

# La France et l'Europe face à la crise économique

## ◀ VOLET 1. LA SOUTENABILITÉ DES FINANCES PUBLIQUES DANS LA CRISE, UNE ANALYSE INTERNATIONALE

L'histoire financière nous enseigne qu'une crise bancaire internationale a souvent pour conséquence une crise de la dette souveraine. Aujourd'hui encore, le sauvetage du système financier après la crise des subprimes, les plans de relance de l'économie qu'elle a nécessités et la dégradation du potentiel de croissance mettent sous tension les finances publiques de la plupart des pays développés. La rapidité avec laquelle la crise de liquidité sur les marchés financiers se transforme en crise de solvabilité pour les États les plus fragiles fait peser sur les autres un risque de contagion qu'il faut évaluer.

L'étude de la soutenabilité des finances publiques des pays européens à partir de déterminants comme l'effort budgétaire nécessaire pour stabiliser la dette publique, le poids des dépenses sociales supplémentaires liées au vieillissement des sociétés, mais aussi les situations financières plus globales des pays vis-à-vis du reste du monde, permet de les classer en fonction de ce risque. L'enjeu

recouvre en effet la situation financière intrinsèque des administrations publiques et le risque que fait courir à l'État sa position "d'assureur en dernier ressort" en cas de faillite des agents privés.

Dans cette optique, le Centre d'analyse stratégique a mis au point un indicateur synthétique de soutenabilité. Il place la France au 12<sup>e</sup> rang des 25 pays de l'OCDE étudiés (et au 10<sup>e</sup> rang des 19 pays de l'UE retenus). Il apparaît que l'Espagne, l'Irlande et le Portugal, et dans une moindre mesure le Royaume-Uni, sont dans une position difficile. La France demeure elle aussi exposée à un risque d'endettement public cumulatif, mais dispose de deux avantages notables qui tempèrent ce risque à long terme : une dynamique démographique qui permet d'envisager l'effet du vieillissement sur l'équilibre des finances publiques de façon relativement plus sereine que d'autres pays ; une situation globale d'endettement contenu des agents résidents qui contraste avec celle d'autres pays. ■

Comme souvent dans l'histoire financière, la récente crise bancaire internationale a eu pour conséquence une crise de la dette souveraine<sup>(1)</sup>, qui fragilise aujourd'hui l'économie mondiale, et plus particulièrement l'économie européenne. Cet "épisode" fait ainsi figure de troisième étape d'un processus qui commence avec la crise des subprimes à partir du second semestre 2006, et qui se diffuse à l'ensemble de la planète à partir du krach de l'automne 2008 par une crise de défiance envers les détenteurs de créances titrisées<sup>(2)</sup> et un assèchement induit des liquidités sur le marché interbancaire. Alors que la mise en place de l'euro avait permis la convergence des taux d'intérêt sur la dette des États membres de la zone, la mutualisation par les États du risque porté à l'excès par les agents privés fait réapparaître une forte discrimination des pays les plus fragiles par les marchés financiers. La crise de liquidité sur le marché monétaire se déplace en effet sur le marché des obligations publiques dès lors que les États ont joué un rôle d'assureur des banques et, à travers elles, du patrimoine des ménages.

La fonction stabilisatrice et le caractère incontournable de la mobilisation massive des États pour compenser les effets du désendettement des agents privés sur l'activité marchande font l'objet d'un assez large accord. Mais **la véritable question aujourd'hui est de mesurer les conséquences de ces impulsions en termes de soutenabilité des finances publiques des différents pays et les risques de transformation d'une crise de liquidité en une crise de solvabilité.** La forte différenciation des primes de défaut<sup>(3)</sup> sur les obligations d'État conduit donc à s'interroger sur la qualité objective de la signature des différents États et sur le risque pour chacun de voir sa notation dégradée.

Évaluer le risque attaché à la dette souveraine ne peut se faire comme si l'État était indépendant du reste de l'économie. Les grandes crises rappellent que ce dernier constitue moins un prêteur qu'un assureur en dernier ressort des pertes privées. Cette mutualisation potentielle fait qu'un État ne peut être seulement jugé au regard de sa situation financière propre. Puisqu'il est l'assureur en dernier ressort de l'ensemble des agents résidents, la situation patrimoniale des ménages ou des entreprises financières et non financières influencera la qualité de sa signature. Le cas espagnol en fournit un bon exemple : la dégradation récente de sa notation sanctionne moins l'état présent de la dette ou du besoin de financement public que la faible marge de manœuvre que laisse pressentir la situation d'hyper- endettement de certains ménages et de certaines entreprises non financières ou financières

(banques locales notamment), dans la mesure où il est très peu probable que tous les agents puissent se désendetter simultanément.

Au-delà de l'évaluation de la soutenabilité des finances publiques au cas par cas, la crise a mis en avant la faible crédibilité des mécanismes de solidarité et de péréquation entre régions de l'Union européenne. La vulnérabilité financière de quelques États de taille intermédiaire laisse entrevoir une extension aussi "catastrophique" que la crise grecque : le durcissement sélectif des conditions de financement de certains pays peut ainsi faire basculer d'autres cas "limites" dans un processus d'endettement cumulatif. Alors que la recherche de placements sans risque a jusqu'ici créé une situation globalement favorable pour répondre aux besoins de financements publics issus de la crise, **une propagation des crises de défaut changerait totalement la physionomie de la reprise en cours** : cette reprise pourrait-elle n'être qu'une brève accalmie dans un processus de crises en chaîne, de plus en plus rapprochées ?

Cette note tient compte des trois dimensions du risque attaché à la dette souveraine :

- ▶ dans un horizon de court et de moyen termes, la situation instantanée des finances publiques et la distance qui sépare le solde primaire (déficit public hors charges d'intérêt) du niveau théorique qui stabiliserait la dette jouent un rôle important dans l'appréciation des risques ;
- ▶ à plus long terme, la façon dont les États provisionnent les charges supplémentaires induites par le vieillissement démographique constitue un paramètre clé de leur crédibilité ;
- ▶ enfin, la solidité financière de l'ensemble des résidents d'une nation (pas nécessairement considérés de manière agrégée) apparaît comme un facteur décisif des marges de manœuvre dont dispose un État pour assurer la soutenabilité des finances publiques.

## 📍 LE POSITIONNEMENT FRANÇAIS EN MATIÈRE DE DÉFICIT PUBLIC APPARAÎT SURTOUT COMME UN HÉRITAGE DE L'AVANT-CRISE

Les conséquences de la crise financière sur les finances publiques transitent par plusieurs canaux. Il faut prendre en compte, tout d'abord, l'impact mécanique de la **dégradation de l'activité sur les comptes publics**. Cette composante, qualifiée de "stabilisateurs automatiques", est due à la combinaison de trois effets : la montée en

[1] Reinhart C. et K. Rogoff [2010], "From financial crash to debt crisis", *NBER Working Paper*, n° 15795, mars.

[2] Titres financiers émis par des sociétés *ad hoc* qui portent des lots de créances de même nature, cédés par des banques qui dégagent le risque de leur bilan.

[3] Majoration des taux d'intérêt destinée à couvrir l'investisseur contre le risque de défaut.

puissance de certaines dépenses de protection sociale en période de récession (notamment les indemnités de chômage), la rigidité des dépenses de fonctionnement et la baisse des rentrées fiscales avec le repli de la base d'imposition. À cette composante automatique s'ajoute l'impact des mesures discrétionnaires destinées à stabiliser la demande, à éviter une destruction des capacités productives efficaces et à soutenir le système financier. Enfin, la diminution ou le ralentissement de la croissance potentielle exercent un effet permanent sur le déficit budgétaire, non récupérable en phase haute du cycle de conjoncture. Ce troisième effet accentue sensiblement les efforts budgétaires nécessaires en sortie de crise pour stabiliser la dette publique. Les pays sont diversement touchés par ces différents paramètres, dont l'impact dépend aussi de leur position avant le choc.

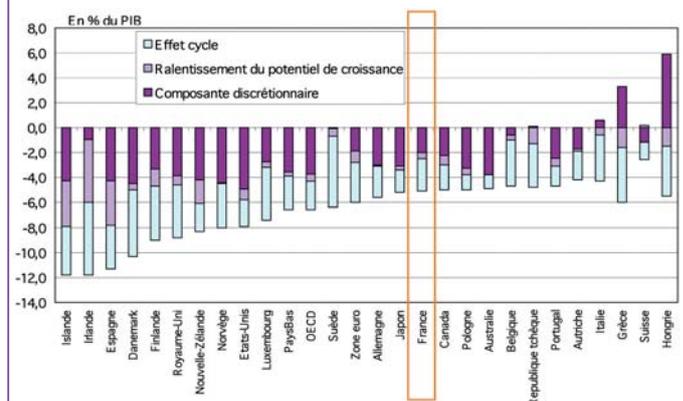
Le partage entre composantes automatique, discrétionnaire et permanente n'est pas directement observable ; il est tributaire de la méthode statistique et du jeu d'hypothèses retenues. La principale incertitude réside dans le partage entre ce qui est imputable à un ralentissement ou un décrochage permanent de la production potentielle et ce qui relève du cycle. L'incertitude est maximale en période de forte récession, comme celle que traverse l'économie mondiale depuis deux ans, qui peut enrayer le moteur technologique de la croissance, entraîner un vieillissement des structures ou conduire à une prolifération d'entreprises "zombies"<sup>(4)</sup>, bancaires ou non bancaires, qui survivent sous assistance.

La crise actuelle fait intervenir les mêmes mécanismes correcteurs en matière de finances publiques que les précédentes : il est logique d'observer une nette dégradation des soldes budgétaires des différents pays. Cependant, en plus des stabilisateurs automatiques qui augmentent les dépenses et réduisent les recettes, force est de constater l'ampleur des mesures discrétionnaires mises en place par certains gouvernements pour éviter une trop forte dégradation de la production qui détruirait les capacités productives et viendrait hypothéquer un retour de la croissance. En moyenne, si l'on se réfère aux données des organismes internationaux, la dégradation prévue de plus de 6 points de PIB<sup>(5)</sup> des déficits publics en zone euro entre 2007 et 2010 serait imputable à 55 % (3,5 points de PIB) à des effets structurels (résultat des mesures discrétionnaires et du ralentissement de la croissance potentielle) pour la Commission européenne, à 48 % (3 points) pour le FMI et à 47 % (2,8 points) pour l'OCDE. Le reste, soit plus ou moins 50 %,

serait récupérable en phase de reprise. Pour les pays développés hors zone euro, la composante structurelle contribuerait majoritairement à la dégradation du besoin de financement public, selon l'OCDE comme le FMI.

La France, dont les ajustements automatiques sont historiquement assez puissants, a pu limiter les plans de relance discrétionnaires sans pour autant connaître un trop fort ralentissement de sa croissance. Elle a vu ainsi son solde budgétaire se dégrader dans des proportions relativement limitées avec la crise (graphique 1). La dégradation prévisible, de l'ordre de 5 points du déficit entre 2007 et 2010, place en effet l'Hexagone légèrement sous la médiane et la moyenne des pays développés ou de l'UE. La France ne se singularise en définitive ni par l'ampleur des mesures de relance discrétionnaires (de l'ordre de 2 % du PIB) ni par un ralentissement du potentiel de croissance plus prononcé qu'ailleurs ni par une morsure particulièrement importante du cycle d'activité sur le déficit public. Ce premier résultat met *a contrario* en exergue le fait que la France partait d'une situation déjà peu optimale avant la crise.

Graphique 1 :  
Dégradation du déficit public entre 2007 et 2010  
et décomposition entre effets conjoncturels et  
effets structurels



Source : OCDE, Perspectives économiques, mai 2010, calculs CAS

La France a en effet subi le début de la crise avec un solde budgétaire déjà dégradé, ce qui souligne la difficulté récurrente qu'éprouve le pays à retourner à l'équilibre en période haute du cycle économique. Sur les 25 économies de l'OCDE, la France figure au 18<sup>e</sup> rang avec - 3,8 % de déficit public moyen sur la période 2005-2009 (soit la durée moyenne d'un cycle). Elle n'est surclassée parmi les pays de l'UE que par la Grèce, la Hongrie, le Portugal,

[4] <http://www.paconsulting.com/introducing-pas-media-site/releases/banks-must-act-now-to-survive-the-new-zombie-reality-of-half-dead-banks-governments-consumers-and-companies-10-november-2009/>.

[5] De 6 points pour l'OCDE à 6,4 points pour la Commission européenne.

le Royaume-Uni et la Pologne (par ordre décroissant de déficit). Cette analyse est corroborée par les classements issus de la comparaison des déficits structurels en pourcentage du PIB, même si ces mesures comportent une marge d'incertitude significative, notamment dans le cas de la France (*annexe 1, tableau 1*). En 2007, le déficit structurel<sup>(6)</sup> français avoisinait 3 % pour l'OCDE et le FMI, et même 3,7 % selon la Commission européenne. Pour 2009, l'évaluation du déficit français corrigé du cycle conjoncturel varie ainsi de -4,9 % pour le FMI à -6,2 % pour la Commission. Cette dernière part d'une hypothèse de croissance potentielle plus faible pour la France, ce qui tend à minimiser l'impact conjoncturel du ralentissement et à majorer la composante structurelle. Cette incertitude affecte peu la position relative des pays. Lorsque l'on considère la moyenne des différentes évaluations par pays, la France figure au 16<sup>e</sup> rang, par ordre décroissant, des déficits structurels sur la période 2009-2010 devant, en Europe, l'Islande, la Pologne, le Portugal, l'Espagne, le Royaume-Uni, l'Irlande et la Grèce.

## ➤ L'EFFORT NÉCESSAIRE POUR STABILISER LA DETTE À MOYEN TERME, PARTICULIÈREMENT IMPORTANT EN FRANCE, EST MODÉRÉ À PLUS LONG TERME PAR UNE DYNAMIQUE DÉMOGRAPHIQUE FAVORABLE RELATIVEMENT À D'AUTRES PAYS

La dynamique des finances publiques d'un pays révèle un comportement inertiel à bien des égards, résultat d'un compromis institutionnel et de tendances économiques passées qui justifient la dimension rétrospective de l'analyse. Cependant, l'évaluation de la soutenabilité d'un État relève aussi des anticipations (1) d'ajustements budgétaires nécessaires pour qu'à l'avenir la dette ne devienne pas explosive ; (2) de l'ensemble des recettes et dépenses que la société devra prendre en charge collectivement. Sans bouleverser les hiérarchies établies préalablement entre pays, il apparaît que même si pour certains l'effort à accomplir à moyen terme pour stabiliser la dette publique est très important, ceux qui ont connu par le passé une forte montée en charge des dépenses socialisées semblent moins contraints par des hausses futures.

## ( Liquidité, solvabilité, soutenabilité

Alors que la santé des banques est évaluée à l'aide des concepts de liquidité et surtout de solvabilité, on privilégie le concept de soutenabilité dans le domaine des finances publiques. La solvabilité est un concept statique : à un instant donné, un agent économique est solvable si ses actifs sont suffisants pour faire face à ses dettes. Un agent peut être solvable mais illiquide (il a suffisamment d'actifs pour couvrir ses dettes, mais ces actifs ne peuvent être vendus assez vite et assez aisément pour faire face à ses échéances). Il arrive aussi qu'un gouvernement soit insolvable. Dans ce cas, la communauté internationale des prêteurs se réunit pour annuler tout ou partie de la dette.

Cependant, un gouvernement n'est pas soumis aux mêmes contraintes de solvabilité qu'un agent privé (entreprise ou ménage) parce que sa durée de vie est illimitée et qu'il a le pouvoir de lever des impôts. Dans le cas des États, c'est donc le concept de soutenabilité qui se révèle le plus utile, en raison de son caractère dynamique : **une dette publique sera jugée soutenable si, compte tenu des prévisions de dépenses et de recettes publiques, l'État ne risque pas de se trouver face à un problème d'insolvabilité ou à une obligation d'ajustement irréaliste des finances publiques.** Cette condition, qui n'implique pas nécessairement un solde budgétaire à l'équilibre, se traduit mathématiquement par une dette publique qui doit être égale à la somme actualisée des excédents budgétaires futurs hors intérêts de la dette<sup>(7)</sup>.

D'où cette constatation : la théorie économique n'est pas en mesure de définir une limite à partir de laquelle une dette publique serait considérée comme trop élevée. L'horizon retenu pour calculer les excédents primaires futurs est d'ailleurs en théorie infini, et l'on pourrait donc tolérer des niveaux d'endettement très importants, tout en respectant le principe de soutenabilité. Il est néanmoins indispensable, pour orienter l'action publique, de se donner un horizon – et celui-ci a un impact non négligeable sur les résultats.

## ( L'effort budgétaire stabilisant la dette publique

En dépit des controverses sur sa mesure et sa construction, la notion de croissance potentielle se révèle utile pour considérer l'effort budgétaire nécessaire pour stabiliser

[6] Le solde budgétaire structurel permet d'appréhender la situation des finances publiques d'un pays à moyen terme, indépendamment de l'effet transitoire du cycle économique. Si aucune intervention politique n'est mise en place, le solde budgétaire oscillera autour de cette valeur fondamentale. Il faut considérer ces chiffres comme le noyau dur du déficit, nécessitant des mesures discrétionnaires nouvelles pour être résorbé.

[7] Cette condition dite de "transversalité" s'obtient lorsqu'on fait l'hypothèse que la dette publique augmentera moins vite que les remboursements des intérêts de la dette. Les économistes parlent alors d'"absence de jeu de Ponzi" : cet escroc fameux qui, dans les années 1920 à Boston, a payé ses dettes, y compris les charges d'intérêts, par l'émission de nouvelles dettes, a connu un regain de popularité lors de la récente affaire Madoff.

la dette publique<sup>(8)</sup> : cet effort étant la différence entre le solde structurel et celui stabilisant la dette publique (encadré 1). Son ampleur est largement conditionnée par l'écart entre le taux d'intérêt et le taux de croissance. Il correspond à l'ajustement budgétaire auquel un pays doit consentir simplement pour éviter un "effet boule-de-neige". Il s'avère aujourd'hui conséquent pour la France, à près de 5 points de PIB, mais reste inférieur à celui de grands pays développés comme le Royaume-Uni (8,8 points) et les États-Unis (9,7 points). En ligne avec les déséquilibres structurels constatés en première partie, la France figure au 18<sup>e</sup> rang des pays développés au regard du critère de "solde stabilisant".



**Encadré 1 :**

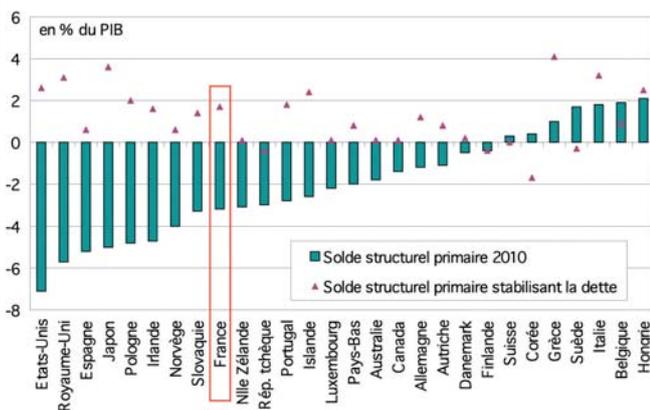
**Quel déficit permet de stabiliser la dette publique ?**

La dette se stabilise lorsque le solde public hors charge d'intérêt est égal à l'écart entre le taux d'intérêt et le taux de croissance de l'économie multiplié par la part de la dette publique dans le PIB. Ainsi, pour une dette de 60 % du PIB, un taux d'intérêt réel de 3 % et un taux de croissance de 2 %, le solde primaire stabilisant est égal à  $(3\% - 2\%) \times 0,6 = 0,6\%$ .



**Graphique 2 :**

**Solde structurel primaire actuel et solde structurel primaire stabilisant la dette, 2010**



Source : OCDE



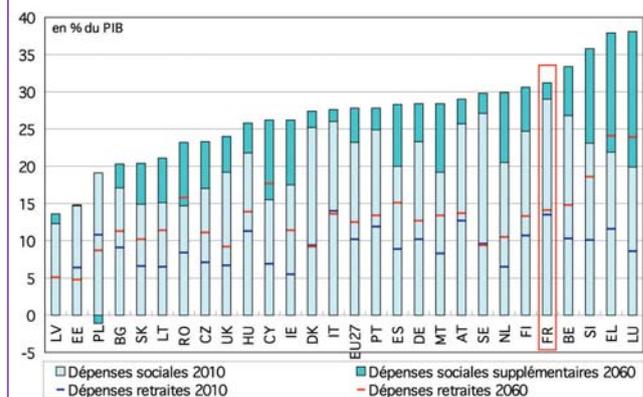
**L'anticipation des dépenses sociales liées au vieillissement des sociétés**

L'évaluation de la soutenabilité des finances publiques nécessite en outre une appréhension des recettes et des dépenses publiques à plus long terme, au-delà du périmètre de dépenses que couvre l'analyse du solde structurel stabilisant. Le potentiel de hausse des dépenses sociales dépend d'une part du degré de mutualisation des risques déjà atteint par les grandes économies et, d'autre part, de la dynamique démographique, notamment des charges futures ou des pertes de recette afférentes au vieillissement. Plusieurs études permettent d'anticiper les charges futures qui attendent les États développés, en particulier les dépenses sociales supplémentaires liées au vieillissement. Le graphique 3 réalisé à partir des projections de la Commission européenne<sup>(9)</sup> souligne que les pays européens sont dans des situations très inégales vis-à-vis du financement de leurs dépenses futures<sup>(10)</sup>.



**Graphique 3 :**

**Impact du vieillissement sur les dépenses de retraite et sur l'ensemble des dépenses sociales à législation constante dans l'UE-27, 2010-2060**



Source : Commission européenne

(8) Le financement des dépenses publiques passe aujourd'hui, quand les impôts ne suffisent pas, par l'emprunt. Il s'agit pour le gouvernement de vendre à des investisseurs des titres de créance leur donnant droit, pour une durée spécifiée, à des versements en capital et intérêts précisés par le contrat de dette associé (service de la dette). Le montant  $B_t$  de titres émis chaque année par un État correspond à la somme des emprunts arrivant à échéance  $B_{t-1}$ , augmentés des intérêts  $i_t$  et diminué du solde primaire (c'est-à-dire hors charges d'intérêts) de l'année en cours,  $S_t$ . Ainsi, si nous faisons l'hypothèse simplificatrice que l'ensemble des titres publics ont une maturité d'un an :

$$B_t = (1+i_t)B_{t-1} - S_t$$

Si l'on traduit l'équation en part de PIB, on déduit que :

$$b_t = (1+i_t)/(1+g_t) b_{t-1} - s_t$$

Les minuscules traduisent des variables en part de PIB. Ainsi,  $b_t = B_t / PIB_t$  et  $s_t = S_t / PIB_t$ .  $g_t$  désigne le taux de croissance et  $i_t$  le taux d'intérêt, tous les deux nominaux.

Le solde primaire,  $s_t^*$ , stabilisant la dette à son niveau  $b = b_{t+1} = b_t$  par rapport à la production potentielle qui croît au taux  $g$  se définit par :

$$s^* = (i-g)/(1+g)b \approx (i-g)b$$

Cette équation met en évidence l'importance de la variable de taux de croissance potentielle et de taux d'intérêt de la dette publique. En effet, le solde primaire doit être excédentaire si le taux de croissance potentielle  $g$  est inférieur au taux d'intérêt  $i$ . C'est à partir d'une estimation de ces deux paramètres que l'on détermine le solde primaire qui stabilise la dette publique à un niveau fixé préalablement par convention.

(9) Sustainability Report 2009.

(10) Les estimations sont réalisées sur la base d'une législation constante et rendent compte de l'impact de la modification de la structure démographique des pays sur les dépenses de retraite, de santé, mais aussi sur celles liées à la dépendance et à l'éducation.

La France, qui a en 2010 la part des dépenses sociales dans le PIB la plus élevée des pays considérés, devrait connaître à cause du vieillissement de sa population (et à législation constante), une augmentation de ses dépenses sociales de 2,2 points de PIB d'ici à 2060, ce qui est parmi les plus faibles<sup>(11)</sup>. L'Italie est dans une situation semblable avec une augmentation globale de moins de 2 points de PIB. En revanche, les dépenses sociales grecques pourraient augmenter de près de 16 points de PIB, dont 12,5 points seraient dus aux charges supplémentaires de pensions. De même, en Espagne et en Irlande, les prévisions laissent penser que les dépenses sociales s'accroîtraient de près de 9 points de PIB, dont plus des deux tiers seraient imputables aux retraites. La situation grecque est néanmoins la plus critique dans la mesure où l'Espagne et l'Irlande atteindraient des niveaux de dépenses sociales proches de la moyenne de l'UE-27, soit 28 % du PIB en 2060, inférieurs d'au moins 10 points de PIB au niveau grec prévu à près de 38 % du PIB.

