent de renoncer à un scénario d'éclatement de la zone euro. Pour rester dans la zone, les pays du Sud doivent souffrir de taux d'intérêt élevés ; ils doivent soumettre leur politique budgétaire à la Commission et aux autres États membres ; ils doivent entreprendre des mesures d'austérité budgétaire pour rétablir leur solde public et doivent faire baisser leurs salaires pour rétablir leur compétitivité et leurs soldes extérieurs. Ceci les condamne à une longue période de croissance faible et de chômage élevé. Les marchés imaginent que l'Allemagne sera tellement exigeante que la zone euro ne parviendra pas à mettre sur pied une organisation crédible de la solidarité entre les États membres. Ils pensent que l'effort à réaliser est tel que les pays menacés vont préférer quitter la zone ou qu'ils seront contraints de le faire à la suite de troubles sociaux. Leurs taux de change baisseraient de 25 % par rapport à l'euro ; ils regagneraient donc la compétitivité qu'ils ont perdue depuis 1997. Ils restructureraient leur dette, en la convertissant en monnaie nationale, avec un coefficient de réduction important. Ils pourraient alors repartir sur de nouvelles bases.

Un tel scénario serait catastrophique pour l'Union européenne, le défaut des pays du Sud plongerait le système financier des pays européens dans une nouvelle crise. L'euro s'apprécierait contre le dollar mais les marchés seraient incités à spéculer contre l'Italie, la Belgique et la France. La zone sera fragile en permanence puisque les spéculateurs auront des raisons objectives pour discriminer entre les dettes libellées en euros et de demander des primes de risque élevées.

Le scénario d'éclatement aurait certes une certaine rationalité économique. Il témoignerait de l'impossibilité de maintenir une monnaie unique entre des zones qui ont des taux de croissance et d'inflation différents, qui pratiquent des politiques économiques différentes. Il mettrait en évidence un triangle d'impossibilité : on ne peut avoir une monnaie unique, des politiques économiques autonomes et une parfaite liberté des capitaux. Mais ce scénario marquerait aussi un échec grave de l'Europe ; les peuples européens perdraient toute capacité à influencer l'évolution économique mondiale, à promouvoir leur modèle social. Le risque est grand que l'éclatement de la zone entraîne encore plus de concurrence salariale, sociale et fiscale, auxquelles s'ajouterait la concurrence par les taux de change.

L'économie mondiale ne peut être gouvernée par les jeux et l'humeur des marchés financiers. La principale question qui se pose pour les stratégies de sortie de



crise n'est pas celle des dettes publiques, mais celle de la finance spéculative. Les mesures prises par les sommets du G20 en 2009-2010 ne sont pas allées assez loin. Non seulement la finance internationale doit être réglée, mais son poids devrait être aussi fortement réduit pour éviter que l'économie mondiale soit paralysée ou empêchée de fonctionner par les marchés financiers. Le poids des marchés financiers doit être réduit au profit d'un secteur bancaire contrôlé et consacré au financement des activités productives.

On ne peut laisser les marchés financiers parier sur la faillite des États souverains. Les banques centrales doivent avoir l'obligation de financer les dettes publiques, même dans la zone euro. Si un pays souffre de façon durable d'une demande privée insuffisante, la banque centrale doit abaisser son taux directeur et le gouvernement doit accepter un déficit public. Les taux d'intérêt à long terme doivent être bas pour soutenir l'activité et limiter la hausse de la dette publique. Dans un régime de changes flexibles, cette politique fait baisser le taux de change, ce qui est stabilisant. Des mécanismes stabilisateurs existent. En revanche, la politique économique perd son efficacité si les marchés anticipent une faillite de l'État et maintiennent des taux d'intérêt élevés. C'est pourquoi le risque de défaut doit être nul ; la banque centrale doit garantir les dettes publiques. Dans un monde financier globalisé, la zone euro ne pourra pas survivre à une situation où les marchés spéculeraient en permanence sur la faillite des États membres.

### 4.3. Le frein à l'endettement en Allemagne

Après la crise, certains pays ont renforcé les contraintes pesant sur leur politique budgétaire. Ainsi, en juin 2009, l'Allemagne a adopté une loi créant un frein à l'endettement (*debt brake*), qui interdit tout déficit structurel supérieur à 0,35 % du PIB à partir de 2016, le déficit conjoncturel étant estimé selon la méthode de la Commission, dont nous avons vu à quel point elle était fragile et contestable. Selon cette estimation, le déficit structurel allemand a pratiquement toujours été excessif (supérieur à 0,35 % du PIB) depuis 1974. Mais peut-on penser qu'un pays qui a eu en 2005-2007 un excédent courant supérieur à 6,5 % de son PIB, un taux de chômage supérieur à 9 % et une inflation de 1,5 % avait un déficit public excessif ?

