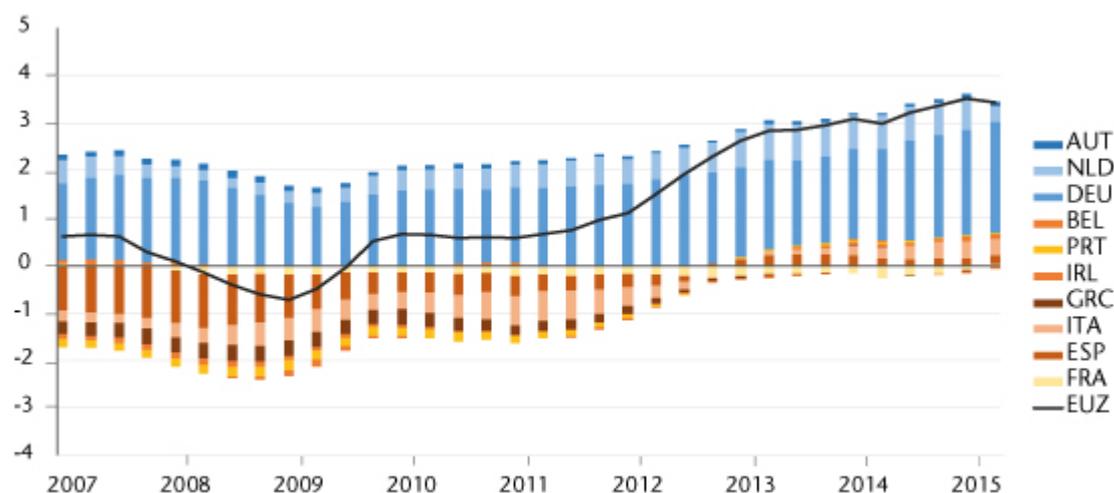


Quelle stratégie pour le rééquilibrage interne de la zone euro ?

par [Sébastien Villemot](#) et [Bruno Ducoudré](#)

Depuis le déclenchement de la crise financière, la zone euro a fait des efforts importants pour résorber ses déséquilibres commerciaux. En 2009, seuls l'Allemagne, les Pays-Bas et l'Autriche présentaient un excédent de leur compte courant, tandis que tous les autres, et en particulier la France, l'Italie et l'Espagne enregistraient un déficit courant, de sorte que le solde courant de la zone euro était déficitaire (-0,7 % du PIB). Cinq années plus tard, en 2014, la situation est radicalement différente. La zone euro présente un important excédent courant de 3,4 % du PIB ; la quasi-totalité des pays sont en excédent courant (graphique).

Graphique. Balances courantes, en % du PIB de la zone euro



Note : La hausse de la balance courante est une conséquence de la baisse des prix des matières premières, d'une faible demande interne et de la politique monétaire non-conventionnelle.

Source : Comptes nationaux, BCE, calculs iAGS 2016. Cumul sur 4 trimestres du compte courant.

Il ne faut pas pour autant en conclure que la zone euro a corrigé ses déséquilibres commerciaux car plusieurs motifs d'inquiétude subsistent. D'une part, une partie des excédents courants sont de nature conjoncturelle, en particulier dans

les pays du Sud, du fait d'une demande interne déprimée. D'autre part, de par son ampleur, l'excédent courant de la zone euro est porteur de risques déflationnistes : si la politique monétaire expansionniste de la BCE permet pour le moment de contenir les pressions à l'appréciation de l'euro, ces dernières finiront par se matérialiser une fois que le cycle monétaire entrera dans sa phase de normalisation, engendrant de la déflation importée et des pertes de compétitivité vis-à-vis du reste du monde.

Mais surtout, la résorption du déficit courant de la zone euro vis-à-vis du reste du monde ne signifie pas que les déséquilibres *internes* à la zone aient été corrigés. L'analyse que nous avons menée dans [le rapport iAGS 2016](#) montre que ceux-ci restent importants, même s'ils se sont réduits depuis le début de la crise.

A partir d'une maquette permettant de simuler l'évolution des balances courantes des pays de la zone euro en fonction des différentiels de compétitivité-prix^[1], nous avons calculé les ajustements nominaux au sein de la zone euro nécessaires pour atteindre des balances courantes équilibrées pour tous les pays. L'équilibre est ici défini comme la stabilisation de la position extérieure nette, à un niveau compatible avec les procédures européennes (c'est-à-dire supérieure à -35 % du PIB), et une fois les écarts de production refermés dans tous les pays.

Le tableau ci-dessous présente le résultat de ces simulations et permet de rendre compte des ajustements opérés depuis le début de la crise, et des ajustements restant à réaliser relativement à l'Allemagne, utilisée comme point de référence.

Tableau. Ajustements nominaux nécessaires pour atteindre des balances courantes équilibrées relativement à l'Allemagne

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Allemagne	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autriche	20,2	15,9	13,3	1,0	2,8	6,5	1,4
Belgique	-32,9	-29,9	-15,7	-30,7	-23,8	-22,2	-23,2
Espagne	-46,8	-32,8	-30,6	-29,9	-21,9	-15,3	-18,5
Finlande	4,8	-1,2	-7,9	-29,0	-30,7	28,4	-24,7
France	-18,9	-16,1	-16,6	-19,1	-19,8	-15,2	-19,1
Grèce	-89,1	-87,9	-80,8	-73,0	-48,5	-39,7	-39,8
Irlande	-26,8	-28,7	-25,6	-26,9	-28,7	-19,8	-14,9
Italie	-29,2	-25,2	-32,7	-31,9	-19,9	-12,0	-9,9
Pays-Bas	-4,5	6,1	6,2	4,4	5,1	6,8	0,8
Portugal	-68,5	-65,3	-59,2	-43,1	-30,9	-17,1	-21,4

Source : Calculs des auteurs.

En 2014 les désajustements nominaux en zone euro restent importants. Plusieurs groupes de pays émergent. L'Autriche et les Pays-Bas sont sur un pied d'égalité avec l'Allemagne. À l'opposé, la Grèce doit effectuer une dépréciation de près de 40 % par rapport à l'Allemagne, en dépit des sacrifices déjà consentis ; car, même si la balance courante grecque est aujourd'hui proche de l'équilibre, cela est dû à l'écart de production qui est très creusé (-12,6 % en 2014 selon l'OCDE) et qui a artificiellement amélioré le solde extérieur par compression de la demande interne. Entre ces deux extrêmes se trouve un groupe de pays qui doit procéder à une dépréciation d'environ 20 % par rapport à l'Allemagne, et qui inclut la France, l'Espagne, le Portugal, la Belgique et la Finlande. L'Italie quant à elle est dans une position un peu meilleure, avec 10 % de dépréciation relative requise, grâce à son compte courant en surplus (1,9 % du PIB en 2014) et sa position extérieure nette relativement favorable (-27,9 % du PIB).