### LE RISQUE SOUVERAIN FRANÇAIS DOIT AUSSI ÊTRE RELATIVISÉ AU REGARD DE LA SITUATION FINANCIÈRE GLOBALE DU PAYS

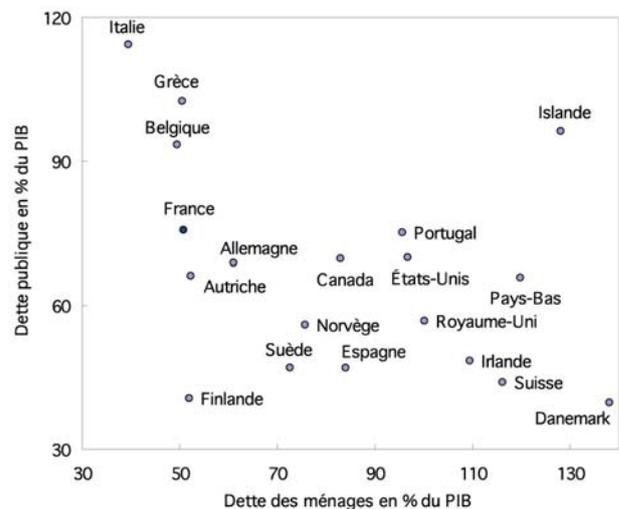
La contrainte budgétaire publique ne saurait se résumer à la seule analyse de la situation financière intrinsèque des administrations publiques mais nécessite l'appréhension de la situation financière de la nation tout entière, dont l'État est le garant en dernier ressort. Il faut en particulier prendre en considération l'interdépendance entre agents privés et publics : les "effets de ciseau" que l'on observe entre soldes financiers ou dynamiques d'endettements publics et privés sont le reflet des mécanismes de substitution entre besoins et/ou capacités de financements public et privé. Ainsi, les pays où l'évaluation de la soutenabilité des finances publiques était plutôt défavorable avant la crise sont souvent aussi ceux où les agents privés sont aujourd'hui les moins contraints par un impératif de désendettement. La France appartient sans ambiguïté à cette catégorie.

#### Le potentiel de transfert de risque des agents privés vers les États diffère fortement d'un pays à l'autre

La mise sous tension des finances publiques depuis 2007 est d'autant plus forte que les besoins de financement des agents privés ont été importants au cours de la

période antérieure. Un faible endettement des États va souvent de pair avec un niveau élevé d'endettement des agents privés (*graphique 4*). Comme le révèle l'état des soldes financiers, la situation des administrations est en particulier négativement corrélée avec celle des ménages. Pour être pérenne, le désendettement apparent des administrations publiques ne doit pas recouvrir une situation de prise de risque excessive des autres agents ; la dette publique considérée isolément peut ainsi être trompeuse, si l'on ne contrôle pas le risque parallèle de surendettement des autres agents privés et de dégradation induite de la qualité des bilans des intermédiaires financiers.

Graphique 4 :  
Corrélation entre dette des ménages et dette des administrations publiques, 2008



Sources : OCDE, Eurostat

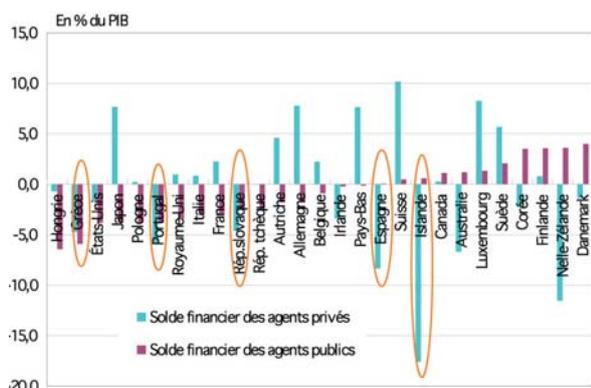
Or, au cours des deux derniers cycles, les dynamiques différenciées d'endettement public selon les pays recouvrent des situations également très hétérogènes d'endettement des agents privés, notamment des ménages, en niveau comme en variation.

Les besoins de financement du secteur privé (*graphique 5*) ont augmenté considérablement dans des pays comme l'Irlande, l'Espagne et la Grèce à partir de 2003-2004, alors que les administrations publiques dégageaient des excédents, ou de faibles déficits. Dans des pays comme la France, l'Italie et surtout l'Allemagne, les agents privés ont au contraire dégagé chaque année d'importantes capacités de financement tandis que le secteur public rétablissait moins vigoureusement son solde budgétaire

[11] Les dépenses supplémentaires liées aux pensions diffèrent ici des projections effectuées par le Conseil d'orientation des retraites, dans la mesure où la Commission européenne met en avant un peu moins d'un point de PIB de dépenses supplémentaires par an imputables à l'augmentation du nombre de retraités.

à l'équilibre qu'en Irlande ou qu'en Espagne. Résultat, un solde du compte courant largement excédentaire pour l'Allemagne, presque à l'équilibre pour la France et l'Italie, et fortement déficitaire pour l'Irlande et l'Espagne, voire très fortement pour la Grèce. La crise de l'automne 2008 et la contraction du crédit ont fait remonter significativement les taux d'épargne des ménages et diminuer les taux d'investissement des entreprises, ce qui aurait dû entraîner une chute majeure de la croissance si la demande n'avait pas été soutenue par d'importants déficits publics. La zone euro dans son ensemble<sup>(12)</sup> a néanmoins conservé un solde courant globalement à l'équilibre, même pendant la crise financière. La discrimination des risques au sein de l'espace européen tient compte aujourd'hui de cette double dimension. **Les pays qui combinent depuis plusieurs années des besoins de financement publics et une forte dégradation de la situation financière des agents privés sont particulièrement exposés.** Si l'on adopte cette optique large du risque souverain, la France est restée largement en dehors des écarts d'endettement privé observés dans d'autres économies.

**Graphique 5 :  
Solde financier des agents privés et publics en %  
du PIB, moyenne 2004-2008**



Source : OCDE

Ces considérations plaident pour **une approche globale de la situation patrimoniale d'une économie.** L'ensemble du passif financier, net des actifs financiers détenus par les résidents du pays, est résumé par la **position extérieure nette.** Là encore, plusieurs pays qui connaissent

incontestablement des difficultés de moyen terme propres à la dégradation de leur solde budgétaire structurel, disposent d'atouts non négligeables si l'on s'attache à leur endettement global<sup>(13)</sup>. La France, en particulier, est l'un des rares pays européens, avec l'Allemagne et la Belgique (et, hors zone européenne, le Japon) à occuper une position extérieure nette positive.

## ► L'INDICATEUR SYNTHÉTIQUE DU CAS, QUI AGRÈGE LES DIFFÉRENTS CRITÈRES DE SOUTENABILITÉ, PLACE LA FRANCE EN POSITION INTERMÉDIAIRE

En regroupant les principales variables considérées dans la note, nous pouvons maintenant construire un **indicateur synthétique** (tableau 1) permettant de classer les pays en fonction de la soutenabilité de leurs finances publiques<sup>(14)</sup>. L'indicateur présenté ici note la conjonction d'éléments favorisant le **risque de montée cumulative de l'endettement public.** Ce risque est notamment sensible :

- à la situation de départ des finances publiques,
- à l'écart du solde primaire par rapport à son niveau stabilisant,
- aux charges futures non provisionnées liées au vieillissement,
- et au risque porté par les autres agents privés, qui peuvent être transférés à l'État en cas de crise.

Dix critères sont avancés pour classer les 25 pays retenus en fonction de la soutenabilité de leurs finances publiques (annexe 1, tableau 2). Ces critères sont répartis en trois sous-groupes : court terme, moyen-long terme, équilibre financier global.

► Pour rendre compte du court terme, on a retenu la moyenne du solde budgétaire entre 2005 et 2009, le déficit structurel 2009-2010, ainsi que la dette publique brute et nette en 2009.

► Pour le moyen-long terme, ce sont l'effort budgétaire nécessaire en 2010 pour stabiliser la dette publique et les dépenses sociales supplémentaires liées au vieillissement de la population à l'horizon 2050<sup>(15)</sup> qui ont servi d'indicateur.

[12] Seuls treize pays de la zone euro sont considérés ici : les six mentionnés ci-dessus, l'Autriche, la Belgique, la Finlande, le Luxembourg, les Pays-Bas, le Portugal et la Slovaquie.

[13] Les divers effets de valorisation empêchent de considérer la dette extérieure nette des pays comme une accumulation des soldes courants présentés.

[14] Ce type d'indicateurs comporte toujours une part d'arbitraire, liée à la sélection des critères et à leur pondération. Une pondération "objective" devrait en principe faire intervenir la probabilité de défaut associée à la déviation de telle ou telle variable. Néanmoins, l'essentiel des défauts observables par le passé concerne des pays en développement, pour lesquels les données mobilisées ici ne sont que très partiellement disponibles.

[15] 2005-2050 pour certains pays hors UE.

► Enfin, la situation financière globale du pays est appréhendée via le déficit courant moyen sur la période 2005-2009, le besoin de financement des agents privés (2000-2009), l'endettement des ménages en 2008 et la dette extérieure nette en 2007.

Pour chaque critère, la position du pays est évaluée par rapport aux 24 autres pays considérés<sup>(16)</sup>. Une moyenne du rang est établie pour chaque sous-groupe, et c'est la moyenne des trois sous-groupes qui détermine l'indicateur composite de soutenabilité.

L'indicateur synthétique (tableau 1, "note synthétique moyenne") place la France, par ordre croissant de risque, au 12<sup>e</sup> rang des 25 pays de l'OCDE étudiés (et au 10<sup>e</sup> rang des 19 pays de l'UE retenus).

Les pays qui appartiennent à la première zone de risque en termes de soutenabilité sont par ordre décroissant : la Grèce, l'Islande, les États-Unis, l'Espagne, l'Irlande et le Portugal, le Royaume-Uni et le Japon. L'hétérogénéité de ces pays en termes de profondeur de marchés financiers ou de degré d'internationalisation de leur devise ne les expose naturellement pas à un risque identique de défiance.

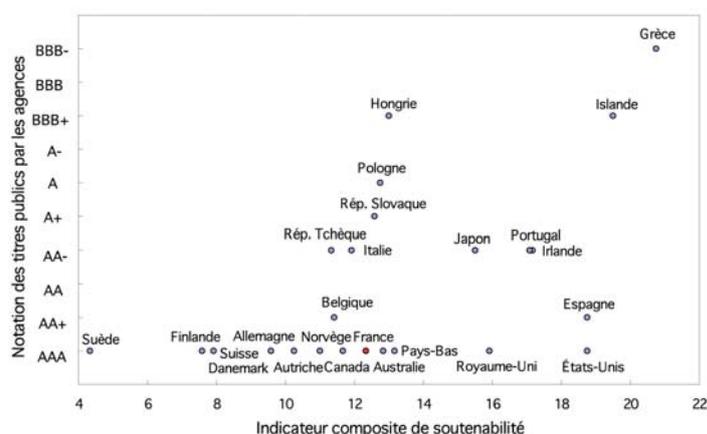
La France apparaît moins bien positionnée au regard des critères qui touchent aux risques de dérive de l'endettement public à court et moyen termes. Sur ce registre, elle se positionne au 19<sup>e</sup> rang, devant l'Irlande, la Pologne, la Grèce, le Royaume-Uni, le Japon, les États-Unis, et proche de l'Espagne qui part d'un niveau d'endettement plus faible.

Les risques de dérive de long terme sont en revanche tempérés par des fondamentaux démographiques et une situation financière des agents résidents relativement favorable. Sur ce registre, la France figure au 2<sup>e</sup> rang des 25 pays étudiés<sup>(17)</sup>.

Il est intéressant d'examiner plus précisément certains pays et les critères qui les distinguent des autres. Par exemple, la dette des ménages grecs est encore à l'heure actuelle une des plus faibles d'Europe, mais cela ne suffit pas à compenser les autres critères très défavorables par

rapport aux autres pays. Les États-Unis ont quant à eux un indicateur de soutenabilité presque aussi dégradé que celui de la Grèce, sans pour autant connaître la même tension sur une possible dégradation de leur note, reflet du "privilège exorbitant" que leur confère leur monnaie notamment. L'Espagne, de son côté, a une dette publique encore assez faible, mais les autres indicateurs sont plus critiques. L'Irlande est un peu moins contrainte du fait d'une position extérieure nette plus favorable. Le Royaume-Uni subit lui de fortes tensions conjuguant un impératif de désendettement des ménages et un effort budgétaire considérable pour stabiliser sa dette. La France se distingue de ces pays notamment par d'assez bons fondamentaux : la faible ampleur des dépenses sociales supplémentaires projetées à l'horizon 2050, une position extérieure nette positive et enfin des ménages relativement peu endettés. Cependant, des indicateurs de court et moyen termes lourds, tenant compte de l'état des déséquilibres présents et de l'effort budgétaire pour stabiliser la dette publique, viennent grever cette soutenabilité et rendent les ajustements budgétaires nécessaires, même s'ils peuvent être graduels.

Graphique 6 : Notation des titres publics<sup>(18)</sup> et indicateur de soutenabilité



Source : Eurostat, OCDE, Fitch Ratings, Commission européenne, FMI, calculs des auteurs

(16) Le classement effectué est donc relatif. L'imperfection d'un tel indicateur tient aussi au fait qu'une unité, le classement des pays pour chaque critère, peut sous-estimer de profondes différences entre deux pays [l'unité sera considérée comme relativement trop petite] ou sous-estimer une proximité des chiffres [elle sera alors considérée comme relativement trop grande].

(17) Ce constat est confirmé par une étude récente : "Ask not whether governments will default, but how", Morgan Stanley Research, 25 août 2010.

(18) La notation retenue est celle effectuée par l'agence de notation Fitch Ratings, fin mai 2010.

Un aperçu global du lien entre l'indicateur synthétique et la notation de la dette souveraine (*graphique 6*) montre à la fois les tensions qui peuvent s'exercer sur la notation et les limites d'un tel instrument. **L'indicateur de soutenabilité ne suffit pas à lui seul à caractériser la probabilité de défaut d'un État.** Le cas des États-Unis est emblématique : le risque attendant à la dette américaine n'est pas aussi grand que sa position le laisserait penser. **Le poids de l'histoire est décisif dans la confiance que les marchés accordent à un émetteur souverain.** En effet, les pays dont l'indicateur est fort et où la note est pourtant très bonne, comme le Royaume-Uni ou les États-Unis, sont des pays dont le développement financier et fiscal est ancien et qui n'ont jamais été en défaut (ou dont le dernier défaut remonte à des temps très reculés). Ces pays ne sont pas invulnérables pour autant et le concept de *"too big to fail"* comporte des limites, comme en témoigne la notation de dette souveraine du Japon, pourtant pays premier créancier du monde. De même, les pays dont l'indicateur est médian, telles les Républiques tchèque et slovaque, la Pologne ou la Hongrie, qui sont au même niveau que la France ou les Pays-Bas, et dont les notations sont assez dégradées, appartiennent tous à l'ancien bloc communiste. **L'état de profondeur des marchés financiers, le statut international de la devise (notamment pour motif de réserve), la gestion active de la dette constituent aussi des critères décisifs pour la notation d'un pays.** Sur ces points, et notamment le dernier, la France dispose d'atouts reconnus<sup>(19)</sup>. Les conditions de liquidité dont bénéficient les États-Unis<sup>(20)</sup> ou dans une moindre mesure le Royaume-Uni, minimisent leur risque d'endettement cumulatif passant par une hausse des *spreads* et, en définitive, leur risque de défaut.

**CONCLUSION** Le classement médian de la France recouvre deux caractéristiques contrastées : d'une part, des forces jouant en défaveur de la situation financière de court et moyen termes ; d'autre part, des fondamentaux de long terme particulièrement solides.

Ce classement montre aussi que les tensions apparues sur le coût de financement de certains États ne sont pas nécessairement déconnectées des fondamentaux. La crainte de diffusion d'une crise de défaut en Europe est renforcée par le fait que les pays les plus exposés sont de taille grande ou intermédiaire : Espagne, Irlande, Portugal ou Royaume-Uni. Parmi eux, seul le dernier dispose de la souplesse que confère la flexibilité du change. Ce groupe de pays "en situation limite" totalise une dette représentant 24,5 % de la dette publique de l'UE. Ce constat explique en grande partie le volontarisme affiché par ces pays en matière d'ajustement budgétaire.



Thomas Brand et Olivier Passet,  
Département Économie - Finances



[19] La gestion active de la dette et de la trésorerie par l'Agence France Trésor (AFT), mise en place en 2001, constitue en particulier un point fort de la France puisqu'elle permet de minimiser le coût net de financement de l'État.

[20] Elle ne protège pas du risque de défaut au niveau local comme en témoignent les crises de liquidité récurrentes de la Californie.

**Tableau 1 : Décomposition de l'indicateur synthétique de soutenabilité**  
 (Rang de chaque pays sur chaque critère, par ordre décroissant de performance, voir données en annexe 1 : tableaux 1 et 2)

	Indicateurs de court terme				Indicateurs de moyen-long terme			Équilibre financier global				Note synthétique moyenne (1), (2), (3)	Rang	dont		
	Déficit moyen 2005-2009	Déficit structurel 2009-2010	Dettes publique brute 2009	Dettes publique nette 2009	Effort budgétaire pour stabiliser la dette 2010	Dépenses sociales supplémentaires 2010-2050	Rang moyen (2)	Déficit courant moyen 2005-2009	Dettes externe nette 2007	Dettes ménages 2008	Besoin de financement des agents privés (2000-2009)			Rang moyen (3)	Risque de dérive de court et terme, moy.	Risque de dérive de long terme
	a	b	c	d	e	f	g	h	i	j	k	l	m	noy. (e, h, m)	noy. (e, f)	noy. (g, m)
Allemagne	11	7	15	17	12,5	11	10	11	5	5	11	2	5,8	9,6	11,8	12
Australie	6	11	1	4	5,5	9	16	13	19	20	20	23	20,5	12,8	7,3	5
Autriche	10	8	14	15	11,8	10	9	10	9	13	10	6	9,5	10,3	10,9	9
Belgique	12	10	21	22	16,3	2	20	11	10	4	6	8	7,0	11,4	9	7
Canada	7	6	16	11	10,0	8	19	14	11	8	15	12	11,5	11,7	10	6
Danemark	2	4	6	5	4,3	6	3	5	8	10	25	17	15,0	7,9	5,1	4
Espagne	13	21	9	13	14,0	20	23	22	22	21	16	24	20,8	18,8	22	16
Etats-Unis	23	23	18	20	21,0	25	13	19	18	11	18	18	16,3	18,8	23	25
Finlande	3	3	4	2	3,0	4	14	9	7	16	9	11	10,8	7,6	2	2
France	18	16	19	18	17,8	18	4	11	12	6	8	7	8,3	12,3	12	12
Grèce	25	25	22	23	23,8	14	25	20	24	24	7	21	19,0	20,8	25	22
Hongrie	24	5	20	21	17,5	5	7	6	20	22	4	16	15,5	13,0	16	16
Irlande	15	24	11	9	14,8	21	18	20	17	12	21	19	17,3	17,2	21	21
Islande	9	17	23	14	15,8	19	17	18	25	25	24	25	24,8	19,5	24	18
Italie	16	9	24	25	18,5	7	5	6	15	15	5	10	11,3	11,9	11	14
Japon	19	18	25	24	21,5	23	15	19	6	3	12	3	6,0	15,5	18	24
Norvège	1	12	10	1	6,0	17	21	19	1	2	14	15	8,0	11,0	7	11
Pays-Bas	8	13	13	12	11,5	13	24	19	4	7	23	4	9,5	13,2	17	13
Pologne	20	19	8	10	14,3	22	1	12	16	18	3	13	12,5	12,8	14	21
Portugal	22	20	17	19	19,5	15	6	11	23	23	17	22	21,3	17,1	20	17
Rép. slovaque	17	15	2	7	10,3	16	11	14	21	19	2	14	14,0	12,6	13	15
Rép. tchèque	14	14	3	6	9,3	12	12	12	13	17	1	20	12,8	11,3	8	8
Royaume-Uni	21	22	12	16	17,8	24	8	16	14	14	19	9	14,0	15,9	19	23
Suède	4	2	7	3	4,0	1	2	2	3	9	13	5	7,5	4,3	1	2,5
Suisse	5	1	5	8	4,8	3	22	13	2	1	22	1	6,5	7,9	4	3,9

Note : chaque grandeur classée est rapportée au PIB du pays concerné.

Pour la colonne g (Dépenses sociales supplémentaires imputables au vieillissement) plusieurs sources ont été mobilisées : Ageing Report 2009, European commission (p. 34, 51, 55) ; Visco I. (2005), "Ageing and pension system reform: Implications for financial markets and economic policies", Financial Market Trends, Supplément novembre, p. 13 ; "From stimulus to consolidation: Revenue and expenditure policies in advanced and emerging economies", IMF Working Paper, 2010, p. 21 ; "Projecting OECD health and long-term care expenditures: What are the main drivers?", Economic Department Working Paper, n° 477, p. 31.

Sources : OCDE, FMI, Eurostat, calculs CAS

## ANNEXE 1

Tableau 1 : Évaluations des soldes budgétaires structurels des économies développées par les organismes internationaux, printemps 2010

		2009				2010					
OCDE		FMI		Commission		OCDE		Commission			
Grèce	-11,7	Grèce	-13,1	Grèce	-14,1	Etats-Unis	-9,0	Etats-Unis	-9,2	Royaume-Uni	-10,4
Irlande	-9,9	Irlande	-10,0	Irlande	-11,4	Royaume-Uni	-8,1	Grèce	-8,9	Irlande	-8,7
Etats-Unis	-9,0	Espagne	-8,4	Royaume-Uni	-9,7	Irlande	-7,3	Irlande	-7,9	Grèce	-8,2
Royaume-Uni	-8,6	Etats-Unis	-7,9	Espagne	-9,6	Pologne	-6,9	Royaume-Uni	-7,6	Espagne	-7,8
Espagne	-8,3	Royaume-Uni	-7,8	Portugal	-8,3	Japon	-6,4	Japon	-7,5	Portugal	-7,5
Islande	-7,4	Portugal	-7,8	Pologne	-6,9	Espagne	-6,2	Norvège	-7,3	France	-6,6
Portugal	-7,4	Japon	-7,4	France	-6,2	Portugal	-5,7	Espagne	-7,3	Pologne	-6,5
Pologne	-7,3	Norvège	-6,8	Rep. Tchèque	-5,1	France	-5,5	Portugal	-7,1	Pays-Bas	-4,9
France	-5,7	France	-4,9	Belgique	-4,5	Grèce	-4,2	Pays-Bas	-5,2	Rep. Tchèque	-4,7
Japon	-5,5	Belgique	-4,8	Pays-Bas	-3,6	Pays-Bas	-4,2	Australie	-4,9	Belgique	-3,7
Rep. Tchèque	-4,6	Pays-Bas	-4,5	Italie	-3,3	Islande	-4,0	France	-4,6	Allemagne	-3,6
Pays-Bas	-4,5	Australie	-4,0	Autriche	-2,4	Rep. Tchèque	-3,9	Autriche	-4,3	Autriche	-3,6
Australie	-3,3	Italie	-3,9	Hongrie	-2,2	Allemagne	-3,5	Belgique	-4,3	Italie	-3,6
Canada	-3,2	Autriche	-3,0	Allemagne	-1,8	Autriche	-3,0	Allemagne	-3,8	Danemark	-3
Belgique	-2,8	Canada	-2,0	Finlande	0,3	Australie	-2,5	Italie	-3,5	Hongrie	-2,1
Italie	-2,7	Allemagne	-1,1	Danemark	0,6	Nlle-Zélande	-2,5	Canada	-3,0	Finlande	-1,4
Autriche	-2,4	Suède	-0,6	Luxembourg	1,2	Italie	-2,3	Nlle-Zélande	-2,0	Luxembourg	-1,4
Hongrie	-1,6	Finlande	-0,1	Suède	1,9	Canada	-1,8	Finlande	-1,9	Suède	-0,2
Allemagne	-1,4	Danemark	0,0			Hongrie	-1,7	Danemark	-1,7		
Nlle-Zélande	-1,4	Nouvelle-Zélande	0,4			Belgique	-1,4	Suède	-0,8		
Norvège	-0,8					Danemark	-1,4				
Danemark	0,1					Luxembourg	-1,2				
Luxembourg	1,0					Norvège	-0,9				
Finlande	1,1					Finlande	-0,3				
Suisse	1,3					Suisse	0,0				
Suède	2,3					Suède	0,8				