Le plafond de déficit pourra être dépassé en cas de « catastrophe naturelle ou de circonstances économiques exceptionnelles ». Ces circonstances devront être reconnues par une majorité des deux tiers au Parlement. La loi crée un compte d'ajustement notionnel, dans lequel seront cumulés les montants des déficits publics supérieurs à 0,35 % (en raison de la situation économique ou d'une mauvaise exécution du budget). Ces dépassements devront être compensés en période économique favorable ou par des politiques budgétaires discrétionnaires. Le montant de ce compte sera limité à 1,5 % du PIB.

Cette règle n'est pas satisfaisante. Elle repose sur une théorie implicite mais erronée : un pays qui ne contrôle pas son taux d'intérêt peut maintenir un niveau d'activité satisfaisant en s'imposant des normes *a priori* de politique budgétaire.

À court terme, tout dépend de la définition des « circonstances exceptionnelles ». Le Parlement acceptera-t-il d'y inclure les périodes de récession ? En période de faible croissance, la contrainte qui pèsera sur la politique budgétaire dépendra fortement de l'estimation de l'écart de production. Comme la Commission a tendance à la sous-estimer, la politique budgétaire devra être procyclique. En 2010, la Commission estime que le déficit structurel allemand a été de 3,4 % : si la loi avait été en vigueur, que se serait-il passé ? Le Parlement aurait-il voté les circonstances exceptionnelles ou la politique budgétaire aurait-elle dû être restrictive en période de récession ? À long terme, si l'on suppose que l'Allemagne connaisse une croissance tendancielle de 3 % par an en termes nominaux, un déficit permanent de 0,35 % du PIB réduirait la dette publique à 12 % du PIB : est-ce réaliste ? Lors de la phase transitoire la politique budgétaire allemande va devoir être restrictive, de 2011 (où le déficit structurel sera de 3 % selon la Commission) à 2016, ceci quelle que soit la situation économique.

#### 4.4. Les stratégies des pays membres

En 2010, tous les pays ont dû choisir entre réduire leurs déficits publics afin d'éviter une hausse trop importante de leur dette publique et poursuivre des politiques budgétaires expansionnistes tant que la reprise restera modérée (tableau 12). L'Allemagne (1,8 % du PIB), l'Autriche (0,7 %) et la Finlande (0,4) ont maintenu des impulsions budgétaires positives. C'est une bonne chose que les pays ayant le moins de contraintes budgétaires soutiennent la croissance. Par contre la Grèce (-10 % du PIB), l'Espagne (-3,7 %) et le Portugal (-2,6 %) ont été contraints de mettre en place des politiques budgétaires fortement restrictives. Au total, la politique budgétaire serait légèrement dépressive au niveau de la zone euro. Pour 2011, tous les pays annoncent des politiques budgétaires restrictives, souvent de plus de 1 % du PIB, proche de 5 points de PIB pour les 4 pays du Sud. L'effort budgétaire serait de 2 % du PIB à l'échelle de la zone euro ; de 2,6 % au Royaume-Uni et de 1,7 % aux États-Unis.

Sous la pression du FMI et de la Commission européenne, les pays menacés doivent mettre en œuvre des plans drastiques et bien souvent aveugles de réduction des déficits publics et de privatisation. L'effort total représenterait 16 % du PIB pour la Grèce ; 10 % pour l'Irlande, 8,5 % pour l'Espagne ; 8 % pour le Portugal. Les pays du Sud connaîtraient un recul de leur activité à court terme, une longue période de récession et de chômage élevé. Selon la Commission elle-même, le taux de chômage en 2012 serait de 11 % au Portugal, de 13 % en Irlande, de 15 % en Grèce, de 19 % en Espagne. Mais les pays du Nord, pressés par la Commission de rentrer dans les clous du PSC, craignant de voir leur dette déclassée par les agences de notation, se résignent à faire des efforts de l'ordre de 1 à 1,5 point de PIB, en se fixant un objectif de déficit inférieur à 3 % en 2012, 2013 ou 2014 et un objectif de solde équilibré à long terme.

Ce programme d'austérité met en cause le modèle social européen ; la plupart des pays prévoient de fortes réductions du nombre de fonctionnaires, ce qui nuira à la

qualité de l'enseignement, de la santé, des services publics ; les retraites publiques sont diminuées et l'âge de la retraite reculé ; les prestations familiales réduites ; l'Espagne diminue les prestations chômage, l'Irlande son salaire minimum et l'Allemagne son revenu minimum ; la plupart des pays font pression sur les salaires pour gagner de la compétitivité. Certains pays ont fortement augmenté leurs impôts.