Ces déséquilibres nominaux ne peuvent pas être résolus par des mouvements de taux de change, puisque tous ces pays partagent la même monnaie. L'ajustement doit donc être réalisé par le biais de mouvements de prix relatifs, autrement dit par des différentiels de taux d'inflation entre pays. Ainsi, l'inflation en Allemagne (ainsi qu'aux Pays-Bas et en Autriche) doit être durablement plus élevée que celle du groupe intermédiaire, qui doit elle-même être plus élevée que

celle de la Grèce. Et, compte tenu de l'importance des salaires dans la détermination des prix de valeur ajoutée, ce résultat sera essentiellement obtenu par des différentiels dans l'évolution des coûts salariaux unitaires nominaux.

Plusieurs stratégies sont possibles pour parvenir à cet objectif. Celle qui a été suivie jusqu'à présent a consisté à faire de la réduction des coûts salariaux la norme, dans une logique non coopérative de course à la compétitivité. L'Allemagne ayant choisi de contenir fortement ses prix et ses salaires, les autres pays n'ont pu s'ajuster qu'en diminuant encore plus leurs coûts, que ce soit par des baisses de salaires (comme en Grèce ou en Espagne) ou par la baisse des prélèvements sur les entreprises (comme en France). Ces stratégies ont certes permis de réduire les déséquilibres au sein de la zone depuis 2008, comme le montre notre tableau, mais l'ajustement est encore loin d'être achevé, et surtout le coût économique en fut important. La baisse des salaires dans les pays du Sud a pesé sur la demande, et donc sur l'activité, tandis que les pressions déflationnistes ont été renforcées et restent menaçantes malgré l'action énergique de la BCE.

Une autre politique consisterait à coordonner les évolutions salariales au sein des pays de la zone euro, afin de permettre à la BCE d'atteindre son objectif d'inflation de 2 %, tout en résorbant les désajustements nominaux. Chaque pays se fixerait une cible d'évolution de ses coûts salariaux unitaires. Les pays actuellement sous-évalués (Allemagne, Pays-Bas, Autriche) auraient une cible supérieure à 2 %, tandis que les pays surévalués auraient une cible positive mais inférieure à 2 %. Une fois les déséquilibres résorbés, ce qui prendra nécessairement de nombreuses années, les cibles pourraient être harmonisées à 2 %.

L'ajustement relatif des coûts salariaux unitaires peut aussi passer par les différentiels de gains de productivité. Ce point renforce l'importance des politiques de relance de l'investissement dans la zone euro, à même d'améliorer la

productivité et la compétitivité des pays devant réaliser un ajustement nominal important. L'ajustement des coûts salariaux unitaires par ce biais permettrait ainsi de relâcher un peu plus la pression à la baisse sur les salaires et la demande interne en zone euro.

Une telle politique représenterait un changement profond dans la gouvernance économique de la zone euro, et demanderait une stratégie de coopération renforcée. Le maintien de la cohésion de l'Union monétaire est pourtant à ce prix.

[\[1\]](#) même si la compétitivité-hors prix joue également un rôle dans les mécanismes commerciaux, nous avons fait abstraction de celle-ci faute de mesure quantitative adéquate.

PLF 2016 : la longue route vers les 3 %

par Raul Sampognaro

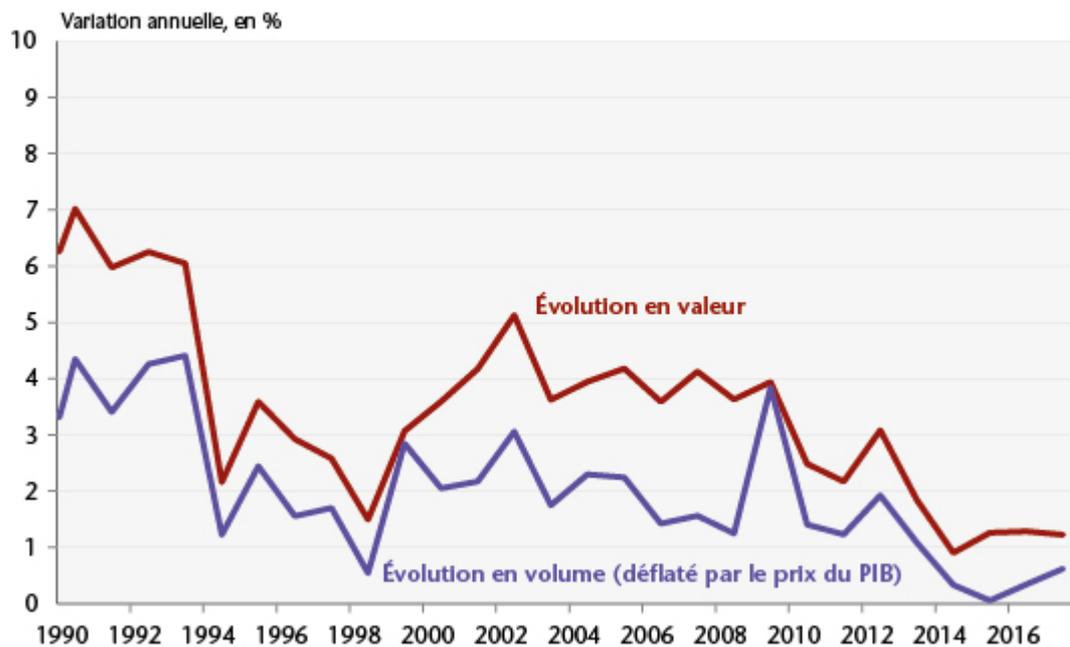
Le Projet de loi de Finances 2016 (PLF 2016) poursuit l'ajustement budgétaire entamé en 2010. Cet ajustement a permis notamment de réduire le déficit public de 3,3 points de PIB en l'espace de cinq ans, passant de 7,2 points de PIB en 2009 à 3,9 points en 2014, alors même que les conditions conjoncturelles ont pesé sur les finances publiques[\[1\]](#). La baisse du déficit devrait se poursuivre au cours de la période 2015-2017. [Notre dernière prévision](#) table sur un déficit à 3,7 % en 2015 puis à 3,2 % en 2016 et 2,7 % en 2017, année où le déficit passerait en-dessous de la « barre des 3 % ». Cette trajectoire est légèrement plus favorable à celle retenue par le gouvernement[\[2\]](#) dans le PLF 2016 en raison d'une reprise de l'activité que nous attendons un peu plus dynamique. Au final,

il se sera écoulé dix ans entre le moment où la France a franchi le seuil des 3 % et le moment où elle serait revenue en-dessous.