Sources : OCDE, FMI, DG ECFIN

Tableau 2 : Données incorporées dans l'indicateur synthétique

	Indicateurs de court terme				Indicateurs de moyen-long terme		Équilibre financier global			
	Déficit moyen 2005-2009	Déficit structurel 2009-2010	Dette publique brute 2009	Dette publique nette 2009	Effort budgétaire pour stabiliser la dette 2010	Dépenses sociales supplémentaires 2010-2050	Déficit courant moyen 2005-2009	Dette externe nette 2007	Dette ménages 2008	Besoin de financement des agents privés (2000-2009)
	a	b	c	d	f	g	i	j	k	l
Allemagne	0,2%	-2,5%	77%	50%	2,4%	4,9%	6,2%	26%	61%	7,8%
Australie	-1,6%	-3,7%	16%	-6%	1,9%	6,0%	-5,1%	-65%	104%	-6,7%
Autriche	-2,0%	-3,1%	73%	38%	1,9%	3,9%	2,8%	-18%	52%	4,6%
Belgique	-0,1%	-3,6%	101%	81%	-1,0%	6,8%	0,8%	29%	49%	2,3%
Canada	-3,1%	-2,5%	83%	29%	1,5%	6,4%	0,4%	-2%	83%	0,3%
Danemark	-3,5%	-0,9%	45%	-4%	0,7%	2,5%	3,0%	-8%	138%	-1,4%
Espagne	3,1%	-7,9%	59%	33%	5,8%	8,7%	-8,3%	-85%	84%	-8,4%
Etats-Unis	2,7%	-8,8%	84%	56%	9,7%	5,7%	-5,0%	-17%	97%	-1,6%
Finlande	-3,8%	-0,4%	44%	-52%	0,0%	5,8%	3,3%	-29%	52%	0,8%
France	-1,6%	-5,6%	85%	53%	4,9%	2,5%	-1,3%	12%	51%	2,3%
Grèce	-7,1%	-10,0%	115%	86%	3,1%	15,2%	-11,8%	-104%	51%	-4,7%
Hongrie	-6,0%	-1,9%	85%	59%	0,4%	3,2%	-5,5%	-98%	36%	-0,7%
Irlande	-1,2%	-9,2%	66%	25%	6,3%	6,2%	-4,1%	-18%	109%	-3,4%
Islande	-3,4%	-5,7%	118%	35%	5,0%	6,0%	-15,7%	-113%	128%	-17,6%
Italie	-3,4%	-3,2%	124%	97%	1,4%	2,9%	-2,7%	-21%	39%	0,9%
Japon	-4,0%	-6,7%	189%	96%	8,6%	5,9%	3,7%	50%	66%	7,7%
Norvège	-0,8%	-4,0%	60%	-140%	4,7%	7,0%	16,0%	59%	76%	-0,5%
Pays-Bas	16,0%	-4,5%	71%	31%	2,9%	9,0%	7,1%	0%	120%	7,7%
Pologne	-4,1%	-6,9%	58%	26%	6,8%	-0,4%	-3,1%	-58%	31%	0,2%
Portugal	-5,0%	-7,3%	84%	56%	4,6%	3,1%	-10,2%	-101%	96%	-5,9%
Rép. slovaque	-2,1%	-5,3%	27%	7%	4,7%	5,0%	-5,9%	-61%	28%	0,0%
Rép. tchèque	1,7%	-4,6%	37%	0%	2,6%	5,1%	-1,7%	-45%	28%	-4,6%
Royaume-Uni	1,0%	-8,7%	71%	47%	8,8%	3,4%	-2,3%	-20%	100%	1,0%
Suède	-5,0%	0,6%	53%	-17%	-2,0%	1,9%	7,9%	-6%	73%	5,7%
Suisse	-5,2%	0,7%	44%	10%	-0,4%	7,2%	9,7%	141%	116%	10,2%
Source	Eurostat, OCDE	Moyenne FMI, OCDE, Commission	OCDE	OCDE	OCDE	Commission, OCDE, FMI	OCDE, Eurostat	FMI	OCDE, Eurostat	OCDE

Source : OCDE

# La France et l'Europe face à la crise économique

## VOLET 2. LES MÉCANISMES FINANCIERS DE DIFFUSION DE LA CRISE DE LA DETTE SOUVERAINE

La discrimination par les marchés du risque attendant aux titres de dette émis par les États de la zone euro depuis le krach financier de l'automne 2008 pose avec une acuité accrue la question de la soutenabilité des finances publiques. Afin d'y répondre, il faut différencier la dégradation effective des fondamentaux pour chaque pays et les mécanismes proprement financiers induits par des problèmes de liquidités sur les marchés de dette souveraine. Même si le durcissement des conditions de financement des États reste localisé et les taux relativement bas, le risque de contagion doit nécessairement être pris en considération pour être évité. Il apparaît que tant

les fonds alternatifs, par défaut de transparence et de réglementation prudentielle, que les agences de notation, tendent à alimenter les risques de déséquilibre cumulatif. L'absence de mécanismes qui permettent de reconduire les primes de risque à des niveaux reflétant les fondamentaux remet sur le devant de la scène la question de la création d'une agence de notation européenne ou internationale. En dépit de certaines dérives qui fragilisent le bilan des banques, le risque d'une crise de liquidité à grande échelle sur le marché des titres souverains reste cependant peu probable. ■

### PROPOSITIONS

- 1 Améliorer le reporting et la transparence sur les prises de position et la structure de risque des fonds alternatifs (*Hedge Funds*).
- 2 Organiser les opérations les plus "spéculatives" sur le marché des couvertures de défaillance (les CDS, qui couvrent le risque de défaut d'un emprunteur). Il s'agit notamment de sécuriser les contrats dits "à nu", où l'opérateur se couvre sans détenir le titre risqué, pariant sur un défaut pour faire des gains. Pour ces opérations, négociées le plus souvent de gré à gré, il faudrait étendre le principe d'un recours à des chambres de compensation et, dans ce cadre, améliorer le système de dépôt de garantie et d'appel à collatéral pour sécuriser les transactions.
- 3 Renforcer les ratios prudentiels pour les vendeurs de CDS, c'est-à-dire pour les fournisseurs de protection : ces derniers, s'ils ont mal provisionné le risque qu'ils assurent, pourraient devenir les maillons de transmission d'une crise de nature systémique.
- 4 Améliorer la transparence de l'évaluation du risque par les agences de notation par la diffusion des méthodes, des modèles et des hypothèses sous-jacents à la notation. Soumettre les agences à une évaluation par les autorités de marché du caractère prédictif de la notation en matière de défaut.

## LES ENJEUX

La question de la soutenabilité des finances publiques des pays développés s'est posée avec acuité à partir du krach de l'automne 2008. Elle est due pour une large part à l'ampleur et à la concomitance de la dégradation des soldes financiers observée au moment de la crise dans la plupart des pays de l'OCDE. Elle tient aussi à la propagation de la crise de liquidité sur les marchés financiers. La défiance vis-à-vis des créances titrisées a d'abord entraîné un assèchement des liquidités sur le marché interbancaire et un repli sur les titres sans risque plutôt favorable au financement des déficits publics. Mais en fragilisant le bilan d'un certain nombre d'intermédiaires, elle a aussi débouché sur une plus forte sélectivité des risques. **L'interconnexion entre crise de liquidité et risque de défaut des émetteurs souverains s'est ainsi établie par le truchement d'une augmentation des spreads de taux d'intérêt<sup>(1)</sup> sur la dette de différents États jugés fragiles.**

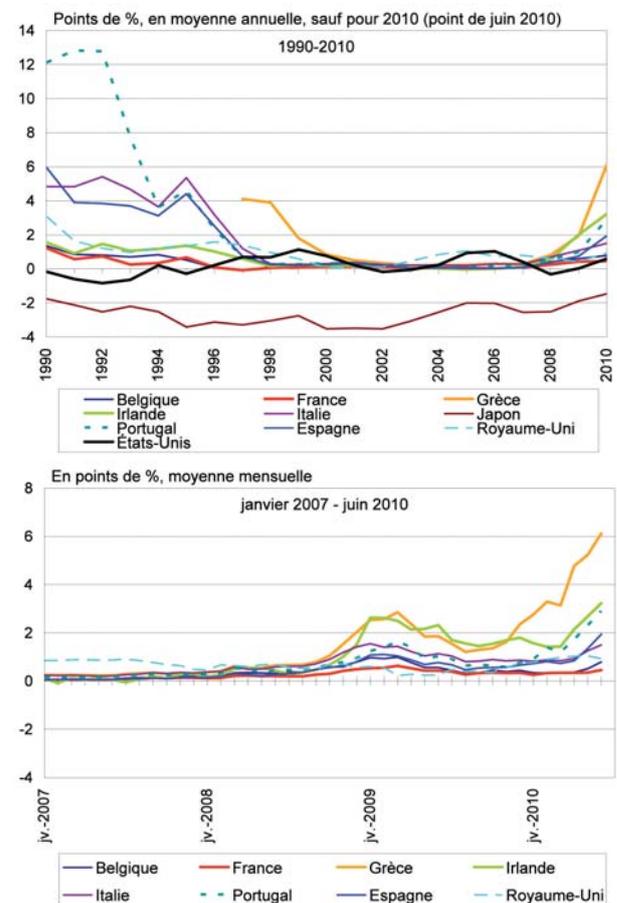
Pour l'heure, le durcissement des conditions de financement de certains États demeure localisé et la différenciation des primes de risque ne remet pas en cause le mouvement général de repli sur la qualité et de taux longs sur les obligations d'État historiquement bas. Cependant, le risque de diffusion d'une crise de la dette souveraine doit être envisagé pour en prévenir l'occurrence. Il s'agit d'analyser les mécanismes financiers par lesquels un nombre croissant de gouvernements connaîtrait des difficultés à placer les prochaines émissions de titres publics.

## DEPUIS LE KRACH FINANCIER DE L'AUTOMNE 2008, LES MARCHÉS FINANCIERS DISCRIMINENT À NOUVEAU LES ÉMETTEURS SOUVERAINS DE LA ZONE EURO

Les investisseurs sanctionnent depuis le début de la crise financière certains pays membres de la zone euro en appliquant des taux d'intérêt sur la dette publique plus élevés

Avant 1999, il était difficile de savoir si les marchés financiers appliqueraient des taux différenciés aux titres publics émis par les États membres de la zone euro en fonction des perspectives de croissance, d'inflation et de finances publiques de chacun, ou s'ils les traiteraient de manière indifférenciée. C'est la deuxième situation qui prévaut jusqu'à la crise financière (*graphique 1*) : jusqu'en 2007, les taux d'intérêt sur les obligations d'État à 10 ans convergent de manière spectaculaire vers les taux allemands, même dans des pays où la dette publique était élevée et la désinflation récente.

Graphique 1 : Spreads de taux d'intérêt sur les obligations d'État à 10 ans (écarts en points de pourcentage par rapport aux taux allemands à 10 ans)



Source : OCDE



(1) Les spreads désignent des écarts de taux par rapport à un taux de référence.

La décision du Conseil de l'Union européenne d'adopter à Amsterdam en juin 1997 le Pacte de stabilité et de croissance, qui limite les déficits publics à 3 % du PIB et la dette publique à 60 %, peut ainsi être lue comme l'anticipation de la possible absence de discrimination des dettes publiques par les taux d'intérêt. Il s'agissait au fond de prendre acte de la convergence des taux d'intérêt au sein des futurs pays membres de l'Union monétaire et de prévenir la possibilité de "passagers clandestins" qui profiteraient de taux bas pour financer des dettes publiques explosives.

Les écarts de taux se creusent en revanche fortement à partir de l'été 2008, surtout pour la Grèce et l'Irlande, et dans une moindre mesure pour le Portugal. La question est de savoir si les problèmes de soutenabilité des finances publiques de ces pays menacent les conditions de financement de l'ensemble de l'Union, ou si les taux traduisent avant tout un reflux de la liquidité de certains marchés qui profite à d'autres pays européens et principalement à l'Allemagne. Trois constats orientent pour l'instant vers le second terme de l'alternative. D'une part, l'accroissement des primes de risque a été plus que compensé par la détente moyenne des taux longs depuis le début de la crise pour l'essentiel des pays à l'exception de la Grèce, de l'Irlande et du Portugal<sup>(2)</sup>. La discrimination accrue s'est donc accompagnée d'un "repli vers la qualité". D'autre part, les spreads de taux d'intérêt restent aujourd'hui beaucoup plus réduits qu'ils ne l'étaient au cours des années 1990. Enfin, une telle discrimination par les taux est aussi à l'œuvre dans une autre "union" monétaire, les États-Unis, où la Californie joue le rôle de mauvais élève, sans que cela affecte la notation moyenne des obligations émises par le Trésor fédéral (*T-Bonds*).

### Les opérateurs peuvent surévaluer la dégradation des fondamentaux et entraîner des déséquilibres cumulatifs

Même si le phénomène de discrimination par les taux demeure aujourd'hui contenu, la soutenabilité des finances publiques et l'ampleur de l'effort destiné à la rétablir sont largement conditionnées par l'écart entre le taux d'intérêt et le taux de croissance. Le contexte de forte dégradation des déficits primaires et d'incertitude élevée sur la croissance potentielle crée une sensibilité particulière aux mouvements des taux d'intérêt. Le risque

d'un effet domino reste sous contrôle si la hausse des taux relève d'un sur-ajustement transitoire et que les politiques de consolidation budgétaire mises en œuvre par les pays en situation critique suscitent par la suite une détente des conditions de financement. Ce scénario n'est pas garanti à terme.

La théorie financière enseigne qu'en cas de perte de confiance, les investisseurs peuvent exiger des primes de risque déconnectées de l'état des fondamentaux. Il est en effet possible que si certains individus croient réelle une situation, elle devienne réelle dans ses conséquences<sup>(3)</sup> et que les États, par l'accroissement des charges d'intérêt, se trouvent alors dans l'incapacité d'honorer les échéances de leur dette. Le problème naît du fait qu'il devient parfaitement rationnel pour les investisseurs qui anticipent cette issue de se conformer par mimétisme à l'opinion moyenne, sans trop d'égards pour les critères objectifs de soutenabilité. Le risque d'une auto-référentialité et d'une déviation des prix de marché de leur valeur fondamentale s'apparente dans sa structure au fameux concours de beauté de Keynes<sup>(4)</sup>. Si le fait de "jouer" à la baisse les obligations d'État devient de surcroît pour certains fonds d'investissement une des principales sources de gains dans un univers plus général de faibles rendements financiers et de déflation d'actifs, les risques de déséquilibres cumulatifs difficilement réversibles sont à envisager dans la mesure où :

- ▶ une crise de liquidité associée à un incident de remboursement sur la dette peut affecter assez durablement une réputation (le cas argentin de 2001<sup>(5)</sup> étant ici emblématique), l'histoire jouant un rôle clé sur l'évaluation de la qualité d'une signature ;
- ▶ une hausse des taux, même transitoire, modifie la vitesse d'accumulation de la dette. Son niveau en sortie de crise affecte en retour le niveau de déficit primaire requis pour stabiliser l'endettement public ;
- ▶ l'impact macroéconomique récessif des politiques éventuellement prématurées de consolidation mises en œuvre peut compliquer à terme l'équation budgétaire.

L'influence des fonds alternatifs dans les risques de propagation cumulative d'une crise de la dette souveraine doit donc être examinée avec attention – même s'il est difficile d'y voir tout à fait clair, dans la mesure où ces fonds ne dévoilent pas leur structure de portefeuille.



[2] Le taux d'intérêt sur les obligations d'État à 10 ans en Allemagne diminue de plus d'un point entre l'été 2008 et le printemps 2009, ce qui pourrait attester ce report de liquidité.

[3] C'est une application du "théorème de Thomas", à l'origine du concept de prophétie auto-réalisatrice mis en évidence par le sociologue Robert K. Merton dans son livre *Social Theory and Social Structure*, New York, Free Press, 1968.

[4] Selon Keynes, les prix des titres ne sont pas déterminés par leur valeur intrinsèque, dans la mesure où la meilleure stratégie d'un investisseur consiste à deviner ce que les autres pensent. Pour illustrer ce mécanisme, il se réfère au concours de beauté organisé par un journal londonien, consistant à élire les cinq plus jolies femmes parmi une centaine de photographies. Le gagnant est celui dont la sélection se rapproche au mieux des cinq photographies les plus choisies, l'enjeu consistant non à choisir selon ses goûts mais à deviner le consensus global.

[5] Ce pays continue aujourd'hui à négocier auprès des créanciers les conditions d'une normalisation de son financement.

## ▶ LES FONDS ALTERNATIFS PEUVENT ÊTRE RESPONSABLES D'UNE EXCESSIVE VOLATILITÉ QUI NE REFLÈTE PAS FORCÉMENT L'ÉVOLUTION DES FONDAMENTAUX

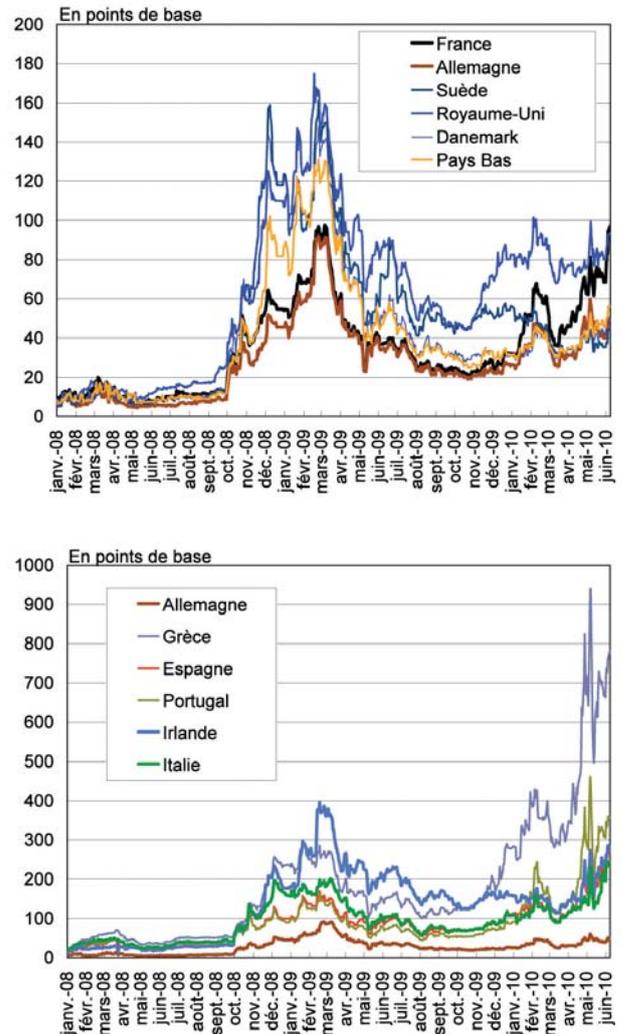
Le rôle des fonds d'investissements alternatifs, *Hedge Funds*, à travers des prises de position à découvert utilisées pour "jouer" un actif à la baisse, est débattu depuis le début de la crise. L'utilisation des marchés dérivés, à des fins spéculatives et non à des fins de couverture, conduit-elle à une surestimation des primes de risque dont s'acquittent les États les plus fragiles par rapport à leur risque objectif de défaut ? Expose-t-elle d'autres États à une hausse de leur coût de financement, sans lien avec les critères de soutenabilité ?

**Les CDS (*credit default swaps*), principale mesure du risque de défaut, nourrissent la volatilité des marchés**

Les CDS<sup>(6)</sup> sont devenus le thermomètre qui permet de mesurer la probabilité de défaut<sup>(7)</sup> d'un emprunteur, en l'occurrence souverain, et d'isoler ce risque de tous ceux auxquels est confronté l'investisseur (*graphique 2*).

Les prises de position dites "à nu" (*naked*) sur les marchés dérivés de CDS supposent que certains fonds souscrivent un contrat de couverture contre un risque de défaut sans détenir de titres d'État ou prennent une position sur un titre qu'ils ne possèdent ou n'empruntent pas : elles sont sans conteste de nature à accroître la volatilité des taux. Elles induisent très probablement des phénomènes de sur-ajustement à court terme (amplification à la hausse ou à la baisse). Il n'est pas évident pour autant que ce type de prises de position éloigne sur la durée le cours de sa valeur fondamentale. Néanmoins, au-delà d'un certain seuil, les risques de déstabilisation cumulatifs ne sont pas à exclure, dans la mesure où une hausse significative des taux provoque de façon auto-réalisatrice une insolvabilité réelle des pays en situation limite et peut se diffuser au secteur bancaire exposé sur ce type de produits. La récente décision du régulateur des marchés

Graphique 2 : Prime de CDS à 5 ans sur les obligations publiques



Source : Datastream

allemand, la BaFin, d'interdire, d'une part, les ventes à découvert à nu sur les obligations des gouvernements européens ainsi que sur les actions des plus grandes banques et assureurs allemands et, d'autre part, les contrats de CDS à nu sur les obligations d'État, a fortement accrédité cette hypothèse<sup>(8)</sup>.

(6) Un CDS est un contrat par lequel l'acheteur (de protection) s'engage à payer périodiquement au vendeur une prime sous réserve que celui-ci l'assure, pour un certain montant, si survient un "événement de crédit" (faillite de l'entreprise, défaut de paiement, restructuration de la dette ou moratoire sur les remboursements de dette souveraine). Les CDS jouent, depuis leur introduction à la fin des années 1990, un rôle important pour accroître la liquidité du marché des obligations en limitant les risques liés à leur détention.

(7) Probabilité dite "subjective", c'est-à-dire d'après les anticipations des opérateurs.

(8) Cette décision succède paradoxalement à une prise de position récente du régulateur allemand minimisant l'ampleur de la spéculation sur la base des données de transaction fournies par la DTCC (Depository Trust & Clearing Corporation). Selon l'organisme, l'encours brut de CDS contractés sur la dette grecque (83 milliards d'euros) au 12 février 2010 avait certes doublé depuis un an, témoignant d'une intensification du turnover sur ce type de produits. En revanche, l'encours net, indiquant le risque de perte que le marché est prêt à garantir, demeurait stable depuis plusieurs mois autour de 9 milliards. Ce deuxième indicateur souligne que l'ampleur des positions à découvert par le truchement des CDS demeurait relativement contenue.

**Les mouvements des CDS peuvent à terme dégrader les fondamentaux d'une économie et augmenter les risques d'insolvabilité des États**

Il y a d'assez fortes raisons de penser que le développement du marché des CDS ne crée pas seulement de la volatilité mais débouche sur des mouvements asymétriques, à la baisse plus qu'à la hausse, qui peuvent agir sur la valeur fondamentale. Il faut remarquer avant tout que les CDS modifient les comportements des agents sur les marchés d'obligations par rapport aux marchés d'actions. En effet, sur un marché d'actions, être long (position d'un acheteur qui détient l'action et parie sur la hausse de son prix) ou être court (vendre à découvert, en pariant sur la dépréciation d'un actif<sup>(9)</sup> que l'on emprunte ou que l'on livre tardivement) n'a pas la même implication en termes de prise de risque. Enregistrer des pertes sur une position longue expose à un risque par définition limité (perte qui ne peut excéder la valeur initiale de l'encours). En revanche, la réussite d'une position courte dépend de la valeur future de rachat des titres et peut déboucher sur des pertes dont l'ampleur n'est pas circonscrite à l'avance. Cette asymétrie décourage donc les positions courtes sur les marchés d'actions.

En revanche, les CDS offrent un moyen d'avoir une position courte sur les obligations mais exercent des pressions inverses en termes de risque. En effet, acheter des CDS (acheter la protection moyennant le versement d'une prime), c'est prendre le risque d'enregistrer de faibles pertes pour des profits potentiellement élevés tandis que vendre des CDS conduit à des profits limités pour des pertes potentiellement très élevées. Cette asymétrie encourage les spéculateurs à parier sur le défaut (spéculer à la baisse des obligations), et l'existence d'un marché des CDS exerce ainsi une pression à la baisse sur les obligations sous-jacentes<sup>(10)</sup>. Dans ce cas, les investisseurs achètent des CDS non parce qu'ils anticipent un défaut futur, mais parce qu'ils s'attendent à ce que le prix des CDS augmente en réponse aux craintes sur le défaut de l'émetteur.

Pour un émetteur en situation critique de solvabilité, la présence d'un énorme marché de CDS sans contreparties en obligations peut accentuer les pressions sur les taux auxquelles il est confronté. S'il fait face à une importante échéance sur le remboursement de sa dette, les spéculateurs qui connaissent ce besoin de refinancement peuvent avoir alors intérêt à acheter de la protection<sup>(11)</sup> afin d'entraîner un sur-ajustement du prix de la dette pour la revendre une fois la baisse enregistrée, dégradant la position de l'émetteur. En outre, comme les détenteurs de CDS gagnent en cas de défaut pour l'émetteur, cette situation crée une incitation à la coordination des positions pariant sur la défaillance de celui-ci. S'ajoutant aux réactions négatives des agences de notation, ces phénomènes amplifient la propagation des défauts. La hausse des CDS, déclenchée par une crainte accrue de défaut, entraîne une hausse effective du coût de financement de l'émetteur. Le défaut se réalise par prophétie auto-réalisatrice et se propage à d'autres émetteurs en augmentant les risques de contrepartie. La crise peut prendre alors une tournure systémique.<sup>(12)</sup>

Un bannissement définitif des *naked* CDS pourrait-il apparaître comme un moyen de séparer le bon grain de l'ivraie, de distinguer la détention de CDS pour couverture de la spéculation "prédatrice" (qui nuit à la découverte du prix fondamental) ? Il reste particulièrement ardu de séparer ces deux termes. Les besoins de couverture sur le défaut d'un acteur ne sont pas nécessairement liés à la détention d'obligations par ce dernier : ainsi, il est tout à fait plausible qu'un fournisseur veuille se couvrir contre le risque de faillite de son principal client. Les études montrent que bannir la vente à découvert sur les actions entrave plutôt le mécanisme de découverte du prix, réduit la liquidité (notamment pour les actions dont il n'existe pas d'options listées) et n'empêche pas la dégradation des cours.

