

Les enjeux budgétaires de la crise financière



Bertrand Blancheton
Professeur de sciences
économiques
Directeur de la Faculté
d'Economie, Gestion et AES
Université Montesquieu-
Bordeaux 4 GREThA



Cristina Badarau-Semenescu
Maître de Conférences en sciences
économiques,
Université Montesquieu-
Bordeaux 4 Larefi

L'article montre en quel sens la crise financière de 2007-2009 a révélé les dangers des politiques budgétaires conduites depuis plusieurs décennies en même temps que la fragilité de la construction budgétaire européenne. Il dresse un état des lieux de l'endettement des états membres et analyse les voies d'ajustement : retour de la croissance, rééquilibrage budgétaire, accroissement du taux d'inflation en liaison avec la question des avancées de l'intégration politique.

Mots clefs : politique budgétaire, dette souveraine, croissance, intégration
JEL code : H6

The article shows how the financial crisis of 2007-2009 has revealed the failure of fiscal policy conducted several decades along with the fragility of the EU budgetary integration. The paper analyses sovereign debt sustainability in Europe and adjustment programs : increasing in potential growth, Ricardian fiscal policy and inflation in connection with the issue of political integration in Europe.

Au-delà de ses effets globaux sur la liquidité mondiale et l'activité réelle, au-delà d'avoir tiré le signal d'alarme sur l'importance de la stabilité financière comme condition préalable à la stabilité macroéconomique, la crise financière de 2007-2009 a également mis en évidence la fragilité de la construction budgétaire européenne et plus largement les limites de son intégration politique.

La réaction asymétrique des pays européens à la crise des subprimes déclenchée aux Etats-Unis s'explique essentiellement par leur hétérogénéité structurelle. Le passage à la monnaie unique n'a pas enclenché de mécanismes de convergence assez forts pour que la zone euro devienne une zone monétaire optimale (Sénégas 2010). Le seul instrument dont disposent les Etats membres pour répondre de manière spécifique aux chocs sont les politiques budgétaires nationales. Cependant, l'utilisation de ces politiques n'est pas sans effet si la soutenabilité des finances publiques est mise en cause. Cela devient d'autant plus dangereux dans une union monétaire, notamment lorsque la crédibilité de la construction budgétaire est douteuse. Cela augmente considérablement le risque de contagion entre les pays membres. C'est un facteur que l'on semble avoir ignoré dans la zone euro au moment de la crise financière, ou encore plus, un piège incontournable, puisque l'on était face à un choc majeur demandant des efforts concertés de tous les pays pour soutenir l'économie mondiale.

Quoi qu'il en soit, cette crise financière de 2007-2009 apparaît clairement comme un déclencheur qui montre la défaillance de l'intégration budgétaire européenne dix ans après le début de la zone euro. En effet, tandis que les autres économies reprennent lentement leur croissance (1.5% pour les Etats-Unis, 1.8% pour le Japon selon les prévisions Eurostat pour 2012), la zone euro reste affaiblie par ses finances publiques (-0.3% de taux de croissance prévisionnel pour 2012 selon Eurostat) et se voit obligée de gérer une nouvelle crise, celle des dettes souveraines de certains pays membres.

C'est particulièrement à la crise des dettes souveraines que nous dédions cette étude. Nous essayons tout d'abord d'explorer l'héritage en matière budgétaire des pays européens. Nous développerons ensuite l'idée de la crise financière en tant que détonateur de la crise des dettes souveraines, avant de discuter, dans la dernière section, la nécessité d'amortir la dette et les voies d'ajustement possible pour sortir de cette crise.

I - L'héritage budgétaire dans la zone euro

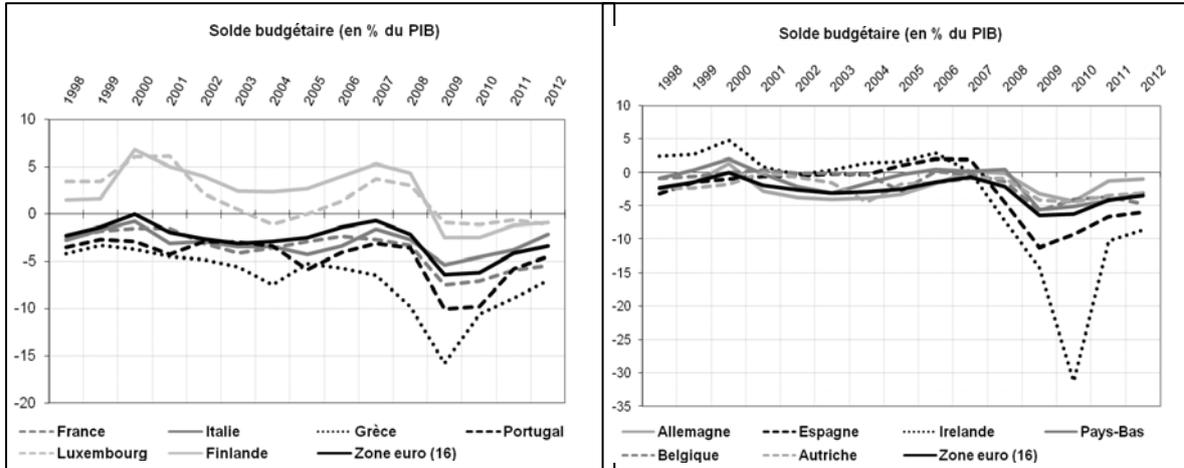
Au moment de la crise, les pays européens ne sont pas arrivés avec le même héritage budgétaire. L'analyse jointe de l'évolution des deux indicateurs budgétaires pris en compte dans les critères de Maastricht nous permet de s'en rendre compte. Selon ces critères, repris dans le *Pacte de Stabilité et de Croissance (PSC)*, le ratio déficit budgétaire/PIB de chaque pays membre était limité à 3% sauf circonstances exceptionnelles, et le taux d'endettement public (*Dette/PIB*) ne devait pas dépasser 60%.

