

Les hausses d'impôts, une solution à la crise ?

par Mario Amendola, [Jean-Luc Gaffard](#), Fabrizio Patriarca

Cette question, qui peut apparaître provocatrice, mérite d'être posée à la condition de prendre conscience des dimensions réelles et pas seulement financières de la crise et de formuler les hypothèses qui rendraient le scénario crédible. Dans la perspective tracée ici, si les hausses d'impôt doivent jouer un rôle, ce n'est pas dans le cadre d'un ajustement budgétaire susceptible de rétablir des comptes publics dégradés par la crise, mais avec l'objectif de maintenir ou de rétablir un niveau de dépenses productives altéré du fait de l'accroissement des inégalités. Aussi tout dépendra-t-il de la nature des impôts comme de celle des dépenses publiques.

Chacun convient, aujourd'hui, que le creusement des inégalités, singulièrement aux Etats-Unis, a eu une influence sur le déroulement des événements. L'endettement des ménages les moins aisés n'a fait que retarder la chute de la demande agrégée. La prise de conscience de l'insolvabilité de ces mêmes ménages a constitué le facteur de déclenchement de la crise. Aussi n'y a-t-il pas de solution à moyen et long terme sans un désendettement des ménages et des entreprises. Le rôle des pouvoirs publics est d'y aider. Mais ils ne peuvent l'exercer qu'en prenant des décisions qui aboutissent à un endettement public accru. L'endettement public se substitue, alors, à l'endettement privé. Le déficit public financé par la dette doit, en outre, être prolongé tant que ménages et entreprises n'ont pas pu rétablir leurs bilans, ce qui leur permettrait d'envisager de consommer et d'investir plus. Ce scénario se heurte, toutefois, à l'insolvabilité potentielle des Etats qui prend une dimension particulière au sein de la zone euro. Il n'explique pas réellement ce que sont les

ressorts d'un rebond de la consommation et de l'investissement faute de se rapporter aux implications du creusement des inégalités sur le partage de la demande entre activités productives et improductives.

Reconnaître le poids des inégalités c'est, certes, reconnaître qu'il y a un problème de demande, mais c'est surtout reconnaître l'hétérogénéité des consommateurs et le caractère non homothétique des préférences individuelles. Le creusement des inégalités modifie, avant tout, la structure de la demande. Certains diront au détriment des biens consommés prioritairement par la masse des salariés et au bénéfice des biens de luxe. D'autres diront au détriment des actifs productifs et au bénéfice des actifs financiers ou immobiliers existants.

Le mécanisme possiblement à l'œuvre est le suivant. Les ménages les plus riches ont un excès d'épargne qu'ils vont consacrer, d'une part, à l'achat de biens de luxe ou d'actifs sur les marchés financiers et immobiliers, d'autre part, à des prêts aux ménages moins aisés par le canal des intermédiaires financiers. Le creusement des inégalités a ainsi deux effets conjoints : faire monter le prix des actifs achetés par les plus aisés et faire monter le taux d'endettement des moins aisés. Le premier effet soutient le second en permettant aux prêts consentis de s'appuyer sur la valeur en hausse des actifs gagés (les « collatéraux »).

Sous l'hypothèse que la dépense publique est une dépense productive – elle alimenterait la demande de biens et services du secteur productif –, une dette publique accrue vient soutenir la demande globale et enrayer la récession. Toutefois, à moyen terme, la charge en intérêts peut rendre la dette publique difficilement soutenable avec, à la clé, la nécessité de réduire la dépense publique avant que la reprise de la dépense privée ne devienne significative. La substitution de la dette publique à la dette privée déplace le problème sans le résoudre.

Une alternative possible réside dans la taxation des revenus des ménages les plus aisés. Toujours sous l'hypothèse que la dépense publique s'adresse au secteur productif, cette taxation assure une redistribution des revenus qui a pour corollaire une reconfiguration de la structure de la demande au bénéfice des activités productives. Encore faut-il faire une autre hypothèse, celle que les impôts supplémentaires sont effectivement versés par les ménages qui affectent une fraction significative de leur épargne à des achats d'actifs improductifs. Dans un tel contexte, l'objectif n'est pas d'augmenter les impôts pour résorber le déficit public dans l'espoir que le retournement de conjoncture permettra de les diminuer plus tard, mais de tirer mieux partie de l'impôt comme outil de redistribution. Si augmentation de la pression fiscale il y a c'est bien pour ponctionner des revenus qui, pour une large part, sont des rentes dédiées à des consommations improductives.

La nature des dépenses et recettes publiques rend les hypothèses formulées fragiles. Des dépenses publiques sont improductives et il est difficile de distinguer celles qui le sont de celles qui ne le sont pas. Les hausses d'impôt touchent différentes catégories de contribuables sans véritablement discriminer entre elles suivant la structure de leurs dépenses.

Aussi notre propos n'est-il pas d'énoncer une solution d'application crédible et immédiate. Il est de souligner l'illusion de solutions globales, qu'il s'agisse d'une austérité généralisée, passant notamment par des hausses d'impôts, qui finit par peser sur la dépense des ménages et des entreprises ou de l'entretien prolongé d'une dette publique, qui ne fait que se substituer à la dette privée sans effet sur la structure de la demande. Il est, au terme d'un détour analytique, de conduire à la conclusion que la mise en œuvre effective d'un mécanisme de redistribution susceptible de permettre une hausse du produit potentiel suppose une

réforme de l'Etat qui touche à la fois à l'orientation des dépenses publiques et à la structure de la fiscalité, toutes choses qui demandent du temps et de la clairvoyance sinon du courage politique.

... Lire Amendola, M., Gaffard, J.-L., Patriarca, F., 2013, Inequality, debt and taxation: the perverse relation between the productive and the non-productive assets of the economy, [OFCE Working paper No. 2013-21](#).

Le déclin de l'Empire américain

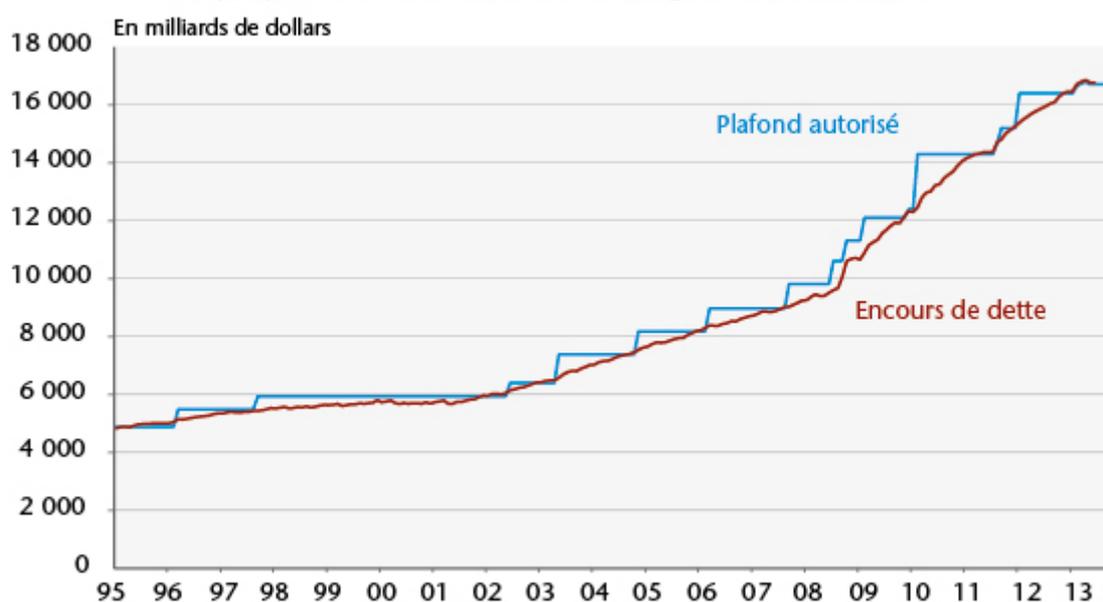
par Christine Rifflart

Après deux semaines de [shut down](#), et au bord de la cessation de paiement si aucun accord durable n'est trouvé avant la fin octobre, l'administration américaine est confrontée à une combinaison de crises sans précédent. Les coupes brutales sur les dépenses non votées dans le budget 2014 dont l'exercice fiscal a commencé le 1er octobre vont porter un coup fatal à la croissance du quatrième trimestre. La menace d'un défaut de paiement agite les marchés financiers, inquiète à juste titre les détenteurs de bons du Trésor et autres titres publics et fait planer le doute d'une nouvelle crise financière qui serait autrement plus grave pour l'économie mondiale que la crise de 2008. Enfin, le pays est en train de sombrer dans une crise institutionnelle sans précédent dont on a du mal à imaginer une issue positive. Car la proposition faite vendredi par les républicains (voir [article du Financial Times](#) du 11 octobre) de relever le plafond de dette pendant une période de six semaines pour désamorcer la crise autour du défaut aura

fait long feu, puisque dès samedi elle était rejetée par le Président (voir [article](#) du 12 octobre). Cet épisode est apparu davantage comme une secousse supplémentaire à ce séisme qui n'en finit pas qu'un début de réponse crédible à la situation.