**Tableau 12 : Impulsions budgétaires\* en 2010-2012**

En % du PIB						
	2010		2011		2012	
Allemagne	2,0	(1,8)	-0,6	(-0,7)	-0,9	(-0,8)
France	0,1	(-0,3)	-1,5	(-1,9)	-0,5	(-0,9)
Italie	0,2	(-0,5)	-0,3	(-1,1)	-0,3	(-0,5)
Espagne	-2,1	(-3,7)	-2,9	(-4,4)	-0,5	(-2,0)
Pays-Bas	0,7	(0,2)	-1,9	(-2,6)	-0,9	(-1,5)
Belgique	-0,9	(-1,2)	0,0	(-0,4)	0,4	(-0,5)
Autriche	1,0	(0,7)	-0,5	(-0,8)	-0,2	(-0,6)
Portugal	-1,6	(-2,6)	-3,7	(-3,9)	0,2	(-0,9)
Finlande	1,1	(0,4)	-1,1	(-1,6)	-0,5	(-1,0)
Irlande	-0,4	(-1,7)**	-1,7	(-4,7)**	-1,0	(-3,0)
Grèce	-8,5	(-10,1)	-3,5	(-5,4)	-0,5	(-2,2)
Zone euro	0,7	(-0,4)	-1,8	(-2,0)	-0,5	(-1,0)
Royaume-Uni	-1,3	(-2,1)	-1,9	(-2,6)	-1,8	(-2,5)
États-Unis	-0,4	(-0,6)	-1,1	(-1,7)	-1,6	(-2,1)
Japon	1,0	(0,9)	-0,4	(-1,0)	-0,1	(-0,7)

\* Le premier chiffre est l'évaluation de la DG ECFIN ; le second notre évaluation basée sur la tendance de croissance d'avant la crise.

\*\* Hors dépenses pour le sauvetage des banques.

Sources : DG ECFIN, Économie européenne, automne 2010 ; OCDE, *Perspectives Économiques*, n° 88 (novembre 2010) ; calculs des auteurs.

Les pays obligés de mettre en œuvre des politiques très fortement restrictives, dans une situation de fort taux d'intérêt et d'instabilité financière, le paieront par une forte chute de l'activité. Selon les prévisions de la Commission, la croissance de la zone euro serait de 1,6 % en moyenne pour 2010-2011, mais 0,4 % pour l'Irlande, 0,3 % pour l'Espagne, 0,2 % pour le Portugal, - 3,6 % pour la Grèce. Aussi, le risque est grand de voir les objectifs de déficit public non tenus ; les pays souffriront d'une hausse des charges d'intérêt et d'une baisse des recettes fiscales, le ratio de dette s'envolera, ce qui justifiera la mise en œuvre d'autres mesures restrictives.

Pourtant, globalement, la demande dans la zone euro est insuffisante. Globalement, la politique budgétaire ne devrait pas être restrictive dans la zone euro, tant que l'économie européenne ne se rapproche pas à une vitesse satisfaisante du plein emploi. Les pays du Nord de l'Europe auraient dû entreprendre des

politiques expansionnistes pour compenser les politiques restrictives des pays du Sud. Au contraire, les pays vertueux qui conduisent des politiques restrictives augmentent la pression sur les autres pays, puisque leurs politiques affectent l'activité de l'UE et donc les recettes fiscales dans les autres pays, et parce que les marchés discriminent entre la dette des pays vertueux et celle des pays laxistes.

La Commission et les États membres ont été incapables de réagir avec la vigueur nécessaire. Il aurait fallu dire clairement dès le départ que les dettes publiques grecque ou irlandaise étaient garanties par l'ensemble des pays de la zone euro et par la BCE, que les problèmes de finances publiques des pays du Sud étaient une affaire interne de la zone, qu'elle s'engageait à résoudre collectivement, mais le manque de solidarité et de confiance entre les pays de la zone ne l'a pas permis. Une fois encore, l'Europe risque d'être incapable de définir et de mettre en œuvre une stratégie de croissance et de connaître une longue période de croissance médiocre et de chômage de masse.

## 5. Un nouveau cadre de politique économique en Europe ?

Bien que la hausse des dettes publiques soit la conséquence et non la cause de la crise financière, de nombreuses propositions de renforcement de la surveillance des dettes et des finances publiques en Europe ont été faites. La crise de la dette a renforcé le poids des partisans des règles budgétaires automatiques sans fondement économique. Ceux-ci s'appuient sur la menace des marchés financiers et sur le poids de l'Allemagne qui souhaite contrebalancer la solidarité européenne par un renforcement du Pacte de stabilité. Le risque est que le maintien de la zone euro soit payé par une longue période d'austérité budgétaire qui maintiendra la zone en récession et le renforcement de règles absurdes, qui priveront les États membres de l'autonomie de leur politique budgétaire.

La crise oblige à repenser l'organisation de la zone euro et la coordination des politiques nationales. La période d'avant la crise, comme la crise, ont bien montré que la zone euro souffre de défauts rédhibitoires. Ceux-ci nourrissent maintenant la spéculation des marchés financiers sur l'éclatement de la zone. Il est difficile pour des pays qui ont des conjonctures, des évolutions structurelles et des stratégies économiques différentes de partager la même politique monétaire, le même taux d'intérêt, le même taux de change. Chaque pays souhaite conserver l'autonomie de sa politique budgétaire ; en même temps, les dettes publiques doivent être garanties. Une garantie totale crée un problème d'aléa moral puisque chaque pays pourrait augmenter sa dette sans limite ; une absence de garantie laisse le champ libre aux jeux des marchés financiers. Le compromis souhaitable (la garantie est totale pour les pays qui acceptent de soumettre leur politique budgétaire à un processus de coordination) est difficile à mettre en œuvre : la coordination ne peut consister dans le respect de règles automatiques (comme celles du PSC) ; elle doit passer par un processus de négociation. Mais que faire si la négociation n'aboutit pas ? Comment gérer les différences de stratégies économiques ?

