

# AAA, AA+ : RAS ?

par [Jérôme Creel](#)

La perte du AAA de la France le vendredi 13 janvier 2012 est un événement historique. Elle pose trois questions : fallait-il renforcer l'austérité budgétaire à l'automne 2011 ? Pourquoi l'Allemagne a-t-elle été singularisée ? Que faire désormais ?

La perte du AAA pour les obligations d'Etat françaises n'est pas surprenante, loin s'en faut. La crise des dettes publiques qui secoue la zone euro depuis plus de deux ans – elle a démarré à l'automne 2009 – n'a pas pu être gérée convenablement car elle est survenue en période de récession, à un moment où tous les Etats membres européens avaient les yeux rivés sur leurs propres difficultés économiques. Sans réponse concertée, passant par une solidarité immédiate et des garanties mutuelles octroyées par les Etats membres de la zone euro sur l'ensemble des dettes publiques de la zone, avec le soutien de la Banque centrale européenne (cf. Catherine Mathieu et Henri Sterdyniak, [ici](#)), la contagion prévisible a eu lieu. Les erreurs objectives de finances publiques commises par les gouvernements grecs successifs, puis les errements des banques irlandaises ont produit une crise européenne systémique.

En mettant en œuvre, tous en même temps, des politiques d'austérité budgétaire, les gouvernements européens n'ont fait qu'amplifier les difficultés économiques : la stagnation économique, voire la récession, sont désormais au programme de la zone euro (cf. Xavier Timbeau *et al.*, [ici](#)). La dégradation des notations souveraines dans la zone euro était donc attendue. Elle pose cependant trois questions.

1. Fallait-il renforcer l'austérité ? Mathieu Plane (voir [ici](#)), dans son commentaire sur le plan d'austérité

français supplémentaire de 7 milliards d'euros, annoncé en novembre 2011, pointait déjà du doigt la course perdue au AAA. Les effets sur la croissance de cette austérité étaient objectivement incompatibles avec l'objectif d'assainissement budgétaire annoncé : cet argument ne peut pas avoir été négligé par Standard & Poor's.

2. Pourquoi l'agence S&P a-t-elle singularisé l'Allemagne et la Slovaquie, seules économies de la zone euro à n'avoir pas été dégradées vendredi 13 janvier ? Si leurs liens commerciaux sont indéniables (cf. Sandrine Levasseur, 2010, [ici](#)), ce qui peut justifier de les associer, ces deux économies, et surtout l'Allemagne, trouvent leurs principaux débouchés dans la zone euro. La décélération de la croissance dans la zone euro, hors Allemagne, ne sera certainement pas sans conséquence outre-Rhin (cf. Sabine Le Bayon, [ici](#)). On voit donc mal comment la contagion de la crise pourrait s'arrêter aux frontières de l'Allemagne et de la Slovaquie. On peut même interpréter la récente souscription d'obligations publiques allemandes à 6 mois, à un taux d'intérêt nominal négatif, comme le signe d'une extrême défiance à l'égard des banques commerciales allemandes. La fragilité de cette économie, dans la zone euro, n'est pas moindre que celle de la France.
3. Que faire désormais, en France par exemple ? La perte du AAA témoigne à la fois de perspectives négatives sur l'état des finances publiques et sur la croissance économique. Si l'Allemagne n'est pas dégradée, peut-être est-ce parce que sa stratégie non coopérative passée a été jugée efficace par S&P. Le principe de fixation d'une TVA sociale peut donc être envisagée comme un moyen de rattrapage de la compétitivité française par rapport à l'Allemagne, comme le souligne Jacques Le Cacheux ([ici](#)) : si les Allemands l'ont fait, pourquoi pas nous, désormais ? Cela permettrait d'augmenter les recettes fiscales, en renversant l'avantage de

compétitivité au profit des entreprises résidentes françaises. Après qu'une telle mesure aura été prise, si elle l'est, l'Allemagne et la France se retrouveront sur un même pied d'égalité. Ces deux pays, et les autres Etats membres de la zone euro, pourront alors sainement envisager une politique coopérative de relance européenne. Politique industrielle (cf. Sarah Guillou et Lionel Nesta, [ici](#)), politique sociale, politique climatique et énergétique ambitieuse (cf. Eloi Laurent, [ici](#)), politique financière par l'instauration d'une taxe commune sur les transactions financières dont le produit servirait à éviter désormais que les banques privées soient renflouées par les contribuables, ce qui libérerait des marges de manœuvre pour les trois premières politiques : telles sont quelques options possibles. Leur contour reste certes à définir, mais réclamer qu'elles soient mises en œuvre d'urgence est devenue une nécessité.