Ce nouveau PLF 2016 s'inscrit dans la continuité de la stratégie budgétaire mise en œuvre depuis 2014 : l'effort structurel est réalisé essentiellement sur la dépense publique et cet effort permet la réduction des déficits et de la fiscalité des entreprises.

Depuis 2014 un effort conséquent est réalisé sur la dépense publique. Au cours l'année 2014, la dépense publique hors crédits d'impôts[3] a connu sa progression la plus faible depuis 1959[4] (graphique 1), c'est-à-dire l'année du début des comptes des administrations publiques publiés par l'Insee. Cette stratégie a été renforcée lors du vote de la Loi de programmation des finances publiques (LPFP) de 2015, qui prévoyait la mise en œuvre d'un plan de 50 milliards d'euros d'économies de dépenses publiques au cours de la période 2015-2017. Le PLF 2016 concrétise cet effort : l'Etat et ses opérateurs réaliseront une économie de 5,1 milliards, les concours financiers de l'Etat envers les collectivités territoriales seraient réduits de 3,5 milliards d'euros et le système de protection sociale devrait contribuer à hauteur de 7,4 milliards d'euros, soit un total d'économies pour l'année 2016 qui s'élève à 16 milliards d'euros. Hors crédits d'impôts, en valeur, la dépense publique devrait augmenter de +1,3 % en 2015, en 2016 et en 2017 (entre 2000 et 2007, elle a augmenté de 4,0 % par an en moyenne). L'effort, mesuré en volume, est encore plus marqué : après la quasi stabilisation attendue pour 2015 (+0,1 %), la dépense publique devrait accélérer progressivement à partir de 2016 (+0,3 % puis +0,6 % en 2017), des rythmes de progression qui restent historiquement faibles. [Cette progression de la dépense publique, bien inférieure à la croissance potentielle française marquerait un vrai effort de baisse à long terme du ratio des dépenses publiques sur le PIB.](#)

Graphique. Évolution des dépenses publiques hors crédits d'impôts restituables



En ce qui concerne la fiscalité, les nouvelles mesures mises en œuvre devraient faire reculer les prélèvements obligatoires (PO) de 0,1 point de PIB (soit une baisse de -2,4 milliards d'euros ou de -4,4 milliards si l'effet de la suppression de la prime pour l'emploi est neutralisé[5]). [La baisse globale des PO de 2016 resterait proche de celle de 2015 et serait ciblée sur les entreprises](#), qui bénéficieront toujours de la montée en charge du CICE, du plan investissement et du plan TPE/PME, et des nouvelles mesures du Pacte de responsabilité[6] (tableau 1). En revanche, les nouvelles mesures pesant sur les ménages feraient augmenter leurs prélèvements de 2,1 milliards d'euros[7], en dépit de la baisse de l'IRPP inscrite dans le PLF 2016 car elle serait compensée par des mesures préalablement votées. Enfin, les mesures discrétionnaires connues pour 2017, qui incluent notamment la montée en charge du CICE et les dernières mesures du Pacte de responsabilité, restent ciblées sur les entreprises.

Tableau 1. Mesures en faveur des entreprises dans le cadre du Pacte de responsabilité et du CICE

En milliards d'euros

	2014	2015	2016	2017
Allègements induits par le CICE	-10,0	-17,5	-18,5	-19,5
Mesures du Pacte en faveur des entreprises		-6,5	-13,5	-20
Allègements de cotisations sociales		-5,5	-9,0	-10
Suppression progressive de la C3S		-1,0	-2,0	-5,5
Fin de la contribution exceptionnelle puis baisse du taux d'IS			-2,5	-4,5
Plans investissement et TPE/PME		-0,5	-1,0	-1,0
Total des mesures en faveur des entreprises	-10	-24	-33	-41

Source : PLF 2016.

La stratégie budgétaire décrite ci-dessus cherchant à réduire simultanément les déficits publics structurels et la fiscalité des entreprises, financée par la maîtrise de la dépense publique et la hausse des prélèvements sur les ménages pèsera sur la croissance. L'ajustement structurel est estimé, selon nos calculs, à 0,5 point de PIB pour l'année 2015 et à 0,3 point pour les années 2016 et 2017. Cet ajustement pénalise d'autant plus la croissance que les politiques d'offre n'auront un impact positif qu'à moyen et à long terme. Leur effet sera modeste à court terme, alors que la baisse des dépenses publiques et la hausse des prélèvements sur les ménages ont un impact plus rapide sur le PIB et plutôt élevé à court terme, notamment dans un contexte où l'activité reste morose[8]. Ainsi, au total, la politique budgétaire amputerait la croissance du PIB de 0,4 point en 2016 et en 2017 (tableau 2).

Tableau 2. Politique budgétaire et fiscale pour 2016 et impact sur le PIB

	2016		
	En pts de PIB	Multiplificateur	Impact sur le PIB
Total PO (a = a1 + a2 + a3) dont	-0,15		0,03
Mesures discrétionnaires (a1) dont	-0,13		0,02
CICE*	-0,02	1,1	0,02
Pacte de responsabilité et de solidarité dont	-0,36	0,4	0,16
Baisse des cotisations patronales comprises entre 1,6 et 3,5 SMIC	-0,21	0,5	0,10
Baisse C3S	-0,05	0,4	0,02
Baisse surtaxe IS	-0,11	0,3	0,04
Baisse IRPP sur les ménages modestes	-0,09	1,0	0,09
Plans investissement et TPE/PME	-0,02	1,1	0,02
Taxation écologique et hausse de la CSPE	0,11	1,0	-0,11
Fusion PPE et RSA*	0,09	1,0	-0,09
Autres	0,16	0,6	-0,09
Plus-values fiscales (élasticité recettes fiscales au PIB) (a2)	0,00	0,6	0,0
Impact des contentieux (a3)	-0,02	0,6	0,0
Dépenses publiques primaires hors CICE (b)	-0,5	1,0	-0,4
TOTAL Impulsion budgétaire ex post (c = -a + b)	-0,32		-0,4

Source : PLF 2016, calculs et prévisions OFCE.