Pour commencer, il faut rappeler que le plafond de la dette est la limite statutaire fixée par le Congrès sur le montant d'emprunts que le Trésor peut émettre pour satisfaire à ses obligations légales (remboursement de la dette fédérale, paiement des intérêts, dépenses budgétaires, ...). Dans la mesure où le budget voté par le Congrès est en déficit, il génère un besoin de financement qui doit être couvert par une nouvelle dette[1]. Si la dette atteint la limite autorisée, le Trésor ne peut plus émettre de nouveaux titres, sauf dans la limite où d'anciens titres arrivent à maturité. Le Congrès doit alors relever le plafond de dette pour permettre l'application de la politique budgétaire, ou bien voter un budget qui dégage un excédent budgétaire primaire suffisant pour couvrir les obligations légales du Trésor. C'est bien dans cette problématique que se trouve actuellement l'administration américaine.

Graphique. Plafond de dette et dette du gouvernement fédéral



Source : États-Unis, Département du Trésor.

Depuis le 19 mai 2013[2], le plafond de la dette est atteint. Ne pouvant plus émettre de nouvelles dettes, le Trésor finance ses opérations par des mesures exceptionnelles (en recourant notamment aux réserves des Fonds de pension des fonctionnaires du gouvernement fédéral, du service postal, ou encore du Fonds de Stabilisation des changes) lesquelles, selon le [Secrétaire américain au Trésor](#), seront épuisées le 17 octobre.

Au-delà, le Trésor ne devrait plus disposer que de ses recettes fiscales perçues quotidiennement et d'un peu de cash pour continuer à honorer ses engagements normalement. La cessation de paiement pourrait être prononcée entre le 18 octobre et le 1er novembre, selon le [Bipartisan Policy Center](#). Le *Congressional Budget Office* situe cette date au 22 octobre.

Tableau. Principaux engagements budgétaires à très court terme

Date d'échéance	Montants estimés (en milliards de dollars)	Engagements
15 octobre	2	Prestations sociales
23 octobre	12	Prestations sociales
24 octobre	57	Renouvellement de dette arrivant à maturité
31 octobre	115	Renouvellement de dette arrivant à maturité
31 octobre	6	Paiement des intérêts sur la dette
1 ^{er} novembre	58	Prestations sociales et salaires des militaires
14 novembre	12	Prestations sociales
15 novembre	29	Paiement des intérêts sur la dette

Source : Bipartisan Policy Center.

La proposition d'un relèvement du plafond de dette pendant six semaines devait reporter d'autant l'échéance d'un défaut et donner du temps au Congrès pour négocier un nouveau budget. Mais cela changeait-il vraiment la donne ?

Même en l'absence d'un vote au Congrès, d'importantes dépenses sont déjà engagées sur le budget 2014. Ainsi, dans la [version révisée du Budget du Président](#) de juillet dernier, sur les 3 642 milliards de dollars de dépenses fédérales prévues, 2 236 milliards sont des dépenses obligatoires (*mandatory programs*), principalement au titre des programmes sociaux (sécurité sociale, Medicare, Medicaid), 614 milliards sont destinés à la Défense et ont été votées dans les précédents budgets, et 222 milliards sont des charges d'intérêts. Or, les

recettes fiscales étant insuffisantes pour couvrir ces dépenses déjà actées, le Trésor devra s'endetter pour les financer et sans relèvement suffisant du plafond, il ne pourra pas le faire.

L'objectif des républicains est donc bien de revenir sur les programmes sociaux. Mais là non plus le Congrès ne peut revenir sur des programmes qui ont déjà été votés et dont il a pris l'engagement de les respecter.

On voit bien la guerre politique qui se joue désormais. Le plafond de la dette s'est placé au cours des deux dernières années, au cœur de la politique budgétaire américaine^[3] pour devenir aujourd'hui un puissant outil d'injonction. Pis encore, un outil d'injonction contradictoire ! Le refus du Congrès de relever le plafond de la dette contraint le Trésor et le gouvernement américain à enfreindre leurs obligations respectives. Le Congrès se soustrait à la responsabilité budgétaire qui est la sienne soit en n'autorisant pas le Trésor à financer des dépenses qu'il a lui-même votées, soit en reniant ses propres engagements. Ce faisant, il force le Président Barack Obama à s'engager dans une crise politique majeure autour de l'interprétation de la constitution et de la séparation des pouvoirs qu'elle implique.

Dès lors, si les républicains restent aussi fermés sur leurs objectifs de réduction des dépenses publiques, ce ne sont pas six semaines qui vont changer la nature du conflit. Les fondements mêmes des institutions sont attaqués. Au-delà des conséquences dramatiques que cette crise pourra avoir aux niveaux économique et financier, c'est bien tout l'édifice de la puissance américaine qui vacille.

[1] Dette_t – Dette_{t-1} = Solde budgétaire primaire_t + taux d'intérêt_t * Dette_{t-1}

[2] Le 31 décembre 2012, le plafond était atteint et le 4 février 2013, le Président signait le *No Budget, No Pay Act* qui supprimait cette contrainte pendant une période de deux mois. Réintroduit le 19 mai sur la base de l'ancien plafond augmenté du montant des nouveaux emprunts réalisés entre le 4 février et le 18 mai 2013, le nouveau plafond a été fixé à 16 699 milliards de dollars. Mais, dès sa remise en application, le nouveau plafond a posé problème puisqu'il correspondait par construction au montant de la dette fédérale existant à cette date.

[3] Le relèvement du plafond signé le 2 août 2011 par le Président dans le cadre du *Budget Control Act of 2011* était directement lié à l'engagement de réduire de 1 200 milliards de dollars les dépenses budgétaires à l'horizon de 10 ans, et dont les premiers effets ont commencé en mars dernier avec les coupes automatiques (séquestrations).

Austérité en Europe : changement de cap ?

par Marion Cochard et Danielle Schweisguth

Le 29 mai dernier, la Commission européenne adressait aux Etats membres de l'Union européenne ses nouvelles recommandations de politique économique. Dans ces recommandations, la Commission préconise un report des objectifs de déficit public pour quatre pays de la zone euro

(Espagne, France, Pays-Bas, Portugal), leur laissant davantage de temps pour atteindre la cible de 3 % de déficit public. L'Italie n'est plus en procédure de déficit excessif. Seule la Belgique est sommée d'intensifier ses efforts. Cette nouvelle feuille de route peut-elle être interprétée comme un changement de cap annonçant un assouplissement des politiques d'austérité en Europe ? Peut-on en attendre un retour de la croissance sur le vieux continent ?

Ces questions ne sont pas triviales. La [Note de l'OFCE \(n°29, 18 juillet 2013\)](#) tente d'y répondre en simulant trois scénarii de politique budgétaire à l'aide du [modèle iAGS](#). Il ressort de cette étude que le report des objectifs de déficit public pour quatre pays de la zone euro ne traduit pas un véritable changement de cap de la politique budgétaire en Europe. Certes, le scénario du pire, dans lequel l'Espagne et le Portugal se seraient vu imposer les mêmes recettes que la Grèce, a été évité. La Commission accepte implicitement de laisser jouer les stabilisateurs automatiques quand la conjoncture se dégrade. Cependant, pour de nombreux pays, les préconisations en termes d'efforts budgétaires vont toujours au-delà de ce qui est imposé par les traités (0,5 point de PIB de réduction annuelle du déficit structurel), avec pour corollaire une hausse de 0,3 point du taux de chômage en zone euro entre 2012 et 2017.

Pourtant, une troisième voie nous semble possible. Il s'agit d'adopter dès 2014 une position de « sérieux budgétaire » qui ne remettrait pas en cause la soutenabilité de la dette publique. Cette stratégie consiste à maintenir constant le taux de prélèvements obligatoires et à laisser les dépenses publiques évoluer au même rythme que la croissance potentielle. Cela revient à une impulsion budgétaire neutre entre 2014 et 2017. Dans ce scénario, le solde public de la zone euro s'améliorerait de 2,4 points de PIB entre 2012 et 2017 et la trajectoire de dette publique s'inverserait dès 2014. A l'horizon 2030, le solde public serait excédentaire

(+0,7 %) et la dette approcherait les 60 % du PIB. Surtout, ce scénario permettrait de faire baisser significativement le taux de chômage à l'horizon 2017. Les pays européens devraient peut-être s'inspirer de la sagesse de Jean de La Fontaine : « *Rien ne sert de courir, il faut partir à point* »...

Quelle politique budgétaire pour accompagner les réformes structurelles ? Les enseignements du cas allemand

par [Eric Heyer](#)

« La France doit copier les réformes allemandes pour prospérer » titre Gerhard Schröder dans [une tribune de Financial Times du 5 juin 2013](#). De son côté, la Commission européenne (CE), dans ses dernières recommandations annuelles aux Etats membres rendues publiques le 29 mai dernier, semble prendre des distances avec la stratégie de retour rapide et synchronisé à des finances publiques équilibrées, mise en place depuis 2010. La priorité pour l'exécutif européen semble désormais être la mise en place de réformes structurelles des marchés du travail et des services par les pays de la zone euro. Ces derniers devront certes continuer à assainir leurs comptes publics mais la CE leur a laissé un délai de 1 à 2 ans supplémentaire pour y parvenir. C'est le cas notamment pour la France qui devra poursuivre l'assainissement de ses comptes au cours des deux prochaines années (l'effort budgétaire et fiscal demandé par la CE au gouvernement français s'élève à 0,8 point de PIB soit 16 milliards d'euros par an) tout en

ayant obtenu un délai de 2 ans pour ramener son déficit sous les 3 % du PIB (2015 au lieu de 2013).