Il y a une divergence profonde entre deux points de vue :

- Pour ce que nous nommerons le *point de vue allemand*, le PSC et sa capacité d'influencer efficacement les politiques budgétaires doivent être renforcés. Les pays membres devraient être contraints d'équilibrer rapidement leurs finances publiques. Ils devraient adopter le *frein budgétaire* allemand<sup>2</sup>. Les politiques budgétaires devraient être contrôlées par la BCE ou par des comités d'experts indépendants. Les pays qui refusent ces règles devraient être exclus de la zone euro. Pour retrouver la croissance, chaque pays devrait mettre en œuvre des réformes structurelles et des stratégies d'amélioration de sa compétitivité.
- Pour ce que nous nommerons le *point de vue français*, la coordination des politiques économiques doit conduire à une stratégie macro-économique visant principalement à soutenir la croissance et le retour au plein emploi. Les déficits publics peuvent être nécessaires pour soutenir l'activité économique, donc les règles rigides du PSC doivent être remplacées par un processus de coordination prenant en compte les situations économiques nationales (chômage, inflation et solde extérieur) ; cette coordination doit inclure l'évolution des salaires et du crédit.

Cependant, la coordination ne peut passer par l'accroissement des pouvoirs donnés à la Commission ou à un Conseil budgétaire indépendant (contrairement à ce que suggère Strauss-Kahn, 2010) : ce serait contraire aux principes démocratiques ; les peuples n'auraient aucune garantie que leur situation spécifique et leurs choix économiques et sociaux soient pris en compte. Elle doit se faire par une concertation inter-gouvernementale. Mais une telle coordination n'est pas facile à mettre en œuvre. Les pays ont des intérêts et des points de vue divergents : certains croient aux politiques de l'offre, d'autres aux politiques de demande. Gérer la diversité est très difficile : comment convaincre les Allemands d'augmenter leurs salaires, les Espagnols et les Grecs de réduire les leurs ?

Le 25 mars 2010, le Conseil européen déclarait : « Nous nous engageons à promouvoir une forte coordination des politiques économiques en Europe. Nous considérons que le Conseil européen doit renforcer le gouvernement économique de l'Union européenne et nous proposons de renforcer son rôle dans la coordination macroéconomique et la définition d'une stratégie de croissance européenne. La situation actuelle démontre le besoin de renforcer et de compléter le cadre existant pour assurer la soutenabilité budgétaire dans la zone euro et de renforcer sa capacité à agir en temps de crise. Pour le futur, la surveillance des risques économiques et budgétaires et les instruments de leur prévention, y compris la procédure pour déficit excessif, doivent être renforcés. En outre, nous devons disposer d'un cadre robuste pour la résolution des crises, respectant le principe de la responsabilité budgétaire de chaque État membre ». Ce texte peut être considéré comme un

---

2. Heinen (2010) propose l'extension du frein à l'endettement à l'ensemble des pays de la zone. Il montre que ce frein aurait obligé les pays membres à pratiquer des politiques budgétaires plus restrictives depuis 1999. Par contre, il n'analyse pas quel aurait été l'impact macroéconomique de ces politiques.

compromis entre les points de vue allemand et français. Mais l'UE peut-elle se satisfaire d'un compromis ambigu ?

Certaines propositions visent à améliorer le fonctionnement de la zone euro par des réformes techniques.

Ainsi, des économistes et des hommes politiques, comme Jean-Claude Juncker et Yves Leterme, ont proposé de créer une agence européenne de la dette (AED) qui émettrait une dette commune aux pays de la zone. Cette dette serait garantie par tous les pays de la zone ; elle serait très liquide ; elle pourrait donc être émise à des taux faibles. Le conseil de l'AED contrôlerait les politiques budgétaires nationales et aurait le droit de refuser de financer les pays trop laxistes, qui devraient alors avoir recours au marché. L'Allemagne s'est opposée à cette proposition, parce qu'elle craint que l'AED ne puisse émettre qu'à des taux supérieurs aux taux allemands actuels et qu'elle-même puisse être obligée de venir au secours de pays membres défaillants. En sens inverse, on peut remarquer que l'AED poserait les mêmes problèmes que le Pacte actuel. Quelle serait la légitimité politique et économique de son Conseil ? Pourquoi les pays abandonneraient leur capacité à lever des fonds au profit d'un tel Conseil ? Comment déciderait-il qu'un déficit est trop important quand le pays membre estime que le déficit est nécessaire au soutien de l'activité (comme l'Allemagne et la France en 2002-2005) ou pour sauver ses banques ? Aurait-il des règles rigides (un pays aurait droit à des prêts de l'AED pour 60 % de son PIB ou s'il n'est pas soumis à une procédure pour déficit excessif) ? Dans ce cas, l'AED ne bénéficierait pas aux pays vertueux (qui n'ont pas de difficultés à se financer), ni aux pays en difficulté, que l'AED refuserait de financer et qui devraient émettre de la dette nationale, sans aucune garantie européenne, sans aucune possibilité de financement par la BCE, ce qui en ferait un actif risqué, à fort taux d'intérêt. Ces pays seraient à la merci des marchés financiers. L'AED n'a de sens que si elle accepte toutes les dettes publiques, mais que faire alors contre les pays laxistes ?