Notre prévision a été finalisée fin-septembre avant les attentats du 13 novembre et du discours de F. Hollande devant le Parlement réuni en Congrès, où il a prononcé « le pacte de sécurité l'emporte sur le pacte de stabilité ». Sur la base de notre prévision et des annonces réalisées depuis le 13 novembre, il apparaît *a priori* que les cibles de déficit nominal seraient toujours conformes aux engagements européens de la France. En outre, les nouvelles dépenses liées à la réponse faite aux attentats de novembre seraient exclues du calcul de déficit dans le cadre de la procédure de déficit excessif. Pour rappel, les augmentations de dépenses liées à des événements extraordinaires, non contrôlés par le gouvernement, rentrent dans le cadre des flexibilités existantes dans l'application des règles du Pacte de stabilité et de croissance. Dans ce contexte, la France devrait sortir de la procédure de déficit excessif à l'horizon 2017, conformément à la recommandation du Conseil du 10 mars 2015.

[1] La réduction du déficit structurel est en fait plus marquée, de 4,3 points de PIB.

[2] Selon le gouvernement ; le déficit public baisserait de 0,1 point de PIB en 2015 (3,8 % du PIB), de 0,5 point en 2016 (3,3 %) et de 0,6 point en 2017.

[3] Les crédits d'impôts restituables – essentiellement le CICE et le CIR – sont comptabilisés en dépenses publiques par la base 2010 des comptes nationaux. Afin, de rester plus proches des concepts économiques, les dépenses publiques seront analysées hors crédits d'impôts ; ces derniers seront analysés comme une composante de la fiscalité.

[4] Elle a augmenté de 0,9 % en valeur et de seulement 0,3 % en volume (déflaté par les prix du PIB).

[5] La fusion de la PPE et du RSA se traduit par une hausse de l'IR de 2 milliards (hausse des P0), compensée à l'identique par une hausse de la prime d'activité qui, elle, est comptabilisée en dépenses. Cette mesure est donc neutre sur le revenu des ménages.

[6] Avec notamment l'extension de la baisse des cotisations sociales employeurs, la poursuite de la baisse de la C3S et l'élimination de la contribution exceptionnelle sur l'impôt sur les sociétés.

[7] Ce chiffre neutralise l'impact de la fusion de la PPE et du RSA.

[8] Voir Creel, Heyer et Plane (2011), « Petit précis de politique budgétaire par tous les temps. Les multiplicateurs budgétaires au cours du cycle », *Revue de l'OFCE*, n° 116, janvier 2011.

Semestre européen : évaluer l'orientation agrégée de la politique budgétaire c'est bien, débattre de son impact économique c'est encore mieux

par [Raul Sampognaro](#)

Le 26 novembre, la Commission européenne a lancé le Semestre Européen avec la publication du Rapport Annuel sur la Croissance ([2016 AGS](#) selon son acronyme en anglais) et de la [recommandation de politique économique pour l'ensemble de la zone euro](#). La Commission juge, en raison des externalités générées par la politique budgétaire entre les Etats membres et des contraintes pesant actuellement sur la politique monétaire, qu'il est nécessaire de renforcer l'attention portée sur l'orientation agrégée de la politique budgétaire dans la zone euro. Le jugement porté sur cette orientation doit tenir compte notamment des facteurs cycliques, mettant ainsi en avant le rôle de stabilisation macroéconomique de la politique budgétaire. Les services de la Commission considèrent qu'une politique globalement neutre est appropriée au contexte actuel, en raison des risques qui pèsent sur la reprise et du niveau toujours élevé du taux de chômage.

L'ouverture du débat sur la politique budgétaire d'ensemble de la zone euro constitue indéniablement un pas dans la bonne direction pour améliorer le cadre d'élaboration de la politique macroéconomique dans la zone euro. La crise de la zone euro, déclenchée en 2012, s'explique en grande partie par

les fragilités dans la construction de l'Union monétaire. L'inadaptation du cadre de coordination des politiques macroéconomiques a été l'une des principales failles dévoilées par la crise. Avant-crise, la BCE devait gérer seule les chocs communs à l'ensemble de l'Union alors que les politiques budgétaires nationales étaient censées contrecarrer les chocs asymétriques. En outre, la politique budgétaire devait aussi assurer la soutenabilité de la dette publique afin d'éviter la montée des taux d'intérêt et le risque de contagion. Le respect de ce double objectif pour la politique budgétaire était supposé garanti par le respect des règles du Pacte de stabilité et de croissance (PSC). Ce cadre a échoué pendant la crise. D'une part, les règles du PSC se concentrent quasi-exclusivement sur un seul des objectifs assignés à la politique budgétaire : la réduction de la dette publique. D'autre part, la décentralisation du processus de décision concernant la politique budgétaire a eu pour conséquence un résultat d'ensemble inadéquat. Ainsi, les règles du PSC ont généré un ajustement structurel très fort et mal calibré dans les pays ayant subi plus fortement la crise de la zone euro alors que les pays disposant de marges fiscales ne les ont pas mobilisées pour soutenir la croissance.

Dans la gouvernance européenne, l'indicateur préféré pour mesurer l'orientation de la politique budgétaire est la variation du solde structurel. Ainsi, l'orientation d'ensemble de la politique budgétaire est calculée en faisant la somme pondérée (par le poids du PIB en valeur) des variations du solde structurel de chacun des Etats membres. Cet indicateur permet d'évaluer les évolutions du déficit à long terme, une fois les effets du cycle conjoncturel purgés. Si cet indicateur est attrayant théoriquement, il est largement tributaire des hypothèses faites sur la croissance potentielle et le PIB potentiel : même en partant d'hypothèses de finances publiques identiques, l'évolution du solde structurel sera différente (voir les lignes 2 et 3 du tableau 1). Sur la base de cet indicateur et en utilisant les hypothèses de finances

publiques réalisées par la Commission européenne, la politique budgétaire serait globalement neutre, voire légèrement expansionniste, dans la zone euro en 2015 et en 2016, jugement qui est partagé par [le rapport iAGS 2016](#). Suivant les annonces des gouvernements dans les Programmes de stabilité du mois de mai, l'équipe iAGS prévoit le retour de la consolidation budgétaire en 2017. Ce résultat diffère de celui de la Commission européenne, qui tient compte exclusivement des mesures pour lesquelles les mesures législatives sont déjà mises en œuvre.

Tableau 1. Orientation globale de la politique budgétaire de la zone euro

En point de PIB

Variation du solde structurel	2015	2016	2017
2016 iAGS	-0,1	-0,1	0,2
Commission, Prévission d'automne	-0,1	-0,1	-0,1
Commission, sur la base de l'output gap calculé par l'OCDE	0,0	-0,1	-0,1

Note : En 2017, la variation du solde structurel est calculée sur la base des mesures déjà votées dans le scénario de la Commission. La prévision de l'équipe iAGS tient compte des annonces faites dans les Programmes de Stabilité envoyés par les gouvernements à la Commission.