Tableau. Nouvelles cibles budgétaires après assouplissement

		2013	2014	2015	2016
France	Déficit des APU (en % du PIB)	3,9	3,6	2,8	
	Impulsion budgétaire (en pt de PIB)	-1,3	-0,8	-0,8	
Espagne	Déficit des APU (en % du PIB)	6,5	5,8	4,2	2,8
	Impulsion budgétaire (en pt de PIB)	-1,1	-0,8	-0,8	-1,2
Pays-Bas	Déficit des APU (en % du PIB)	3,6	2,8		
	Impulsion budgétaire (en pt de PIB)	-0,6	-0,7		

Source : Commission européenne.

Le changement de cap – ou tout du moins de ton – de la CE, privilégiant la mise en place de réformes à une austérité démesurée, doit être salué. Il convient toutefois d'examiner si le nouvel environnement, notamment budgétaire, est suffisamment propice à assurer l'efficacité des réformes structurelles.

L'examen du contexte économique dans lequel ont été mises en place les réformes allemandes au début des années 2000, devenues la référence pour les pays « du Sud », fournit assurément quelques clefs.

Si le propos ici n'est pas de détailler ces réformes, il est utile toutefois de rappeler que celles-ci ont été prises alors que l'économie allemande était considérée comme l'« élève malade » de l'Europe avec notamment un déficit commercial important (-1,8 point de PIB en 2000 contre un excédent de 1,4 pour la France à la même époque). Ces réformes ont eu pour conséquences d'abaisser fortement la part des salaires dans la valeur ajoutée, redonnant des marges aux entreprises outre-Rhin et ont permis de restaurer rapidement la compétitivité de l'économie allemande : en 2005, la balance commerciale allemande est redevenue fortement excédentaire tandis que celle de la France devenait pour la première fois depuis 1991 déficitaire. Le caractère non coopératif au sein de la zone euro ([OFCE, 2006](#)) ainsi que la forte augmentation de la

pauvreté en Allemagne – ([Heyer, 2012](#)) et graphique 1 – et des inégalités de richesse ([de Grauwe et Yi, 2013](#)), constituent la face cachée de cette stratégie.

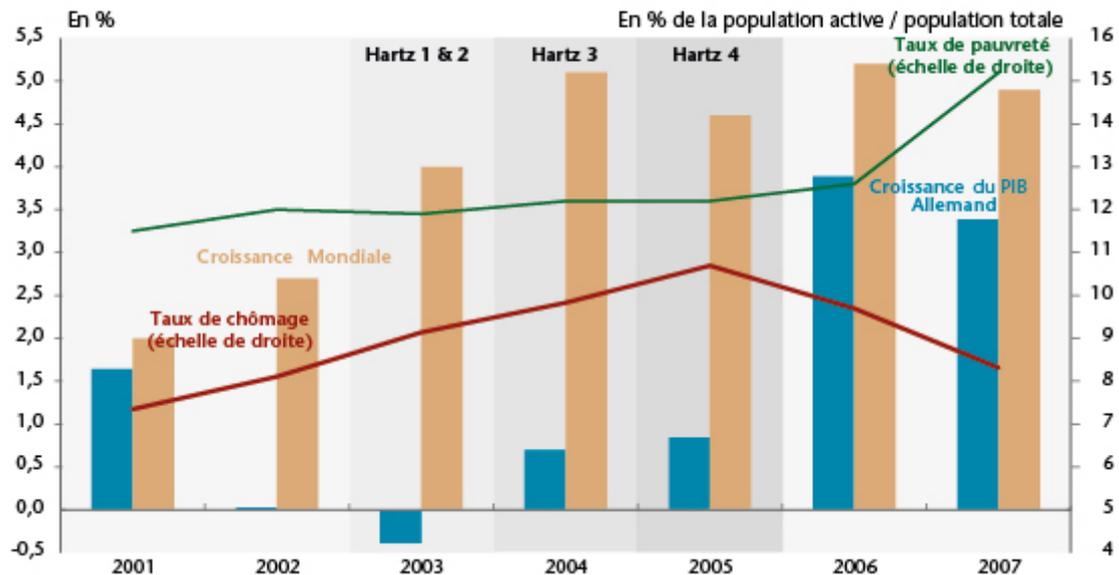
Aujourd'hui, les « élèves malades » de l'Europe sont les pays du Sud et la pression à mettre en place des politiques visant à restaurer la compétitivité s'est déplacée de l'Allemagne vers la France, l'Italie ou l'Espagne.

Si cet élément de contexte est identique, l'environnement économique était-il comparable ? Les graphiques 1 et 2 résument l'environnement économique de l'Allemagne lors de la mise en place de ses réformes structurelles. De ces dernières, deux faits majeurs ressortent :

1. Ces réformes ont été menées **dans un contexte de forte croissance mondiale** : au cours des années 2003-2006, le monde connaissait une croissance moyenne de plus de 4,7 % chaque année (graphique 1). A titre de comparaison, la croissance devrait être inférieure à 3 % au cours de deux prochaines années ;
2. Par ailleurs, la situation budgétaire de l'économie allemande en ce début de décennie 2000 n'était pas bonne : à partir de 2001, le déficit des administrations publiques (APU) allemandes dépassait la barre des 3 % et frôlait celle des 4 % en 2002, année précédant la mise en place de la première réforme Hartz. Dans le même temps, la dette publique dépassait pour la première fois le seuil des 60 % du PIB autorisé par le traité de Maastricht. Malgré ces mauvaises performances budgétaires – la dette publique frôlant les 70 % en 2005 –, il est intéressant de noter que le gouvernement allemand a continué de maintenir une politique budgétaire fortement expansionniste tant que les réformes n'étaient pas achevées : au cours de la période 2003-2006, l'impulsion budgétaire était positive et s'élevait en moyenne à 0,7 point de PIB chaque année (graphique 2). Ainsi donc, au cours de cette période, le

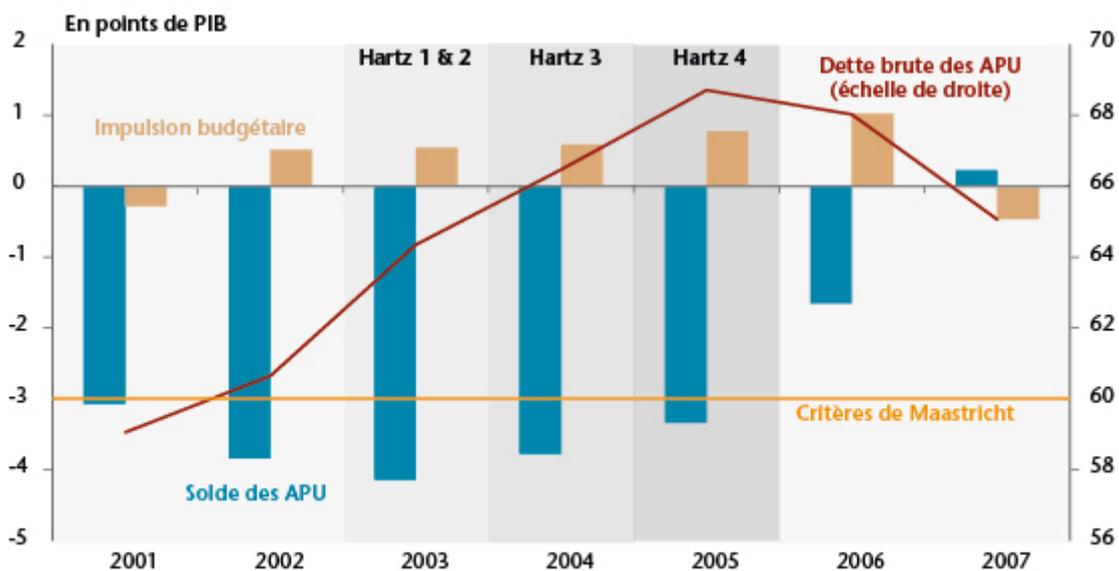
gouvernement allemand a accompagné les réformes structurelles par une politique budgétaire très accommodante.

Graphique 1. Croissance, taux de chômage et taux de pauvreté en Allemagne



Sources : OCDE, calculs OFCE.

Graphique 2. Situation des APU et politique budgétaire en Allemagne



Sources : OCDE, calculs OFCE.

Ainsi, les réformes structurelles sur le marché du travail menées sous Schröder ont non seulement été mises en place dans un contexte conjoncturel très favorable (forte croissance mondiale et stratégie différente des autres pays européens) mais ont aussi été accompagnées par une politique budgétaire particulièrement accommodante compte tenu notamment de l'état

dégradé de leurs comptes publics.