Plutôt qu'interdire, il est donc peut-être plus efficace de lutter contre les dégâts causés par de potentielles dérives en allant vers davantage de transparence et un renforcement des règles prudentielles :



[9] Le gestionnaire va normalement emprunter moyennant versement d'intérêts l'actif qu'il ne détient pas à une partie tierce, un investisseur institutionnel, par l'intermédiaire d'un "prime broker" qui demande un collatéral pour garantir la transaction.

[10] George Soros (2009), "One way to stop bear raids", *The Wall Street Journal*, 24 mars. <http://online.wsj.com/article/SB123785310594719693.html>.

[11] Cette action peut même parfois précéder la vente par l'émetteur contraint et l'on parle alors de *front-running*.

[12] Ce phénomène a été favorisé par l'abandon en 2007 de l'*uptick rule* adoptée pendant la crise des années 1930, sorte de "coupe-circuit", qui consistait à stopper transitoirement certaines transactions quand le marché est trop fortement orienté à la baisse. La réintroduction de l'*uptick rule* est envisagée par la Securities and Exchange Commission des États-Unis : <http://imarketnews.com/node/9203>. L'intervention de la BaFin est à rapprocher de cette éventuelle réintroduction.

► par l'amélioration du *reporting* auprès des investisseurs, auprès des banques qui offrent leurs services aux *Hedge Funds* et sont exposées au risque de défaut de ces derniers (prime brokers) ou auprès des autorités de supervision. Une normalisation de ce reporting passerait notamment par la mise en accès public de bases de données plus complètes et plus fiables qui permettraient de mieux connaître a posteriori les positions des fonds spéculatifs et donc leur rôle durant certaines phases d'instabilité des marchés<sup>(13)</sup>;

► par le recours systématique à des chambres de compensation<sup>(14)</sup>, qui permet de créer une interface entre acheteurs et vendeurs. Cela améliore la transparence et réduit le risque de contrepartie par rapport au système de gré à gré qui prévaut jusqu'ici (plateformes de négociation supervisées et réglementées, répertoires centraux de données, existence d'une contrepartie centrale<sup>(15)</sup> et standardisation des produits). Une chambre de compensation permet de vérifier que la liquidité qui sous-tend les engagements est potentiellement assurée et qu'il n'existe pas une trop forte concentration de risques sur un seul protagoniste à des fins spéculatives. Dans ce cadre, on peut envisager de rendre obligatoire un appel de marges (versement de fonds supplémentaires auprès de la chambre de compensation, en numéraire ou en collatéral, pour couvrir la dépréciation d'une position ouverte) pour les CDS qui ne sont pas utilisés comme instruments de couverture ;

► par des exigences supplémentaires de fonds propres et une supervision renforcée pour le vendeur de CDS : les vendeurs de protection s'exposent à un risque moins limité que celui de l'acheteur<sup>(16)</sup>. Renforcer les règles prudentielles ou la supervision renchérit le coût de contracter un CDS, ce qui peut réduire la liquidité de ces marchés. Ces exigences réduisent aussi la probabilité que les vendeurs de protection ne puissent remplir leurs engagements d'assurance en cas d'occurrence d'un défaut (risque de contrepartie) ou que leurs engagements les exposent à un risque de faillite. Cela permettrait de réduire le risque systémique induit. Ce renchérissement ou une interdiction plus radicale peuvent notamment être fondés pour un pays dont les grands acteurs financiers, se sachant "*too big to fail*", seraient tentés de prendre des risques excessifs (car assurés d'être renfloués par le contribuable).

Les fonds alternatifs ne sont pas les seuls acteurs de marché incriminés dans les risques de déstabilisation cumulative : les agences de notation sont elles aussi suspectes de créer un risque de déstabilisation.

## PROPOSITION 1

Améliorer le reporting et la transparence sur les prises de position et la structure de risque des fonds alternatifs (*Hedge Funds*).

## PROPOSITION 2

Organiser les opérations les plus "spéculatives" sur le marché des couvertures de défaillance (les CDS, qui couvrent le risque de défaut d'un emprunteur).

Il s'agit notamment de sécuriser les contrats dits "à nu", où l'opérateur se couvre sans détenir le titre risqué, pariant sur un défaut pour faire des gains. Pour ces opérations, négociées le plus souvent de gré à gré, il faudrait étendre le principe d'un recours à des chambres de compensation et, dans ce cadre, améliorer le système de dépôt de garantie et d'appel à collatéral pour sécuriser les transactions.

## PROPOSITION 3

Renforcer les ratios prudentiels pour les vendeurs de CDS, c'est-à-dire pour les fournisseurs de protection : ces derniers, s'ils ont mal provisionné le risque qu'ils assurent, pourraient devenir les maillons de transmission d'une crise de nature systémique.

[13] Aglietta M. et Rigot S. (2008), "La réglementation des *Hedge Funds* face à la crise financière. Une contribution au débat", *Document de recherche*, EconomiX, UMR 7166, CNRS – Université de Paris X-Nanterre, mars.

[14] Depuis mars 2010, les CDS peuvent être compensés aux États-Unis à travers l'ICE Trust, filiale d'Intercontinental Exchange.

[15] Si A ne peut assurer son engagement auprès de B, la contrepartie centrale (en interface) honore l'engagement auprès de B.

[16] Le premier doit verser un capital en cas de défaut alors que le second paie un intérêt.

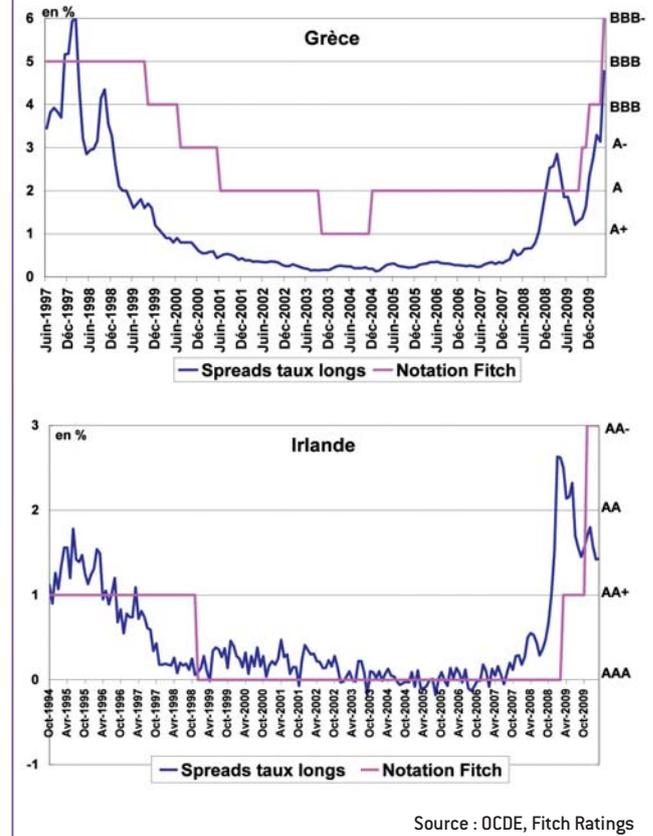
## ▶ LES RÉACTIONS TARDIVES, PROCYCLIQUES ET ASYMÉTRIQUES DES AGENCES DE NOTATION PEUVENT AMPLIFIER LES RISQUES DE DÉSTABILISATION CUMULATIVE

Les notations de crédit jouent un rôle clé dans les décisions d'investissement des acteurs du marché financier<sup>(17)</sup>. Les émetteurs de titres et d'obligations recherchent les notations de crédit pour améliorer l'attrait commercial ou le prix de leurs titres de placement. Les investisseurs institutionnels, comme les fonds mutuels, les fonds de pension et les sociétés d'assurance, sont quant à eux soumis à des politiques d'investissement qui stipulent que seuls les titres de placement dotés d'une certaine notation minimale de crédit peuvent être acquis. Les banques centrales, selon la même logique, acceptent de prendre en pension lors du refinancement des banques commerciales uniquement les titres au-dessus d'un certain seuil.

Les agences de notation pourraient agréger l'information pertinente dans une même note<sup>(18)</sup> et signaler de manière graduelle et en avance sur les investisseurs la montée d'un risque sur un instrument ou un émetteur particulier. Elles limiteraient de la sorte la volatilité autour de la valeur fondamentale. Mais dans la réalité, les agences se comportent au contraire de manière retardée, procyclique et asymétrique et peuvent venir accroître la discrimination des États européens par les taux d'intérêt en dehors d'une analyse des fondamentaux. Les dégradations abruptes et tardives des notations "massifient" les mouvements de défiance, augmentant le coût de l'émission et rendant plus difficile l'accès au marché :

▶ les réactions des agences de notation sont tardives. En effet, les changements de notation interviennent en général après l'augmentation des *spreads* de taux d'intérêt. Par exemple, le *spread* sur les taux grecs (graphique 3) a diminué de près de 50 % entre octobre 1998 et février 1999, de plus de 4 points à 2 points environ, tandis que la note n'a été modifiée qu'en octobre 1999. Comme le remarque aussi la Commission européenne, lors de la dernière crise, les notations ont été abaissées après la chute des prix des produits et la

Graphique 3 :  
Évolution des spreads des taux d'obligations à 10 ans de la Grèce et de l'Irlande par rapport à l'Allemagne et de la notation des titres



débâcle de plusieurs institutions financières<sup>(19)</sup>. Pour la *Securities and Exchange Commission*, les agences de notation consacraient peu de ressources à la surveillance des notations en comparaison de ce qui se passe lors de l'établissement d'une note initiale ;

▶ les agences de notation amplifient la dynamique haussière des *spreads*. Leurs réactions procycliques ont été pointées à de multiples reprises comme facteur de panique ou *a contrario* de bulle (crise asiatique, emballement des valeurs technologiques, crises *Enron* et *Worldcom*). Elles contribuent ainsi à augmenter les investissements dans les "bons moments", participant à la surchauffe des marchés, et accélèrent la chute des marchés dans les "mauvais moments", en alimentant des mouvements de panique<sup>(20)</sup>;



[17] Amadou Sy [2009], "The systemic regulation of credit rating agencies and rated markets", *IMF Working Paper*, IMF Institute, juin, [www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2009/wp09129.pdf](http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2009/wp09129.pdf).

[18] La notation qu'elles fournissent, ou rating, donne une opinion sur la capacité d'un émetteur à remplir ses obligations envers ses créanciers, ou sur celle d'un titre à générer les paiements de capital et d'intérêts conformément à l'échéancier prévu. Le fait que la notation exprime une opinion n'engage pas juridiquement les agences, ce qui au regard de la loi américaine les met à l'abri de poursuites de la part des investisseurs.

[19] "Lorsque les conditions du marché se sont dégradées, les agences de notation n'ont pas su adapter leurs notations promptement" ; Commission des Communautés européennes [2008], "Proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil sur les agences de notation de crédit", [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/docs/agencies/proposal\\_fr.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/agencies/proposal_fr.pdf).

[20] Paquet J. [2009], *Turbulences sur les marchés financiers : l'influence des agences de notation de crédit*, Laboratoire d'étude sur les politiques publiques et la mondialisation.

► enfin, même si les changements de *spreads* sont aussi brusques à la hausse qu'à la baisse, les agences semblent plus promptes à dégrader les notes qu'à les améliorer.

Deux pistes peuvent être explorées pour permettre aux agences de devenir des références stabilisantes dans les périodes d'emballement des marchés.

La première piste touche à la performance des modèles d'évaluation des risques mobilisés par les agences et au droit de regard qu'exerceraient les autorités pour vérifier leur portée prédictive. Les processus de notation sont opaques : même si les agences mettent en ligne une grande quantité d'informations, cette dernière demeure fractionnée et ne renseigne pas nécessairement sur le "processus de fabrication" proprement dit<sup>(21)</sup>. La mesure du risque à partir des outils traditionnels de l'analyse financière n'est pas non plus nécessairement adaptée pour en saisir la dimension systémique. La stabilité des critères, l'homologation des méthodes, la transparence sur les hypothèses sous-jacentes à la mesure du risque et l'évaluation *a posteriori* des résultats, pour vérifier que la notation constitue bien un indicateur avancé du risque de défaut, garantiraient la qualité des notations. Cela permettrait d'une part un meilleur contrôle par les autorités de marché et inciterait d'autre part à une véritable différenciation des méthodes. En effet, l'exposition plus grande des agences privées les conduirait à justifier leur spécificité et pourrait contribuer à la robustesse de l'information (selon la concordance ou non des résultats). Si des garanties de transparence étaient obtenues sur ce point, elles feraient passer au second plan la question du modèle de financement des agences qui est extrêmement difficile à résoudre<sup>(22)</sup>, à moins d'envisager la possibilité d'une entité de notation publique.

La seconde piste touche à la création d'une agence indépendante à vocation européenne. Au-delà de l'oligopole que forment les agences de notation, le problème tient aujourd'hui au poids que les autorités publiques ont décidé d'accorder aux notations des émissions souveraines. En effet, les autorités monétaires se référant aux notes des titres placés en gage par les banques lors du refinancement, une dégradation de ces notes au-delà d'un seuil acceptable peut entraîner d'un seul coup une très forte défiance des investisseurs dans l'achat de ces titres. C'est la raison pour laquelle la BCE a annoncé un élargissement de la gamme des collatéraux qu'elle prenait en pension, pour éviter qu'une dégradation de

la dette grecque n'ait trop d'effet sur les taux exigés par les marchés. Ainsi, la déclaration de son président, Jean-Claude Trichet, le 3 mai 2010, se voulait une réponse à la dégradation des titres publics grecs de trois crans par l'agence *Standard & Poor's* (de BBB+ à BB+, ce qui les avait fait basculer dans la catégorie "spéculative"). Elle faisait également suite aux annonces du gouvernement grec sur la mise en place d'ajustements budgétaires que la BCE jugeait crédibles : on voit bien en quoi ce jugement, étant donné le statut particulier de la BCE, pouvait sembler supérieur à celui des agences de notation. Cette mesure a cependant été explicitement présentée comme provisoire. Une solution plus pérenne pourrait consister à créer, au sein de la BCE, un service indépendant chargé de noter la dette souveraine des pays européens et de rendre publique cette information. Cela éliminerait les conflits d'intérêts liés au financement, sans pour autant nuire à la crédibilité de cette agence de notation publique : la même crédibilité dont jouit la BCE, fondée sur sa capacité d'indépendance vis-à-vis des États membres, pourrait aussi bénéficier à l'agence. En revanche, alors que la politique monétaire est indépendante des gouvernements, un tel dispositif conférerait à la BCE un pouvoir, qui pourrait être jugé exorbitant, d'influence sur les politiques budgétaires.

#### PROPOSITION 4

**Améliorer la transparence de l'évaluation du risque par les agences de notation par la diffusion des méthodes, des modèles et des hypothèses sous-jacents à la notation. Soumettre les agences à une évaluation par les autorités de marché du caractère prédictif de la notation en matière de défaut.**

### ➤ RISQUE DE DÉFAUT ET RISQUE DE DIFFUSION PAR LES BILANS BANCAIRES

Au-delà du rôle déstabilisant de certains acteurs de marché, les difficultés objectives de plusieurs États et leur défaut partiel éventuel sont-ils de nature à créer un risque systémique qui se traduirait par une crise de liquidité affectant des États dont la dette est a priori soutenable ? Cette question s'enracine dans la crise grecque, épice de d'un épisode de révision à échelle

[21] *Standard & Poor's* France réplique notamment que les agences n'ont jamais autant communiqué sur leur méthodologie que depuis août 2007 [tous leurs critères sont disponibles sur Internet et mis à jour en permanence].

[22] Un risque de conflit d'intérêts est souvent souligné dans la mesure où les agences de notation sont rémunérées par les entités notées. Voir *Securities and Exchange Commission (SEC) (2008), Summary Report of ISSUES Identified in the Commission Staff's Examinations of Select Credit Rating Agencies*, United States Securities and Exchange Commission, juillet, [www.sec.gov/news/studies/2008/craexamination070808.pdf](http://www.sec.gov/news/studies/2008/craexamination070808.pdf).

mondiale des risques souverains (la discrimination poussée des risques a atteint notamment les États américains). En dépit du poids relatif très faible de la Grèce dans l'économie mondiale, une telle turbulence a créé l'angoisse d'un "effet papillon" sur les marchés financiers. Des voix s'élèvent alors pour accélérer la reconnaissance du défaut grec, plaidant qu'il s'agirait d'un scénario inévitable et probablement moins coûteux en termes de croissance. D'autres craignent que les pertes bancaires ainsi occasionnées n'aggravent la restriction du crédit et n'imposent aux États de s'engager dans une nouvelle vague de recapitalisation.

**Le défaut d'un État n'est pas nécessairement le scénario le plus coûteux en termes de croissance...**

Les expériences passées révèlent que les effets récessifs précèdent généralement le défaut, par anticipation, mais que la croissance est ensuite rapidement de retour, au lieu d'être grevée par de multiples plans de consolidation.

Dans un papier récent, Borensztein et Panizza (2008)<sup>(23)</sup> regardent les coûts possibles de défaut, et notamment la perte de réputation auprès des marchés financiers et les coûts pour l'économie domestique. Pour les coûts de réputation, les pays qui ont fait défaut souffrent en termes d'accès aux marchés de capitaux internationaux, avec en moyenne un abaissement immédiat de la notation et un saut des *spreads* d'environ 400 points de base. Cet effet persiste en moyenne entre 3 et 5 ans. Sur la production, en revanche, les auteurs ne trouvent pas de relation significative entre l'occurrence d'un défaut et le rythme de croissance de la production qui suit. La contraction du PIB, au contraire, précède les défauts et la production augmente dès le trimestre au cours duquel le défaut a lieu. Cela suggère que, quels que soient les effets négatifs d'un défaut sur la production, ces résultats proviennent de l'anticipation du défaut plutôt que du défaut lui-même.

En définitive, un défaut localisé dans un petit État ne déstabilise pas nécessairement la croissance. Cependant, même si les récentes expériences suggèrent que les coûts économiques de défaut peuvent ne pas être aussi élevés que ce qui est communément pensé, il faut remarquer que dans les défauts étudiés, la reprise a été aidée par une dépréciation du change, qui n'est pas une option pour la Grèce. Reste alors pour ce pays la possibilité d'une révision en profondeur de son système d'imposition, de façon à diminuer les coûts du travail tout en rétablissant le solde budgétaire à son équilibre. La dévaluation fiscale, qui s'assimile dans les faits à une réforme de type TVA sociale, peut aussi avoir comme effet favorable,

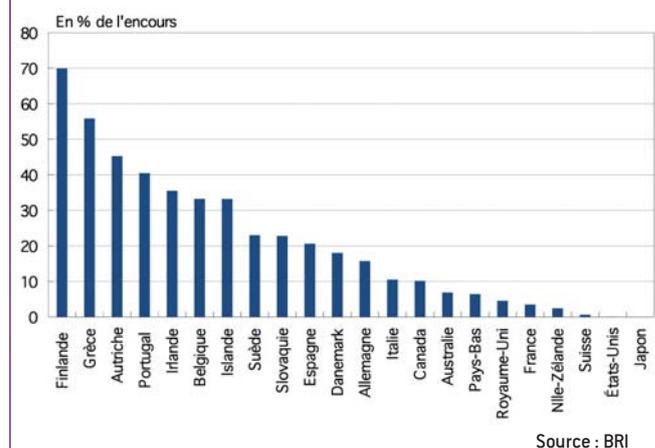
compte tenu de la baisse des charges qu'elle induit, de moins encourager le travail non déclaré. Elle ne peut être néanmoins que d'ampleur limitée.

**...mais la défaillance d'un État souverain pèserait sur la réputation de l'ensemble de la zone euro**

Le défaut partiel d'un État souverain dans le cadre d'une union monétaire serait cependant une première. L'impact en termes de réputation de la signature de toute dette souveraine libellée en euro est de ce fait difficile à anticiper. Dans le cadre d'un État fédéral, les mécanismes de sauvegarde d'un État sont assurés. En amont, il existe des règles qui limitent l'ampleur des déséquilibres. En aval, l'État fédéral garantit de fait les titres de dette émis au niveau inférieur. Aux États-Unis, la Californie dont la note souveraine laisse envisager *a priori* un risque de défaut proche du Portugal, et qui est réputée en quasi-faillite, ne peut être assimilée à la Grèce.

En Europe, ces cadres restent à élaborer, en dépit des récents progrès (fonds européen de stabilité financière doté de 750 milliards d'euros). D'une part, les déséquilibres observés au niveau des États souverains sont d'une tout autre ampleur que ceux que l'on observe dans le cadre d'une fédération, sans qu'il existe un pouvoir discrétionnaire européen pour les réguler. D'autre part, les risques attendus aux titres émis par les pays surendettés sont portés en bilan et hors bilan par un grand nombre de banques et de fonds européens. Cette exposition au risque des pays partenaires est d'autant plus importante que les emprunteurs dont la solvabilité est contestée sont aussi ceux qui émettent le plus à l'international (*graphique 4*). Il existe donc aujourd'hui une forme de

**Graphique 4 : Encours des émissions publiques internationales en % du total, décembre 2009**



[23] Panizza U. et Borensztein E. [2008], "The costs of sovereign default", *IMF Working Papers* 08/238, International Monetary Fund.

solidarité contrainte entre pays qui, lorsqu'elle se manifeste, peut être interprétée par les marchés comme l'expression d'un risque systémique imminent.

L'effet de "réputation" lié au défaut partiel d'un État est moindre lorsque le défaut est perçu comme incontournable et se révèle bien plus lourd lorsqu'il est jugé évitable. De ce point de vue, une restructuration de la dette grecque paraît encore prématurée : il faut souligner notamment l'inconnue que constitue la situation macroéconomique réelle de la Grèce. Dans un pays qui dispose d'une importante économie cachée, les comportements sont difficiles à anticiper :

- ▶ l'évasion fiscale atteint de telles proportions que les marges d'amélioration du rendement de l'impôt sont probablement très importantes en Grèce ;
- ▶ l'impact macroéconomique d'une hausse générale de la fiscalité n'est pas aisé à anticiper. Il dépend largement du volant de liquidité déclaré ou non par les ménages. L'amélioration du financement de la protection sociale (notamment des retraites et de la santé) peut induire une baisse de l'épargne de précaution.

### Le risque de transmission de la crise via la dégradation des bilans bancaires demeure contenu

Dès lors, selon quels mécanismes un défaut partiel sur un État pourrait-il, par effet de diffusion, créer un effet domino de crise de liquidité sur la dette souveraine ? Plusieurs canaux peuvent être mentionnés :

- ▶ la dépréciation des fonds propres des banques européennes, au prorata des pertes constatées à l'actif : les banques sont exposées à des risques de pertes en valeur ou de perte réelle (si défaut) sur leur actif et à un besoin de provisionnement qui diminue leur assise en fonds propres. Ce risque est accru pour les banques actives sur les CDS en tant que vendeuses de protection, confrontées alors à d'importantes obligations de règlement en cas de défaut partiel d'un État. Ces événements conduisent à une dépréciation des fonds propres et/ou modifient la pondération des risques des actifs (puisque certaines notes sont dégradées). Ils diminuent au final la capacité de prêt des banques puisque cette dernière est tributaire de la valeur des capitaux propres<sup>(24)</sup> ;

### ▶ le renchérissement du financement des banques au passif :

- l'augmentation du volume des emprunts publics exerce un effet d'éviction qui accroît le coût de financement des intermédiaires financiers. L'importance de la dette bancaire qui arrive à échéance, dans un contexte de retrait progressif des aides publiques (État et facilités des banques centrales), peut créer un contexte particulièrement tendu ;
- le lien entre la hausse du coût de financement des États et celle des banques crée un environnement difficile pour les systèmes financiers des pays exposés à la défiance des investisseurs (les "GIPE" : Grèce, Irlande, Portugal, Espagne). On observe notamment depuis le début de la crise une grande similitude entre le risque de défaut souverain et le risque de défaut bancaire dont témoigne la corrélation entre les CDS des banques et ceux du pays où elles sont implantées. Cette corrélation exprime le fait que, le taux des emprunts d'État demeurant la référence minimale de risque dans chaque pays, sa hausse se reporte sur les autres agents<sup>(25)</sup>. Elle exprime réciproquement le fait que la situation financière des États peut être aggravée par un besoin de soutien public des banques ;

- ▶ l'interdépendance entre banques et États peut alimenter un "cercle vicieux" : la dépréciation des fonds propres des banques nationales, le renchérissement du financement des banques et la dégradation de la dette souveraine sont des phénomènes qui s'auto-alimentent, puisque les banques résidentes sont en général d'importants acquéreurs de la dette publique nationale et que réciproquement l'État mutualise de fait les pertes du système bancaire quand elles dépassent un certain seuil.

**Les risques de perte peuvent-ils entraîner une nouvelle vague de recapitalisation et de nouvelles mesures de soutien public ?** Si la crise ne dépasse pas le périmètre des GIPE, elle semble pouvoir être absorbée par le système bancaire. Le poids des créances souveraines à risque à l'actif des banques des pays européens les plus exposés (France, Allemagne et Belgique) représenterait environ 30 % du noyau dur (*tier 1*) de leurs capitaux propres (*tableau 1*). Si l'encours des créances souveraines sur le GIPE était déprécié d'un cinquième, l'impact négatif



[24] Le minimum de ratio de fonds propres requis selon les accords de Bâle II est de 8 % de l'encours de crédit pondéré par le risque de crédit, le risque de marché et le risque opérationnel (ratio Mc Donough, anciennement ratio Cooke).