Sources: Ameco, OCDE, Draft Budgetary Plans et Programmes de Stabilité.

Dans le [rapport iAGS 2016](#), nous proposons une nouvelle façon de calculer l'orientation agrégée de la politique budgétaire, d'une façon qui tienne compte des avancées de la théorie économique. Selon la littérature, le multiplicateur des dépenses publiques – qui pèsent dans la plupart des principales économies de la zone euro – est supérieur, au moins à court terme, à celui associé aux mesures fiscales qui sont orientées à la baisse et devraient soutenir l'activité. Ceci est particulièrement vrai en période où l'activité est sensiblement inférieure à son niveau potentiel. L'indicateur proposé pondère l'impact macroéconomique des politiques budgétaires nationales[1].

Une fois que la composition et la localisation des impulsions budgétaires sont prises en compte, l'évaluation de la politique budgétaire mise en place dans la zone euro est modifiée. Selon nos calculs, la politique budgétaire pèsera légèrement sur la croissance du PIB en 2016 (-0,1 point de PIB, tableau 2) malgré la dégradation anticipée du solde

structurel. Ce paradoxe peut s'expliquer à la fois par la localisation de l'impulsion – elle aura peu d'impact sur le PIB car elle sera largement concentrée en Allemagne (où les multiplicateurs sont bas car l'*output gap* est quasiment fermé), et par sa composition en Italie et en Espagne (où l'impulsion est faite à partir des baisses d'impôts avec un faible impact expansionniste à court terme, et partiellement compensée par des économies en dépenses à fort multiplicateur).

Tableau 2. Impact de la politique budgétaire sur le PIB de la zone euro

En point de PIB

Impact de la politique budgétaire sur le PIB de la ZE	2015	2016	2017
2016 iAGS	0,1	-0,1	-0,2
Commission, Prévission d'automne	0,2	0,0	0,1
Commission, sur la base de l' <i>output gap</i> calculé par l'OCDE	0,0	-0,1	0,1

Sources: Ameco (Prévission d'automne 2015) et OCDE (EO 97).

Ce paradoxe entre une politique budgétaire légèrement expansionniste avec des effets récessifs montre que le débat ne doit pas se focaliser exclusivement sur l'orientation de la politique budgétaire mais doit inclure les modalités de sa déclinaison. Ainsi, deux nouveaux sujets semblent importants dans les débats européens : celui de l'utilisation des marges budgétaires – l'expansion budgétaire pourrait être plus importante dans les pays non contraints – et celui du besoin de flexibilité dans l'application du PSC – les règles budgétaires doivent tenir compte de la taille des multiplicateurs et concentrer la relance dans les pays où celle-ci sera plus efficace. L'analyse précise de la position de chaque pays vis-à-vis du PSC montre que très peu de pays auraient de l'espace fiscal dans le cadre actuel de la gouvernance européenne. Selon [l'analyse des Projets de Lois de Finances](#) (DBP, selon son acronyme en anglais) réalisé par la Commission européenne, seule l'Allemagne disposerait des marges de manœuvre pouvant influencer la croissance dans l'ensemble de l'Union monétaire. Toutefois, on peut questionner l'efficacité d'une relance budgétaire en Allemagne, surtout au regard d'un objectif de fermeture de

l'*output gap* et de baisse du chômage dans la zone euro. Ceci soulève une nouvelle question si on veut réaliser une politique budgétaire contra-cyclique sans dégrader la soutenabilité des dettes publiques des Etats membres plus affectés par la crise. Ainsi, il faut se questionner sur la nécessité d'un budget fédéral consacré à la stabilisation macroéconomique surtout quand la politique monétaire est contrainte – comme dans une situation de déflation et de trappe à liquidité. Cette réflexion aurait motivé la mise en place du Plan Juncker, cherchant à augmenter le niveau de l'investissement dans la zone euro. Toutefois, l'efficacité de ce plan peut être remise en question. Ce plan repose sur des hypothèses irréalistes sur les effets de levier du financement public ; et la modalité de sélection des projets, suivant leur rentabilité économique, peut engendrer un biais pro-cyclique, le contraire de ce qui devrait être recherché. Ainsi, le Plan Juncker, qui d'ailleurs n'a pas vocation à être pérennisé, peut s'avérer insuffisant pour générer le choc de demande dont a besoin la zone euro pour sortir de la trappe à liquidité dans laquelle elle est embourbée.

Tout compte fait, l'impulsion fiscale prévue pour 2016 (+0,1 point de PIB selon la mesure plus optimiste) ne sera pas à la hauteur de la situation. Une hausse coordonnée de l'investissement public dans les pays de la zone euro, concentrée sur les objectifs fixés par la stratégie Europe 2020, constituerait indéniablement une meilleure politique à celle qui est actuellement proposée. Elle serait plus équilibrée et permettrait de satisfaire à la fois les objectifs de court terme (baisse du chômage) et de long terme (hausse de l'investissement en R&D, lutte contre le réchauffement climatique, amélioration des infrastructures). L'introduction d'une règle d'or dans la gouvernance budgétaire européenne, permettant d'exclure du calcul du déficit les projets d'investissement public jugés utiles pour l'ensemble de la zone euro, permettrait de réaliser ce stimulus dans le respect des règles de la bonne gestion budgétaire et en

préservant la soutenabilité des dettes publiques.

[1] Un indicateur construit sur le même principe est publié trimestriellement aux Etats-Unis par la Brookings Institution <http://www.brookings.edu/research/interactives/2014/fiscal-barometer>

Grèce : quand l'histoire bégaie

par [Jacques Le Cacheux](#)

La durée de la crise grecque et la dureté des plans d'austérité successifs qui lui ont été imposés pour tenter de redresser ses finances publiques et la remettre en position de faire face à ses obligations à l'égard de ses créanciers ont frappé les opinions publiques européennes et suscité de nombreux commentaires. L'accord obtenu à l'arraché le lundi 13 juillet au sein du sommet des chefs d'Etat et de gouvernement de la zone euro comporte, en plus des exigences déjà formulées avant le référendum grec du 5 juillet, alors rejetées par une majorité des votants, des conditions si inhabituelles et si contraires à la souveraineté des Etats telle qu'on a l'habitude de la concevoir aujourd'hui qu'il a choqué bon nombre de citoyens européens et conforté les arguments des eurosceptiques qui y voient la preuve que la gouvernance européenne s'exerce contre la démocratie.