Ce contexte est très éloigné de celui d'aujourd'hui :

1. la croissance mondiale ne devrait pas dépasser les 3 % au cours des deux prochaines années ;
2. la CE demande à un grand nombre de pays européens de mettre en place de façon simultanée les mêmes réformes structurelles, ce qui, dans une zone euro très intégrée, limite leur efficacité ;
3. et la politique budgétaire, malgré l'assouplissement accordé sur les déficits, devrait rester très restrictive : comme l'indique le tableau 1, les impulsions budgétaires pour la France ou l'Espagne devront rester fortement négatives (-0,8 point de PIB par an) au moment de la mise en place des réformes structurelles dans ces pays.

Si aujourd'hui la pression à l'amélioration de la compétitivité pour les pays du Sud est similaire à celle de l'Allemagne au début des années 2000, l'environnement extérieur est moins porteur et la pression au désendettement public plus contraignant.

Sur ce dernier point, l'exemple allemand nous apprend qu'il est difficile de mener de front des réformes structurelles visant à accroître la compétitivité de ses entreprises et à poursuivre le désendettement public.

Pourquoi la France a raison

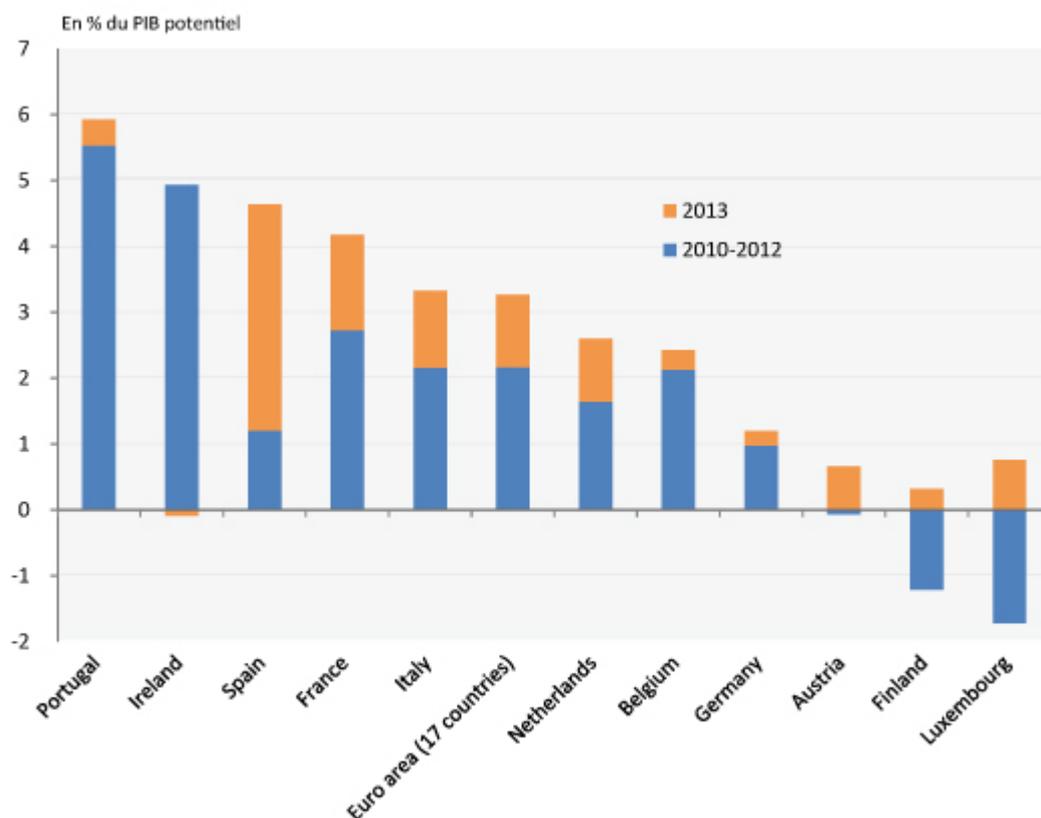
(et des raisons) de renoncer à l'objectif des 3% de déficit public pour 2013

par [Mathieu Plane](#)

A la suite des déclarations du Ministre de l'Economie et des finances, le gouvernement semble avoir fait le choix de renoncer à atteindre l'objectif de déficit public de 3 % du PIB en 2013. Outre le virement de bord de la politique annoncée jusqu'à présent, qui était celle de ramener « coûte que coûte » le solde public à -3% en 2013, nous pouvons légitimement penser que la France a raison de renoncer à cet objectif et pouvons avancer plusieurs arguments. Si dans ce billet, nous ne revenons pas sur les [conséquences économiques liées à la politique budgétaire menée en France et dans la zone euro](#), dictée par des objectifs de déficit nominaux qui ne tiennent pas compte de la décomposition structurel/conjoncturel et qui présentent un caractère dangereusement pro-cyclique, nous présentons en revanche plusieurs arguments auxquels pourraient être sensibles la Commission européenne :

1 – Selon les derniers chiffres de la Commission européenne du 22 février 2013^[1], la France est le pays de la zone euro qui ferait le plus fort ajustement budgétaire en 2013 d'un point de vue structurel (1,4 point de PIB), juste derrière l'Espagne (3,4) et la Grèce (2,6). Et sur la période 2010-2013, la réduction du déficit structurel de la France représente 4,2 points de PIB, ce qui fait de la France le pays de la zone euro, avec l'Espagne (4,6 points de PIB), qui a fait le plus de restriction budgétaire parmi les grands Etats de la zone, devant l'Italie (3,3 points de PIB), les Pays-Bas (2,6) et bien sûr l'Allemagne (1,2) (graphique 1).

Graphique 1. Variation du solde structurel dans les pays de la zone euro selon la Commission européenne*



* Pour des raisons d'échelle, nous n'avons pas mis la Grèce sur le graphique. Sur la période 2010-2013, l'ajustement budgétaire structurel de la Grèce représente 16,9 points de PIB, dont 2,6 en 2013.

Sources : Commission européenne, calculs OFCE.

2 – En 2007, avant la crise, selon la Commission européenne, la France avait un solde public structurel de -4,4 points de PIB, contre -2,1 pour la moyenne de la zone euro et -0,9 pour l'Allemagne. En 2013, celui-ci atteint -1,9 point de PIB en France, -1,3 pour la zone euro, +0,4 pour l'Allemagne, ce qui représente une amélioration du déficit structurel de 2,5 points de PIB pour la France depuis le début de la crise, soit trois fois plus que la moyenne de la zone euro et deux fois plus que l'Allemagne (tableau 1). Et hors investissement public, le solde public structurel de la France en 2013 est positif et plus élevé que celui de la moyenne de la zone euro (1,2 point de PIB en France contre 0,8 pour la moyenne de la zone euro et 1,9 pour l'Allemagne). Rappelons que la France consacre 3,1 points de PIB à l'investissement public en 2013 (0,2 point de moins qu'en 2007) contre seulement 2 points en moyenne dans la zone euro (0,6 point de moins qu'en 2007) et 1,5 en Allemagne (équivalent à 2007). Or l'investissement

public, qui a des effets positifs sur la croissance potentielle, et qui a pour contrepartie d'augmenter les actifs publics, ne modifiant ainsi pas la situation patrimoniale des administrations publiques, peut raisonnablement être exclu du calcul de solde public structurel.

Tableau. Solde public et solde structurel avec et sans l'investissement public

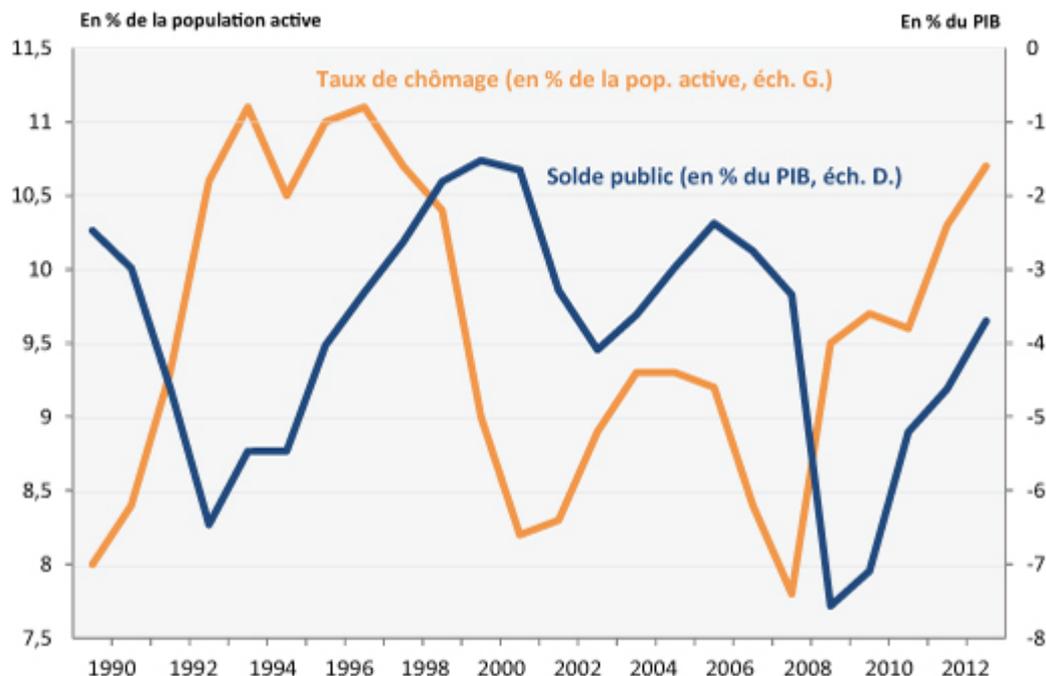
En points de PIB	Solde public (SP)				SP structurel (SPS)				SPS hors Inv. Public			
	FRA	DEU	EZ	Écart FRA-EZ	FRA	DEU	ZE	Écart FRA-EZ	FRA	DEU	EZ	Écart FRA-EZ
2007	-2,8	0,2	-0,7	-2,1	-4,4	-0,9	-2,1	-2,3	-1,1	0,6	0,5	-1,6
2013	-3,7	-0,2	-2,8	-0,9	-1,9	0,4	-1,3	-0,6	1,2	1,9	0,8	0,4
Variation 2007-2013	-0,9	-0,4	-2,1	1,2	2,5	1,3	0,8	1,6	2,3	1,3	0,3	2,1

Sources : Commission européenne, calculs OFCE.