---

## **Pourquoi les pays développés doivent renoncer à leur AAA**

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

Par essence, les Etats à monnaie souveraine devraient renoncer à leur AAA : en effet, quelle logique y-a-t-il à voir des agences de notation noter un Etat dont le défaut est rendu impossible par sa capacité à créer sa propre monnaie ? Pour éviter la dépendance envers ces agences de notation et mettre fin à la crise qui sévit en Europe, les Etats membres de la zone euro doivent retrouver leur souveraineté monétaire par la garantie conjointe quasi-intégrale des dettes publiques.

Depuis 1945, aucun pays développé n'a fait défaut sur sa dette publique. Celle-ci était sans risque, puisque les Etats s'endettaient dans leur propre monnaie et pouvaient toujours se financer auprès de leur banque centrale. Les pays développés jouissaient de la « souveraineté monétaire ». C'est toujours le cas aujourd'hui pour le Japon (qui s'endette à 10 ans à 1% malgré une dette de 210% du PIB), les Etats-Unis (qui s'endettent à 2% avec une dette de 98% du PIB), le Royaume-Uni (qui s'endette à 2,5% pour une dette de 86% du PIB).

Les banques et les assurances ne peuvent fonctionner si elles ne disposent pas d'un actif sans risque et si elles doivent se garantir contre la faillite de leur propre État, ce qui est bien sûr impossible : les montants en jeu sont énormes et les titres publics servent de garantie aux activités bancaires et d'assurances. Les banques et les assurances ne peuvent accumuler suffisamment de fonds propres pour résister à la faillite de leur pays ou de plusieurs pays de la zone euro. Cette exigence, on le voit aujourd'hui, avec la crise des dettes publiques de la zone euro, mène à la paralysie générale du système bancaire.

Il est foncièrement absurde que les agences de notation notent un État à souveraineté monétaire, comme si son défaut était une possibilité à envisager. Les États à monnaie souveraine devraient renoncer à leur AAA : par essence, leur dette est sans risque puisqu'elle est garantie par le pouvoir de création monétaire de leur banque centrale.

Les pays de la zone euro ont perdu leur « souveraineté monétaire » : selon le Traité de l'Union européenne, la BCE n'a pas le droit de financer les États ; les États membres ne sont pas solidaires. Les marchés financiers s'en sont aperçus à la mi-2009. Du coup, une spéculation incontrôlable s'est déclenchée sur les pays les plus fragiles de la zone : Grèce, Portugal, Irlande, ceux qui avaient connu la plus forte croissance avant la crise, mais qui vont devoir changer leur modèle de croissance ; puis, par effet de domino, sur

l'Italie, l'Espagne et même la Belgique. Aujourd'hui, la Belgique doit payer un taux d'intérêt de 3,8 %, l'Espagne de 5,2 % et l'Italie de 5,6 % contre 2,6% pour la France, et même 1,8% pour l'Allemagne. La Grèce, l'Irlande, le Portugal sont ramenés dans la situation des pays en développement de jadis : leurs dettes sont devenues des actifs risqués qui subissent d'importantes primes de risque ; ils doivent passer sous les fourches caudines du FMI.

Ce jeu des marchés financiers risque de paralyser complètement la politique budgétaire. Lorsqu'un pays dispose de la souveraineté monétaire, en période de récession, la banque centrale peut diminuer au maximum son taux d'intérêt et s'engager, si nécessaire, à le maintenir durablement bas ; l'Etat augmente son déficit mais le bas niveau des taux d'intérêt évite que la dette publique ne fasse *boule de neige* ; il provoque une baisse du taux de change, qui soutient l'activité. La garantie des dettes par la création monétaire fait qu'il n'y a pas de risque de faillite, donc pas de raison de devoir en permanence *rassurer* les marchés. La banque centrale, en maintenant les taux longs à de bas niveaux en période de récession, garantit l'efficacité de la politique budgétaire. La politique budgétaire n'a pas à se soucier des marchés. C'est toujours la stratégie des États-Unis.