La *figure 1* ci-après présente la dynamique du solde budgétaire en pourcentage du PIB. Sur le graphique à gauche, on peut distinguer trois catégories de pays en fonction de leur situation budgétaire avant la crise de 2007 et de leur résistance après la crise. Il s'agit tout d'abord de la Finlande et du Luxembourg, pays caractérisés par des excédents budgétaires systématiques avant 2007, corroborés à une belle réussite à satisfaire la limite de déficit imposée par le *Traité*, même après la crise. C'est la preuve que l'accumulation d'excédents budgétaires constitue une sorte de coussin de sécurité, donnant aux Etats plus de marge de manœuvre pour lutter contre des chocs adverses¹. On retrouve à l'opposé, la Grèce et le Portugal, deux pays dont la mauvaise gestion des finances publiques (déficits publics

¹ Voir en particulier le cas de la Finlande, l'un des pays européens où la chute de l'activité a été plus abrupte après la crise.

structurels, le plus souvent supérieurs à la limite imposé par le *PSC*) est associée à une très faible résistance à la crise (des déficits qui dépassent le 10-15% du PIB en 2010). Dans une catégorie intermédiaire, on aurait la France et l'Italie, caractérisés par des déficits budgétaires persistants (mais proches de la moyenne de la zone euro) et une réelle difficulté à assurer l'équilibre, et cela depuis le début de l'euro.

Figure1 - Evolution du solde budgétaire brut (en % du PIB)



Source des données: Eurostat (prévisions à partir de 2010 faites par DG ECFIN)

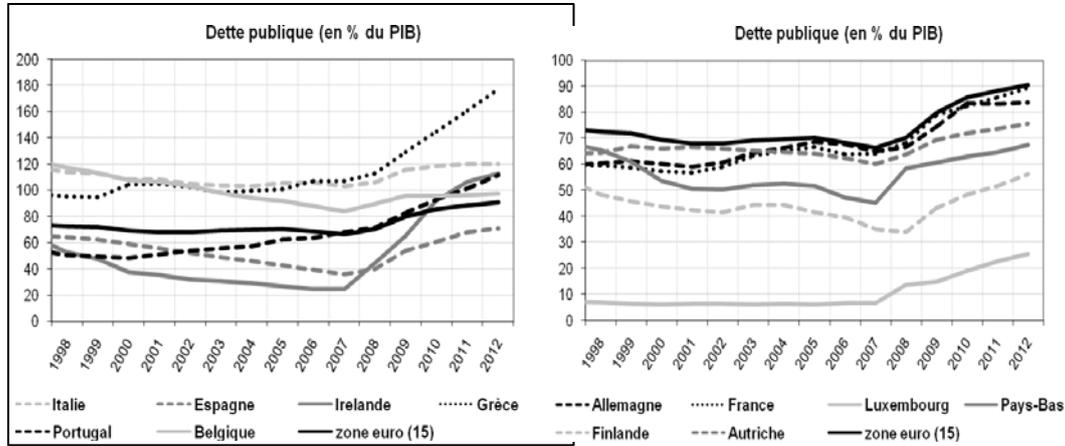
Le graphique de droite montre pourtant que le fait de dégager des excédents budgétaires dans les périodes plus favorables n'est pas suffisant pour assurer une bonne résistance aux chocs. Tout dépend des particularités structurelles des différents pays, qui déterminent l'intensité avec laquelle ils subissent les chocs respectifs. Dans le contexte de la zone euro, c'est notamment le cas de l'Irlande et de l'Espagne, dont le profil était relativement plus proche de celui des Etats-Unis quant au fonctionnement du secteur bancaire et à la surchauffe du secteur de l'immobilier (secteur devenu stratégique pour leur croissance avant 2007). Avec un taux d'endettement privé à tendance haussière avant 2007 et des secteurs immobiliers fragilisés par la crise de *subprimes*, le secteur financier a été fortement ébranlé. Le besoin d'intervention des gouvernements pour le sauvetage de l'économie a été tel que les déficits ont vite atteint des valeurs sans précédent, menaçant la soutenabilité des finances publiques de ces pays, malgré leur discipline budgétaire incontestable avant 2007. On peut enfin définir une dernière catégorie de pays (Belgique, Pays-Bas, Allemagne et Autriche) dont la situation ne s'éloigne pas significativement de la moyenne de la zone euro et pour lesquels la conjoncture économique mondiale après la crise n'a pas été très défavorable (voire même le contraire dans le cas de l'Allemagne qui, grâce à la faiblesse de l'euro et aux exportations, a bénéficié d'une croissance forte lui permettant de réduire significativement ses déficits depuis 2010).

Pour mieux comprendre l'héritage budgétaire des pays européens, ces évolutions sont à mettre en lien avec la dynamique de la dette publique et celle des déficits primaires.

Regardant les graphiques de la *figure 2* qui concernent l'évolution de la dette, on pourrait classer les pays européens en trois catégories : 1) des pays dont le taux d'endettement public calculé en pourcentage du PIB est inférieur à la moyenne de la zone euro (ceux présentés sur

le graphique de droite²) ; 2) des pays avec un ratio de dette/PIB traditionnellement élevé - Italie, Belgique et Grèce ; 3) des pays faiblement endettés mais qui se sont révélés à risque dans le contexte de la crise financière récente - Espagne, Irlande et Portugal. Pour ces pays dits « à risque », la particularité commune vient de la dynamique de la dette qui explose après 2007 comparativement à l'évolution moyenne dans la zone euro.