[25] Discours de Christian Noyer, Conférence du Global Interdependence Centre, 17 juin 2010.

Tableau 1 :  
Exposition des banques, par groupe de pays,  
au risque souverain espagnol, grec et  
portugais, en % de leurs fonds propres (tier 1)

	Espagne	Grèce	Portugal
France, Allemagne, Belgique	12,1 %	8,3 %	5,0 %
Italie, Pays-Bas, Suisse	2,8 %	2,7 %	2,0 %
Royaume-Uni	3,4 %	1,2 %	0,7 %
Japon	3,4 %	1,2 %	0,7 %
États-Unis	< 1 %	< 1 %	< 1 %

Note : le tier 1 est la partie jugée la plus solide (noyau dur) des capitaux propres (capital social + résultats mis en réserve + intérêts minoritaires – actions auto-détenues – goodwill). Selon les accords de Bâle, ils doivent représenter 4 % des actifs ajustés du risque (les banques visent en général 7 %).

Source : BRI

sur le tier 1 serait en moyenne de l'ordre de 5-6 % (sensiblement moins sur l'ensemble des fonds propres). Un tel ajustement ne nécessite pas forcément une recapitalisation, même s'il tend à renforcer la restriction du crédit<sup>(26)</sup>. Dans cette optique, les banques françaises et européennes ont été soumises par Moody's à des tests de résistance. Selon l'agence, les banques seraient à même d'absorber les pertes potentielles "GIPE", sans devoir augmenter leur capital, "même en cas d'un scénario de pertes pires qu'attendu".

**Les pertes potentielles créent-elles un risque de réduction de la liquidité sur l'ensemble des marchés de dette publique ?** Les crises sporadiques et localisées de dette souveraine et la dépréciation induite des fonds propres bancaires ne favorisent pas inéluctablement une "restriction du financement souverain". *A priori*, le fonctionnement des règles prudentielles issues de Bâle II rend peu probable ce type de propagation. Les exigences de fonds propres étant moindres pour les créances aux États que pour les crédits aux agents privés, une dégradation des ratios prudentiels encourage plutôt un redéploiement vers la dette souveraine bien notée. Ce mécanisme atténue le risque de diffusion généralisée de la crise, mais exacerbe en revanche la différenciation des spreads et pénalise en conséquence les pays les plus proches de la zone de risque de défaut.

Les pertes potentielles créent-elles un risque de restriction du crédit au détriment des agents privés ? Oui, pour les débiteurs les plus risqués notamment. En retour, l'impact négatif sur la croissance réelle a des retombées sur l'activité réelle et la dette des États. C'est probablement par ce canal réel que le risque de diffusion des déséquilibres est le plus perceptible. La faillite partielle d'États de taille intermédiaire nourrit plutôt le risque de déflation larvée et d'empilement des dettes "à la japonaise". Mais faute d'alternative, en l'absence notamment de rendements privés, les intermédiaires financiers n'ont d'autre solution que de financer ces déséquilibres.

En définitive, on imagine mal une aversion généralisée pour l'ensemble des titres d'États européens, qui demeurent une composante clé et incontournable de la diversification des portefeuilles à l'échelle mondiale. Même si les ratios prudentiels se détérioraient à la suite de pertes partielles sur certains États, ce qui est à craindre est plus une restriction du crédit en direction des agents privés et un renforcement des tendances déflationnistes.

**Le risque d'emballage financier et de crise de liquidité par effet domino doit certes être anticipé pour être prévenu. Il ne doit pas néanmoins être considéré comme le plus probable.** D'une part, la désillusion sur la qualité des créances titrisées crée un climat favorable au refuge sur des titres sans risque classiques, dont bénéficient les grandes signatures aujourd'hui<sup>(27)</sup>. D'autre part, la pression des marchés crée certes des risques de propagation de la crise mais elle aboutit finalement à une politique monétaire particulièrement expansive qui compense pour partie les efforts de consolidation budgétaire attendus des gouvernements. Ce *policy mix*, reposant sur une politique budgétaire rigoureuse et une approche monétaire autorisant une légère érosion de la dette par l'inflation, peut être favorable à la croissance.<sup>(28)</sup>



Thomas Brand, Mahdi Ben Jelloul et Olivier Passet,  
Département Économie - Finances  
Avec l'appui de Clara Augereau



[26] Il faut remarquer cependant que les données de la BRI sont agrégées sur plusieurs pays, et qu'en outre il est probable que les différentes banques d'un même pays soient différemment exposées.

[27] Caballero R. J. [2010], "The "other" imbalance and the financial crisis", *NBER Working Paper*, n° 15636.

[28] L'enjeu du *policy mix* de sortie de crise est abordé dans le troisième volet de notre analyse consacrée à "La France et l'Europe face à la crise économique".

## La France et l'Europe face à la crise économique

### VOLET 3. QUELLES POLITIQUES BUDGÉTAIRES EN EUROPE EN SORTIE DE CRISE ?

Face à l'ampleur de la récession mondiale, les politiques de relance ont atteint leur objectif : stabiliser l'activité et lisser l'ajustement des capacités. Une consolidation graduelle et généralisée à l'ensemble de la zone euro apparaît aujourd'hui nécessaire. Dans le cas français, il s'agit de reconstituer des marges de manœuvre budgétaires pour pouvoir faire face à un prochain retournement conjoncturel, ce que notre pays a eu du mal à accomplir au cours des précédents cycles économiques. Les conditions

monétaires créent un contexte favorable à cet effort, en permettant de compenser une consolidation de l'ordre de 2 % du PIB à court terme. Par ailleurs, le risque d'impact négatif sur la croissance peut être modéré par le choix des modalités de l'ajustement. Les États membres doivent surtout concentrer leur effort sur les dépenses de fonctionnement et se redéployer simultanément vers les dépenses d'avenir. Sur ce terrain, une coordination européenne serait souhaitable. ■

#### PROPOSITIONS

- 1 La France doit mener un effort de consolidation budgétaire de l'ordre de 4 à 5 points de PIB pour rétablir un sentier de dette soutenable à moyen terme et pour restaurer des marges de manœuvre budgétaires de type contra-cyclique.
- 2 L'ajustement ne doit pas être différé mais il devrait être graduel afin de ne pas affaiblir la reprise. La détente des conditions monétaires en Europe depuis le début de la crise crée une fenêtre d'ajustement favorable, permettant d'absorber 2 points de PIB de réduction du déficit structurel à court terme sans pénaliser la croissance.
- 3 L'ajustement doit reposer sur l'adoption de mesures conçues comme permanentes et sur une programmation à moyen terme strictement respectée pour en renforcer la crédibilité. Cela plaide plutôt pour une action sur les dépenses dans un contexte de fiscalité déjà élevée et de concurrence fiscale qui tend à fragiliser le caractère pérenne des hausses d'impôt.
- 4 Le faible coût du capital lié aux politiques monétaires expansionnistes doit être mis à profit pour soutenir les politiques d'investissement d'avenir coordonnées sur l'ensemble de l'espace européen.

## LES ENJEUX

Les politiques macroéconomiques menées au sein de l'espace européen sont confrontées à un dilemme. La situation critique d'un certain nombre d'États membres en termes de soutenabilité expose la zone à un risque de renchérissement du coût de financement des administrations publiques.

Mais l'effort de consolidation attendu pourrait *a contrario* fragiliser la reprise, ralentir la croissance potentielle et éroder la base fiscale, détériorant en définitive l'équation budgétaire. Le G20 ou les messages adressés par les organismes internationaux sont symptomatiques de cette tension. Ils exhortent les États à ne pas tuer dans l'œuf la reprise mondiale, mais mettent en garde en même temps contre les risques de dérive cumulative des dettes.

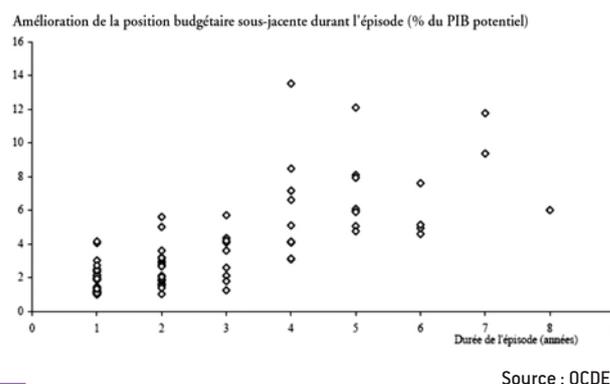
Cette note souligne :

- ▶ qu'un ajustement peut être mené de manière graduelle sans que cela compromette ses chances de succès ;
- ▶ que le rétablissement de marges d'action stabilisatrice de type contra-cyclique est décisif pour soutenir la croissance potentielle ;
- ▶ que l'effet positif de la détente des conditions monétaires et financières est en mesure aujourd'hui de compenser les conséquences de 2 points de consolidation budgétaire, mais que cette dernière doit être crédible et relativement étalée dans le temps ;
- ▶ que le risque de dégradation de la croissance potentielle est minimisé par la vigueur des politiques microéconomiques de soutien à l'innovation.

## LES ENSEIGNEMENTS DES CONSOLIDATIONS PASSÉES

Les pays développés ont connu un grand nombre d'épisodes de consolidation budgétaire depuis 30 ans. L'OCDE en dénombre 85 dans 24 pays, dont la majorité demeure d'un montant inférieur à 2,8 % du PIB et d'une durée inférieure à 2 ans. Une vingtaine de pays ont mené au cours de cette période des consolidations supérieures à 5 points de PIB et une dizaine supérieures à 10 points. Il serait cependant vain de vouloir sur la base de ces observations édicter une règle optimale en matière de consolidation. Chaque effort correspond à des contextes bien particuliers. Celui de l'adhésion à l'euro ouvrait notamment la perspective d'une très forte décru du coût de financement de la dette, ce qui a facilité la réalisation des objectifs. Dans de petites économies ouvertes, la dépréciation du change a modéré par le passé les coûts de l'ajustement budgétaire sur la croissance. D'autres économies ont mené des efforts isolés, dans un contexte de croissance mondiale favorable. La spécificité de la crise actuelle tient surtout au caractère simultané des dérives budgétaires et des efforts à consentir dans les pays développés pour stabiliser les ratios d'endettement public.

Graphique 1 :  
Relation entre durée et ampleur de la consolidation



Pour autant, quelques constats généraux peuvent être mis en exergue. Les expériences passées ne plaident pas nécessairement en faveur des "thérapies de choc". Les annonces d'ajustement massif et concentré dans le temps ne sont pas toujours les plus crédibles car elles butent sur la question de leur acceptabilité. Les efforts de grande ampleur tendent à être plus étalés dans le temps (graphique 1) que ceux de moindre taille, la durée permettant d'en atténuer l'intensité annuelle<sup>(1)</sup>. Ce dosage a notamment été privilégié par le passé lorsque la situation macroéconomique initiale était particulièrement dégradée.

**La restauration d'un équilibre budgétaire durable passe avant tout par une contraction des dépenses publiques**, et moins par une augmentation des recettes. Les ajustements réussis qui permettent de converger vers des finances publiques soutenables reposent en effet majoritairement sur une coupe des dépenses primaires<sup>(2)</sup>. Alesina et Perotti (1996)<sup>(3)</sup> soulignent la meilleure efficacité des efforts visant une réduction de la masse salariale publique et des dépenses de transfert. En revanche, l'augmentation des recettes constitue souvent un levier moins pérenne de restauration de l'équilibre budgétaire<sup>(4)</sup>.

**Le moment et les conditions macroéconomiques qui prévalent au début d'une phase de consolidation constituent des éléments décisifs.** Les ajustements budgétaires réussis sont en moyenne intervenus lors d'une phase ascendante du cycle (mesuré par l'écart de la production par rapport à sa tendance potentielle), alors que la plupart de ceux qui n'ont pas permis de restaurer l'équilibre budgétaire se sont produits en phase descendante<sup>(5)</sup>. Une situation financière initiale très dégradée et un niveau élevé du service de la dette accroissent paradoxalement la probabilité de réussite de l'ajustement. Les avancées concernant le déficit primaire se doublent d'un effet positif sur le service de la dette.

Les ajustements peuvent même exercer **un impact expansionniste s'ils suivent une crise majeure des finances publiques. Les consolidations budgétaires ne sont ainsi pas toujours défavorables à la croissance.** Plusieurs ajustements budgétaires ont été dans le passé associés à des phases d'expansion économique, même à court terme (Danemark, 1983-1986 ; Irlande, 1986-1988 ; Suède, 1996-1998 par exemple). Les estimations récentes du FMI, selon la méthodologie VaR<sup>(6)</sup> d'analyse des chocs, indiquent notamment que les politiques budgétaires temporaires ont bien les effets keynésiens attendus sur la croissance à court terme. En revanche, les augmentations permanentes de déficits ont des effets multiplicateurs instantanés plus faibles et peuvent même exercer des effets négatifs sur la production à long terme. Une consolidation budgétaire poursuivie sur plusieurs

années pourrait donc finir par relever la croissance. En illustration de sa théorie du "stress fiscal", Perotti (1999) montre que si la dette publique atteint une certaine part dans la richesse nationale, l'effort de consolidation peut modérer les anticipations de hausse future des impôts de la part des ménages et des entreprises. Giavazzi et Pagano (1990)<sup>(7)</sup> montrent aussi que le surcroît de consommation privée observé dans certains pays dépasse très largement l'effet mécanique induit par le recul des dépenses socialisées et leur prise en charge directe par les ménages<sup>(8)</sup>. D'autres auteurs insistent sur la **composition de l'ajustement**. Selon Alesina et Perotti (1996), dans le cas d'ajustements non durables, les deux tiers de la réduction des dépenses affectent l'investissement public et laissent intacte la masse salariale. Les coupes dans le capital sont en revanche beaucoup plus faibles lors d'ajustements réussis (un cinquième en moyenne). Pour Lane et Perotti (1996), la réduction des dépenses de fonctionnement de l'État hors masse salariale a peu d'impact récessif.

Il faut cependant ajouter que **les politiques monétaires et de change ont été dans le cas d'ajustements réussis très accommodantes, avec de fortes dévaluations**, associées à un ancrage aux autres monnaies tout de suite après, de manière à éviter une remontée des taux d'intérêt. L'efficacité de ces dévaluations a été renforcée par la faible taille des pays et leur forte propension à exporter. Les consolidations dites "expansionnistes" ne sont donc pas aisément transposables à des économies de moyenne ou grande taille, à l'exception notable de l'Allemagne, qui dispose d'un taux d'ouverture comparable à celui d'une petite économie.

## 🔍 L'ANTICIPATION DES CRISES FUTURES

La France est entrée dans la crise avec un déficit structurel supérieur à 3 % du PIB (entre 3 % et 3,7 % selon les estimations en 2007 et en 2008). **Cette situation de solde structurel relativement dégradé en haut du cycle des affaires est récurrente.** Elle traduit une tendance plus



[1] Cette observation d'ensemble s'accompagne néanmoins d'exceptions notables, comme celles du Danemark en 1986 ou d'Israël en 1983, qui ont mené des consolidations budgétaires supérieures à 10 points de PIB en moins de quatre ans.

[2] Pour les deux tiers selon Brand T. (2008), "Après la crise, quel retour à l'équilibre des finances publiques à moyen terme ?", *La Note de veille*, n° 112, Centre d'analyse stratégique, octobre.

[3] "Fiscal adjustments in OECD countries: Composition and macroeconomic effects", *NBER Working Paper*, n° 5730.

[4] Inversement, les stratégies radicales de réduction d'impôts visant à "affamer la bête" nécessitent souvent d'augmenter les recettes un ou deux ans plus tard : Romer C. D. et Romer D. H. (2007), "Do tax cuts starve the beast? The effect of tax changes on government spending", *NBER Working Paper*, n° 13548.

[5] Brand T. (2008), *op. cit.*

[6] VaR : Value at Risk.

[7] Blanchard O. et Fischer S. (dir.) (1990), "Can severe fiscal adjustments be expansionary?", in *NBER Macroeconomics Annual*, Cambridge, MA: MIT Press.

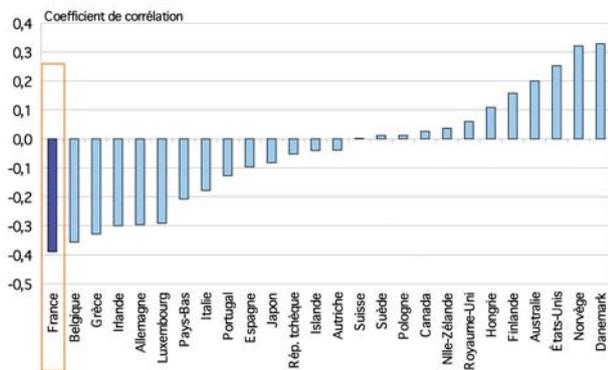
[8] Les auteurs montrent que le surcroît de consommation privée imputable directement à la baisse des services publics explique seulement 15 % de l'expansion de l'activité au Danemark, au milieu des années 1980.

globale à mettre en œuvre des politiques budgétaires pro-cycliques, qui se relâchent en phase haute du cycle et se resserrent prématurément en début de phase ascendante, lorsque le faible étiage des recettes fiscales révèle la réalité de la dégradation structurelle du solde budgétaire. Cette orientation est caractéristique de la France et des pays d'Europe continentale, comme l'indiquent les niveaux de corrélation entre la position dans le cycle (mesurée par *l'output gap*<sup>(9)</sup>) et le sens des impulsions de la politique budgétaire (*graphique 2*), entre 1980 et 2008. Elle contraste avec ce que l'on observe dans les pays anglo-saxons ou d'Europe du Nord. Elle est typique de pays qui pourraient mieux gérer leur contrainte inter-temporelle et financent en partie des dépenses nouvelles à caractère permanent par des surcroûts de recettes liés au cycle. Ce tempo budgétaire participe à l'allongement de la durée moyenne des phases de récession, deux fois plus longue en Europe qu'aux États-Unis.



Graphique 2 :

### Impulsions budgétaires délibérées et cycle Coefficient de corrélation entre la variation du solde primaire structurel et *l'output gap*



Note : une corrélation négative signifie qu'un pays tend à prendre des mesures discrétionnaires pour rééquilibrer son budget en bas du cycle

Source : OCDE, calculs CAS

Une deuxième conséquence de l'orientation pro-cyclique des politiques budgétaires pourrait être d'affaiblir la croissance potentielle. Même si le cycle alterne des phases d'accélération et de décélération de l'activité

apparemment symétriques, certains auteurs suggèrent que l'amplitude ou la durée des épisodes de récession ne sont pas neutres sur la croissance de long terme. Cette question est particulièrement débattue. La vision d'inspiration schumpétérienne<sup>(10)</sup> des cycles d'affaires considère que les récessions incitent les entreprises à corriger les inefficacités organisationnelles, à innover et à se tourner vers de nouvelles opportunités de demande. Des travaux soulignent néanmoins que les réallocations de ressources s'opèrent avec difficulté en récession, limitant ainsi la portée du processus de destruction créatrice (Caballero et Hammour, 2005)<sup>(11)</sup>. La crise peut entraîner une "sclérose technologique" et ne favorise pas nécessairement un tri en faveur des "bonnes" entreprises. Lee et Mukoyama (2008)<sup>(12)</sup> montrent ainsi, sur micro-données américaines, qu'en période de récession, les comportements de faillite sont peu modifiés alors que l'entrée des start-ups à fort potentiel est particulièrement ralentie. D'autres travaux soulignent la pro-cyclicité de la R & D, non nécessairement en moyenne, mais pour un grand nombre de PME, compte tenu du durcissement des contraintes de financement interne dues à la baisse des profits ou de financement externe liées au rationnement du crédit des banques (Aghion *et al.*, 2009)<sup>(13)</sup>. Les phases ascendantes et descendantes du cycle sont ainsi suspectées de produire des effets asymétriques sur la croissance potentielle. En freinant l'entrée des nouvelles structures et en durcissant la contrainte de crédit des PME innovantes, les récessions laisseraient des traces sur la productivité globale des facteurs et donc sur la croissance de long terme, que les reprises ne compenseraient pas<sup>(14)</sup>. Pour Aghion, Barro et Marinescu (2005), la zone euro pourrait gagner 0,2 % de croissance si elle menait des politiques aussi contra-cycliques que les États-Unis.

La gestion pro-cyclique de la contrainte de financement tend à éloigner progressivement le solde primaire structurel de la zone où il stabilise la dette. L'effort de consolidation est en effet problématique en période de récession et risque de demeurer incomplet, contribuant à l'érosion de la position financière de l'État avec le



(9) L'indicateur mesure l'écart du PIB à son potentiel non inflationniste. Il diminue même lorsque la croissance est positive, dès que la croissance évolue en dessous de son rythme potentiel.

(10) Cette vision dérive de l'approche schumpétérienne de la "destruction créatrice", qui s'applique plus aux cycles longs de type Kondratieff et donc à l'alternance de grandes phases A et B qui rythment l'histoire économique, qu'aux cycles courts des affaires de fréquence plutôt quinquennale.

(11) Caballero R. J. et Hammour M. (2005), "The cost of recessions revisited : A reverse-liquidationist view", *The Review of Economic Studies*, vol. 72, n° 2, avril, p. 313-341, et Caballero R. J. et Hammour M. (1998), "The macroeconomics of specificity", *The Journal of Political Economy*, vol. 106, n° 4, août, p. 724-767.

(12) Hall B. (1992), "The financing of research and development", *Oxford Review of Economic Policy*, 18(1), p. 35-51 ; Himmelberg C. et Peterson B. (1994), "R & D and internal finance : A panel of small firms in high tech industries", *Review of Economics and Statistics*, 78(1), p. 38-51.

(13) Aghion P., Askenazy P., Berman N., Cette G. et Eymard L. (2008), "Credit constraints and the cyclicity of R & D investment : evidence from France", *Working Paper*, n° 2008-26, Paris School of Economics.

(14) Aghion, Angeletos, Banerjee et Manova (2004) ont montré en particulier que le taux de croissance du PIB par tête est bien négativement corrélé avec la volatilité du taux de croissance.

temps. Si l'économie est de surcroît confrontée à un choc d'ampleur imprévue, ce qui vient d'être le cas, l'absence totale de "provisionnement" d'un tel risque induit une très forte dérive de la dette. L'amplitude des cycles financiers au cours des 15 dernières années et la répétition des épisodes d'instabilité justifient pourtant l'anticipation de ce type d'événements. Si en haut de cycle, l'État avait "provisionné" 1,5 point de marge d'intervention contra-cyclique, au-delà du solde stabilisant la dette sur longue période, le solde primaire aurait été inférieur d'environ 3 points de PIB à ce qui a été observé en 2008. À plan de relance identique, la dégradation du ratio d'endettement rapporté au PIB serait de 13 points inférieure en 2011 à ce qui est projeté aujourd'hui pour la France. L'effort visant à stabiliser la dette après 2011 serait inférieur à 1 point de PIB au lieu de 4 à 5 points aujourd'hui. Cette situation correspond peu ou prou à celle du Canada, de l'Autriche et dans une moindre mesure de l'Allemagne.

La vitesse de dégradation de l'endettement observée aujourd'hui rend l'ajustement difficile à différer pour trois raisons principales : 1/ trop attendre pourrait compromettre l'option "douce" et exposer la France et d'autres pays d'Europe à l'adoption sous la pression des marchés de plans nationaux de redressement de finances publiques; 2/ l'État doit rapidement restaurer des marges de manœuvre pour disposer de moyens d'impulsion lorsque les politiques monétaires prendront une tournure moins accommodante ; 3/ les premiers pays qui rétabliront la soutenabilité de leurs finances publiques à l'issue de la crise minoreront le coût d'émission de leur dette souveraine et disposeront de marges d'intervention accrues en faveur des secteurs d'avenir. Ils se créeront ainsi un avantage en termes de compétitivité et de croissance potentielle. Un décalage de conjoncture marqué entre France et Allemagne reviendrait de surcroît à accélérer la consolidation budgétaire outre-Rhin par un transfert de la dette sur l'Hexagone, émise à un coût supérieur.