3 – En 2013, le déficit public, même à 3,7 % du PIB selon la Commission européenne, retrouve un niveau proche de celui de 2008, similaire à celui de 2005, inférieur à celui de 2004 et à toute la période 1992-1996. Le chiffre de déficit public attendu pour 2013 correspond à la moyenne observée sur les trente dernières années, ne faisant plus figure de situation exceptionnelle, ce qui desserre la pression que pouvait subir la France vis-à-vis des marchés financiers. A l'inverse, selon la Commission européenne, le taux de chômage de la France en 2013 atteindrait 10,7 % de la population active et devrait être très proche de son pic historique de 1997 (graphique 2). Avec un taux de chômage en 2013 supérieur de 1,3 point à la moyenne des trente dernières années, la situation exceptionnelle se situe désormais plus du côté du marché du travail que du côté du solde public. Si de nouvelles mesures d'austérité permettaient de réduire péniblement le déficit public, en raison de la [valeur élevée du multiplicateur budgétaire à court terme](#), elles conduiraient en revanche à dépasser largement notre pic historique de chômage. En effet, comme nous l'avons montré dans notre [dernière prévision d'octobre 2012](#), si la France cherche à respecter « coûte que coûte » son engagement budgétaire pour 2013, il faut un nouveau tour de vis budgétaire de plus de 20 milliards

d'euros, en plus des [36 milliards d'euros programmés](#), qui conduirait à une récession de -1,2 % du PIB et 360 000 destructions d'emplois (au lieu d'une croissance prévue à 0 % et environ 160 000 destructions d'emplois) débouchant sur un taux de chômage à 11,7 % de la population active fin 2013.

Graphique 2. Solde public et taux de chômage



Source : Commission européenne.

Pour redresser ses comptes publics depuis 2010, la France a donc fait un effort budgétaire historique, bien supérieur à la moyenne de ses partenaires européens, ce qui lui a coûté en termes de croissance et d'emploi. Rajouter une couche d'austérité en 2013 à une austérité déjà historique nous conduirait tout droit vers la récession et une dégradation sans précédent du marché du travail pour cette année. Si on a le choix, quelques dixièmes de points de déficit public en moins valent-ils un tel sacrifice ? Rien n'est moins sûr. Il paraît donc incontournable de reporter l'objectif de réduction du déficit public à 3 % du PIB au moins à 2014.

[1] Nous avons une évaluation différente de la mesure du déficit public structurel. Par exemple, pour 2013, nous évaluons l'amélioration du solde public structurel de la France à 1,8 point de PIB mais pour ne pas biaiser l'analyse nous retenons les chiffres fournis par la Commission.

La crise de la zone euro est-elle terminée ?*

par [Catherine Mathieu](#) et [Henri Sterdyniak](#)

Au début de 2013, deux bilans contrastés peuvent être tirés de la crise. D'un côté, l'euro a survécu. Certes, les réactions des institutions européennes et des pays membres ont été lentes et hésitantes ; leurs réticences ont souvent nourri la spéculation. Mais les institutions européennes ont progressivement réussi à mettre en place des mécanismes de solidarité, comme le Fonds européen de stabilité financière puis le Mécanisme européen de stabilité ; elles ont réussi à imposer aux États membres une forte discipline budgétaire (renforcement du Pacte de stabilité et de croissance, programmes d'ajustement, traité budgétaire).

Les États membres ont accepté de mettre en œuvre des politiques d'austérité et de réformes structurelles. Dès le début de la crise, la BCE a accepté de mettre en place des politiques non-conventionnelles ; elle a soutenu les dettes publiques des pays en difficulté en intervenant sur les marchés secondaires. Puis, elle a pu s'engager à venir en aide

sans limite aux pays en difficulté qui mettaient en œuvre des politiques satisfaisantes, ce qui a permis de rassurer les marchés financiers et de faire baisser les primes de risques.

De l'autre côté, la zone euro est incapable de retrouver une croissance satisfaisante comme de récupérer les neuf points d'activité perdus du fait de la crise. Les pays membres ont été contraints de mettre en œuvre des politiques d'austérité en période de récession. Selon les perspectives de la Commission elle-même, le taux de chômage devrait se maintenir à 11,8 % en 2013. Les déséquilibres entre pays persistent, même s'ils sont quelque peu atténués par la dépression profonde dans laquelle sont plongés les pays du Sud. Les normes rigides et sans fondements économiques imposées aux États membres ne remplacent pas une vraie coordination des politiques économiques. Les solidarités mises en place sont conditionnelles à la perte de toute autonomie et à l'instauration de politiques d'austérité drastiques. À l'avenir, les politiques nationales seront paralysées par les contraintes européennes et les menaces des marchés financiers. L'Europe sociale ne progresse pas ; pire, l'Europe impose aux pays en difficulté de mettre en cause l'universalité de l'assurance-maladie, de réduire les prestations de retraite, de chômage, de famille. La concurrence fiscale persiste ; la crise n'a pas été l'occasion de mettre en cause les paradis fiscaux et l'évasion fiscale. Certes, l'Europe est à la pointe du combat contre le changement climatique, mais elle peine à s'engager résolument dans la transition écologique. De nombreux pays de la zone souffrent d'une désindustrialisation persistante, sans qu'une stratégie européenne de politique industrielle ne soit mise en œuvre. L'Union bancaire va être mise en place, sans que son contenu soit démocratiquement décidé. Les instances européennes persistent dans une stratégie – paralyser les politiques nationales, imposer des réformes structurelles libérales – qui jusqu'à présent n'a pas réussi à impulser la croissance et qui a rendu l'Europe impopulaire. L'Europe manque cruellement d'un projet social

fédérateur, d'une stratégie économique et d'un fonctionnement démocratique.

* Le lecteur trouvera dans le [n° 127 de la collection « Débats et Politiques » de la Revue de l'OFCE, paru en janvier](#), des analyses apportant des éclairages contrastés sur les origines de la crise de la zone euro et les stratégies de sortie de crise. Ce numéro réunit douze articles faisant suite à la 9^e Conférence EUROFRAME[\[1\]](#) sur les questions de politique économique de l'Union européenne de juin 2012.

[\[1\] EUROFRAME](#) est un réseau d'instituts économiques européens qui regroupe : DIW et IFW (Allemagne), WIFO (Autriche), ETLA (Finlande), OFCE (France), ESRI (Irlande), PROMETEIA (Italie), CPB (Pays-Bas), CASE (Pologne), NIESR (Royaume-Uni).

La zone euro en crise

par [Catherine Mathieu](#) et [Henri Sterdyniak](#)

Le 8 juin 2012, s'est tenue à Kiel la 9^e Conférence EUROFRAME[\[1\]](#) sur les questions de politique économique de l'Union européenne. Son sujet était : « La zone euro en crise : défis pour la politique monétaire et les politiques budgétaires ». [Le numéro 127 de la collection « Débats et Politiques » de la Revue de l'OFCE](#) publie des versions révisées de douze des communications présentées[\[2\]](#), rassemblées autour de cinq dossiers : déséquilibres de taux de change, indicateurs de la crise de la dette, règles budgétaires, questions bancaires et financières et stratégies

de sortie de crise.

L'analyse des origines de la crise de la zone euro et les recommandations de politiques économiques à mener pour sortir la zone euro de la crise font l'objet de grands débats entre économistes dont la Conférence EUROFRAME a donné une illustration. Ainsi, le lecteur verra apparaître au fil des articles plusieurs lignes de fracture :

– Pour les uns, ce sont les politiques irresponsables des pays du Sud qui sont la cause des déséquilibres : ceux-ci ont laissé se développer des bulles immobilières et salariales tandis que les pays du Nord pratiquaient des politiques vertueuses d'austérité salariale et de réformes structurelles. Les pays du Sud doivent donc adopter la stratégie des pays du Nord et accepter une longue cure d'austérité. Pour les autres, la monnaie unique a permis le développement de déséquilibres jumeaux et opposés : elle a conduit à la sous-évaluation des économies des pays du Nord, ce qui les a autorisés à compenser leurs politiques excessives d'austérité salariale et sociales par des excédents extérieurs excessifs ; elle a autorisé la persistance de déficits extérieurs au Sud ; il en résulte la nécessité d'une convergence contrôlée où la relance au Nord facilite la résorption des déséquilibres extérieurs du Sud.