Figure 2 - Evolution de la dette publique (en % du PIB)



Source des données: OECD Economic Outlook (prévisions à partir de 2010)

Comme on peut le constater sur le graphique, les pays traditionnellement les plus endettés ne sont pas forcément les plus exposés au risque d'insoutenabilité de la dette (voir de cas de la Belgique). Comment peut-on expliquer cela ? Afin de bien comprendre le problème de la soutenabilité de la dette, qui décrit la capacité des gouvernements à rembourser leur dette accumulée à tout moment, nous faisons appel à ce que l'on nomme l'équation de base de la dynamique de la dette:

$$\Delta b_t = \frac{r_t - g_t}{1 + g_t} b_{t-1} - sbp_t \quad (1),$$

où $\Delta b_t = b_t - b_{t-1}$ représente la variation du ratio dette/PIB d'une période à l'autre, r_t est le taux d'intérêt réel appliqué à la dette de la période précédente, g_t - le taux de croissance de l'économie et sbp_t le ratio solde budgétaire primaire de la période rapporté au PIB.

Conformément à cette équation, pour maintenir un ratio dette/PIB stable, le taux d'intérêt réel sur la dette ne doit pas dépasser le taux de croissance de l'économie et le gouvernement doit assurer l'équilibre de ses finances publiques ($sbp_t = 0$). Si le différentiel entre le taux d'intérêt et le taux de croissance est positif, l'économie doit être capable de dégager des excédents budgétaires primaires ($sbp_t > 0$) pour assurer la stabilité du taux d'endettement.

² Même si ces pays ne respectent pas tous le critère de 60% du PIB imposé par le PSC, leur soutenabilité de la dette n'est pas mise en danger. On remarque aussi que les seuls Etats ayant toujours respecté ce critère depuis le début de l'euro sont la Finlande et le Luxembourg, les plus performants aussi sur la gestion des déficits.

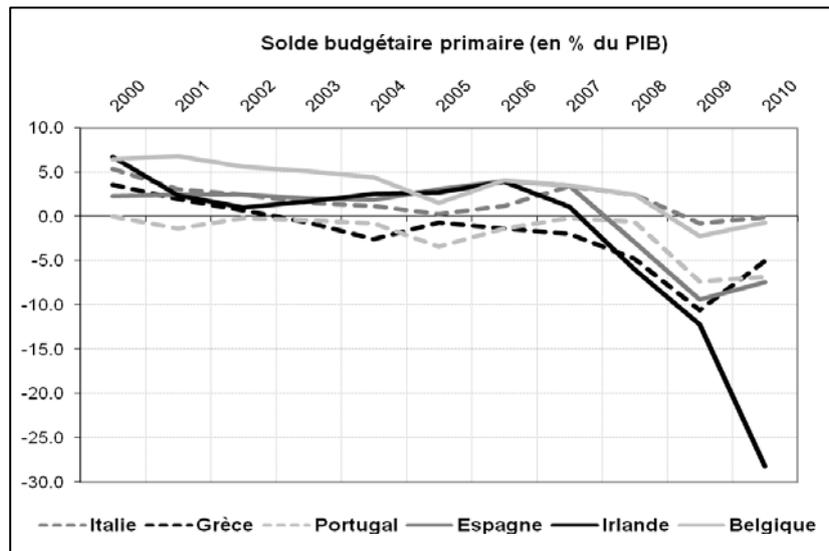
La dette publique d'un Etat est jugée soutenable lorsque les gouvernements sont capables de réduire leur taux d'endettement dans le temps ou de les maintenir à des niveaux stables, compatibles avec les exigences des marchés. Pourtant, il existe un seuil à cet endettement au-delà duquel les perspectives de croissance s'amenuisent et tout déficit budgétaire peut conduire à un problème d'insoutenabilité de la dette. Selon Reinhart & Rogoff (2010), Kumar & Woo (2010) ou Checherita-Westphal & Rother (2011), ce seuil apparaît lorsque la dette dépasse les 90% ou 100% du PIB.

Parmi les pays européens historiquement les plus endettés, l'Italie et la Belgique ont prouvé avant 2007 leur capacité à fournir systématiquement des excédents budgétaires primaires (Figure 3). Cela a permis à l'Italie de maintenir un niveau relativement stable, mais élevé du ratio dette publique/PIB. Le danger est apparu pour ce pays au moment de la crise. L'intervention du gouvernement par le plan de sauvetage de l'économie et la mauvaise conjoncture ont fait plonger ses finances publiques dans le déficit. Les faibles perspectives de croissance ont inquiété les marchés, dans le contexte d'un ratio dette/PIB déjà supérieur à 100%, expliquant les doutes actuels sur la soutenabilité de la dette italienne.

La situation de la Belgique a été plus favorable, lui permettant même la réduction continue du taux d'endettement public de 120% en 1998 à moins de 90% en 2007. Grâce également à une bonne maîtrise du déficit budgétaire total (Figure 1), ce pays a pratiquement échappé aux seuils de danger pour la soutenabilité des finances publiques même après la crise de 2007.

Quant à la Grèce, sa situation aurait certainement dû être plus inquiétante et on se demande pourquoi les marchés n'ont pas réagi au danger qu'elle courait avant même le déclenchement de la crise financière. Depuis 2003, ce pays a été incapable de dégager des excédents budgétaires primaires (Fig. 3) et son taux d'endettement n'a cessé d'augmenter (Fig. 2) dépassant les 100% du PIB. L'erreur des opérateurs a été de postuler la convergence des risques de défaut et de penser que l'hétérogénéité structurelle entre le centre et la périphérie allait très vite se réduire (voir Feldstein 2011).