## PROPOSITION 1

**La France doit mener un effort de consolidation budgétaire de l'ordre de 4 à 5 points de PIB pour rétablir un sentier de dette soutenable à moyen terme et pour restaurer des marges de manœuvre budgétaires de type contra-cyclique.**

## LES CONDITIONS MONÉTAIRES ET FINANCIÈRES PEUVENT AMORTIR LES EFFETS D'UNE CONSOLIDATION GRADUÉE

Les conditions financières et monétaires recouvrent trois dimensions : la situation du taux de change qui conditionne la compétitivité de la zone euro ; le niveau des taux d'intérêt qui est décisif dans les choix d'investissement ; et la valeur du patrimoine qui agit sur le pouvoir de consommation et d'investissement des ménages et plus généralement sur la capacité d'emprunt d'une économie, sensible à la valeur des collatéraux. Les deux premières dimensions ont évolué favorablement au cours des derniers trimestres. La troisième, sensible notamment au prix de l'immobilier et au cours des actions, s'est dégradée puis s'est stabilisée ou partiellement reconstituée dans des proportions variables selon les économies. Au total, les conditions monétaires et financières<sup>(15)</sup> se sont significativement détendues, sous l'impulsion des banques centrales, dont la politique a été exceptionnellement accommodante. L'évaluation de l'orientation des politiques macroéconomiques discrétionnaires doit prendre en compte la double dimension budgétaire et monétaire de la politique publique. On a parfois suspecté le policy mix européen d'appuyer à la fois sur le frein monétaire et l'accélérateur budgétaire. La crise a ouvert clairement la voie à une double détente. La possibilité d'une consolidation en douceur peu pénalisante pour la croissance est largement conditionnée par le maintien de conditions monétaires expansives. Encore faut-il que la politique monétaire ne vienne pas buter sur son seuil d'inefficacité, qui intervient lorsque le contexte de déflation ne permet plus aux taux d'intérêt de mordre sur l'activité réelle (situation dite de "trappe à liquidité"). Les différentes dimensions des conditions monétaires et financières ne sont de surcroît pas figées. Leur impact doit être évalué en prenant en compte leur orientation future. Cette dernière n'est elle-même pas indépendante des arbitrages qui seront effectués au plan budgétaire.

### Des taux d'intérêt réels à des niveaux historiquement faibles depuis 30 ans

Même si l'accent est mis depuis plusieurs mois sur les primes de risque qui pénalisent le financement de certains pays et que les *spreads* se sont sensiblement accrus au sein de la zone euro, le coût de financement de la dette souveraine a globalement diminué pour la

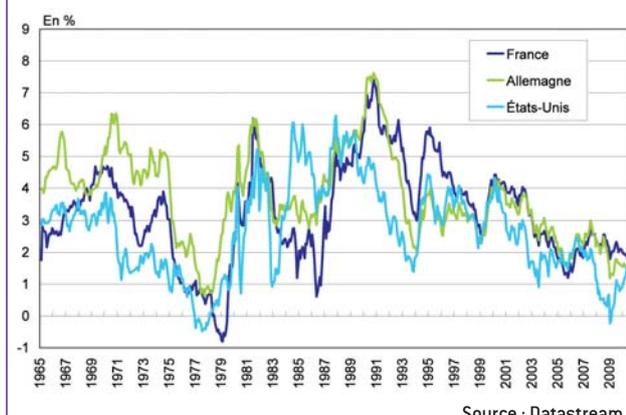
[15] Voir notamment Guichard S., Haugh D. et Turner D. (2009), "Quantifying the effect of financial conditions in the Euro Area, Japan, United Kingdom and United States", *OECD Economics Department Working Papers*, n° 677, mis à jour dans l'*OECD Economic Outlook* d'avril 2010.

plupart des pays développés. Les taux d'intérêt réels<sup>(16)</sup> des obligations d'État à 10 ans oscillaient autour de 2 % dans la période de pré-crise, à des niveaux historiquement bas depuis 30 ans dans une phase de reprise (5 % à 7 % entre 1986 et 1990, 3 % à 4 % entre 1997 et 2000) et à des niveaux sensiblement inférieurs aussi à ceux qui prévalaient avant les deux premiers chocs pétroliers (*graphique 3*). Les taux réels à 10 ans sont plus proches aujourd'hui de 0,5 % - 1 %, si l'on se réfère au taux actuariel des obligations d'État indexées sur l'inflation<sup>(17)</sup>. Ils ont donc perdu près d'un point depuis le début de la crise.



Graphique 3 :

### Taux d'intérêt réels à 10 ans Taux des emprunts d'État à 10 ans - inflation lissée sur 5 ans



La baisse des taux réels à 10 ans, si elle s'avérait durable, serait susceptible d'induire près de 0,2 point de croissance supplémentaire par an au cours des trois prochaines années (0,5 point en cumulé sur trois ans), si l'on se fie à l'impact moyen qui ressort de quelques grands modèles macroéconomiques standards qui servent de référence dans les organismes internationaux ou les administrations économiques (*tableau 1*).

La question est de savoir si ces taux réels historiquement bas doivent être considérés comme participant à un regain de croissance ou s'ils sont le signe avant-coureur d'autres risques. Deux perspectives suscitent des inquiétudes :

► celle de la formation d'une "trappe à liquidité" : les taux longs témoigneraient essentiellement de l'anticipation par les opérateurs de politiques monétaires condamnées à maintenir les taux courts à leur plancher sur la longue durée, à l'instar du Japon des années 1990. Le maintien de telles politiques serait la conséquence de tendances déflationnistes persistantes au sein des économies, qui rendraient inopérante la politique monétaire puisque les taux réels deviendraient rigides à la baisse. Cette inquiétude, relayée en particulier par Paul Krugman, est particulièrement marquée aux États-Unis. Elle pointe également aujourd'hui dans de récents avis de la Fed<sup>(18)</sup> ;

► celle d'une remontée significative des taux réels en réponse à la forte montée de la dette publique des pays développés : cette dernière a progressé de 20 points de PIB en moyenne dans les pays de l'OCDE. Les travaux empiriques suggèrent qu'une telle dérive est susceptible d'induire 1 point de taux réel supplémentaire, avec des écarts prononcés selon les pays, en fonction du niveau initial d'endettement ou de la qualité de certains fondamentaux<sup>(19)</sup>. Les approches par les flux suggèrent des ordres de grandeur similaires. La dégradation de 3 points en moyenne des soldes structurels observée dans les pays de l'OCDE pourrait provoquer entre 0,2 et 0,5 point de taux supplémentaire par point de déficit.

Ces deux risques contradictoires appellent à la vigilance. Pour l'heure, les pays développés ne sont pas objectivement en déflation même si la situation est préoccupante. L'inflation sous-jacente sur le marché des biens est proche de 1 % en France, dans la zone euro et aux États-Unis. Un tel ordre est historiquement faible outre-Atlantique mais a déjà été atteint en France lors des récessions de 1993 et de 2000. L'inflation anticipée à long terme, telle qu'elle ressort du cours des obligations d'État indexées, demeure comprise entre 1,5 % et 2,5 % selon les échéances<sup>(20)</sup>. Surtout, le contexte de croissance mondiale soutenue (4,5 % prévus par le FMI pour 2010) maintient en tension les marchés de matières premières. Concernant le second risque, le contexte de reconstitution de l'épargne privée, particulièrement marqué dans les

[16] Les taux d'intérêt réels mesurent le rendement d'un titre en retranchant l'effet de l'érosion de la dette par l'inflation anticipée. Pour des titres longs de 10 à 30 ans, on considère le plus souvent que les marchés projettent l'inflation sur la base de l'inflation observée au cours du précédent cycle. L'inflation moyenne observée au cours des cinq dernières années peut alors être retenue comme estimateur de l'inflation anticipée.

[17] En pratique, l'investisseur dans une DATi ou dans une DATÉi percevra un coupon fixe plus faible que s'il avait acquis une OAT nominale de même maturité, mais il se verra rembourser à échéance un capital plus élevé, d'un montant supplémentaire égal au cumul de l'inflation sur la période d'existence de l'obligation. Les DATi et DATÉi sont cotées sur les marchés obligataires au même titre que les OAT. Leur valeur de marché permet de calculer un taux actuariel appelé "taux réel". La comparaison avec le rendement actuariel des obligations nominales de même maturité permet d'extraire des informations sur les anticipations d'inflation : cet écart, appelé le "point mort d'inflation", mesure approximativement l'anticipation d'inflation par le marché à un instant donné. Plus précisément, le point mort d'inflation est la somme de trois éléments : l'anticipation d'inflation, la prime de risque d'inflation et éventuellement une prime de liquidité dépendant de l'intensité de l'offre et de la demande ; voir Coeuré B. et Sagnes N. [2005], "Un bilan de l'émission des obligations françaises indexées sur l'inflation", *Diagnostics Prévisions et Analyses Économiques*, n° 89, novembre.

[18] [www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20100810a.htm](http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20100810a.htm).

[19] Voir notamment FMI [2009], "The state of public finances cross-country fiscal monitor: November 2009", *IFM Staff Position Note*, SPN/09/25 ; Ardagna S., Caselli F. et Lane T. [2007], "Fiscal discipline and the cost of public debt service: Some estimates for OECD countries", *The B.E. Journal of Macroeconomics*, vol.7, 1.

[20] Elle tend néanmoins à décélérer à nouveau depuis le premier trimestre, ce qui peut susciter des inquiétudes.

économies surendettées, et le mouvement profond de rééquilibrage des portefeuilles vers les titres dits “sans risque”, diffèrent pour l’instant les perspectives de hausse des taux longs sur la dette souveraine de la plupart des pays développés (voir volet 2, Note d’analyse n° 192).

Tableau 1 :  
**Impact sur le PIB d’une baisse de 1 point de l’ensemble des taux d’intérêt en zone euro selon différents modèles de référence**

	1 an	2 ans	3 ans	4 ans	5 ans
Mésange (France)	0,01	0,06	0,11	0,2	0,28
Nigem (zone euro)	0,3	0,9	1,2	1,2	1,1
E-Mod (France)	0,1	0,3	0,4	0,5	0,5
Interlink (zone euro)	0,4	0,6	0,6	0,6	0,6
OCDE new model (zone euro)	0,0	0,1	0,3	0,5	0,7
Consensus	0,2	0,4	0,5	0,6	0,6

Un scénario vertueux de sortie de crise, modérant les risques sur le coût de financement de l’économie, est envisageable. Il nécessite des engagements crédibles de consolidation des finances publiques à moyen terme, afin d’éviter que la forte montée actuelle de l’endettement public ne soit aggravée par un renchérissement significatif du service de la dette. Le lien empirique entre dette publique et taux d’intérêt est particulièrement distendu et laisse de la sorte un fort degré de liberté aux gouvernements pour fixer l’échéancier d’une telle consolidation. Le caractère accommodant des politiques monétaires peut quant à lui favoriser une résurgence modérée d’inflation. Le graphique 8 montre que cette dernière demeure sensible au cycle d’activité et à l’orientation des politiques monétaires. Son accélération contenue pourrait permettre de partager la charge de l’ajustement entre consolidation réelle et érosion monétaire de la dette.

### Le retour à la normale de la parité de l’euro

Quel que soit l’indicateur choisi, le taux de change de l’euro est revenu à une position moyenne au regard de sa valeur de longue période ou de certains fondamentaux. La parité euro/dollar s’est établie à 1,22 dollar en juin

2010, 23 % sous sa valeur historique maximale de juillet 2008 (tableau 2). Les valeurs extrêmes témoignent le plus souvent de déséquilibres et peuvent difficilement servir de référence. La valeur de juin indique un simple retour sur la moyenne de longue période. Cette observation n’est pas en soi synonyme d’un retour à l’équilibre : tout dépend des écarts de productivité et d’inflation qui caractérisent les deux zones. La parité de pouvoir d’achat, mesurée par l’OCDE, constitue une référence utile pour savoir si une parité est sous-évaluée ou surévaluée<sup>(21)</sup>. Elle indique le taux de change qui égaliserait les prix entre deux zones et serait donc neutre en termes de compétitivité. Cette référence montre que la valeur maximale de l’euro, atteinte au premier semestre 2008, surenchérisait de plus de 40 % les prix des produits français par rapport aux produits américains équivalents. Au niveau de parité de juin, cet écart est réduit à 10-15 %. Cet indicateur confirme ainsi une normalisation de la parité<sup>(22)</sup> (graphique 4).

Tableau 2 :  
**Valeur moyenne et valeurs extrêmes de la parité euro/dollar sur trois décennies**

	Moyenne	Maximum	Minimum
1980-1989	1,04	1,44 Janvier 1980	0,67 Mars 1985
1990-1999	1,21	1,40 Août 1992	1,01 Décembre 1999
2000-2009	1,19	1,58 Juillet 2008	0,85 Octobre 2000
2010 (janv.-juil.)	1,32	1,43 Janvier 2010	1,22 Juin 2010

Source : Datastream

Le taux de change effectif réel de l’euro mesure la parité de la devise par rapport à un panier de monnaies, en tenant compte de la structure du commerce extérieur de la zone euro et de l’écart d’inflation<sup>(23)</sup>. Cette référence est relativement stable sur très longue période et permet aussi d’identifier les plages de forte surévaluation. La baisse observée jusqu’en juin 2010 de la parité effective de l’euro fait à nouveau figure de normalisation. L’euro s’est déprécié de 10 % en termes réels depuis le début de la crise par rapport à l’ensemble des devises. Une telle

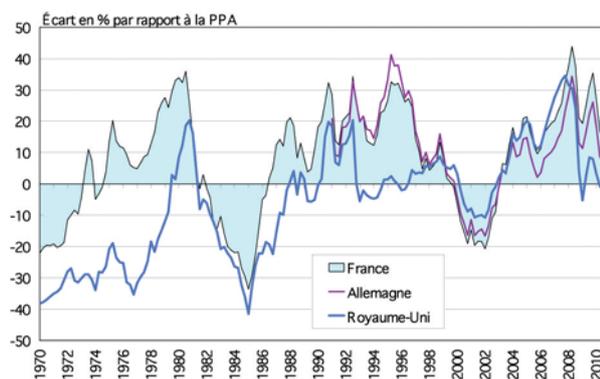
[21] Il ne s’agit pas en revanche d’un bon “prédicteur” du taux de change futur à court et moyen terme, car les écarts de la parité peuvent être persistants.

[22] Mouvement de normalisation lié très probablement au rééquilibrage de la balance des paiements américaine et la résorption partielle de l’excès de demande intérieure induit par la restriction du crédit ; cf. Brand T. (2008), *op. cit.*

[23] Un surcroît d’inflation de la zone par rapport à un partenaire pénalise la compétitivité et est donc assimilé à un renchérissement du taux de change de l’euro.

dépréciation est susceptible d'induire 0,4 à 0,5 point de croissance supplémentaire chaque année pendant trois ans sur l'ensemble de la zone euro (1,3 % en cumulé), si l'on se réfère aux variantes d'un certain nombre de modèles macroéconomiques de référence (tableau 3).

**Graphique 4 :**  
**Écart entre le taux de change des devises vis-à-vis du dollar et la PPA**



Source : OCDE

**Tableau 3 :**  
**Impact sur le PIB d'une baisse de 10 % du taux de change effectif de l'euro**

	1 an	2 ans	3 ans	4 ans	5 ans
Mésange [2010]	0,5	0,8	1,0	0,9	0,9
Nigem [2008]	0,5	1,1	1,5	1,7	1,9
Nigem [2003]	0,8	1,3	1,0	0,9	0,9
Interlink [2008]	0,5	1,1	1,5	1,7	1,7
OCDE new model [2010]	0,7	1,3	1,7	1,8	1,6
<b>Consensus</b>	<b>0,6</b>	<b>1,1</b>	<b>1,3</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>

La correction à la baisse du taux de change effectif réel de l'euro est-elle durable et la remontée récente de l'euro augure-t-elle d'une inversion de tendance ? L'impact de la stratégie à moyen terme des finances publiques est sensible à des hypothèses de change éminemment incertaines. Néanmoins, la sous-évaluation structurelle du dollar par rapport à l'euro s'est bâtie sur des déséquilibres extrêmes des paiements internationaux, conséquence d'un excès de demande intérieure aux États-Unis alimenté par la bulle du crédit et d'un recyclage massif des excédents d'épargne des pays émergents vers le

reste du monde. Ces deux facteurs de déséquilibre de la balance des transactions courantes américaine ont perdu en intensité. Le désendettement des agents privés a notamment modéré le décalage de demande intérieure américaine avec le reste du monde et a participé au rééquilibrage structurel de la balance courante<sup>(24)</sup>. L'appréciation du dollar repose néanmoins de manière décisive sur une dynamique du crédit interne assagie aux États-Unis. Un trop fort décalage entre les stratégies d'endettement public américain et européen est susceptible de détériorer la balance courante américaine et de recréer les conditions d'une dépréciation forte du dollar et d'une réappréciation du taux de change effectif réel de l'euro. Le besoin de stratégie coopérative dépasse donc le périmètre de la zone euro. La France est en quelque sorte tiraillée entre la stratégie allemande de consolidation accélérée et la stratégie américaine d'activisme budgétaire prolongé ; deux options qui accroissent les risques d'une revalorisation de l'euro et peuvent rendre plus coûteuse la consolidation européenne en termes de croissance.

### Des effets de richesse financière très amortis en Europe continentale

La prise en compte globale des conditions monétaires recouvre également la valeur des actifs. Une forte dépréciation des immobilisations financières et non financières des agents privés agit sur la demande par divers canaux. Les ménages peuvent en particulier avoir une cible de richesse par rapport à leur revenu disponible – notamment ceux qui préparent leur retraite sous forme de capitalisation. L'effort de reconstitution des encaisses se traduit alors par une hausse du taux d'épargne (à revenu équivalent, la dépense courante est davantage contrainte) et par une baisse de l'investissement. Dans presque tous les pays, le redressement de la balance des paiements témoigne de l'ampleur de ce réajustement entre l'épargne et l'investissement privés<sup>(25)</sup>.

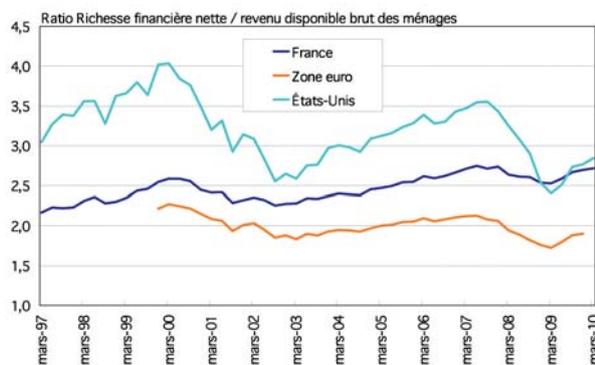
La crise financière récente a cumulé la dépréciation de deux catégories d'actifs : celle des actions et celle du patrimoine immobilier. Aux États-Unis, où le poids de la

[24] Brand T. (2008), *op. cit.*

[25] Ce mouvement n'a été contrebalancé que partiellement par le mouvement de "désépargne" publique.

richesse nette détenue en actions est particulièrement important, l'impact des cycles financiers sur la richesse nette est très prononcé (graphique 5). Le ratio richesse financière nette/revenu disponible a diminué de près d'un tiers par rapport à son sommet d'avant la crise. En outre, contrairement au cycle précédent, le mouvement n'a pas été amorti par le prix de l'immobilier. La mise en perspective de la situation de la zone euro ou de la France par rapport à la référence américaine montre que la crise a produit des effets très amortis et déjà partiellement récupérés en Europe continentale ou en France.

**Graphique 5 :**  
**Richesse financière nette des ménages rapportée à leur revenu disponible**



Sources : BCE, Federal Reserve, Banque de France

La part de sur-ajustement des marchés d'actifs doit aussi être prise en compte. Les ratios de capitalisation sur profits (PER) ou de valeur de marché des capitaux propres sur leur valeur comptable (*price-to-book*) conduisent à minimiser les risques de rechute forte des marchés boursiers. Les prix de l'immobilier se sont avérés également très résistants, mais cette inertie est tributaire du niveau des taux d'intérêt. Une remontée des taux d'intérêt, peu probable à court terme, se doublerait probablement d'une seconde vague de dépréciation du patrimoine immobilier.

L'impact des effets de richesse négatifs est significatif lorsque ceux-ci atteignent simultanément les économies développées (tableau 4), ce qui est le cas de la crise actuelle. La dépréciation des cours boursiers à leur point bas de la crise, par rapport à leur valeur de moyenne période, était susceptible d'entraîner une perte de PIB voisine de 0,5 % à 1%, phénomène aggravé par la baisse des prix immobiliers. La récupération partielle des cours

boursiers, la stabilisation des prix immobiliers, laissent présager que ces effets jouent maintenant de façon très atténuée.

**Tableau 4 :**  
**Impact sur le PIB d'une baisse de 20 % des cours boursiers**

	1 an	2 ans	3 ans	4 ans	5 ans
<b>Choc isolé dans un pays</b>					
Nigem (France)	-0,1	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1
Interlink (France)	-0,1	-0,1	nc	nc	nc
<b>Choc commun à tous les pays</b>					
Interlink (France)	-0,4	-0,5	nc	nc	nc
Interlink (États-Unis)	-1,0	-1,0	nc	nc	nc

**Au total**, les conditions monétaires pourraient amortir la moitié des effets restrictifs liés aux 4,2 points de consolidation envisagés dans le programme français de stabilité pour 2013. La principale incertitude attenante à ce scénario relève du caractère simultané des politiques de consolidation en Europe. Les multiplicateurs de dépense sont généralement considérés proches de l'unité dans les pays développés (autrement dit 1 euro de dépense publique supplémentaire accroît le PIB d'un montant identique), selon les modèles macroéconométriques de référence, et sensiblement moindres selon d'autres approches. Pour certains économistes, la conduite simultanée de politiques de consolidation en Europe accroîtrait leur impact récessif. La position dans le cycle modifierait également la persistance des effets<sup>(26)</sup>.

**Tableau 5 :**  
**Impact sur le PIB d'une restriction des dépenses publiques de 1 point de pourcentage sur le PIB**

	1 an	2 ans	3 ans	4 ans	5 ans
Mésange	-1,1	-1,3	-1,3	-1,2	-1,0
E-Mod	-1,3	-1,1	-1,0	-0,8	-0,6
<b>Choc commun à tous les pays de la zone euro</b>					
E-Mod	-1,7	-1,6	-1,6	-1,6	-1,5
OCDE new model	-0,8	-0,8	-0,5	-0,3	-0,1



[26] Creel J., Heyer E. et Plane M. [2010], "Fiscal policy and the multiplier effect: Season 3?", à paraître.

## PROPOSITION 2

**L'ajustement ne doit pas être différé mais il devrait être graduel afin de ne pas affaiblir la reprise. La détente des conditions monétaires en Europe depuis le début de la crise crée une fenêtre d'ajustement favorable, permettant d'absorber 2 points de PIB de réduction du déficit structurel à court terme sans pénaliser la croissance.**

## PROPOSITION 3

**L'ajustement doit reposer sur l'adoption de mesures conçues comme permanentes et sur une programmation à moyen terme strictement respectée pour en renforcer la crédibilité. Cela plaide plutôt pour une action sur les dépenses dans un contexte de fiscalité déjà élevée et de concurrence fiscale qui tend à fragiliser le caractère pérenne des hausses d'impôt.**

## LA RÉALLOCATION DES DÉPENSES VERS LES SECTEURS D'AVENIR

Dans une phase de consolidation, il est légitime de chercher à savoir quels sont les flux de dépenses ou de recettes publiques dont l'ajustement pénaliserait le moins la croissance potentielle. La composition de l'ajustement, tout autant que son montant, paraissent décisifs. La littérature sur les multiplicateurs offre néanmoins des résultats très dispersés<sup>(27)</sup>. Traditionnellement, les modèles macroéconomiques standards affichent des multiplicateurs de dépense (consommation ou investissement) sensiblement supérieurs à ceux des recettes. On pourrait en inférer qu'une hausse de la fiscalité serait le mode d'ajustement qui mordrait le moins sur la croissance. Ce résultat est néanmoins en contradiction avec ceux mentionnés plus haut portant sur la probabilité d'une consolidation réussie, c'est-à-dire durable, qui soulignent une meilleure efficacité des mesures portant sur les dépenses. Il est également malmené par nombre de travaux plus récents qui infirment l'idée d'un impact macroéconomique de la fiscalité moindre que celui des

dépenses sur la croissance. Un seul résultat semble résister à la confrontation des études : la préservation de l'investissement public renforcerait les chances de réussite des politiques de consolidation et minimiserait le coût de l'ajustement sur la croissance.

Les crises profondes avec déflation des bilans ont pour racine des problèmes de surcapacité. La dépréciation des actifs financiers, le provisionnement des pertes induisent des risques de dépression cumulative, dans laquelle la dégradation des bilans provoque une baisse de la demande qui prolonge les difficultés financières<sup>(28)</sup>. L'objectif de désendettement risque d'alimenter une boucle déflationniste quel que soit le niveau des taux d'intérêt. L'accroissement de l'endettement public devient alors indispensable et l'action complémentaire des banques centrales permet d'accélérer la purge des actifs toxiques et la reconstitution des bilans bancaires. Cette double impulsion se retrouve dans presque tous les pays confrontés à des crises similaires.

Une fois le transfert de dette des agents privés vers l'État opéré, quelle doit être la stratégie publique ? La question de l'ajustement est d'autant plus problématique qu'il n'existe pas de mécanisme spontané de retour à la moyenne de l'endettement public. Pour chaque niveau de croissance et de taux d'intérêt, il existe plusieurs combinaisons de déficit et de dette soutenable. La notion de soutenabilité fournit ainsi très peu d'indications sur le bon niveau d'endettement. Contrairement aux agents privés, l'arbitrage entre coût et rentabilité du capital ne fixe pas de limite à l'accumulation et à la dette. Il n'en reste pas moins que la dette publique a une contrepartie en termes d'accumulation de facteurs matériels et immatériels de croissance. Les politiques budgétaires expansives évitent certes la destruction d'entreprises efficaces à long terme et la perte de certains savoir-faire difficilement récupérables. Mais, ce faisant, elles pérennisent aussi des surcapacités matérielles qui auraient normalement été déclassées par la crise.