– Pour les uns, chaque pays doit mettre en œuvre des politiques alliant une forte réduction des dépenses publiques – afin de résorber les déficits budgétaires et réduire le poids de la dette publique – et des réformes structurelles (libéralisation des marchés des biens et des services, déréglementation du marché du travail) qui en compenseraient l'effet dépressif sur le marché du travail. Il faut laisser les marchés financiers imposer aux pays la discipline nécessaire. Pour les autres, il faut maintenir les déficits publics tant qu'ils seront nécessaires pour soutenir l'activité, faire garantir les dettes publiques par la Banque centrale européenne (BCE) afin de faire converger les taux d'intérêt nationaux vers le bas et mettre en œuvre une

stratégie de croissance à l'échelle de l'UE (en particulier par le financement des investissements nécessaires à la transition écologique).

– Certains estiment même qu'il faut éviter l'extension de la solidarité européenne qui permettrait à certains pays de retarder les réformes nécessaires, qui rendrait persistants les déséquilibres, qui induirait de la création monétaire et donc de l'inflation. D'autres jugent que des erreurs de politiques économiques ont été commises depuis la création de la zone euro, qu'elles ont abouti à de fortes disparités dans la zone, qu'il faut essayer de résorber aujourd'hui par une stratégie solidaire et cohérente. L'Europe est une grande famille ; il faut manifester de la solidarité et accepter des compromis pour continuer à vivre ensemble.

– Pour les uns, la fin de la crise des dettes des pays de la zone euro suppose la mise en place d'une union budgétaire, ce qui signifie la mise en place de règles contraignantes inscrites dans le Pacte budgétaire et un certain fédéralisme budgétaire ; la Commission et le Conseil européen doivent avoir un droit de regard sur les politiques budgétaires des États membres. Pour les autres, il faut laisser aux États membres un degré d'autonomie nécessaire pour pratiquer la politique budgétaire de leur choix ; c'est à la fois une question de démocratie et d'efficacité économique : les situations économiques des pays sont trop diverses pour qu'une politique budgétaire uniforme soit possible ; il faut une coordination ouverte des politiques économiques, sans normes préétablies et rigides de finances publiques, ayant pour objectif une croissance satisfaisante et la résorption des déséquilibres extérieurs.

[1] [EUROFRAME](#) est un réseau d'instituts économiques européens qui regroupe : DIW et IFW (Allemagne), WIFO (Autriche), ETLA (Finlande), OFCE (France), ESRI (Irlande), PROMETEIA (Italie),

CPB (Pays-Bas), CASE (Pologne), NIESR (Royaume-Uni).

[2] Dont 10 en langue anglaise et 2 en français.

France : la guerre de 3% aura-t-elle lieu ?

par [Eric Heyer](#)

Ce texte résume les prévisions pour [l'économie française d'octobre 2012 de l'OFCE](#)

L'économie française devrait croître de 0,1 % en 2012 et de 0,0 % en 2013 en moyenne annuelle. Cette performance est particulièrement médiocre et très éloignée du chemin que devrait normalement emprunter une économie en sortie de crise.

Quatre ans après le début de la crise, le potentiel de rebond de l'économie française est important : il aurait dû conduire à une croissance spontanée moyenne de près de 3,0 % l'an au cours des années 2012 et 2013, permettant de rattraper une partie de l'écart de production accumulé depuis le début de la crise. Mais cette reprise spontanée est freinée, principalement, par la mise en place de plans d'économies budgétaires en France et dans l'ensemble des pays européens. La stratégie de consolidation budgétaire, imposée par la Commission européenne, devrait amputer de près de 6 points de PIB l'activité en France au cours des années 2012 et 2013.

Tableau 1. Les freins à la croissance en France

En point de % de PIB

Rythme...	... trimestriel		... annuel	
	2012	2013	2012	2013
Reprise spontanée	0,8	0,8	2,1	3,1
<i>Impact budgétaire</i>	-0,4	-0,4	-1,6	-1,7
<i>Choc pétrolier</i>	-0,05	0,0	-0,2	0,0
<i>Environnement extérieur</i>	-0,4	-0,3	-1,4	-1,2
<i>Acquis</i>			-1,0	-0,2
Prévisions de croissance	-0,04	0,04	0,1	0,0

Sources : INSEE, calculs OFCE.

En s'établissant à un rythme éloigné de son potentiel, la croissance attendue accentuera le retard de production accumulé depuis 2008 et continuera à dégrader la situation sur le marché du travail. Le taux de chômage augmenterait régulièrement pour s'établir à 11 % fin 2013.

Par ailleurs, la réduction du déficit budgétaire attendue par le gouvernement de la mise en place de la stratégie de consolidation – objectif de déficit des APU à 3 % de PIB en 2013 – sera en partie rognée par le manque à gagner en recettes fiscales dû à la faiblesse de la croissance. Le déficit public devrait s'établir à 3,5 % en 2013.

Dans ces conditions, le gouvernement doit-il tout mettre en œuvre pour tenir son engagement de 3% du déficit public en 2013 ?

Dans un contexte financier incertain, être le seul État à ne pas respecter sa promesse de consolidation budgétaire comporte un risque, celui d'être sanctionné immédiatement par un renchérissement de ses conditions financières sur le remboursement de sa dette. Ce risque est réel mais limité. La situation actuelle est celle d'une « trappe à liquidité » et

d'une épargne abondante. Il en résulte un comportement de « fuite vers la qualité » de la part des épargnants qui recherche des placements sans risques. Or parmi ces derniers figurent les obligations d'Etats Allemands mais aussi Français. Dans ces conditions, la réduction de 1 point au lieu de 1,5 point de PIB du déficit public n'aurait que très peu d'impact sur les taux d'intérêt obligataires français.

En revanche, le maintien d'une cible à 3% du déficit public en 2013 pourrait avoir des conséquences dramatiques sur l'activité et l'emploi en France. Nous avons simulé un scénario dans lequel le gouvernement français tient coûte que coûte à respecter son engagement budgétaire quelle que soit la conjoncture. Si tel était le cas, cela nécessiterait l'adoption d'un nouveau plan de restrictions budgétaires dans les mois à venir d'un montant de 22 milliards d'euros.

Cette stratégie amputerait l'activité économique dans l'hexagone de 1,2 % en 2013. Elle engendrerait une hausse supplémentaire du taux de chômage qui frôlerait la barre des 12 % en s'établissant à 11,7 % en fin d'année. En ce qui concerne l'emploi, cette obstination amplifierait les destructions d'emplois : au total, elle coûterait près de 200 000 emplois.

Un scénario plus noir est également envisageable : selon nos prévisions, en tenant compte des projets de Lois de finances connus et votés, aucun grand pays européen ne respecterait ses engagements de réduction de déficit en 2013. En sous-estimant la difficulté à atteindre des cibles inaccessibles, le risque est fort de voir les pays de la zone euro s'enfermer dans une spirale où la nervosité des marchés financiers serait le moteur d'une austérité toujours renforcée. Pour illustrer ce risque, nous avons simulé un scénario dans lequel les grands pays de la zone euro (Allemagne, France, Italie et Espagne) mettent en place de nouvelles mesures d'austérité afin d'atteindre leurs engagements de déficits publics en 2013. L'adoption d'une telle stratégie se traduirait par un choc

négatif puissant sur l'activité dans ces pays. Pour l'économie française, elle induirait un supplément de rigueur qui, soit au niveau national soit en provenance des pays partenaires de la zone euro, provoquerait en 2013 une violente récession. Le PIB dans l'hexagone baisserait de plus de 4,0 % engendrant une hausse supplémentaire du taux de chômage qui frôlerait la barre des 14 %.

Tableau 2. Scénarios illustratifs des risques sur la croissance française

En %

	2011	2012*	2013*
Scénario central			
PIB	1,4	0,1	0,0
Solde des APU (<i>en point de PIB</i>)	-7,1	-4,4	-3,5
Taux de chômage (<i>fin d'année</i>)	9,4	10,2	11,0
Emploi marchand (<i>en variation, milliers, fin d'année</i>)	104	-95	-166
Scénario où seule la France respecte son engagement budgétaire			
PIB			-1,2
Solde des APU (<i>en point de PIB</i>)			-3,0
Taux de chômage			11,7
Emploi marchand (<i>en milliers</i>)			
en variation			-361
en écart au scénario central			-195
Scénario où les pays de la zone euro respectent leurs engagements			
PIB			-4,6
Solde des APU (<i>en point de PIB</i>)			-3,0
Taux de chômage			18,8
Emploi marchand (<i>en milliers</i>)			
en variation			-910
en écart au scénario central			-744

* Prévission OFCE octobre 2012

Sources : INSEE ; calculs OFCE e-mod.fr.