Delpla et von Weizsäcker (2010) ont proposé de créer une « dette bleue, collectivement émise et garantie, limitée pour chaque pays à 60 % de son PIB ». Chaque année, les parlements nationaux devront voter l'acceptation des nouvelles émissions de titres publics (ce qui signifie que le Parlement allemand devrait donner son accord sur le déficit français, par exemple, et vice-versa). Chaque pays pourrait de plus émettre une dette rouge sous sa propre responsabilité. Comme cette dette rouge serait émise à un taux d'intérêt élevé, l'émission de dette publique au-delà de 60 % du PIB serait découragée. Cette proposition est pratiquement identique à celle de l'AED et pose les mêmes problèmes. Elle ferait naître des tensions perpétuelles entre les pays de la zone si chacun devait se prononcer sur le budget de ses partenaires. Le niveau de 60 % est arbitraire et ne tient pas compte des exigences de la régulation conjoncturelle. D'ailleurs, en 2010, ce niveau est dépassé par 10 des 12 membres originels de la zone euro (tous sauf le Luxembourg et la Finlande). L'écart entre le taux sur la dette bleue et la dette rouge permettrait aux marchés financiers de spéculer en permanence.

Gros et Mayer (2010) ont proposé la création d'un Fonds monétaire européen. Chaque pays pécheur devrait payer une contribution de 1 % l'an sur la partie de sa dette publique excédant 60 % du PIB et de 1 % l'an sur la partie du déficit au-delà de 3 % du PIB. Ainsi, en 2010, la France aurait dû payer 0,28 % de son PIB ; la Grèce, 0,87 % ; l'Irlande, 0,97 %. Un pays en difficulté pourrait emprunter, sans conditions, un montant équivalent à ses contributions passées. Un pays désirant plus devrait accepter un programme d'ajustement. S'il ne réalisait pas ce programme, des pénalités lui seraient appliquées, telles que la suppression des fonds structurels, la suppression de l'acceptation par la BCE de sa dette comme collatéral, la suppression de ses droits de vote, et le pays pourrait être exclu de la zone euro. Mais les critères de 3 % et 60 % demeurent arbitraires. Il est difficile d'imposer des contributions à un État qui a déjà des difficultés financières. Trop de conditionnalité et la possibilité de l'exclusion accroîtront la spéculation des marchés ; ceux-ci réclameront des taux de plus en plus élevés ; ce qui rendra impossible le rétablissement de la situation des pays.

Gianviti *et al.* (2010) ont proposé de mettre sur pied un mécanisme européen de résolution des crises de la dette souveraine. Sous le contrôle de la Commission et la Cour de justice de la Communauté européenne, un pays de la zone euro pourrait se déclarer en situation de banqueroute et imposer à ses créanciers privés une restructuration de sa dette. La dette publique des pays de la zone serait ravalée au même statut que celle des pays en développement ; elle ne serait plus regardée comme sans risque par les institutions financières. Les taux d'intérêt sur la dette publique seront plus élevés, plus volatils, moins contrôlables et prévisibles. Ceci rendra la politique budgétaire des États membres moins efficaces. Fallait-il construire la zone euro pour en arriver là ?

L'augmentation de la taille des dettes publiques augmente le risque d'un contrôle des finances publiques par les marchés financiers dans les années à venir. Mais ce contrôle n'est pas satisfaisant : les marchés financiers n'ont pas de point de vue macroéconomique, ils sont pro-cycliques (ils imposeront les efforts dans les mauvais moments) et leurs opinions sont auto-réalisatrices. Ils ont leur propre point de vue sur la politique économique nécessaire, qui n'est pas obligatoirement la bonne. Le risque est grand que les États membres se donnent comme objectif d'échapper à la puissance des marchés financiers en réduisant trop rapidement et trop fortement leurs déficits publics, ce qui aurait des effets néfastes sur la reprise. Leur capacité à entreprendre des politiques budgétaires actives sera réduite. Que se serait-il passé si les gouvernements avaient refusé d'aider les banques en 2009 afin d'éviter d'avoir à emprunter sur les marchés financiers ? Peut-on laisser la tâche d'évaluer la soutenabilité de la dette publique et l'utilité des déficits publics dans les mains des marchés financiers ?

## 5.1. Un projet dangereux

Les instances européennes n'ont pas tiré les leçons de la crise financière. Au contraire, elles veulent utiliser la crise grecque pour faire oublier la crise financière et

l'année horrible (*annus horribilis*) où elles ont dû accepter de mettre le Pacte de stabilité sous le boisseau. Maintenant, elles veulent utiliser la menace des marchés financiers et des agences de notation pour imposer leurs obsessions de toujours : contrôler les politiques budgétaires, les soustraire à des gouvernements soumis à des votes démocratiques, obliger les pays à réduire leurs dépenses publiques et sociales.