Le danger de s'accommoder du niveau de dette acquis à l'issue de la crise est de valider des choix d'investissement peu favorables à la croissance potentielle et de maintenir des structures financières et non financières "zombies", qui empêchent les nouveaux investissements et affaiblissent le potentiel de croissance. À défaut d'une



[27] Spilimbergo A., Symansky S. et Schindler M. (2009), "Fiscal multipliers", *IMF Staff Position Note*, SPN/09/11

[28] Koo R. (2001), "The Holy Grail of macroeconomics: Lessons from Japan's Great Recession", Norton agency titles.

référence optimale de dette, le choix de la consolidation, en organisant de manière arbitraire le retour de la dette publique à sa moyenne passée, peut limiter ce risque de validation des mauvais choix d'investissement. Menée graduellement, elle revient à étaler dans le temps l'ajustement des capacités. Cette stratégie de lissage n'a de sens que si elle est accompagnée d'un soutien aux secteurs d'avenir et au redéploiement des compétences.

L'expérience des crises passées, et la recherche des causes de succès de certains pays, permettent de mettre en exergue l'importance de la conduite simultanée et complémentaire de politiques macro et microéconomiques. Lors d'importantes crises de financement, il serait erroné de raisonner sur la base du clivage traditionnel qui oppose crise de l'offre (appelant des solutions d'ordre microéconomique) et crise de la demande (appelant des politiques de stabilisation d'ordre macroéconomique). Une vision endogène de la croissance rappelle que tout choc persistant sur les facteurs de production peut engendrer des pertes durables sur la croissance. La baisse de l'emploi et celle de l'investissement peuvent se doubler d'une dépréciation du capital humain et de l'innovation.

Les stratégies budgétaires adoptées par les pays scandinaves lors de la crise bancaire des années 1990 sont emblématiques de ces arbitrages. En Suède, alors même que le pays était engagé dans un effort de consolidation sans précédent, le poids des dépenses de R & D dans le PIB est passé de 2,5 % du PIB en 1993 à 4,5 % en 2000. La progression est également saisissante en Finlande (2 % à 3,5 %). Le développement des moyens en faveur de l'enseignement supérieur a également été considérable.

Cet accent mis sur l'innovation est le fait de "petits" pays, qui ont repensé leur spécialisation. La France bute depuis plusieurs décennies sur la difficulté d'organiser la montée en puissance de secteurs à forte intensité en R & D. L'expérience passée et le bilan très mitigé de la Stratégie de Lisbonne montrent qu'il est difficile d'atteindre de tels objectifs dans un pays de taille intermédiaire. Financer ou aider fiscalement la R & D ne portera ses fruits que dans des secteurs déjà positionnés sur ce créneau. À spécialisation donnée et à taille d'entreprises donnée, financer de la R & D de façon trop

volontaire risque de produire des surcapacités, c'est-à-dire des structures dédiées à l'innovation mais ayant peu d'efficacité en matière de dépôt de brevets. Ce constat oblige à mener au préalable une sélection stricte des projets en fonction de leur rendement économique et social. Il conduit aussi à lier la politique en faveur de l'innovation à une stratégie sur les secteurs porteurs et sur la démographie d'entreprise. Il donne tout son sens à la démarche initiée par le Commissariat général à l'investissement, qui place la réflexion sur les filières et sur le regroupement des entreprises au cœur de son action.

L'efficacité de ces dépenses serait accrue par une véritable coordination technologique en Europe, allant au-delà du cadre formel du PCRD (programme-cadre de recherche et développement). Le renforcement du gouvernement économique de l'Europe ainsi que de la fonction innovation au sein du budget communautaire permettait d'améliorer les spill-over technologiques en Europe. La conduite à dominante nationale des politiques de l'innovation, telle qu'elle prévaut aujourd'hui, incite chaque région à promouvoir une politique d'innovation sur des micro-avantages comparatifs qui ne le sont pas à l'échelle mondiale et à doubler les soutiens. Un pilotage concerté au niveau européen permettrait de faire émerger une logique d'agglomération différenciée selon les régions et d'organiser plus efficacement les chaînes de valeur sur l'ensemble du territoire européen.

## PROPOSITION 4

**Le faible coût du capital lié aux politiques monétaires expansionnistes doit être mis à profit pour soutenir les politiques d'investissement d'avenir coordonnées sur l'ensemble de l'espace européen.**



Olivier Passet, Département Économie - Finances

# La France et l'Europe face à la crise économique

## VOLET 4. COORDINATION BUDGÉTAIRE EUROPÉENNE ET RÈGLE D'ÉQUILIBRE INTERNE

La crise des finances publiques apparaît comme le résultat de déséquilibres macroéconomiques différents selon les pays européens. S'il est couramment admis que la zone euro n'est pas une "zone monétaire optimale" (en cas de choc, les pays sont touchés différemment sans que se mette en place une force stabilisatrice : réallocation de main-d'œuvre ou transferts budgétaires), la crise renforce la nécessité d'instaurer des mécanismes européens et nationaux de prévention et de coordination plus efficaces. Ainsi, le Pacte de stabilité et de croissance, instrument essentiellement préventif, n'a pas empêché un pays comme la Grèce de se mettre dans une situation très difficile. Il semble aussi que l'attachement au seul critère budgétaire

ne saurait suffire, comme en témoignent l'Espagne et l'Irlande, et qu'il est nécessaire de prendre en compte d'autres déséquilibres macroéconomiques. Ensuite, même si la volonté des États européens de créer un fonds de garantie des États en difficulté est sans précédent, le caractère non pérenne des mesures et l'urgence dans laquelle elles ont été adoptées soulignent la nécessité pour l'Europe de se doter de mécanismes explicites de gestion de crise. Enfin, le renforcement de la coordination européenne doit aller de pair avec une discipline budgétaire interne stricte, dépendant toutefois des spécificités de chaque pays. La France doit ainsi lutter tout particulièrement contre une difficulté récurrente à revenir à l'équilibre en phase haute du cycle. ■

### PROPOSITIONS

- 1 Améliorer la transparence de l'ensemble des statistiques publiques en explicitant et en harmonisant les hypothèses de prévision nationales et européennes et en renforçant les pouvoirs d'investigation d'Eurostat.
- 2 Définir des mécanismes pérennes de gestion de crise au niveau européen, soit par un fonds permanent, soit par un dispositif permettant de mobiliser les moyens de manière quasi automatique en cas de nécessité.
- 3 Sur la base des conditions d'aide aux États en difficulté contenues dans le Traité sur le fonctionnement de l'UE, améliorer la surveillance des déséquilibres macroéconomiques, notamment en y incluant les soldes financiers privés.
- 4 Améliorer le fonctionnement du Pacte de stabilité et de croissance en l'appuyant sur des règles budgétaires nationales ambitieuses et assumées. Ainsi, la France pourrait se doter d'une règle d'équilibre budgétaire passant, à moyen terme, par la définition d'un objectif à atteindre en matière de solde structurel ; à court terme (lors de l'examen annuel du projet de loi de finances), la discipline budgétaire reposerait sur un plafond pour le solde entre nouvelles dépenses et nouvelles mesures fiscales.

## ◀ S'IL EST ÉTABLI DEPUIS SES DÉBUTS QUE LA ZONE EURO N'EST PAS UNE "ZONE MONÉTAIRE OPTIMALE", LA CRISE FINANCIÈRE ET CELLE DES FINANCES PUBLIQUES RÉVÈLENT PLUS ENCORE CERTAINES DE SES IMPERFECTIONS

La zone euro, depuis le début de sa construction à la fin des années 1980, est l'objet de critiques de la part des économistes. Si les gains pour les pays membres sont aujourd'hui évidents, il reste qu'une partie de ces critiques, notamment sur l'absence de mécanismes stabilisateurs forts lorsque les pays qui la composent sont diversement touchés par un même choc, demeure pertinente. Les déterminants de la crise actuelle au sein de la zone euro sont ainsi à chercher dans les fondements même de la construction de l'union monétaire.

### La zone euro reste dénuée de mécanismes correcteurs en cas de choc asymétrique

On le sait, une union monétaire sans coordination budgétaire est forcément incomplète. La théorie des zones monétaires optimales explique en effet que si des pays décident de lier leur taux de change, et *a fortiori* de former une union monétaire, et qu'en leur sein les prix et les salaires sont plutôt rigides à court terme, il est nécessaire que les facteurs de production, et tout particulièrement le travail, soient mobiles. En cas de crise qui affecte différemment les pays membres, c'est-à-dire de choc asymétrique, la main-d'œuvre peut alors se réallouer vers les régions qui restent les plus dynamiques malgré la crise. Si ce mécanisme fonctionne relativement bien aux États-Unis, l'Union européenne ne dispose pas du même atout, et ce pour plusieurs raisons, notamment l'absence d'homogénéité linguistique.

Reste alors l'arme budgétaire, qui peut permettre, par des transferts, de soutenir l'activité dans les régions les plus durement touchées. Cet instrument est utilisé dans la plupart des fédérations, au niveau du budget fédéral, aux États-Unis par exemple. Mais aucun mécanisme n'assure une telle fonction dans la zone euro, qui est donc doublement incomplète.

Si certaines critiques formulées au moment de la mise en place de l'euro demeurent pertinentes et continuent à être avancées, il semble qu'un consensus émerge aujourd'hui parmi les économistes pour décrire ce mouvement comme irréversible (la remise en cause de l'euro serait la "mère de toutes les crises financières") et qu'il faut donc trouver un moyen de mieux faire fonctionner cette union monétaire.

### Malgré la convergence réelle des niveaux de vie entre États membres de l'UE, la dernière décennie a aussi été marquée par des écarts persistants

Sur une très longue période, les niveaux de vie moyens par habitant des pays membres de l'UE convergent<sup>(1)</sup>. Pourtant, il faut reconnaître qu'au cours de la dernière décennie, des déséquilibres macroéconomiques importants se sont accumulés dans certains pays de la zone euro, particulièrement touchés par la crise. Mais c'est moins la crise et le choc asymétrique qu'elle occasionne qui créent les vives tensions actuelles, que les tendances asymétriques plus anciennes.

Les divergences entre certains pays de la zone euro sont de deux ordres, que résume l'étude des deux cas emblématiques de la Grèce et de l'Espagne. La Commission avait ouvert en 2004 une procédure à l'encontre de la Grèce pour avoir falsifié les chiffres de déficit public notifiés, mais elle l'a abandonnée en 2007. Or, tout laisse à penser qu'une des raisons de la méfiance actuelle des marchés financiers à l'égard de la Grèce est le doute sur la fiabilité des chiffres. La Commission a donc récemment proposé de se voir accorder des pouvoirs d'audit renforcés en cas de suspicion sur la qualité des données produites<sup>(2)</sup>. Eurostat serait dans ce cadre chargé d'effectuer des visites plus fréquentes et pourrait envisager des visites méthodologiques complémentaires si l'évaluation des risques laissait à désirer. En outre, l'organisme européen de statistique se verrait accorder le droit d'effectuer ses propres contrôles, avec un accès direct aux données et la complète collaboration des autorités nationales.

[1] Il s'agit de l'UE-15 dans la mesure où l'on ne dispose pas d'assez de recul pour évaluer la convergence réelle des nouveaux entrants.

[2] Proposition de règlement du Conseil portant modification du règlement (CE) n° 479/2009 en ce qui concerne la qualité des données statistiques dans le contexte de la procédure concernant les déficits excessifs, 15 février 2010 (COM(2010)53 final).

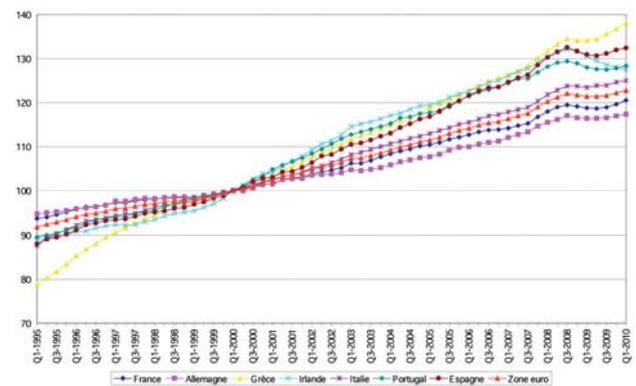
## PROPOSITION 1

**Améliorer la transparence de l'ensemble des statistiques publiques en explicitant et en harmonisant les hypothèses de prévision nationales et européennes et en renforçant les pouvoirs d'investigation d'Eurostat.**

Le cas de l'Espagne est différent : celle-ci n'a fait l'objet d'aucune suspicion et ne présentait pas de problèmes de discipline budgétaire puisqu'elle était en situation d'excédent de 2005 à 2007. Elle a cependant souffert d'une dégradation de sa compétitivité, qui a conduit à une dégradation de son compte courant, accompagnée d'une forte augmentation de l'endettement privé et d'une inflation liée notamment au développement d'une bulle immobilière. L'avènement de la crise a déclenché une chute des actifs immobiliers, entraînant une forte récession et une détérioration des comptes publics. L'exemple de l'Espagne révèle que le respect du Pacte de stabilité et de croissance (PSC) ne saurait prévenir les divergences de compétitivité, qui en dernière instance accentuent les déficits publics. Notons pour être complets que la Grèce, outre des problèmes de fiabilité de sa statistique publique, a également connu une forte dégradation de sa compétitivité du fait d'une inflation plus importante que dans le reste de l'Europe, à l'instar du Portugal et de l'Irlande (*graphique 1*). L'évolution de l'inflation suit d'ailleurs celle du coût du travail pour les mêmes pays (*graphique 2*). Ces derniers se détachent plus clairement encore de l'Allemagne selon cet indicateur relatif, même si la crise freine les divergences (notamment dans le cas irlandais).

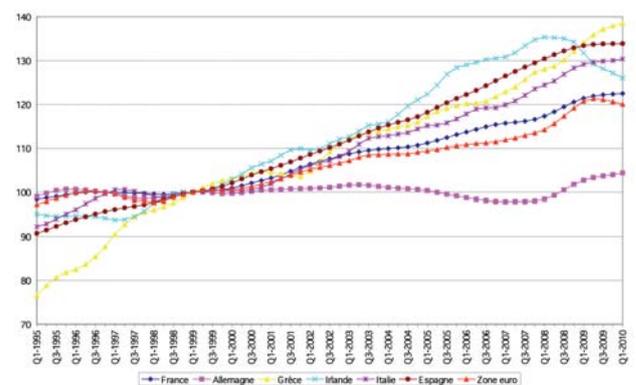
Outre le manque de fiabilité et d'homogénéité des statistiques publiques à l'échelle européenne, la crise a également révélé deux des principales faiblesses des institutions européennes : 1/ l'absence d'un mécanisme pérenne de gestion de crise, qui oblige à intervenir après coup, dans une certaine urgence ; 2/ les limites du Pacte

Graphique 1 :  
**Évolution de l'indice trimestriel harmonisé des prix à la consommation, 1995-2010**  
(base 100 au premier trimestre 1999)



Source : OCDE

Graphique 2 :  
**Évolution trimestrielle lissée du coût du travail unitaire<sup>(3)</sup>, 1995-2010**  
(base 100 au premier trimestre 1999)



Source : OCDE

de stabilité et de croissance que fait apparaître la crise actuelle des finances publiques, en raison notamment de sanctions difficilement mises en pratique et de la focalisation sur le seul instrument budgétaire. Ces deux critiques et les réponses qu'on pourrait leur apporter seront étudiées successivement.



(3) Le coût du travail unitaire lissé représente la part de l'ensemble des coûts de main-d'œuvre dans la production totale à laquelle on applique un filtre qui vise à gommer les effets cycliques.

## ➤ DÉFINIR DES MÉCANISMES PÉRENNES DE GESTION DE CRISE ET APPROFONDIR LA COORDINATION BUDGÉTAIRE DANS LA ZONE EURO

Les vives tensions que connaît actuellement la zone euro tiennent à l'absence de mécanisme explicite de gestion de crise. L'obligation de mettre en place dans l'urgence une coordination budgétaire des États membres peut être rapprochée de celle qui a poussé les mêmes États, lors de la crise du Système Monétaire Européen en 1992-1993, à accélérer la mise en place de l'euro. Le mécanisme de stabilisation financière demandé par le Conseil européen du 7 mai 2010 constitue une réponse ambitieuse à la crise. Il reste cependant nécessaire de trouver la manière de pérenniser un tel dispositif, et de le compléter le cas échéant.

**Le management de la crise a débouché sur une extension de l'assistance financière aux pays membres de la zone euro, tout en respectant la lettre du Traité**

En marge du soutien spécifique à la Grèce<sup>(4)</sup>, les États membres de l'Union européenne ont décidé lors du Conseil européen du 7 mai 2010 de créer un mécanisme d'assistance financière pouvant le cas échéant permettre le refinancement des États de la zone euro lorsque les marchés financiers ne l'assureraient plus. Il prend la forme d'un dispositif qui repose avant tout sur les États, soutenus par la Commission européenne et le FMI, et capable de mobiliser 750 milliards d'euros si nécessaire.

Si les mesures d'urgence ont nécessité une adaptation de l'esprit du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne, sa lettre reste intacte : le Traité, en effet, ne contient aucun principe de "non-assistance". Certes, son article 143 réserve explicitement l'assistance financière de l'UE *via* des prêts conditionnels de la Commission à "des États membres faisant l'objet de dérogation", et

donc en dehors de la zone euro<sup>(5)</sup>. La Hongrie, la Lettonie et la Roumanie, particulièrement touchées par la crise actuelle, ont déjà bénéficié dans ce cadre d'une telle aide de la Commission, considérant des difficultés ou une menace grave de difficultés dans leur balance des paiements. Cependant, c'est à tort que l'on interprète l'article 143 comme une clause de non-renflouement des pays membres de la zone euro qui connaîtraient des difficultés budgétaires. Comme le précise à juste titre un *Policy Brief* du *think tank* Bruegel<sup>(6)</sup>, cet article ne doit pas être considéré comme un principe de non-assistance (*no bail-out*) pour au moins deux raisons : d'une part, les États membres de l'UE restent membres du FMI et ont donc accès à l'assistance conditionnée, il serait dès lors illogique que l'UE ne les assiste pas ; d'autre part, la possibilité d'assistance n'est pas source d'aléa moral si les conditions d'accès sont suffisamment dissuasives.

L'assistance financière des États en difficulté étant permise, sans engager pour autant la responsabilité des autres<sup>(7)</sup>, il a été décidé sur la base de l'article 122.2 du Traité sur le fonctionnement de l'UE<sup>(8)</sup> de l'envisager explicitement aussi pour les pays de la zone euro, via des emprunts effectués par la Commission auprès des marchés financiers. L'encours en principal des prêts est limité "à la marge de crédits de paiements disponibles sous le plafond de ressources propres" selon l'article 2 du règlement n° 407/2010 du Conseil du 11 mai 2010, pour garantir la capacité de remboursement des emprunts contractés. Le plafond des ressources propres selon les perspectives financières 2007-2013 est de 1,24 % du revenu national brut de l'UE par an, alors que les crédits de paiement sont légèrement inférieurs à 1 % du revenu national brut (RNB). Sur cette base, la Commission européenne peut emprunter sur trois ans environ 0,75 % du RNB de l'UE (3 x 0,25 %), soit un peu plus de 100 milliards d'euros, pour fournir de l'aide à l'ensemble des pays membres. Dans la mesure où plusieurs pays membres hors zone se voient déjà octroyer un montant

[4] Le soutien des pays de la zone euro à la Grèce passe par un octroi direct de prêts par ces États, d'un montant d'environ 80 milliards d'euros, ainsi que par des prêts du FMI, à hauteur de 30 milliards, la Commission européenne ne jouant ici qu'un rôle d'intermédiaire dans la négociation des conditionnalités.

[5] Selon l'article 139, « les États membres au sujet desquels le Conseil n'a pas décidé qu'ils remplissent les conditions nécessaires pour l'adoption de l'euro sont dénommés États membres faisant l'objet d'une dérogation. ».

[6] Marzinotto B., Pisani-Ferry J. et Sapir A. (2010), "Two crises, two responses", *Bruegel Policy Brief*, n° 2010/01, mars.

[7] L'article 125 assoit le principe de "non-coresponsabilité", selon lequel ni l'Union européenne ni un État membre ne répond des engagements d'un autre État membre, ou ne les prend à sa charge.

[8] "Lorsqu'un État membre connaît des difficultés ou une menace sérieuse de graves difficultés, en raison de catastrophes naturelles ou d'événements exceptionnels échappant à son contrôle, le Conseil, sur proposition de la Commission, peut accorder, sous certaines conditions, une assistance financière de l'Union à l'État membre concerné."

d'environ 15 milliards d'euros, le chiffre retenu pour le moment est de 60 milliards d'euros maximum d'emprunts nouveaux. Quoique non négligeable, cette aide ne saurait suffire si plusieurs pays membres de la zone euro connaissaient des difficultés. On pourrait envisager une augmentation des ressources propres du budget européen, mais cela ne pourrait être acté qu'à partir de 2014, ce qui ne correspond pas à l'urgence de la situation, sans compter les possibles réticences nationales à un tel objectif. C'est la raison pour laquelle les États membres de la zone euro ont décidé de créer un mécanisme intergouvernemental de prêt.

Les États membres ont donc formé, en dehors des institutions communautaires, un véhicule *ad hoc* (*Special purpose vehicle, SPV*), le Fonds européen de stabilité financière (FESF), capable d'emprunter 440 milliards d'euros, avec la garantie des États membres de la zone euro à hauteur de la quote-part de leur banque centrale dans le capital de la BCE<sup>(9)</sup>. Ce fonds devrait pouvoir prêter directement à des États, leur ouvrir des lignes de crédit ou acheter leurs titres, voire entrer dans le capital de certaines banques privées en difficulté, même si cela reste encore à définir plus précisément. *A priori*, les prêts seraient émis avec une maturité de cinq ans, et les remboursements ne commenceraient que trois ans après. En pratique, les Parlements nationaux français et allemand ont demandé une majoration de 20 % des fonds garantis afin de prévoir l'hypothèse où le fonds serait mobilisé en faveur d'un État défaillant, lequel, par définition, ne pourrait lui-même apporter sa garantie. Si la gestion du dispositif est assurée par la Banque européenne d'investissement, la rémunération passerait par la différence entre le coût des ressources obtenues et le taux de prêts consentis<sup>(10)</sup>. Contrairement au soutien spécifique à la Grèce sous forme de prêts directs par les États, la garantie donnée par les États dans le cadre du fonds est pour le moment recensée dans les engagements hors bilan, l'impact sur leur situation financière étant conditionné par l'activation du mécanisme. Le FMI s'est quant à lui engagé à apporter en complément 50 % de

l'ensemble des prêts (60 milliards de la Commission et 440 milliards du FESF), soit au maximum 250 milliards d'euros.

Cet échafaudage institutionnel complexe est pour l'instant à durée de vie déterminée. Néanmoins, comme le remarque le Rapporteur général du budget Gilles Carrez<sup>(11)</sup>, les chefs d'État ou de gouvernement de la zone euro, dans la déclaration faisant suite au Conseil européen du 7 mai 2010, se sont dits "disposés à mettre en place un cadre solide pour la gestion des crises, dans le respect du principe de la responsabilité qui incombe aux États membres en matière budgétaire". Il est donc possible que le fonds ad hoc mis en place pour trois ans ait vocation à être pérennisé. La Commission, dans sa communication du 12 mai dernier, remarque en effet que ce fonds répond largement aux principes fondant un mécanisme robuste de résolution de crises. Il pourrait donc être permanent mais actionné de manière seulement transitoire. Son financement ainsi que les modalités de son activation par des pays en difficulté restent encore en discussion.

## PROPOSITION 2

**Définir des mécanismes pérennes de gestion de crise au niveau européen, soit par un fonds permanent, soit par un dispositif permettant de mobiliser les moyens de manière quasi automatique en cas de nécessité.**

Certaines voies plus décentralisées peuvent être explorées pour se doter de mécanismes pérennes de gestion de crise. Tout en permettant une certaine mutualisation, elles feraient cependant une part plus large au marché. Si le PSC a été créé pour encadrer des politiques budgétaires nationales en anticipant que les marchés ne les sanctionneraient plus par des taux d'intérêt différents, il faut bien constater que depuis la crise, ces derniers recommencent à discriminer les pays, comme le montre la divergence des *spreads*. Il faut donc prendre acte des



[9] Cela représente 89,7 milliards d'euros pour la France, 119,4 milliards pour l'Allemagne et 78,8 milliards pour l'Italie (ces chiffres reflètent la part respective de chaque pays dans la population totale et le PIB de l'UE).

[10] Le taux des prêts consentis devrait être aligné sur ceux du FMI, à environ 3,5 % à trois ans. La France, par exemple, emprunte à trois ans à 1,042 % en mai 2010 (données AFT).