En exigeant que les créanciers soient consultés sur tout

projet de loi ayant une incidence sur les finances publiques et en imposant la gestion des privatisations, dont la longue liste a été dictée par les créanciers, par un fonds indépendant du gouvernement grec, les responsables de la zone euro ont effectivement mis les finances publiques grecques sous tutelle. En outre, les mesures contenues dans le nouveau plan d'austérité sont de nature à déprimer encore plus une demande intérieure déjà exsangue, aggravant ainsi la récession dans laquelle l'économie grecque a replongé en 2015, après une légère et brève rémission en 2014.

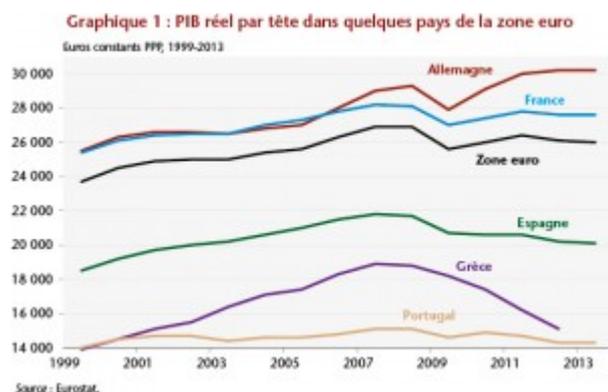
Appauvrissement sans ajustement

Déclencheur, en 2010, de la crise des dettes souveraines au sein de la zone euro, la crise grecque ressemble à une longue agonie, entrecoupée de psychodrames européens toujours conclus in extremis par un accord censé sauver la Grèce et la zone euro. Dès le début, il était clair que la méthode, fondée sur l'administration de doses massives d'austérité sans véritable soutien à la modernisation de l'économie grecque, était vouée à l'échec[1], pour des raisons désormais bien comprises[2] mais alors presque unanimement ignorées par les responsables, qu'il s'agisse des gouvernements européens, de la Commission européenne ou du FMI, principale caution et source d'inspiration des plans d'ajustement successifs.

Les résultats, à ce jour catastrophiques, sont bien connus : en dépit d'une longue cure d'austérité, faite de hausse d'impôts, de coupes dans les dépenses publiques, de baisse des salaires et des retraites, etc., l'économie grecque ne s'est pas redressée, au contraire, et la soutenabilité des finances publiques grecques n'a pas été rétablie, loin s'en faut ; malgré l'accord, en 2012, des gouvernements européens sur un défaut partiel, qui a allégé la dette envers les créanciers privés – allègement refusé par ces mêmes gouvernements deux ans auparavant –, la dette publique représente aujourd'hui un pourcentage plus important du PIB (près de 180%) qu'au début de la crise, et un nouvel allègement – cette fois sans doute

par rééchelonnement – paraît incontournable. Le troisième plan d'aide – plus ou moins 85 milliards d'euros envisagés, après environ 250 milliards au cours des cinq dernières années – qui va être négocié dans les semaines qui viennent sera, pour une bonne part, consacré au seul paiement des échéances sur la dette.

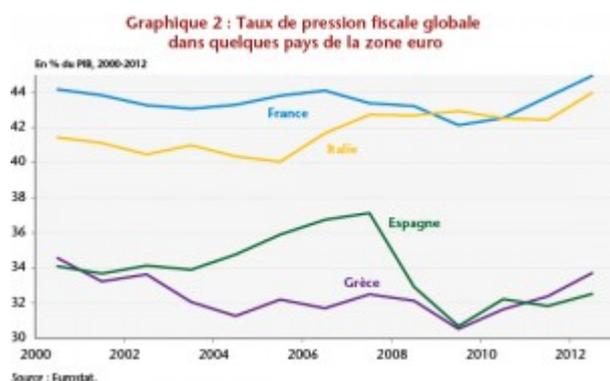
Pendant ce temps, le niveau de vie moyen des citoyens grecs s'est littéralement effondré, et l'écart par rapport à la moyenne de la zone euro, qui avait eu tendance à se réduire au cours de la décennie précédant la crise, s'est creusé de façon dramatique (Graphique 1) : le PIB par tête grec est aujourd'hui d'un peu moins de la moitié de celui de l'Allemagne. Encore le PIB par tête reflète-t-il très mal la réalité vécue dans une économie où les inégalités se sont creusées et les dépenses de protection sociale ont été drastiquement réduites.



Le nouveau plan d'austérité ressemble aux précédents : combinant hausse de la fiscalité – notamment la TVA dont le taux normal, à 23%, est étendu aux îles et à de nombreux secteurs, dont le tourisme, jusqu'ici soumis au taux intermédiaire (13%) – et baisse des dépenses publiques, il aboutira à une économie budgétaire d'environ 6,5 milliards d'euros en année pleine, ce qui amputera la demande intérieure grecque et accentuera la récession en cours.

Les plans d'ajustement précédents ont également comporté des réformes « structurelles », telles que la baisse du salaire

minimum et des pensions de retraite, une déréglementation du marché du travail, etc. Mais force est de constater que le volet fiscal de ces plans n'a pas eu de résultats très visibles sur les recettes publiques : après avoir beaucoup baissé jusqu'en 2009, la pression fiscale grecque – mesurée par le ratio des recettes fiscales totales au PIB – s'est certes accrue, mais guère plus qu'en France (Graphique 2). Ce qui ne signifie pas, bien sûr, qu'une dose plus forte encore du même remède assurera mieux la guérison.



L'histoire éclaire-t-elle l'avenir ?

Les maux dont souffre l'économie grecque sont bien connus : faiblesse de l'industrie et des secteurs exportateurs – en dehors du tourisme, qui pourrait sans doute faire mieux, mais affiche des performances honorables –, nombreux secteurs réglementés et situations rentières, administration et services fiscaux pléthoriques et peu efficaces, poids des dépenses militaires, etc.

Tout cela n'est pas nouveau et sans doute était-il de la responsabilité des autorités européennes de tirer plus tôt la sonnette d'alarme et d'aider la Grèce à une mise à niveau, comme cela a été fait pour les PECO (pays d'Europe centrale et orientale) au début des années 2000, dans les années précédant leur adhésion à l'Union européenne. La manière dont on décide à présent de le faire, à marche forcée et par la mise sous tutelle du gouvernement grec, sera-t-elle plus efficace ?