Conseil européen : wait and sink ?

par [Jérôme Creel](#), Paul Hubert et [Francesco Saraceno](#)

Le Conseil européen de cette fin de semaine devait être consacré, selon les souhaits des autorités françaises, à la renégociation du Pacte budgétaire européen adopté le 2 mars 2012. Cependant, il semblerait qu'une telle renégociation ne soit pas à l'ordre du jour. Las, le débat sur le Pacte budgétaire devrait être rouvert : la médiocrité de sa rédaction doit être dénoncée, et son caractère par trop restrictif doit être à nouveau débattu ; *in fine*, le texte doit être amendé. La focalisation des débats sur la règle de déficit structurel qualifiée injustement de « règle d'or » est déplacée dans la mesure où c'est la règle de réduction de la dette publique qui est la plus contraignante des deux règles inscrites dans le Pacte budgétaire. C'est sans doute d'elle qu'il faudrait reparler, et en urgence, afin d'éviter de sombrer un peu plus dans une contagion de plans d'austérité voués à l'échec...

L'opposition entre français et italiens d'un côté, et allemands de l'autre, à propos de la croissance européenne a sans doute été désamorcée par l'accord de la fin de semaine dernière, avec l'Espagne, en faveur d'un plan de relance européen concerté portant sur 1 % du PIB européen, soit 130 milliards d'euros, dont les contours et le financement restent cependant à préciser. Le mot d'ordre du Conseil européen sera alors, par élimination, « l'union bancaire », solution préventive à un nouvel épisode de crises bancaire et financière dans l'Union européenne. La création d'une union bancaire est-elle importante ? Certainement. Est-elle urgente ? Moins que le retour de la croissance qui, certes, ne se décrète pas, mais se prépare. En l'état actuel du Pacte budgétaire, on peut affirmer que ce n'est pas la croissance

économique que l'on prépare, mais la récession que l'on fomente[1].

Le pacte budgétaire, inscrit au titre III du [Traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance au sein de l'UEM](#), comporte explicitement deux règles budgétaires. La première précise ce en quoi consiste une « position budgétaire à l'équilibre ou en surplus », expression depuis longtemps inscrite dans le Pacte de stabilité et de croissance. Selon le Pacte budgétaire de mars 2012, cette « position budgétaire à l'équilibre ou en surplus » consiste en un déficit structurel d'au plus 0,5 % du PIB. Le déficit structurel est le déficit public corrigé des variations cycliques, donc corrigé des fameux stabilisateurs automatiques; il inclut entre autres les charges d'intérêt. En cas de dépassement de ce déficit structurel, et en dehors de circonstances exceptionnelles, e.g. un retournement « important » de l'activité, un mécanisme correcteur automatique, dont la nature n'est pas précisée, doit le ramener en deçà de la limite. La règle de déficit structurel est assouplie pour les Etats membres dont la dette publique est inférieure à 60 % du PIB : le plafond de déficit structurel est porté à 1 % du PIB.

La seconde règle budgétaire s'impose aussi aux Etats membres de la zone euro dont la dette publique au sens de Maastricht est supérieure à 60 % du PIB. En 2012, cette règle s'impose à 12 pays parmi les 17 Etats membres de la zone euro. Cette seconde règle vise à réduire la dette publique d'un vingtième par an. Malheureusement, le texte adopté est mal rédigé et ouvre la voie à différentes interprétations, comme nous le montrons ci-dessous. Il est donc inapplicable. Pire, cette règle est la plus contraignante et la plus restrictive des deux règles du Pacte budgétaire, en l'état actuel de la conjoncture. Il est donc urgent de s'en soucier et de la modifier pour la rendre applicable.

Selon l'article 4 du *Traité*, « (l)orsque le rapport entre la dette publique et le PIB d'une partie contractante est

supérieur à la valeur de référence de 60 % (...), ladite partie contractante le réduit à un rythme moyen d'un vingtième par an. » Problème : le « le » auquel nous avons rajouté les italiques semble se rapporter au ratio de dette publique, plutôt qu'à l'écart de la dette publique aux 60 % de référence. L'Allemagne, avec sa dette publique d'un peu plus de 80 % du PIB en 2011, doit-elle réduire sa dette en 2012 de 4 points de PIB (un vingtième de 80 % du PIB) ou de 1 point de PIB (un vingtième de l'écart à 60 % du PIB) ? Légalement, il est sans doute requis qu'à une telle question, la réponse soit limpide...

Par ailleurs, le Pacte budgétaire est muet sur la nature du surplus permettant de réduire la dette : si, pour laisser des marges de manœuvre en cas de déficit conjoncturel, cette règle devait porter sur le déficit structurel – ce qui mériterait donc d'être explicité dans le Pacte -, la règle de dette serait toujours plus contraignante que la règle d'or : un *surplus* structurel serait systématiquement requis pour ramener la dette publique à 60% du PIB dans les 12 Etats membres dont la dette a dépassé la valeur de référence. Là encore, la formulation se devrait d'être limpide.

Admettons maintenant que le « le » de l'article 4 soit associé à l'écart de la dette à sa cible de référence et que la règle de réduction de la dette porte sur le déficit public total. On peut se poser la question de savoir laquelle des deux règles – « règle d'or » ou règle de réduction de la dette – est la plus contraignante pour les Etats membres, donc celle à appliquer. Nous avons posé, en annexe à ces développements [\[21\]](#), le petit système de règles budgétaires compatible avec le Pacte budgétaire. Le déficit total est la somme du déficit conjoncturel et du déficit structurel. Le déficit conjoncturel dépend de l'écart du PIB à son potentiel, l'output gap, avec une élasticité de 0,5 (élasticité moyenne usuelle dans la littérature pour les pays européens, cf. [OCDE](#)). La « règle d'or » porte uniquement sur le déficit structurel tandis que

la règle de réduction de la dette porte sur le déficit public total et dépend donc, à la fois, de l'output gap et du déficit structurel.

Pour quelles valeurs de dette publique et d'output gap la « règle d'or » est-elle plus contraignante que la règle de dette ? Réponse : lorsque l'output gap est supérieur à 1 plus 1/10 de l'écart de la dette initiale à sa valeur de référence. Cela signifie que pour un pays comme l'Allemagne, la règle de réduction de la dette dominerait la « règle d'or », sauf en cas de croissance très forte : le PIB effectif devrait être au moins deux points supérieurs au potentiel. Selon les perspectives économiques de l'OCDE publiées en mai 2012, l'output gap de l'Allemagne serait de -0,8 en 2012... La règle de réduction de la dette est donc bien plus restrictive que la « règle d'or ». Elle l'est aussi pour la France (dette de 86% du PIB en 2011), qui devrait avoir un output gap d'au moins 3,6 points pour que la « règle d'or » soit contraignante ; l'OCDE prévoit un output gap de -3,3 en 2012... Elle l'est pour tous les pays de la zone euro avec une dette supérieure à 60 % du PIB, sans exception.

Aussi, sauf en cas de très forte croissance, le volet réduction de la dette domine le volet déficit structurel. Et pourtant c'est sur le deuxième que se concentre toute l'attention...

Lorsqu'un traité laisse ouvertes autant de voies à l'interprétation, n'est-il pas normal de vouloir le revoir ? Lorsqu'un traité prévoit d'intensifier les cures d'austérité dans une zone, la zone euro, dont l'écart de production à son potentiel est de -4 points, selon les estimations d'une organisation, l'OCDE, généralement peu suspectée de surestimer ledit potentiel, n'est-il pas souhaitable et urgent de le renégocier ?

[1] Dans un post récent étaient soulignés les risques d'instabilité sociale et les pertes de croissance potentielle que la contagion de l'austérité impliquait dans la zone euro (cf. [Creel, Timbeau et Weil, 2012](#)).

[2] Annexe :

Nous commençons par définir avec *def* le déficit public total qui comporte une composante structurelle *s*, et une composante cyclique *dc*:

$$def = s + dc$$

Toutes les variables sont exprimées en proportion du PIB. La composante cyclique est constituée de la variation du déficit qui intervient, grâce principalement à l'action des stabilisateurs automatiques, quand l'économie s'éloigne de son potentiel. Une estimation raisonnable est que le déficit augmente de 0,5 point par point d'output perdu. La composante cyclique peut donc être écrite:

$$dc = - 0,5 y$$

où nous définissons *y* comme l'output gap, i.e. la différence entre le PIB et son niveau potentiel.

Les règles introduites par le pacte budgétaire peuvent être écrites comme suit:

$$s_1 < 0,5,$$

c'est-à-dire que le déficit structurel ne peut jamais dépasser 0,5 % du PIB (*s*₁ fait référence au premier volet de la règle), et

$$def = - (b_0 - 60)/20,$$

c'est-à-dire que le déficit total doit être tel que la dette

publique (exprimée en proportion du PIB) se réduit chaque année d'un vingtième de la différence entre la dette publique initiale (b_0) et le niveau de référence de 60 %. La règle de la dette peut être réécrite en termes de déficit structurel, soit :

$$s_2 = \text{def} - \text{dc} = 0,5 y - (b_0 - 60)/20.$$

Nous avons alors 2 cas possibles pour que le volet déficit structurel soit moins restrictif que le volet réduction de la dette :

Cas 1

$$s_1 < s_2 \text{ si } y > 1 + (b_0 - 60)/10.$$

Supposons qu'on démarre d'un niveau de dette comme celui de l'Allemagne ($b_0 = 81,2$ % du PIB). Le cas 1 implique que le volet déficit structurel sera plus contraignant que le volet réduction de la dette si et seulement si $y > 3,12$ %, c'est à dire si l'Allemagne a un écart de production par rapport au potentiel de plus de trois points. Le même calcul, pour un pays à dette élevée (120 % du PIB) comme l'Italie, donne $y > 7$ % !