Figure 3 - Evolution du solde budgétaire primaire dans les pays les plus endettés



Source des données : Eurostat

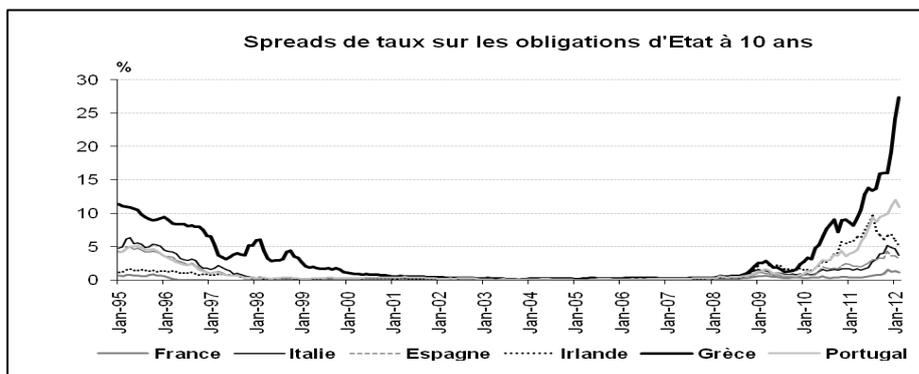
La soutenabilité des autres pays considérés « à risque » après la crise doit également être considérée au cas par cas. Le Portugal, par exemple, est encore une fois le pays qui se rapproche de la Grèce en termes de comportement budgétaire. Avec un taux d'endettement de 50% en 2000, la dette publique du Portugal n'a cessé d'augmenter, dépassant en 2005 la limite de 60% du PIB imposée par le *PSC* (figure 2), tous cela dans un contexte de déficits budgétaires primaires systématiques.

La situation de l'Espagne et de l'Irlande est certes différente. Ces pays affichent des surplus budgétaires primaires et des taux d'endettements significativement inférieurs à la limite imposée par le Traité avant 2007. C'est après que leur situation empire. Les soldes budgétaires passent en rouge et l'accumulation de la dette s'accélère, passant de 30% en 2007 à plus de 110% en 2012 dans le cas de l'Irlande, par exemple. Cela s'explique par les interventions budgétaires nécessaires au sauvetage des banques et par l'effolement des marchés financiers suite à la crise grecque (Van Riet (2010)). Les exigences en termes de taux de rendement des titres publics de ces pays augmentent subitement dans un contexte de mauvaise conjoncture économique et très faibles perspectives de croissance, associées à une faible compétitivité externe. Leur problème n'est donc pas de nature budgétaire, mais uniquement de structures économiques différentes de celles de leurs voisins européens, remettant en discussion les dangers de l'hétérogénéité de la zone euro.

On voit donc clairement que les différences existent entre les pays, en termes de comportement et héritage budgétaires. Cela est compréhensible dans le contexte de la zone euro, qui n'est pas une zone monétaire optimale, mais subit souvent des chocs asymétriques. Pour y faire face, on a décidé de ne pas recourir à un budget fédéral, mais de mobiliser des politiques budgétaires nationales. Les décisions de politique budgétaires reviennent donc aux gouvernements nationaux, qui doivent poursuivre leurs objectifs de croissance, sans pour autant recourir à des comportements de type « passager clandestin », au détriment des autres pays de la zone. Or, on se demande aujourd'hui si la Grèce, et dans une moindre mesure le Portugal, n'ont pas un peu joué ce rôle, profitant du comportement irrationnel des marchés financiers ?

La mauvaise discipline budgétaire d'un Etat européen, sous la clause de non renflouement (« no bail-out ») mentionnée dans les Traités, aurait simplement dû être sanctionnée par le marché, en augmentant les taux d'intérêt exigés sur la dette. Cependant, en regardant l'évolution des écarts de taux de rendement des obligations souveraines (Figure 4), on s'aperçoit que, depuis le début de la zone euro jusqu'à la crise de 2007, les marchés ont sous-estimé le risque individuel des pays européens.

Figure 4 - Evolution des écarts des taux sur les obligations souveraines à 10 ans



Source des données : Eurostat, données mensuelles

Tous les Etats ont pratiquement bénéficié des mêmes taux, dès leur passage à la monnaie unique, alors que les évolutions antérieures montraient clairement qu'un facteur de risque individuel subsistait. Cela a incité certains pays, parmi les plus fragiles, à une mauvaise gestion budgétaire (non-respect de la règle d'or demandant des budgets équilibrés ou excédentaires lorsque la croissance se situe au niveau potentiel), ou même à des comportements frauduleux (comme dans le cas de la Grèce, dont la communication des chiffres sur l'état des finances publiques a été faussée).

II - Crise des subprimes - détonateur de la crise des dettes souveraines

L'expérience des dernières années semble pourtant réveiller les marchés. Depuis 2007 l'enchaînement des crises est frappant. La crise de solvabilité des ménages américains *subprimes* a entraîné une crise de liquidité bancaire aux mécanismes de contagion complexes (Blancheton et al., 2012). Le crédit crunch de fin 2008 début 2009 a provoqué une récession dont l'atténuation a exigé des interventions budgétaires considérables, au prix d'une envolée de la dette partout dans le monde.

Pourtant, dans le contexte de la zone euro, la question de la dette est devenue particulièrement inquiétante et les marchés financiers sur-réagissent aux moindres signaux. Comme on peut le constater sur la figure 4, les écarts de taux pour les obligations souveraines par rapport aux bonds allemands se sont creusés de plus en plus à partir de la faillite de Lehman Brothers en septembre 2008, notamment pour des pays comme la Grèce, le Portugal, l'Espagne, l'Irlande ou l'Italie. Les marchés ont tendance à ne plus regarder les pays de la zone euro comme ayant le même risque de défaut, mais plutôt à surestimer les risques individuels, demandant des primes de risque de plus en plus élevées. De Santis (2012) qui s'intéresse de près aux écarts de taux sur les dettes souveraines en Europe établit que, au-delà des facteurs de risque individuels ou régionaux, c'est la dégradation de la note grecque par les agences de notation qui a déclenché des effets de contagion et a fait exploser les rendements exigés des titres irlandais, portugais, italiens, espagnols, belges et même français (voir aussi l'évolution des spreads sur la figure 4, à partir de 2010). Les marchés deviennent donc particulièrement méfiants quant aux perspectives budgétaires dans la zone euro, situation qui n'est pas sans effet. Les mauvaises anticipations des marchés créent des cercles vicieux dans lesquels les coûts de refinancement de la dette augmentent de manière continue, entraînant des effets « boule de neige »³ amplificateurs du risque d'insoutenabilité (ECB, 2012).