Durant la crise, la Commission a soumis 24 des 27 pays de l'UE à la procédure des déficits excessifs. Certes, elle a appliqué les règles du PSC avec souplesse pour 2009 et 2010, mais la crise montre bien que ces règles sont inapplicables.

En novembre 2009, la Commission avait demandé aux pays ayant un déficit supérieur à 3 % du PIB de ramener ces déficits en dessous de ce seuil limite en 2012, 2013 ou 2014 selon des critères arbitraires. Les dates butoir sont relativement éloignées, mais il est irréaliste de fixer des contraintes à la politique budgétaire indépendamment de la situation économique. Est-il utile de polémiquer avec tel ou tel pays pour savoir si son déficit budgétaire repassera sous les 3 % du PIB en 2013 ou 2014, alors que l'évolution des déficits dépend surtout du dynamisme propre de la demande privée, que ni la Commission, ni les gouvernements ne maîtrisent ? On ne peut que s'inquiéter quand la Commission proclame que l'assainissement devra être mis en œuvre dès que la croissance sera supérieure à la croissance potentielle sachant que son estimation de celle-ci est de 1 % l'an. Peut-on faire l'impasse sur le taux de chômage de 10 % de la zone euro en 2010 ?

Le 12 mai 2010, la Commission avait publié une première communication intitulée : « Renforcer la coordination des politiques économiques ». Elle maintenait, contre l'évidence, que « les règles et les principes du PSC sont pertinents et valables » ; il faut seulement obliger les pays à les respecter.

Le 30 juin, la Commission a proposé d'introduire un premier « semestre européen », où les États membres présenteraient leurs politiques budgétaires, de court et de moyen terme, et leurs projets de réformes structurelles à la Commission et au Conseil européen, qui donneraient leur avis avant le vote des parlements nationaux au second semestre<sup>3</sup>. Les parlements nationaux seront donc plus ou moins contraints par les décisions prises au niveau européen. Certes, un tel processus pourrait être utile s'il s'agissait de définir une stratégie économique concertée, mais le risque de ce « semestre » est d'augmenter les pressions en faveur de politiques d'austérité budgétaire et de réformes libérales. On le voit aujourd'hui : la Commission a lancé des procédures de déficit excessif (PDE) contre la plupart des pays de la zone, mais ne demande pas aux pays qui ont des marges de manœuvre en matière de politique budgétaire ou salariale d'entreprendre des politiques expansionnistes pour compenser les efforts que font la Grèce, l'Irlande ou l'Espagne. Le 29 septembre, la Commission a présenté un ensemble de propositions visant à renforcer la gouvernance économique, qui en fait diminuerait l'autonomie

3. Cette proposition a été acceptée par le Conseil le 7 septembre 2010.



des États membres, les obligerait au strict respect de règles sans signification économique et nuirait à leur capacité à stabiliser leur économie :

- Les pays pourront être sanctionnés si les dépenses publiques augmentent plus vite que le taux de croissance *prudent* du PIB (sauf si ceci est compensé par des hausses de recettes ou si le pays est en excédent budgétaire). Cela interdirait les mesures de soutien par la hausse des dépenses publiques. Qui mesurera la croissance *prudente* ? Sera-t-elle de 1 % du PIB comme les dernières estimations de la Commission de la croissance potentielle ? En période dépressive, a-t-on vraiment besoin de prudence ? Que se passerait-il si, par prudence, les ménages renonçaient à consommer, les entreprises à investir ?
- Les pays dont la dette dépasse 60 % du PIB pourront être soumis à une PDE si le ratio de dette n'a pas diminué d'au moins un vingtième par an de l'écart avec 60 % (ceci en moyenne dans les 3 dernières années). Mais il est pratiquement impossible d'éviter la croissance de ce ratio en période de ralentissement économique. Cette nouvelle règle renforce la contrainte sur le déficit en période de faible croissance. Pour un pays ayant une dette de 90 % du PIB et une inflation de 2 %, le déficit public ne devra pas dépasser 2 % du PIB si sa croissance est de 2 %, mais 1 % si sa croissance est de 1 %. Selon la Commission, la décision de sanction tiendra compte de l'évolution conjoncturelle, mais aussi des réformes des systèmes de retraite introduisant un pilier de retraite par capitalisation. Après la crise financière, l'Europe doit-elle continuer à promouvoir la capitalisation ?
- Les pays dont les dépenses publiques augmentent *trop* vite ou ceux soumis à une PDE devront faire un dépôt de 0,2 % du PIB, qui pourra être confisqué si les mesures requises ne sont pas mises en œuvre.
- Le projet maintient la limite de déficit budgétaire de 3 % du PIB, l'objectif d'équilibre à moyen terme et la contrainte pour les pays ayant un déficit structurel de réduire leur déficit structurel d'au moins 0,5 % par an, alors même que ces contraintes n'ont aucun fondement macroéconomique et ont été la source de tensions permanentes dans la zone. La Commission veut que les sanctions du non-respect de ces règles deviennent automatiques et plus lourdes.
- La Commission veut imposer aux pays d'intégrer dans leurs cadres budgétaires les règles européennes (les limites de 3 et de 60 %, l'objectif d'équilibre à moyen terme) et de mettre en place un contrôle du respect de ces règles par une « institution budgétaire indépendante ».
- La Commission réclame qu'il faut désormais la majorité qualifiée au Conseil pour s'opposer aux mesures et aux sanctions qu'elle préconise, cela devant assurer l'automatisme des sanctions.
- La Commission se propose de surveiller les déséquilibres macroéconomiques excessifs en suivant un tableau de bord des variables pertinentes (compétitivité, déficit extérieur, dettes publiques et privées). Bien sûr, le taux de chômage n'y figure pas. Une procédure de déséquilibres excessifs sera mise en place. Des recommandations seront envoyées aux pays en situation de déséquilibre. Des