Si l'on pouvait se fier simplement à l'histoire, on serait tenté de répondre oui. L'épisode du défaut grec de 1893 présente en effet de nombreuses similitudes avec la crise actuelle. La Grèce était alors un Etat relativement neuf, n'ayant acquis son indépendance à l'égard de l'Empire ottoman qu'en 1830, au terme d'une longue lutte, et grâce au soutien des puissances européennes (Angleterre et France), qui lui imposèrent un roi bavarois. Elle était sensiblement plus pauvre que les pays d'Europe d'occidentale : malgré l'ébauche de modernisation entreprise, après l'indépendance, sous la conduite des fonctionnaires bavarois qui entouraient alors le roi de Grèce Othon 1^{er}, son PIB par tête n'était, en 1890 selon les données assemblées par Angus Maddison[3], que d'environ 50% de celui de la France, et un peu moins d'un tiers de celui du Royaume-Uni. Et le diagnostic porté sur la Grèce alors n'était guère meilleur que celui d'aujourd'hui :

« ... la Grèce se caractérise tout au long du XIXe siècle par des finances structurellement faibles, qui la conduisent à défaillir de façon récurrente sur sa dette publique. Selon le *Statesman's Yearbook*, la Grèce ajoute à des dépenses militaires importantes, des frais élevés pour entretenir un nombre important de fonctionnaires, disproportionné pour un petit Etat peu développé. Par ailleurs, une partie des dettes grecques étant garantie par la France et la Grande-Bretagne, la Grèce pouvait suspendre le service sans que les créanciers aient à en subir les conséquences. Les budgets français et britannique se retrouvaient contraints de payer les coupons.

Dès 1890 cependant, la situation devient critique. A la fin de 1892, le gouvernement grec ne maintint le paiement des intérêts qu'avec l'aide de nouveaux emprunts. En 1893, il obtenait un vote du parlement lui permettant de négocier un rééchelonnement avec les créanciers internationaux (britanniques, allemands, français). Les discussions s'éternisèrent sans véritable solution jusqu'en 1898. Ce fut la défaite grecque dans sa guerre avec la Turquie qui servit

de catalyseur à une résolution des problèmes de finances publiques. En effet, l'intervention des puissances étrangères ainsi que leur appui dans la collecte des fonds réclamés par la Turquie pour évacuer la Thessalie s'accompagna d'une mise sous tutelle des finances grecques. Une société privée sous contrôle international reçut la mission de collecter les impôts et de régler les dépenses grecques suivant une règle de séniorité aboutissant à assurer le versement d'un intérêt minimal. Les surplus budgétaires étaient alors affectés à raison de 60 % pour les créanciers et 40 % pour le gouvernement. »[\[4\]](#)

Entre 1890 et 1900, le revenu par tête grec a augmenté de 15%, et devait encore augmenter de 18% au cours de la décennie suivante, atteignant, en 1913, 46% du revenu par tête français et 30% du revenu par tête des Britanniques, alors au faîte de leur prospérité. Un succès, donc.

Bien entendu, le contexte était alors fort différent, et les conditions qui ont favorisé cette mise sous tutelle et ce redressement ne sont pas celles d'aujourd'hui : pas de véritable gouvernement démocratique en Grèce ; un régime monétaire (l'étalon-or) dans lequel les suspensions de convertibilité – l'équivalent d'un « Grexit temporaire » – étaient relativement courantes, et clairement perçues par les créanciers comme temporaires, et surtout un contexte de croissance économique forte dans toute l'Europe occidentale – la Belle époque –, grâce à la seconde révolution industrielle. On ne peut s'empêcher de penser, pourtant, que les conditions dictées alors à la Grèce ont inspiré les décisions actuelles des responsables européens[\[5\]](#).

Le nouveau plan produira-t-il enfin les effets escomptés ? Peut-être, s'il réunit d'autres conditions : allègement substantiel de la dette publique grecque, comme le réclame désormais le FMI, et soutien financier à la modernisation de l'économie grecque. Un plan Marshall pour la Grèce, un « green new deal » ? Tout cela ne pourra réussir que si le reste de la

zone euro connaît également une croissance soutenue.

[1] Voir Eloi Laurent et Jacques Le Cacheux, « Zone euro : *no future* ? », *Lettre de l'OFCE*, n°320, 14 juin 2010, <http://www.ofce.sciences-po.fr/pdf/lettres/320.pdf> .

[2] Voir notamment les travaux de l'OFCE sur les effets récessifs des politiques d'austérité : <http://www.ofce.sciences-po.fr/pdf/revue/si2014/si2014.pdf> . Rappelons que le FMI lui-même a reconnu que les plans d'ajustement imposés aux économies européennes subissant des crises de dettes publiques avaient été excessifs et mal conçus, et que ceux imposés à la Grèce l'avaient été plus que les autres. Son *mea culpa* n'a, de toute évidence, pas ému les principaux responsables européens, plus que jamais enclins à persévérer dans l'erreur : *Errare humanum est, perseverare diabolicum* !

[3] Voir les données sur le site du Maddison Project : <http://www.ggdnc.net/maddison/maddison-project/home.htm> .

[4] Extrait de l'article de Marc Flandreau et Jacques Le Cacheux, « La convergence est-elle nécessaire à la création d'une zone monétaire ? Réflexions sur l'étalon-or 1880-1914 », *Revue de l'OFCE*, n°58, juillet 1996, <http://www.ofce.sciences-po.fr/pdf/revue/1-58.pdf> .

[5] Un indice supplémentaire : le ministre allemand des finances, Wolfgang Schäuble, insistait pour que la Grèce suspende temporairement sa participation à la zone euro ; dans les années 1890, elle avait dû suspendre la convertibilité en or de sa monnaie et recourir à plusieurs dévaluations.

Crise de la dette : l'expérience argentine

Par [Augusto Hasman](#) and [Maurizio Iacopetta](#)

La crise grecque récente n'est pas sans rappeler la situation de certains pays d'Amérique latine, également confrontés à une crise de la dette, pendant les années 1990 et au début des années 2000. En particulier, le défaut de paiement de l'Argentine et la fin de l'ancrage au dollar en 2001 pourraient aujourd'hui nous éclairer sur les éventuelles conséquences d'un Grexit. Nous proposons (dans un [post en anglais](#)) une analyse de la situation économique de l'Argentine au cours de cette crise.

L'infinie maladresse du budget français

par [Xavier Timbeau](#), @XTimbeau

C'est entendu, dans le [projet de budget communiqué à la Commission européenne](#) le 15 octobre 2014, la France ne respecte pas les règles de la gouvernance européenne et les engagements antérieurs négociés dans le cadre du Semestre européen. Alors que la France est en procédure de déficit excessif, la Commission européenne n'a pas *a priori* d'autre

choix que de rejeter le budget français parce qu'elle est la gardienne des traités. Si la Commission ne refusait pas le budget français, qui s'écarte très significativement, au moins en apparence, de nos engagements antérieurs, alors aucun budget ne pourrait jamais être rejeté.