Cette méfiance des marchés s'explique sans doute, en partie, par le manque de crédibilité des règles budgétaires définies dès le départ pour la zone euro. N'oublions pas que les critères de Maastricht en matière budgétaires n'ont pratiquement jamais été respectés par tous les pays membres et, malgré cela, la procédure des déficits excessifs n'a pas été pleinement activée. Tout d'abord, le critère relatif à l'endettement disparaît pratiquement des dispositions d'applications, afin de permettre à des pays trop endettés (Italie, Belgique, Grèce) de rester dans l'union monétaire. Il y a ensuite l'épisode 2003-2005, caractérisé par des déficits budgétaires supérieurs à 3% du PIB en Allemagne, France, Italie ou Portugal, situation qui, conformément au PSC, aurait demandé le démarrage immédiat de la procédure des déficits excessifs. S'agissant cependant des plus grands pays de la zone euro, cette procédure a été par le moment suspendue et le Pacte lui-même a été réformé en mars 2005, afin d'assouplir les conditions de démarrage de la procédure des déficits excessifs. Avec la crise financière de

³ L'effet « boule de neige » apparaît dans le cas d'un écart positif soutenu entre les intérêts sur la dette et le taux de croissance de l'économie, conduisant à une dynamique explosive, auto-entretenu, de la dette (Huart, 2012)

2007-2009 et le besoin d'intervention des gouvernements nationaux pour aider la reprise économique, le *PSC* est encore pratiquement oublié. Les déficits budgétaires et les taux d'endettement public dépassent de plusieurs fois les limites des accords budgétaires européens.

Mais, au-delà de la question de la crédibilité, la méfiance des marchés est à mettre en lien avec les problèmes intrinsèques d'hétérogénéité de la zone euro, avec le degré réduit d'harmonisation des systèmes fiscaux, la faiblesse de l'intégration politique ou encore l'inquiétude que les dettes souveraines actuelles cachent des problèmes structurels bien plus complexes, liés à l'endettement extérieur - voir entre autres Pollin (2011) et Huart (2012).

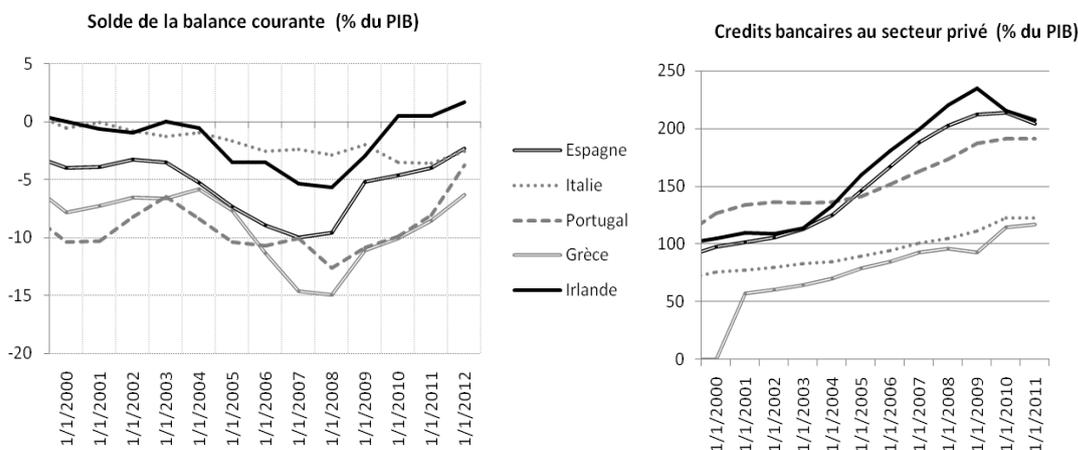
Dans une union monétaire où le taux d'intérêt nominal de court terme est unique et les pays connaissent des taux d'inflation différents, le canal du taux d'intérêt réel est susceptible de générer des divergences qui demandent à être corrigées à moyen terme par les ajustements de la compétitivité. Par exemple, pour des pays à inflation plus forte que la moyenne de l'union, la demande interne est stimulée par des taux d'intérêt réels relativement plus faibles. Cependant, à moyen terme, on devrait remarquer une perte de compétitivité prix dans le commerce intra-union liée à l'inflation nationale, donc une réduction de la demande extérieure qui viendrait compenser le surajustement de la demande interne, annulant l'effet sur la demande globale. En réalité, ce mécanisme d'ajustement par la compétitivité semble défectueux dans la zone euro. Au moment où il se met en place, il conduit à une forte baisse de l'activité dans les pays ayant subi une perte de compétitivité, (voir le cas du Portugal, Grèce, Espagne ou Irlande, par exemple). Dans ce contexte, une crise économique était, tôt ou tard, inévitable dans ces pays (Huart (2012)).

Par ailleurs, il y a aussi le problème de l'endettement extérieur qui se pose. Pour le comprendre, il faut étudier l'évolution du solde de la balance des transactions courantes et analyser ses déterminants. En effet, en se plaçant en économie ouverte, on rappelle que le solde de la balance des paiements courants traduit la capacité (besoin) de financement d'une nation, voir la somme des capacités (besoins) de financement des agents publics et privés. Dans ce contexte, la figure 5 présente comparativement la dynamique du solde de la balance courante et de l'endettement privé pour les cinq pays européens actuellement en difficulté.