En zone euro, le risque est que demain un pays ne puisse plus augmenter son déficit de crainte que les agences ne dégradent sa notation et que ses taux d'intérêt ne s'envolent. Les pays sont donc condamnés à des concours de vertu pour apparaître aussi sages que l'Allemagne aux yeux des marchés. Ceci rend leur politique budgétaire impuissante, et donc leur conjoncture incontrôlable (voir, par exemple, [\*L'impossible programme des candidats à l'élection présidentielle\*](#)). La dette publique devient un facteur permanent de risque puisque les États sont à la merci des esprits animaux des marchés. Toute politique économique devrait être évaluée en tenant compte de l'opinion des marchés. Or ceux-ci n'ont pas de compétence

macroéconomique particulière. Ils imposent des politiques d'austérité en période de récession, puis se plaignent du manque de croissance. C'est ce qu'ils font aujourd'hui, pour la zone euro en général, pour l'Italie et la Grèce en particulier. Ils favorisent les réformes libérales comme la réduction de la protection sociale ou celle du nombre d'enseignants. Pour que les pays conservent la capacité de réguler leur activité économique, le risque de faillite doit être nul.

La zone euro doit donc choisir entre se dissoudre ou se réformer de façon à garantir les dettes publiques des États membres, qui retrouveraient leur « souveraineté monétaire ». Les dettes publiques européennes doivent redevenir des actifs sans risques, faiblement rémunérés mais totalement garantis (par la solidarité européenne et fondamentalement par la BCE). C'est le seul moyen de maintenir l'autonomie des politiques budgétaires, qui est nécessaire compte tenu des disparités en Europe et de la perte pour chaque pays de l'instrument monétaire et de celui du taux de change.

Le fonctionnement de la zone euro n'a pas été réfléchi au moment de sa création, en particulier l'arbitrage « autonomie des politiques budgétaires/monnaie unique/souveraineté monétaire ». La garantie conjointe crée un problème d'aléa moral puisque chaque pays peut augmenter sa dette sans limite, mais une absence de garantie laisse le champ libre au jeu des marchés financiers, qui seront en permanence à l'affût. La garantie ne peut être réservée aux pays qui respectent les règles automatiques, injustifiables sur le plan économique et non respectables du Pacte de stabilité. Elle doit être automatique et totale. Pour éviter l'aléa moral, le Traité européen doit comporter un dispositif prévoyant le cas extrême où un pays pratiquerait effectivement une politique budgétaire insoutenable ; dans ce cas, la nouvelle dette de ce pays ne serait plus garantie ; mais ceci ne doit jamais survenir.

N'ayant plus la nécessité de rassurer les marchés, les pays de

la zone euro pourraient pratiquer des politiques budgétaires différenciées mais coordonnées, se donnant comme objectif principal le retour à un niveau d'emploi satisfaisant, compatible avec une inflation modérée.

---

# L'impossible programme des candidats à l'élection présidentielle

par [Henri Sterdyniak](#)

Tous les candidats devront présenter en 2012 un programme de politique économique pour 5 ans. Seront-ils raisonnables, au prix d'une forte montée du chômage, d'un optimisme aveugle, en minimisant les effets de la politique budgétaire sur l'activité, ou aventureux ? Et auront-ils le choix ?

Tous les candidats devront présenter en 2012 un programme de politique économique pour 5 ans. En 2012, le déficit public français devrait être de l'ordre de 5% du PIB.

Les candidats doivent faire deux choix : le premier, politique, est l'objectif de réduction du déficit public ; le deuxième, économique, est l'hypothèse sur la croissance spontanée de la France, avant la mise en œuvre du programme, sachant que la croissance pourrait être forte (puisque l'on est en période de sortie de crise), mais qu'elle peut être affaiblie par les politiques budgétaires restrictives des autres pays.