amendes pourront être décidées. Mais rien n'indique que la surveillance sera symétrique, que l'on sanctionnera les pays qui pèsent sur les autres par des politiques budgétaire et salariale trop restrictives. Rien n'indique que la Commission préconisera une stratégie coordonnée pour lutter contre les déséquilibres : compenser la politique restrictive de certains pays par des politiques expansionnistes dans d'autres, réduire les différentiels de compétitivité par des hausses de salaire dans les pays où la part des salaires dans la valeur ajoutée a diminué, lancer de grands emprunts européens pour aider les pays en difficulté et pour financer la reconversion verte de l'industrie.

Le projet de la Commission demande une révision du traité de Lisbonne ; il met gravement en cause l'autonomie des États membres ; c'est une nouvelle étape vers la dépolitisation des politiques budgétaires ; il augmentera encore les tensions entre la Commission et les États membres. Par ailleurs, ce projet est dangereux au niveau économique : il imposerait à tous les pays de se lancer dans des politiques d'austérité qui freineraient la reprise pour atteindre un objectif, l'équilibre des finances publiques, qui peut être incompatible avec les nécessités de l'équilibre macroéconomique ; de soumettre leur politique à des comités d'experts alors que la crise a bien montré le besoin d'une action forte et résolue. La Commission reste dans sa vision technocratique : il lui faut contrôler des États membres gaspilleurs et indociles.

Fin octobre, le Conseil européen a accepté les fondements économiques de ce projet, en refusant toutefois l'augmentation des pouvoirs de la Commission : les sanctions devraient être automatiques, mais continueraient d'être décidées par le Conseil à la majorité qualifiée. C'est un compromis ambigu et lourd de futures tensions.

## 5.2. Quatre craintes...

Les gouvernements des pays européens et la Commission ont été contraints de pratiquer des politiques de relance budgétaire durant la crise. Mais certains se refusent à tirer toutes les leçons de la crise. Au lieu de mettre en cause le rôle des politiques passées dans l'émergence de la crise, ils demandent un retour à ces politiques comme si rien ne s'était passé. Le risque est grand de voir les classes dominantes et les technocraties européennes essayer de mettre en œuvre la « stratégie du choc » : profiter d'une crise pour imposer des réformes libérales. Aussi, le débat sur les stratégies budgétaires de sortie de crise suscite aujourd'hui quatre craintes.

La première est que les difficultés des finances publiques ne servent de prétexte pour réduire les dépenses publiques (et en particulier les dépenses sociales). Ce ne sont pas des hausses excessives de celles-ci qui sont responsables des déficits actuels. Des politiques visant à réduire le système de protection sociale seraient socialement et économiquement dangereuses. Elles ne pourraient qu'augmenter les taux d'épargne des ménages. Il serait paradoxal que la crise provoquée par les marchés

financiers aboutisse à obliger les ménages à y avoir recours pour leur retraite et leur assurance maladie. Faut-il affaiblir le modèle social européen dont la crise a montré l'efficacité ? Si effectivement les déficits publics doivent être réduits, ce devrait être en augmentant la taxation du secteur financier, des revenus financiers, des hauts revenus et patrimoines, dont le gonflement est une des causes de la crise. Ce devrait être par la lutte contre l'évasion fiscale, permise par l'amélioration de la coordination fiscale à l'échelle mondiale.

La deuxième est que l'austérité budgétaire ne compromette l'effort nécessaire pour soutenir les dépenses d'avenir (recherche, éducation, politique familiale), pour aider l'industrie européenne à se maintenir et à se redéployer dans les secteurs d'avenir (économie verte).

La troisième est que le gonflement des déficits et des dettes pendant la crise, la menace des agences de notation et des marchés financiers, la pression des institutions internationales n'amène les gouvernements à pratiquer trop rapidement des politiques restrictives, qui pèseraient lourdement sur la reprise. Les pays européens devraient oublier les objectifs en termes de déficits et de dettes publics pour adopter des objectifs en termes de taux de chômage ; les politiques budgétaires doivent soutenir l'activité tant que le chômage ne diminue pas à un rythme satisfaisant vers un niveau de plein emploi.