Cas 2

Si la règle de réduction de la dette porte sur le déficit structurel (plutôt que sur le déficit public total), on a :

$$s_1 < 0,5$$

et

$$s_2 = - (b_0 - 60)/20$$

Dans ce cas, $s_1 < s_2$ si $1 < - (b_0 - 60)/10$, ce qui ne peut jamais arriver tant que la dette publique est supérieure au niveau de référence.

Le retour à la drachme serait-il un drame insurmontable?

par [Céline Antonin](#)

Le 17 juin 2012, le vote des Grecs aux élections législatives a, au moins pour un temps, éloigné le spectre d'une sortie du pays de la zone euro. Cependant, l'idée n'est pas totalement enterrée, et trouve des relais aussi bien en Grèce que chez certaines formations politiques en zone euro. Cela continue de poser la question du coût d'un défaut total de la Grèce pour ses créanciers, au premier rang desquels figure la France. L'analyse publiée dans la dernière [Note de l'OFCE \(n°20 du 19 juin 2012\)](#) montre que malgré l'ampleur des pertes potentielles, plusieurs facteurs permettent de relativiser les conséquences d'un défaut de l'Etat grec sur les pays de la zone euro.

Une sortie de la Grèce de la zone euro, non prévue par les traités, serait un véritable casse-tête juridique à résoudre, il faudrait notamment gérer le retrait d'un pays de l'Eurosystème[1]. En cas de retour à une nouvelle drachme, qui se déprécierait fortement par rapport à l'euro[2], le fardeau de la dette publique restant à rembourser serait considérablement alourdi, de même que celui des dettes privées qui seraient toujours libellées en euros. Les faillites d'entreprises financières et non financières seraient nombreuses. Légalement, la Grèce ne pourrait pas convertir unilatéralement sa dette publique en nouvelles drachmes. Etant donné la faible soutenabilité de l'endettement public du pays et le fait que la dette soit libellée quasi-exclusivement en

euros, le pays ferait certainement défaut (au moins partiellement) sur sa dette publique, voire sur sa dette extérieure[3]. Les principaux détenteurs de dette grecque étant les pays de la zone euro, quel serait l'ampleur du choc en cas de défaut grec ?

L'objectif ici, dont on trouvera plus de détails dans la [Note de l'OFCE \(n°20 du 19 juin 2012\)](#), est de décomposer l'exposition des pays de la zone euro (et notamment la France) à la dette publique et privée grecque. L'exposition à la dette publique grecque transite par trois canaux principaux :

- 1) les deux plans d'aide budgétaire de mai 2010 et mars 2012 ;
- 2) la participation à l'Eurosystème ;
- 3) l'exposition des banques commerciales.

Si l'on analyse chacun de ces canaux, il apparaît que ce sont surtout les plans d'aide à la Grèce qui exposent les pays de la zone euro à des pertes. Ils exposent les pays de la zone euro à des pertes maximales de 160 milliards d'euros (dont 46 milliards d'euros pour l'Allemagne et 35 milliards d'euros pour la France). Les pays de la zone euro sont également exposés à la dette publique grecque *via* leur participation à l'Eurosystème : en effet, le bilan de l'Eurosystème a gonflé considérablement pour soutenir les pays fragiles de la zone euro, notamment la Grèce. Cela étant, au vu de la capacité d'absorption des pertes de l'Eurosystème (plus de 3 000 milliards d'euros), nous considérons que les pertes potentielles pour les pays de la zone euro sont peu probables, dans le cas d'un défaut unilatéral de la Grèce sur sa dette publique. Enfin, le système bancaire de la zone euro serait exposé à hauteur de 4,5 milliards d'euros au risque souverain grec et à hauteur de 45 milliards d'euros au secteur privé grec[4].

L'exposition cumulée de la zone euro à la dette grecque, hors Eurosystème, atteindrait au maximum 199 milliards d'euros

(2,3 % du PIB de la zone euro, tableau), dont 52 milliards d'euros pour l'Allemagne (2 % du PIB) et 65 milliards d'euros pour la France (3,3 % du PIB). Si l'on inclut l'exposition à l'Eurosystème, l'exposition cumulée de la zone euro à la dette grecque atteindrait 342 milliards d'euros (4 % du PIB de la zone euro), dont 92 milliards d'euros pour l'Allemagne (3,6 % du PIB) et 95 milliards d'euros (4,8 %) pour la France. La France apparaît comme le pays le plus exposé de la zone euro, à cause de l'exposition de ses banques à la dette privée grecque, *via* des filiales en Grèce. Si l'on ne considère que la dette publique grecque, en revanche, c'est l'Allemagne qui apparaît comme le pays le plus exposé à un défaut grec.

Synthèse des expositions par pays à la dette grecque

En milliards d'euros

	1) Plans d'aide		2) Eurosystème		3) Banques commerciales		Total	Total hors Eurosystème
	1er plan d'aide	2e plan d'aide	SMP	TARGET2	Dette publique	Dette privée		
Allemagne	14,7	31,4	12,5	27,3	1,3	5,1	92,3	52,5
Autriche	1,5	3,2	1,3	2,8	NC*	NC*	8,8	4,7
Belgique	1,9	4,0	1,6	3,5	0,1	0,0	11,1	6,0
Chypre	0,1	0,2	0,1	0,2	NC	NC	0,6	0,3
Espagne	6,5	13,8	5,5	12,0	0,1	0,5	38,4	20,9
Estonie	0,0	0,3	0,1	0,3	NC	NC	0,7	0,3
Finlande	1,0	2,1	0,8	1,8	NC	NC	5,7	3,1
France	11,1	23,6	9,4	20,5	1,3	29,1	95,0	65,1
Irlande	0,9	0,0	0,7	1,6	NC	NC	3,2	0,9
Italie	9,7	20,7	8,3	18,0	0,2	1,1	58,0	31,7
Luxembourg	0,1	0,3	0,1	0,3	NC	NC	0,8	0,4
Malte	0,1	0,1	0,0	0,1	NC	NC	0,3	0,2
Pays-Bas	3,1	6,6	2,6	5,7	NC	NC	18,0	9,7
Portugal	1,4	0,0	1,2	2,5	NC	NC	5,1	1,4
Slovaquie	0,5	1,1	0,5	1,0	NC	NC	3,1	1,6
Slovénie	0,3	0,6	0,2	0,5	NC	NC	1,6	0,9
Total ZE	52,9	107,7	45,0	98,0	2,9	35,8	342,3	199,3

*NC = non connu, la BRI ne donnant les expositions que de l'Allemagne, de la Belgique, de la France, de l'Italie et de l'Espagne. Les totaux sont donc calculés sans inclure les expositions des banques de second rang, sauf pour l'Allemagne, la Belgique, la France, l'Italie, l'Espagne et le total zone euro.

Sources : « The Economic Adjustment Programme for Greece – First review summer 2010 », BCE, FESF, BRI *Quarterly Review* (juin 2012), Banque de Grèce, calculs de l'auteur.

Ces montants constituent une borne supérieure : ils

représentent le maximum des pertes potentielles dans le scénario le plus défavorable, à savoir le défaut total de la Grèce sur sa dette publique et privée. En outre, il est impossible de prévoir avec certitude l'ensemble des réactions en chaîne liées à une sortie de la Grèce de la zone euro : tout dépend si la sortie est concertée ou pas, si un plan de rééchelonnement des dettes est mis en place, de l'ampleur de la dépréciation de la drachme par rapport à l'euro, ...

L'élément « rassurant » de cette analyse est l'ordre de grandeur des pertes éventuelles (tableau) : le choc d'une sortie de la Grèce serait absorbable, même si cela induirait un choc sur chacun des pays membres et creuserait leur déficit, sapant leurs efforts pour revenir à l'équilibre budgétaire. En revanche, cette analyse rappelle également combien les économies des pays de la zone euro sont imbriquées, ne serait-ce que *via* l'Union monétaire, sans parler des mécanismes de solidarité budgétaire. Ainsi, une sortie de la Grèce de la zone euro risquerait d'ouvrir la boîte de Pandore, et si d'autres pays sont tentés d'imiter l'exemple grec, c'est l'ensemble de la zone euro qui risque de sombrer.

[1] L'Eurosystème est l'institution européenne regroupant la BCE et les banques centrales des pays faisant partie de la zone euro.

[2] Sur cette question, voir [A. Delatte, Quels sont les risques du retour à la drachme encourus par les Grecs, blog de l'OFCE, juin 2012.](#)

[3] La dette extérieure désigne l'ensemble des [dettes](#) qui sont dues par tous les acteurs publics et privés d'un pays à des prêteurs étrangers.

[4] On se situe ici dans un cas d'école, où la dépréciation de la drachme serait telle que la monnaie ne vaudrait plus rien.