Ce que l'on constate de manière globale c'est une montée de l'endettement du secteur privé dans la période qui précède la crise de *subprimes*, associée à une détérioration progressive des comptes courants. Cela traduit un besoin de financement du secteur privé (déficit d'épargne par rapport à l'investissement), qui sera comblé par une accumulation de l'endettement extérieur, dans un contexte où la demande globale reste inférieure à la production nationale et les pays excédentaires acceptent volontiers d'assurer leur financement. Après la crise des *subprimes* (à partir de la fin 2008), on assiste à la réduction (ou du moins la stabilisation) de la dette privée (notamment dans les pays fortement endettés : Irlande, Espagne, Portugal), mais cela s'est accompagné de l'explosion de l'endettement public comme le montre la figure 2. La dette publique se substitue alors simplement à la dette privée, sans que le problème intrinsèque d'endettement extérieur soit réellement résolu (Pollin (2011)). Cette situation est particulièrement illustrative pour l'Irlande et l'Espagne, qui avant la crise ont accumulé des surplus budgétaires, mais des déficits extérieurs importants (figures 1 et 3). Augmenter aujourd'hui la capacité de financement de ces Etats (afin d'assainir leur finances publique) demande implicitement des ajustements du côté du secteur privé (augmentation du taux d'épargne), mais surtout une amélioration du solde des transactions courantes, voir une amélioration de leur

compétitivité⁴. Au Portugal, au besoin de financement du secteur privé se rajoute les effets de l'indiscipline budgétaire pour expliquer le dérapage de la situation extérieure avant 2008, alors que l'indiscipline budgétaire (besoin de financement du secteur public) semble la principale cause de ce dérapage en Grèce (voir aussi Stein (2011)).

Figure 5 - Déséquilibre extérieur et endettement privé dans les pays en difficulté



Source des données : Eurostat

Avec des déficits de la balance des transactions courantes systématiquement supérieurs à 10% du PIB depuis 2005 et en absence d'union monétaire, la Grèce et le Portugal auraient probablement déjà connu des crises de balance de paiement et de taux de change. Leurs monnaies se seraient déjà fortement dépréciées, mais avec un gain en termes de réduction des déficits extérieurs limité par la forte dépendance des biens importés de ces pays et par le taux d'endettement en euro très important des agents nationaux (Huart (2012)). Leur appartenance à l'union monétaire n'a fait que retarder le déclenchement des difficultés.

Etant donné ces facteurs économiques qui expliquent la fragilité intrinsèque de la zone euro, la crise des *subprimes* a finalement joué le simple rôle de choc détonateur qui a permis de révéler la faiblesse de cette union monétaire, mais qui a certes accéléré et aggravé la crise spécifique qui menaçait ses pays membres.

Ces facteurs économiques ne peuvent toutefois pas être dissociés des facteurs politiques. Des différences marquées existent également à ce niveau dans les pays européens. Une première remarque, qui peut expliquer en partie les problèmes de compétitivité évoqués plus haut, concerne les politiques de croissance adoptées par les décideurs nationaux. On oppose ici le modèle de l'offre (modèle allemand ou plus généralement adopté par les pays du nord), qui vise à stimuler l'investissement et les exportations, au modèle de la demande (suivi dans les pays du sud) où la consommation est vue comme le principal moteur de la croissance (on cherchait donc à stimuler la consommation au prix même d'une accumulation de l'endettement). Par ailleurs, la question de la gestion budgétaire est extrêmement discutée. Peut-on assurer le bon fonctionnement de l'union monétaire sans avoir une intégration budgétaire ? Adopter une conduite décentralisée des politiques budgétaires et fiscales ne représente pas un choix trop risqué qui fragilise l'ensemble de l'union ? Peut-on réellement

⁴ Il faut donner ici l'exemple de l'Irlande, pays qui a fourni de bons résultats dans cette direction, malgré la fragilité de son système bancaire. Grâce au désendettement accéléré des agents privés et à un excédent commercial record, ce pays a réussi à réduire son déficit public de 31.3 % du PIB en 2010 à 9.5% en 2011.

définir des règles cohérentes dans ce contexte pour empêcher des comportements de type « passager clandestin », sachant que la politique budgétaire devient un instrument encore plus efficace pour stimuler la croissance lorsque l'on fait partie d'une union monétaire⁵?

III - Gestion de la crise de la dette : voies d'ajustement possibles et perspectives

Si le message de l'équation 1 (section 1) est relativement pauvre en matière de définition d'une norme d'endettement public à ne pas dépasser, il est en revanche plus clair sur la question des voies d'ajustement. Trois voies d'ajustement sont associées à cette équation : le retour de la croissance économique, l'ajustement budgétaire et l'inflation qui s'apparente à une forme de défaut de paiement parmi les plus indolores.