La quatrième est que le renforcement du PSC, l'introduction de règles budgétaires dans les législations nationales, l'absence de garantie des dettes publiques dans la zone euro rendent plus difficile à l'avenir toute politique budgétaire active. Pourtant, la stabilité économique mondiale n'a pas été mise en cause par les déséquilibres des finances publiques, mais par le gonflement des activités financières spéculatives et l'absence de gouvernance économique mondiale. La stratégie de sortie de crise devrait comporter la remise en cause de la globalisation financière et des stratégies macroéconomiques des pays néo-mercantilistes comme des pays libéraux. À l'échelle européenne, les dettes publiques devraient être garanties ; l'enjeu devrait être de mettre en place une coordination effective des politiques macroéconomiques et, dans ce cadre, de réaffirmer la solidarité des pays de la zone euro.

## Références bibliographiques

- Becker S., G. Deuber et S. Stankiewicz, 2010, « Public debt in 2020 », *Deutsche Bank Research*, mars.
- Blanchard O., G. Dell'Ariccia et P. Mauro, 2010, « Rethinking Macroeconomic Policy », *IMF Staff Position note*, 12 février.
- Blanchard O. et C. Cottarelli, 2010, « Ten Commandments for Fiscal Adjustment in Advanced Economies », *site web du FMI*, 24 juin.

- Cecchetti S., M. Mohanty et F. Zampolli, 2010, « The future of public debt, prospects and implications », *BIS Working Papers*, n° 300.
- Commission européenne, DG Ecfm, 2009, « Domestic Fiscal Frameworks », *Note for the attention of the economic policy committee*, octobre.
- Commission européenne, 2010, *Reinforcing economic policy coordination*, mai.
- Commission européenne, 2010, *Economic governance package*, septembre.
- Cottarelli C. et J. Viñals, 2009, « A Strategy for Renormalizing Fiscal and Monetary Policies in Advanced Economies », *IMF Staff Position note*, 22 septembre.
- Delpla J. et J. von Weizsäcker, 2010, « The blue bond proposal », *Bruegel Policy Brief*, mai.
- Creel J., B. Ducoudré, C. Mathieu et H. Sterdyniak, 2005, « Doit-on oublier la politique budgétaire ? Une analyse critique de la nouvelle théorie anti-keynésienne des finances publiques », *Revue de l'OFCE*, n° 92, janvier 2005.
- Deroose S., S. Langedijk et W. Roeger, 2004, « Reviewing Adjustment Dynamics in EMU: From Overheating to Overcooling », *Economic Papers*, n° 198, European Commission.
- FMI, 2010a, « Navigating the Fiscal Challenges Ahead », *Fiscal Monitor*, mai.
- FMI, 2010b, « Will it hurt? Macroeconomic Effect of Fiscal Consolidation », in *World Economic Outlook*, octobre.
- Gianviti F., A. O. Krueger, J. Pisani-Ferry, A. Sapir et J. von Hagen, 2010, *A European mechanism for sovereign debt crisis resolution: a proposal*, Bruegel Blueprint series.
- Giavazzi F., 2009, *Issues in the design of a fiscal exit strategy*, Paper for the Informal Ecofin Meeting, Göteborg.
- Gros D. et T. Mayer, 2010, « Towards a Euro(pean) Monetary Fund », *CEPS Policy Brief* n° 202.
- Heinen N., 2010, *Debt brakes for Euroland*, Deutsche Bank Research.
- Mathieu C. et H. Sterdyniak, 2003, « Réformer le Pacte de stabilité : l'état du débat », *Revue de l'OFCE*, n° 84, janvier.
- Mathieu C. et H. Sterdyniak, 2006, « A European Fiscal Framework designed for stability or growth? », in *European Economic Policies - Alternatives to Orthodox Analysis and Policy Concepts*, Metropolis-Verlag.
- Mathieu C. et H. Sterdyniak, 2007, « Comment expliquer les disparités économiques dans l'UEM », *Revue de l'OFCE*, n° 102.
- Mathieu C. et H. Sterdyniak, 2009, « La globalisation financière en crise », *Revue de l'OFCE*, n° 110, juillet.
- OCDE, 2010a, *Preparing fiscal consolidation*.
- OCDE, 2010b, « Assainissement budgétaire : besoins, calendrier, instruments et cadre institutionnel », *Perspectives Economiques de l'OCDE*, chapitre 4, n° 88.
- Strauss-Kahn D., 2010, « Towards a New Fiscal Federalism for the Euro Area », <http://www.imf.org/external/np/speeches/2010/091410.htm>.
- Tilford S., 2010, « How to save the euro? », *CER*, septembre.
- von Hagen J., J. Pisani-Ferry et J. von Weizsäcker, 2009, « A European exit strategy », *Bruegel Policy Brief*, octobre.
- Wyplosz C., 2002, « Fiscal discipline in EMU: rules or institutions? », *mimeo*, Meeting of the Group of Economic Advisers of the EC, 16 avril.

Wyplosz C., 2005, « European Monetary Union: The Dark Sides of a Major Success », *Economic Policy*, n° 46, avril.