[11] Rapport n° 2551 de la Commission des finances de l'Assemblée nationale sur le projet de loi de finances rectificative pour 2010.

sanctions de la part des marchés, qui révèlent au moins en partie leurs anticipations sur les fondamentaux des pays, sans sous-estimer pour autant le risque d'une crise de dette souveraine résultant d'un enchaînement des défauts et d'une augmentation des primes de risque. Il faudrait donc pouvoir concilier l'avantage de taux faibles que conférerait une mutualisation de la dette européenne avec un coût d'emprunt plus élevé décourageant les comportements qui alimentent le risque systémique. Ces deux objectifs distincts ne peuvent être atteints par un seul instrument. C'est la raison pour laquelle J. Delpla et J. von Weizsäcker<sup>(12)</sup> ont proposé la création de deux types de dette publique. La première (*blue bond*) serait définie comme la dette souveraine, limitée à 60 % des PIB de chaque pays, engageant leur responsabilité collective<sup>(13)</sup>, complétée par une seconde dette nationale (*red bond*).

## ➤ AMÉLIORER LE FONCTIONNEMENT DU PACTE DE STABILITÉ ET DE CROISSANCE EN RENFORÇANT LA SURVEILLANCE MACROÉCONOMIQUE DES ÉTATS

Au-delà des mécanismes de gestion de crise, la nécessité de réformer le Pacte de stabilité et de croissance pour renforcer le volet préventif apparaît de plus en plus urgente, à mesure que la difficulté qu'éprouvent certains pays européens à retrouver les grands équilibres macroéconomiques s'accroît. Les différentes institutions européennes proposent ainsi des modifications plus ou moins substantielles<sup>(14)</sup>, qui tendent vers un élargissement et une progressivité des sanctions, pour davantage de crédibilité, tout en prenant en compte d'autres déséquilibres que le seul solde budgétaire.

Comme le souligne le rapport Carrez de mai 2010<sup>(15)</sup>, des avancées importantes pourraient être réalisées sans révision du traité. L'article 136 du Traité sur le fonctionnement de l'UE offre notamment de nouveaux pouvoirs à

l'Eurogroupe pour améliorer la coordination économique. Il prévoit que, "afin de contribuer au bon fonctionnement de l'union économique et monétaire (...), le Conseil adopte des mesures concernant les États membres dont la monnaie est l'euro pour : a) renforcer la coordination et la surveillance de leur discipline budgétaire ; b) élaborer, pour ce qui les concerne, les orientations de politique économique, en veillant à ce qu'elles soient compatibles avec celles qui sont adoptées pour l'ensemble de l'Union, et en assurer la surveillance" (*encadré 1*). En outre, il a déjà été constaté que les prêts de la Commission sont octroyés aux États membres qui "connaissent des difficultés ou une menace grave de difficultés dans leur balance des paiements" (article 143). L'attention des institutions européennes va donc déjà au-delà du seul solde budgétaire.

La Commission, le Conseil européen et la Banque centrale européenne (BCE) s'accordent sur la nécessité de modifier le Pacte de stabilité et de croissance en renforçant notamment son volet préventif avec des sanctions plus graduelles, appliquées plus tôt et sur un champ plus large. Cette progressivité accrue pourrait laisser le temps d'exercer une "pression par les pairs" sur l'État en dérive. Des sanctions non financières telles qu'une limitation du droit de vote d'un État au Conseil sont envisagées, mais également des sanctions procédurales ou symboliques, ainsi qu'un élargissement de la palette de sanctions financières telles que la suspension du versement des fonds de cohésion régionale et des aides liées à la PAC. Les sanctions sont un des aspects les plus sensibles et controversés de la gouvernance économique, et donneront sans doute lieu à des discussions complexes. En effet, le Parlement européen, dans sa proposition 63 du projet de rapport du 6 mai 2010, considère que le caractère répressif du Pacte de stabilité et de croissance n'est pas conçu pour gérer une période de crise ou de très faible croissance, et qu'un arrêt des aides renforcerait la procyclicité du Pacte, déjà critiquée dans sa forme actuelle. La BCE, face aux critiques relatives à

[12] Delpla J. et von Weizsäcker J. (2010), "The Blue Bond Proposal", *Bruegel Policy Brief*, n° 2010/03, mai.

[13] Les *blue bonds* se rapprochent en cela des projets d'*eurobond*. Les mauvaises incitations que ces derniers pourraient induire sont contrées par l'adjonction de *red bonds*.

[14] Propositions de la Commission : "Enhancing economic policy coordination for stability, growth and jobs – Tools for stronger EU economic governance", 30 juin 2010 ; propositions de la BCE : "Reinforcing economic governance in the euro area", 10 juin 2010 ; propositions intermédiaires du Conseil européen à la suite des réunions du *Groupe de travail sur la gouvernance économique*, 21 mai, 7 juin 2010 et 12 juillet 2010, en attendant les conclusions définitives à paraître en octobre 2010 [ce Groupe de travail est composé du président du Conseil, des ministres de l'Eurogroupe, du président de la BCE et du commissaire européen aux Affaires économiques et financières].

[15] *Op. cit.*

l'élargissement des sanctions, propose que les pays mis en cause par la Commission soient obligés de démontrer que la sanction envisagée est trop sévère, mais le jugement final sur le juste degré de sévérité nécessiterait la création d'un organisme capable de trancher le désaccord entre les pays en question et la Commission.

Compte tenu des déséquilibres globaux de certains pays européens comme l'Espagne ou l'Irlande, que le PSC n'a pas su prévenir du fait de son attachement au seul critère budgétaire, une des propositions essentielles concerne sans doute l'élargissement des critères de sanction. En effet, si l'on observe au cours des crises bancaires un transfert de risques des agents privés vers l'État qui joue un rôle d'"assureur en dernier ressort", il apparaît nécessaire de considérer l'évolution des soldes financiers et l'endettement des différents agents privés comme un critère de soutenabilité des finances publiques<sup>(16)</sup>. Néanmoins, l'efficacité de ces mesures restera tributaire du renforcement de la régulation bancaire au niveau européen afin de prévenir un endettement excessif des acteurs privés<sup>(17)</sup>.



Encadré 1 :

**Le "semestre européen", une harmonisation budgétaire européenne menée chaque année dans tous les pays de l'Union pour renforcer le respect du Pacte de stabilité et de croissance**

Les instances européennes s'accordent sur la nécessité d'une cohésion des budgets nationaux qui se traduirait par la création d'un "semestre européen" dont le premier pourrait avoir lieu dès janvier 2011. Le "semestre européen" impliquerait au niveau communautaire un débat préparatoire, en plusieurs phases, en vue de définir des orientations générales fondées sur le Pacte de stabilité et de croissance et sur les obligations des États membres en matière d'équilibre budgétaire. Ce semestre devrait débiter par une réunion du Conseil européen indiquant les lignes stratégiques de politique

économique à suivre par les États. Ces orientations s'articuleraient dans un rapport permettant de cadrer les hypothèses macroéconomiques sur lesquelles les États fonderaient ensuite le programme de stabilité (ou de convergence pour les États non membres de la zone euro) adressé à la Commission ainsi que leurs projets de budget nationaux. Ces deux programmes devraient être réalisés de manière concomitante au premier semestre de l'année N-1 pour le budget de l'année N, afin d'obtenir une orientation générale de la politique économique de chaque État. Le Conseil et la Commission, en formulant un avis sur ces programmes, auraient alors la possibilité d'agir en amont sur les déséquilibres budgétaires et pourraient transmettre leurs recommandations avant l'examen final du budget devant les Parlements nationaux. L'objectif du semestre serait donc de mieux prévenir les déficits excessifs et d'assurer la cohérence des budgets nationaux avec les engagements européens. La Commission suggère également que les Parlements nationaux soient impliqués dans la conception de ces programmes et soient donc davantage associés à l'élaboration du diagnostic, sachant qu'ils restent immanquablement les seuls compétents à pouvoir voter le budget national. Dans le cas français, cela pourrait prendre la forme d'un examen concomitant par le Parlement de la loi de programmation pluriannuelle de finances publiques et du programme de stabilité adressé à la Commission<sup>(18)</sup>, qui devraient partager les mêmes hypothèses de prévision.

Une autre manière de lutter contre les déséquilibres globaux au sein de l'UE est de surveiller les divergences de compétitivité entre les différents pays et donc de répertorier l'inflation des salaires et des prix afin de mesurer les évolutions des taux de changes réels entre les économies européennes. Cette surveillance pourrait être confiée à la Commission, comme l'envisage le Groupe de travail mené par Herman Von Rompuy<sup>(19)</sup>, avec un mécanisme d'alerte fondé sur des indicateurs clés.



[16] Brand T. et Passet O. (2010), "La France et l'Europe face à la crise économique. Volet 1 : La soutenabilité des finances publiques dans la crise, une analyse internationale", *La Note d'analyse*, n° 191, Centre d'analyse stratégique, septembre.

[17] De plus, le manque de cohérence du système bancaire alimente un soupçon de fragilité qui attise le risque de contagion. Voir Zsolt D. (2010), "Fiscal federalism in crisis: Lessons for Europe from the US", *Bruegel Policy Contribution*, n° 2010/07, juillet.

[18] Cf. rapport Carrez de mai 2010, *op. cit.*

[19] Troisième réunion du 12 juillet 2010.

### PROPOSITION 3

Sur la base des conditions d'aide aux États en difficulté contenues dans le Traité sur le fonctionnement de l'UE, améliorer la surveillance des déséquilibres macroéconomiques, notamment en y incluant les soldes financiers privés.

#### ASSURER LA RESPONSABILITÉ BUDGÉTAIRE À L'ÉCHELON NATIONAL PAR L'ADOPTION D'UNE RÈGLE D'ÉQUILIBRE

L'approfondissement de la coordination à l'échelle européenne est tributaire d'une responsabilité budgétaire accrue à l'échelon national

Si l'on développe plus avant des mécanismes de coordination budgétaire à l'échelle européenne, qui mutualisent pour partie les risques de dérive des finances publiques, il apparaît nécessaire en contrepartie de renforcer les règles au niveau national en tenant compte des spécificités institutionnelles de chaque pays. Les États membres pourraient ainsi présenter des garanties qui faciliteraient l'approfondissement du partenariat européen. Plusieurs pays européens ont d'ailleurs mis en place des réformes qui à terme inscrivent une règle d'équilibre budgétaire forte dans leur Constitution. La décision allemande fixe une nouvelle référence à l'aune de laquelle les performances des autres États européens vont être mesurées (*encadré 2*). La France, pour ne pas se faire distancer et conserver sa facilité de refinancement auprès des marchés financiers, doit aussi se doter d'un tel outil. C'est pourquoi le Président de la République a annoncé qu'il souhaitait faire inscrire dans la Constitution l'obligation pour chaque nouveau gouvernement de s'engager sur une trajectoire impérative de solde budgétaire ainsi que sur la date à laquelle l'équilibre des finances des administrations publiques doit être atteint<sup>(20)</sup>.

#### Encadré 2 :

##### La nouvelle règle allemande d'équilibre budgétaire

La volonté allemande de corriger la tendance à la montée de l'endettement public a conduit les pouvoirs publics à inscrire dans la Loi fondamentale un mécanisme dit de "frein à la dette" (*Schuldenbremse*) qui entre en vigueur en 2011. Cette règle constitutionnelle impose le rééquilibrage des comptes publics d'ici 2020, en limitant le déficit budgétaire structurel à 0,35 % du PIB pour l'État fédéral à partir de 2016 et en prohibant tout déficit budgétaire à l'échelle des Länder à partir de 2020. L'estimation de la croissance potentielle est fondée sur la méthode employée par la Commission européenne. De plus, les stabilisateurs automatiques retenus sont ceux identifiés par le Pacte de stabilité et de croissance (recettes fiscales, cotisations et contributions de sécurité sociale, dépenses publiques liées au marché du travail). L'élasticité du budget à la croissance est égale à 0,5.

L'application de la règle peut cependant être suspendue en cas de circonstances exceptionnelles (catastrophes naturelles, etc.). En dehors de ces circonstances, les écarts constatés entre le solde structurel plafond de - 0,35 % du PIB et le solde structurel réalisé doivent alimenter un compte notionnel de contrôle jouant le rôle d'amortisseur. Si le cumul des écarts enregistrés atteint 1 % du PIB, un plan d'ajustement contraignant doit être impérativement élaboré par le gouvernement.

Les mesures d'apurement du compte notionnel déficitaire sont cependant limitées à 0,35 % du PIB et ne peuvent être mises en œuvre qu'en phase haute du cycle afin d'éviter une contraction budgétaire procyclique.

Au printemps 2010, il était estimé que cette nouvelle disposition impliquait à elle seule, pour l'État fédéral, des économies budgétaires d'environ 60 milliards d'euros de 2011 à 2016, soit 10 milliards par an. Dans cette perspective, Berlin a présenté en juin 2010 un plan de consolidation budgétaire pour l'Allemagne d'un montant de 80 milliards d'euros, sur la période 2011-2014.

Il est généralement considéré qu'en matière de discipline budgétaire, l'introduction du "frein à la dette" a permis à l'Allemagne de devenir la principale référence (*benchmark*) au sein de l'UE, aux yeux des marchés financiers.



(20) Communiqué de la Présidence de la République, en date du 20 mai 2010, sur les conclusions de la 2<sup>e</sup> conférence sur le déficit.

Cependant, les économistes ont montré que l'efficacité des règles mises en place dépendait étroitement des caractéristiques institutionnelles du pays, selon qu'il est fédéral ou unitaire, selon le type de régime, ou encore selon qu'il est ou non gouverné par une coalition. On ne peut donc appliquer les mêmes recettes uniformément en Europe. En ce qui concerne la France, un problème récurrent est que la politique budgétaire ne parvient pas à restaurer un équilibre en période haute du cycle. Ainsi, même si la crise n'a pas conduit à une excessive dégradation de notre déficit public, le fait que nous sommes partis, avant la crise, d'un point bas ne nous met pas dans une position particulièrement favorable. Une règle budgétaire suffisamment contraignante pour préserver l'équilibre budgétaire de moyen terme sans rogner les prérogatives de l'exécutif, tout en restant crédible aux yeux des marchés financiers et des partenaires européens, semble dès lors désirable.

### **Rendre crédibles les engagements à restaurer l'équilibre des finances publiques**

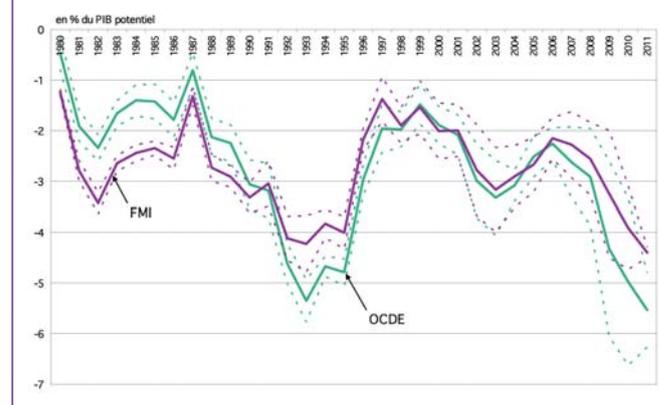
Le débat en matière de règle budgétaire en France a été parfaitement défini dans le Rapport Camdessus<sup>(21)</sup>. Dans une lettre accompagnant le rapport et adressée au Premier ministre, il est précisé qu'une règle budgétaire peut recouvrir deux formes : soit une règle sur le solde structurel, soit une règle instituant un plafond de dépenses et un plancher de recettes pour la composante discrétionnaire des finances publiques<sup>(22)</sup>. Le rapport en lui-même propose plutôt de retenir la seconde option. Ces deux dispositions présentent des avantages et des inconvénients propres, qui sont recensés dans les documents précités ou ont été relevés par diverses analyses<sup>(23)</sup>.

Le plafond de dépenses et le plancher de recettes ne devraient concerner que la composante discrétionnaire et donc se focaliser sur les mesures nouvelles. De plus, les dépenses et les recettes doivent être évaluées à champ constant. Cette restriction simplifie leur évaluation, sachant que toute évolution du périmètre ou des transferts est écartée, permettant ainsi aux stabilisateurs automatiques de jouer leur rôle. En outre, la possibilité de faire évoluer le plafond des dépenses et le plancher des recettes à due concurrence préserve une certaine marge de manœuvre pour faire évoluer le poids de l'intervention

de l'État dans l'économie. Cependant, les champs que recouvre la composante discrétionnaire peuvent être affectés par des chocs permanents ou des tendances structurelles. Ainsi, l'effet de chocs sur la croissance de long terme (impact de la crise financière), les évolutions démographiques ou encore celles des dépenses de santé, dont la croissance n'est pas nécessairement le signe d'une dérive, sont largement ignorés par ce dispositif. De plus, le problème du financement des dettes implicites comme la retraite des fonctionnaires, l'effet des stabilisateurs économiques sur la croissance potentielle ou l'impact des dépenses d'avenir, ne sont pas pris en compte.

Une règle fondée sur le respect d'un objectif de solde structurel présente également certains inconvénients. Elle pose d'abord un problème de périmètre car de nombreuses dépenses, comme celles des collectivités locales, de l'UNEDIC ou des régimes complémentaires de retraite, sont hors du champ du législateur. En outre, si le solde structurel est un concept largement reconnu et utilisé par de nombreux pays et organismes internationaux, il reste le résultat d'un calcul impliquant des choix méthodologiques qui font l'objet de débats. Ce calcul repose sur des données entachées d'incertitudes et reste donc soumis à de nombreuses et importantes révisions, particulièrement au moment des plus fortes dégradations du solde, comme l'indique la différence entre les moyennes de l'OCDE et celles du FMI (graphique 3).

**Graphique 3 :  
Moyenne (à + ou - un écart-type)  
des estimations du solde budgétaire structurel  
de la France (1980-2011) par le FMI et l'OCDE  
dans leurs 19 derniers rapports**



Sources : FMI et OCDE



[21] Réaliser l'objectif constitutionnel d'équilibre des finances publiques, rapport du groupe de travail présidé par Michel Camdessus, 21 juin 2010.

[22] Cette lettre présente également une discussion sur la durée des lois-cadres de programmation (durée quinquennale ou triennale, éventuellement glissante) et les modes d'association du Parlement à l'élaboration du programme de stabilité.

[23] Garnier O. et Pisani-Ferry J. [2010], "Pour une règle budgétaire organique", *Les Échos*, 26 mai ; Delpla J. [2010], "Pourquoi j'ai voté non au rapport Camdessus sur les règles budgétaires", Blog, *Les Échos* : [http://blogs.lesechos.fr/article.php?id\\_article=4266](http://blogs.lesechos.fr/article.php?id_article=4266).

Le dispositif retenu pourrait nécessiter, comme l'envisage le rapport Camdessus, l'appréciation par le Conseil constitutionnel de la conformité des lois de finances avec les lois-cadres de programmation budgétaire. La simplicité du calcul des objectifs dans le cadre d'une règle plancher/plafond présenterait alors un intérêt indéniable. Elle peut cependant créer l'illusion d'un contrôle effectif du déficit hors recettes et dépenses discrétionnaires par le respect de la lettre d'une loi-cadre. Tout gouvernement est en effet invariablement soumis à diverses pressions s'exerçant à court terme. Il pourrait alors employer des moyens de contournement, comme des prévisions optimistes en début de législature afin de se ménager une certaine marge de manoeuvre, lui permettant en pratique de ne pas en respecter l'esprit. Tout dépendrait dans ce cas de la capacité du Conseil constitutionnel à censurer par avance des hypothèses de croissance trop favorables.

En outre, les incertitudes pesant sur le calcul du solde structurel viennent compliquer l'appréciation de la crédibilité de l'engagement du gouvernement, mais les expériences étrangères peuvent indiquer au moins deux pistes pour dépasser cette difficulté. D'une part, un conseil budgétaire indépendant, institution déjà instaurée dans plusieurs pays, dont la Suède (*encadré 3*), est tenu de se prononcer sur la cohérence des mesures avec les engagements budgétaires. Ce Conseil s'attache à clarifier l'évaluation du respect de la trajectoire prescrite par la loi-cadre et la qualité du travail de prévision du gouvernement (méthodes employées, comparaisons avec les résultats d'autres organismes). Ainsi, en assumant le caractère nécessairement imparfait de la mesure, le CBI se focalise sur la bonne foi du gouvernement en lui accordant une marge d'erreur. D'autre part, l'introduction d'un compte notionnel de contrôle comme en Allemagne, destiné à comptabiliser les écarts cumulés, peut renforcer la crédibilité de la règle budgétaire. Les conditions d'inscription au compte notionnel ainsi que le choix des valeurs seuil déclenchant des plans d'apurement sont alors cruciaux. Elles permettent en effet le réglage fin de l'incontournable arbitrage entre flexibilité<sup>(24)</sup> et crédibilité. Une règle portant sur une trajectoire de solde structurel,

éventuellement accompagnée d'un compte de contrôle, permettrait ainsi en France de maintenir une certaine cohérence avec la solution allemande, entrouvrant la possibilité d'une coordination européenne.

### Encadré 3 :

#### L'expérience suédoise de gouvernance budgétaire

Le conseil de politique budgétaire suédois<sup>(25)</sup> est chargé de l'évaluation de la soutenabilité à long terme de la dette publique mais également des impacts de la politique budgétaire sur la croissance et l'emploi. Il commente également l'adéquation de la politique économique du gouvernement avec les choix budgétaires lors de la présentation du budget au Parlement et évalue la qualité des prévisions. Même s'il se nourrit des productions des institutions budgétaires gouvernementales et parlementaires et que ses moyens sont extrêmement limités, la garantie de son indépendance est liée à sa composition qui fait la part belle aux économistes en provenance du monde académique (dont certains étrangers) et à des personnalités politiques qui n'ont plus vocation à occuper des fonctions exécutives ou législatives. Ses membres sont nommés par le gouvernement sur proposition du Conseil (sans concertation préalable avec l'exécutif) et sont faiblement rémunérés. Les documents produits sont publics et les rencontres avec l'exécutif sont limitées à la remise des analyses. Comme ses membres proviennent essentiellement du monde académique, les incitations à adopter une démarche partisane sont tempérées par les coûts de réputation qu'ils pourraient endurer. Ses interventions ont contribué à améliorer la qualité du débat économique, à clarifier les arbitrages contraignants et à relever certaines manipulations comptables des projets de budget du gouvernement (report de dépenses sur les années suivantes), ce qui lui a permis d'asseoir une réputation d'indépendance. Récemment, le Conseil de politique budgétaire suédois a critiqué la faiblesse du plan de relance du gouvernement pendant la crise, eu égard à la situation particulièrement saine des finances suédoises, de la stabilité du système bancaire et de l'ampleur de la récession.



[24] Une certaine flexibilité peut être rendue nécessaire pour tenir compte des révisions de la croissance potentielle ou tout autre choc que ne peut anticiper le gouvernement mais qui aurait des impacts sur le calcul du solde structurel.

[25] Calmfors L. (2010), "The Swedish Fiscal Policy Council - Experiences and lessons", *communication* à la Conférence on Independent Fiscal Policy Institutions, Budapest, 18-19 mars.

De manière générale, il n'y a sans doute pas de réelle contradiction entre les deux pistes envisagées par le rapport Camdessus (plafond de dépenses et plancher de recettes, solde structurel) mais plutôt une articulation dans le temps : l'appréciation des dépenses nouvelles est un bon critère de court terme (à l'horizon d'une loi de finances ou à la rigueur sur deux ou trois ans), mais à moyen terme la fixation d'un solde structurel cible est indispensable pour caractériser la trajectoire de redressement des finances publiques.

S'agissant du contrôle, il pourrait être de nature constitutionnelle ou bien reposer sur un comité budgétaire indépendant, voire associer les deux. Dans cette hypothèse, la création d'un conseil budgétaire indépendant (CBI) aurait deux fonctions. D'une part, il éclairerait la Nation<sup>(26)</sup> sur la sincérité a priori de la trajectoire de solde structurel retenue par le gouvernement. D'autre part, il analyserait l'impact des mesures nouvelles en s'appuyant sur l'évolution du compte de contrôle comptabilisant les écarts à la trajectoire retenue pour évaluer l'action du gouvernement a posteriori. Le CBI s'attacherait enfin à élever le débat économique en améliorant le partage de l'information sur l'élaboration des prévisions, les hypothèses retenues et les modèles utilisés. En assumant la part d'erreur accompagnant l'exercice d'évaluation, le comité budgétaire indépendant permettrait également de rappeler que la gestion de l'incertitude doit être partie intégrante de la politique économique.

#### PROPOSITION 4

**Améliorer le fonctionnement du Pacte de stabilité et de croissance en l'appuyant sur des règles budgétaires nationales ambitieuses et assumées. Ainsi, la France pourrait se doter d'une règle d'équilibre budgétaire passant, à moyen terme, par la définition d'un objectif à atteindre en matière de solde structurel ; à court terme (lors de l'examen annuel du projet de loi de finances), la discipline budgétaire reposerait sur un plafond pour le solde entre nouvelles dépenses et nouvelles mesures fiscales.**



Mahdi Ben Jelloul et Thomas Brand,  
Département Économie - Finances  
Avec l'appui de Clara Augereau et Rémi Lallement



[26] Et le Conseil constitutionnel s'il est appelé à se prononcer.