En Europe la croissance potentielle est faible depuis plusieurs décennies, elle a été amoindrie par la crise financière et semble appeler à rester très basse dans les prochaines années. La tertiarisation de l'économie européenne réduit sa capacité à réaliser des gains de productivité et à exporter. Le pari de devenir la zone de référence en termes d'économie de la connaissance a été perdu (objectif de Lisbonne 1999), les dépenses de R&D restent relativement faibles au sein de l'UE (2% du PIB, contre 2,8% aux Etats-Unis), la part des personnes de 25 à 34 ans titulaires d'un diplôme universitaire n'est que de 34% dans l'union contre 42% aux Etats-Unis. La concurrence des émergents est d'autant plus difficile à affronter que l'UE fait preuve d'une relative naïveté dans le déploiement de sa politique commerciale. Le thème de la relance de la croissance est très présent dans les débats européens. Beaucoup ont conscience que la crise de la dette est, aussi, le révélateur d'une incapacité à produire les richesses suffisantes pour financer « le modèle social européen ». Mais les débats sur la dynamisation de l'activité en Europe révèlent une ligne de fracture. Les uns (au premier rang la France...) conservent une vision keynésienne, voire en termes de croissance endogène, de la relance axée sur un accroissement des dépenses notamment d'infrastructures (à l'échelle européenne via la Banque Européenne d'Investissement, project bonds et autres initiatives). Cette approche vient se heurter à l'absence de marge de manœuvre de la politique budgétaire à l'échelle nationale comme au niveau communautaire. Les autres (Allemagne, Commission Européenne...) proposent de stimuler la croissance par des réformes structurelles (flexibilisation des marchés du travail et des biens et services), c'est-à-dire, en fait, de mobiliser des politiques d'offre traditionnelles. La réflexion sur la croissance en Europe doit tenir compte de l'hétérogénéité des situations macroéconomiques en particulier de l'hétérogénéité des positions des soldes courants des pays de la zone. Le soutien de la demande globale paraît pertinent pour les pays présentant un excédent courant alors que le contrôle s'impose pour les pays en déficit.

L'ajustement budgétaire est la solution qui a été immédiatement privilégiée par les pays de la zone euro, dès 2010. La rhétorique de l'attachement à l'équilibre des finances publiques s'est exprimée à travers le thème de la « règle d'or ». Le nouveau pacte budgétaire européen (défini lors du sommet de Bruxelles du 30 janvier 2012 et applicable à partir de 2017) pose le principe de l'équilibre budgétaire et n'autorise pas de déficit structurel supérieur à 0,5 % du PIB. La crédibilité de ces règles est atténuée par l'incapacité des gouvernements à respecter les normes d'équilibre qui avaient été définies dans le passé ; la « coordination molle » a fait la preuve de son échec.

Comment dès lors repenser la coordination ? L'idée de créer des agences indépendantes a été avancée, elles seraient chargées d'apprécier la pertinence des politiques

⁵ Il s'agit ici de la disparition de deux types d'effets d'éviction classiques en absence d'union monétaire (éviction par le taux d'intérêt, respectivement par le taux de change) comme discuté dans Huart, 2012.

nationales et leur compatibilité avec la situation globale de la zone. Pour Pollin (2011) il s'agirait ainsi de restaurer une discipline budgétaire d'ensemble sans avoir à subir la rigidité des contraintes du PSC. Cette situation serait également compatible avec l'idée selon laquelle des objectifs précis de stabilisation budgétaires doivent être établis dans le cadre d'une stratégie unique au niveau européen et suivis ensuite rigoureusement par les gouvernements nationaux (Badarau et Leveuge, 2011). La vérification du respect de ces règles serait à assurer par la présence d'une agence indépendante comme proposé dans les travaux cités précédemment.

Dans les faits les gouvernements se sont engagés dans l'application de programmes de réduction des déficits. Cette stratégie de compression des composantes de la demande globale entraîne inévitablement un freinage de la croissance. L'éventail des options associées à la hausse des prélèvements et à la baisse des dépenses est extrêmement large et permet une adaptation aux contextes sociaux nationaux et une modulation des efforts de remboursement exigés des contribuables. Des groupes de pays doivent être distingués selon la vitesse à laquelle ils se sont engagés dans le rééquilibrage budgétaire, le caractère drastique des programmes grec et espagnol peut être opposé à une stratégie plus graduelle de la France. Cette voie ricardienne présente l'avantage de maintenir la stabilité des prix et des taux d'intérêt bas dans la zone mais elle entraîne une stagnation de l'activité à moyen terme, elle s'inscrit dans une problématique de recherche d'une voie étroite de retour vers l'équilibre budgétaire tout en préservant l'élan de la croissance.

Enfin, l'inflation apparaît comme une solution d'amortissement de la dette publique (Krugman (2012)). L'histoire économique montre à la fois la capacité de l'inflation à réduire la valeur réelle de la dette mais aussi les dangers de ce processus. L'inflation fait porter la charge de l'ajustement sur les créanciers et sur ceux qui ne sont pas en mesure d'obtenir une indexation de qualité. Elle constituerait une forme de défaut de paiement puisque les états remboursaient leur dette avec une monnaie qui aurait perdu une partie de son pouvoir d'achat. Les après-guerres fournissent des exemples d'amortissement de la dette publique par ce canal (voir par exemple Blancheton (2001) pour la France des années 1920). Pour l'heure les textes européens s'opposent à cette option. La BCE conserve le même objectif d'inflation. Mais les programmes dits LTRO (*Long Term Refinancing Operation*) ont montré l'intérêt des facilités quantitatives pour détendre la situation sur le taux des emprunts d'états et portent en germes cette option. Le changement d'objectif d'inflation (le chiffre de 4% est avancé par Krugman) questionne la crédibilité de la BCE et sa capacité à ancrer les anticipations inflationnistes à un autre niveau sans perdre le contrôle du processus. Si l'option était retenue, la sortie inflationniste pourrait être une sorte de péché originel, fondateur en matière de conscience européenne et d'intégration politique.

Si l'on s'écarte quelque peu de l'équation 1, la recherche d'une meilleure coordination budgétaire (voire d'une véritable intégration) paraît être une voie de sortie de nature plus politique. Plusieurs projets ont été proposés dans ce sens. La création du Fonds européen de stabilisation financière (FESF) le 9 mai 2010 constitue un premier pas. Cette entité, société anonyme de droit luxembourgeois, a la capacité d'émettre des obligations bénéficiant de la garantie des états membres de la zone euro afin de fournir des prêts à des états en difficulté. Le 28 novembre 2010 le fonds a été activé pour la première fois afin de soutenir l'Irlande. La durée de fonctionnement du FESF est de trois ans. Il s'agit d'une solution temporaire destinée à être mise en œuvre en cas de dysfonctionnement majeur des marchés.