Considérons d'abord un candidat raisonnable. Les contraintes européennes, la surveillance des agences de notation et des

marchés financiers le contraignent à présenter un programme aboutissant à l'équilibre en 5 ans, soit en 2017. Le candidat fait l'hypothèse raisonnable, conforme à l'opinion de la plupart des économistes et des institutions internationales, que la croissance avec politique budgétaire neutre serait de 2%. Raisonnable, il estime que le multiplicateur budgétaire est de 1 (une baisse des dépenses publiques ou une hausse des impôts de 1% du PIB induit une baisse de 1% du PIB). Il doit alors présenter le programme raisonnable de la première colonne du tableau ci-dessous. Une politique budgétaire restrictive de 1% du PIB par an (de façon à gagner 5 points en 5 ans) ne suffit pas, car celle-ci réduit la croissance économique, ce qui réduit les rentrées fiscales. Il faut donc être encore plus restrictif. A la fin, l'effort budgétaire doit être de 2 points de PIB par an et la croissance *ex post* est nulle. Le taux de chômage atteint 14,5%. Le programme raisonnable aboutit à la catastrophe économique. De plus, le candidat raisonnable doit annoncer une hausse des impôts de 20 milliards par an et faire passer le taux de croissance des dépenses publiques à 0% (au lieu d'une croissance tendancielle de 2% par an). Sera-t-il possible de maintenir, pendant 5 ans, une croissance nulle des dépenses publiques, compte tenu de la hausse des dépenses de santé, de retraites et de chômage (en raison de la stagnation de l'activité) ?



Comment échapper à cette catastrophe ? La méthode mise en œuvre par le Programme de stabilité présenté par la France à Bruxelles en avril 2011 consiste à nier l'impact des politiques budgétaires restrictives sur l'activité, à prétendre que le multiplicateur budgétaire est nul. Mais comment la restriction budgétaire ne se traduirait pas par une baisse de la demande, dans une situation où les taux d'intérêt ne peuvent guère diminuer, où la France ne peut compter sur une baisse de son taux de change ? Il faut prétendre que les ménages diminueraient fortement leur taux d'épargne alors que

la politique mise en œuvre se traduirait par une hausse du chômage, des impôts et une baisse des dépenses sociales. Comment justifier qu'une politique budgétaire expansionniste était nécessaire en 2009 pour soutenir l'activité et qu'une politique restrictive n'aurait pas d'effet dépressif en 2012-2017 ? Est-ce un hasard si les documents du ministère de l'Economie ne présentent plus d'évaluation chiffrée, à l'aide d'un modèle macroéconomique, de l'impact de la politique budgétaire envisagée sur la croissance ? Comment prétendre que la croissance spontanée de la France serait de l'ordre de 2,5% dans une zone euro où tous les pays mettraient en œuvre de fortes politiques d'austérité ? Avec ce déni de la réalité, une croissance *ex ante* de 2,5 % par an permet d'aboutir à une croissance *ex post* de 2,5%, malgré un effort budgétaire de 0,75 point de PIB par an. Il *suffit* alors de trouver 0,25% de PIB d'impôts supplémentaires par an (25 milliards en 5 ans) et de réduire la croissance des dépenses publiques à 1% par an (ce qui, par ailleurs, n'est pas acquis).

On le voit, avec une contrainte de solde public nul *ex post*, la politique possible dépend fortement des hypothèses économiques. Donner à un « Comité indépendant de politique budgétaire » le pouvoir de fixer les hypothèses de croissance, en s'astreignant à vérifier les contraintes européennes, comme le proposent certains économistes, revient à lui donner le droit d'imposer la politique raisonnable, celle qui conduit à la catastrophe.

Le programme aventureux consiste à oublier l'objectif de solde public, tant que la France n'est pas revenue à un niveau d'emploi satisfaisant. Ne pas viser à réduire le déficit par des politiques d'austérité, mais par le soutien à la croissance, obtenu en augmentant les impôts des plus riches pour financer des dépenses à fort impact sur la demande (prestations sociales) ou sur le potentiel de croissance (soutien aux industries vertes par exemple). Créer un système financier public pour financer un vaste programme d'adaptation

à la croissance durable.

Avec une hypothèse optimiste de croissance *ex ante* de 3%, le déficit serait réduit à 2,5% en 2017, ce qui est suffisant pour stabiliser la dette. Cette hypothèse n'est pas si optimiste qu'il pourrait sembler : en 2012, le PIB devrait être inférieur d'environ 8% au niveau qu'il aurait atteint sans la crise financière : il s'agit de combler 5 de ces 8 points. Aucun effort budgétaire n'est requis. Reste à convaincre les marchés financiers, les agences de notation, nos partenaires européens et les institutions européennes de la crédibilité de cette stratégie, qui sera d'autant plus forte que plus de pays en Europe l'adopteront. Les candidats ont donc le choix entre la raison qui amène à la stagnation économique ; l'optimisme aveugle ou une politique aventureuse.