La mutualisation des dettes des états membres à travers l'émission d'euro-bonds et la création d'une agence européenne de la dette (Diev et Daniel (2011)) vont plus loin en matière d'intégration budgétaire.

Les eurobonds, ou euro-obligations, seraient des emprunts émis sur le marché en commun par les pays membres. Ce système, qui protégerait les états les plus fragiles de la zone,

apparaît a priori en opposition avec l'article 125 du Traité de Lisbonne qui établit que les États doivent assumer seuls leurs engagements financiers. Le livre vert de la Commission Européenne de novembre 2011 étudiait pourtant la faisabilité de ce système.

Une première option, peu réaliste en raison de l'alea moral qui lui est associé, consisterait à remplacer toutes les obligations nationales émises par les 17 membres par des obligations bénéficiant de garanties communes. Une deuxième option prévoit la création d'obligations qui ne couvriraient qu'une partie des besoins de financement des États. La troisième option serait que les euro-obligations se substituent partiellement aux obligations nationales ; chaque État apporterait des garanties au prorata de sa part de dette.

Aujourd'hui les États disposant de bons fondamentaux peinent à accepter l'idée de « renflouer » les États de la périphérie, ils redoutent à plus long terme de voir leur coût de financement augmenter. Derrière la solidarité, la question de l'intégration affleure immédiatement.

Ce système d'eurobonds paraît incompatible avec la « coordination budgétaire molle » qui prévaut depuis la création de l'euro. Des garanties devraient être apportées en matière de discipline budgétaire, elles restent à imaginer. Daniel et Diev proposent « avec une organisation adéquate - notamment la possibilité d'exclure des pays peu rigoureux et/ou de pénaliser les pays à faibles fondamentaux - une agence européenne de la dette pourrait impliquer un effet disciplinant auto-incitatif... L'émergence de l'agence pourrait résulter d'un processus décentralisé et volontariste (coopérations renforcées) à géométrie variable, afin d'exploiter des gains de liquidité entre pays à fondamentaux similaires, mais aussi peut-être le résultat d'une volonté politique au sommet désirent impulser une unification budgétaire au sein de la zone euro » (2011, p.275).

La question fondamentale de l'intégration budgétaire est posée et constitue l'axe de travail des responsables européens. Dans quelle mesure les États vont-ils accepter de renoncer à leur souveraineté budgétaire ? Les budgets nationaux doivent-ils être soumis à l'approbation d'instances européennes ? si oui lesquelles et avec quel pouvoir de contrainte. Comment donner à l'échelle européenne un contrôle démocratique sur le budget. Derrière la réorganisation budgétaire, la question de la capacité de la zone à aller vers une intégration politique se trouve posée avec beaucoup de clarté. Les européens sont-ils capables de faire preuve d'une solidarité budgétaire ? Le socle des valeurs européennes (humanisme...) est-il suffisamment solide pour fonder cette solidarité et cette intégration ? La gravité de la crise et les coûts d'un éventuel démantèlement de la zone euro sont-ils de nature à provoquer une dynamique d'intégration ? La force de la contrainte externe (montée en puissance des émergents dans les relations internationales) peut-elle être un facteur d'impulsion ?

Bibliographie

- Badarau, C. et Levieuge, G. (2011). Financial asymmetries, national divergences and macroeconomic policy in a monetary union. SUERF Study No. 3, Monetary Policy after the Crisis, eds. Ernest Gnan, Ryszard Kokoszczynski, Tomasz Łyziak & Robert McCauley
- Blancheton, B, Bordes, Ch, Maveyraud, S et Rous Ph. (2012). Risk of liquidity and contagion of the crisis on the US, UK and Euro Area money markets. *International Journal of Finance and Economics*, vol 17 (2), 124-146.
- Blancheton, B. (2001). *Le Pape et l'Empereur*. Paris, Albin Michel.
- Checherita-Westphal, C. et Rother, P. (2011). The impact of government debt on growth: an empirical investigation for the euro area. *Revue Economique*, 62 (6), 1015-1029.
- De Santis, R. A. (2012). The euro area sovereign debt crisis? Safe haven, credit rating agencies and the spread of the fever from Greece, Ireland and Portugal. ECB Working Paper Series, No. 1419.

- Diev, P. et Daniel, L. (2011). Vers une agence européenne de la dette, Revue de l'OFCE, n°116, 253-275.
- ECB (2012). Analysing government debt sustainability in the euro area. European Central bank Monthly Bulletin, Avril 2012, 55-70.
- Feldstein, M. S. (2011). The euro and European economic conditions. NBER Working Paper Series, No. 17617.
- Huart, F. (2012). Economie des finances publiques. Ed. Dunod, Paris, Chapitres 10 et 11, 225-268.
- Krugman, P. (2012). Will inflation save Europe ? Krugman-in-wonderland.blogspot.fr 12 avril 18.
- Kumar, M. et Woo, J. (2010). Public debt and growth. IMF Working paper Series, No. 10/174.
- Pollin, J.P. (2011). Le dérapage des dettes publiques en questions. Un essai d'inventaire. Revue Economique 62 (6), 981-1000.
- Reinhart, C. et Rogoff, K. (2010). Growth in a time of debt. NBER Working Paper Series, No. 15639.
- Sénégas, M.A.(2010). La théorie des zones monétaires optimales au regard de l'euro : quels enseignements après dix années d'union économique et monétaires en Europe ?. Revue d'Economie Politique, 120 (2), 379-418
- Stein, J.L. (2011). The diversity of debt crises in Europe. CATO Journal, 31 (2), 199-215
- Van Riet, A. (2010). Euro area fiscal policies and the crisis. ECB Occasional Paper Series, No. 109.