Rappelons que la France, et son Président actuel, ont ratifié le [Traité sur la Stabilité, la Coordination et la Croissance](#) (« TSCG », entré en vigueur en octobre 2012), qui avait été adopté par les chefs d'Etats en mars 2012. Il avait été question pendant la campagne présidentielle de 2012 de le renégocier (ce qui avait suscité l'espoir des pays du sud de l'Europe), mais l'urgence de la crise des dettes souveraines en Europe, entre autres, en a décidé autrement. La France a implémenté les dispositions de ce traité dans la [loi organique n°2012-1403](#), mettant en place par exemple le [Haut Conseil des Finances Publiques](#) et définissant un schéma pluriannuel de suivi de la trajectoire des finances publiques à partir des soldes structurels (c'est-à-dire corrigés des effets de la conjoncture).

Tout semble donc indiquer que la France a accepté le cadre très contraignant que le TSCG et le 2-pack renforcent et qui avait été établi par le 6-pack (5 règlements et une directive, datés de 2011, qui renforcent le Pacte de Stabilité et de Croissance et qui en précisent le calendrier et les paramètres). La bonne volonté de la France a d'ailleurs été manifeste lors de la communication, en octobre 2013, d'un [projet de budget 2014](#) et d'un [programme de stabilité](#) en avril 2014 plus que conformes. C'est dans [une conférence de presse en septembre 2014](#) que le gouvernement français a annoncé que l'objectif de réduction de déficit pour 2015 ne serait pas tenu. Faible croissance et très faible inflation sont les arguments avancés alors pour une sérieuse révision de la situation économique présentée comme un discours de vérité. Le même cas s'était présenté en 2013, l'objectif nominal d'alors ayant été fixé en sous-estimant les multiplicateurs

budgétaires. Cependant le calendrier et l'ampleur des ajustements avaient été respectés et un délai, de fait, accordé.

Donc, jusqu'à la conférence de presse, la mécanique du traité n'était pas mise en difficulté majeure. Une des innovations du TSCG est en effet de ne plus viser un objectif nominal (3%) mais de s'attacher à l'effort structurel. Si la conjoncture est plus mauvaise que prévue, alors, l'objectif nominal de déficit n'est pas rempli (ce qui est le cas). Dans ce cas, l'objectif est l'effort structurel. Dans le programme de stabilité 2014-2017 d'avril 2014, l'effort structurel annoncé (page 13) est de 0,8 point de PIB en 2015 de réduction du déficit structurel après 0,8 en 2014. La [procédure de déficit excessif](#) (précisée également dans un [vade-mecum](#) de la Commission) exige au minimum un effort structurel de 0,5 point du PIB et demande une documentation précise des moyens d'y parvenir.

C'est ici que le [projet de budget 2015](#) matérialise l'infraction au traité. L'effort en 2014 n'est plus que de 0,1 point et est annoncé à 0,2 point en 2015. Ces chiffres sont ainsi inacceptables par la Commission. Comment expliquer cette modification provocatrice ? Plusieurs éléments y concourent. Le premier est une modification de la norme de comptabilisation du CICE qui conduit à inscrire en 2015 les dépenses générées en 2015 et payées en 2016. Au moment où le CICE monte en charge, c'est 0,2 point de PIB en moins dans l'effort budgétaire français. Le second est une modification de l'hypothèse de croissance potentielle. Au lieu de 1,5% de croissance potentielle dans le programme de stabilité 2014-2017, celle-ci est supposée être de 1,2% sur la période 2014-2017. A méthode constante, l'effort en 2014 aurait été de 0,5 point du PIB et de 0,6 point en 2015. La différence avec le programme de stabilité d'avril 2014 s'explique par la révision à la baisse de l'inflation et par quelques modifications sur les mesures. La nouvelle présentation du

même budget, avec une modification marginale du contexte économique, est celle d'une absence d'effort structurel. Non seulement l'objectif nominal ne sera pas atteint, mais en plus l'effort structurel de 2014 et de 2015 est abandonné. Et ce, à politique inchangée ! Pire, ce projet de budget laisse entendre que l'objectif nominal n'est pas atteint parce que l'effort structurel n'a pas été réalisé en 2014 et ne le sera pas en 2015.

Pourtant le gouvernement plaide les circonstances exceptionnelles. Pourquoi avoir modifié les hypothèses de croissance potentielle et n'avoir pas conservé la norme comptable antérieure pour présenter le projet de budget français 2015 ? Un effort de 0,6 point du PIB en 2015 au lieu d'un effort précédemment annoncé de 0,8 point du PIB n'aurait pas posé de problème à la Commission, qui aurait relevé des hypothèses trop hautes de croissance potentielle (comme d'ailleurs dans ses remarques sur le [projet de budget 2014](#), que le Conseil n'a pas retenu en novembre 2013). Il aurait été simple de répondre que l'on ne change pas des hypothèses de croissance potentielle tous les 6 mois et que c'est d'ailleurs l'objet de ce concept et la raison de son introduction dans les traités et les règles européennes : éviter la procyclicité des politiques budgétaires, éviter de faire plus de restriction budgétaire au moment où les mauvaises nouvelles s'amoncellent. Il aurait été acquis que la Commission a une appréciation plus basse que la France, mais la croissance potentielle est non observée et son évaluation repose sur de nombreuses hypothèses. Ainsi, il n'est pas précisé dans les traités ou les règlements si l'on considère une croissance potentielle à court terme ou à moyen terme. Or la Commission estime (dans le [2012 Ageing Report](#)) que la croissance potentielle à moyen terme de la France est de 1,7% par an (en moyenne de 2010 à 2060) et de 1,4% en 2015. Et surtout, rien n'oblige la France à adopter l'hypothèse de la Commission. Le règlement [EU 473/2011](#) demande que les hypothèses soient explicitées et qu'éventuellement des *opinions* extérieures

soient demandées. La loi organique 2012-043 énonce que « *Un rapport annexé au projet de Loi de programmation des finances publiques et donnant lieu à approbation du Parlement présente : (...) 9° Les modalités de calcul de l'effort structurel mentionné à l'article 1^{er}, la répartition de cet effort entre chacun des sous-secteurs des administrations publiques et les éléments permettant d'établir la correspondance entre la notion d'effort structurel et celle de solde structurel ; 10° Les hypothèses de produit intérieur brut potentiel retenues pour la programmation des finances publiques. Le rapport présente et justifie les différences éventuelles par rapport aux estimations de la Commission européenne* » ce qui donne bien la mainmise sur l'hypothèse de croissance potentielle au gouvernement et pose le parlement *souverain* en dernier juge.

Fallait-il faire une opération vérité sur la croissance potentielle et modifier significativement cette hypothèse cruciale dans la présentation du budget ? Fallait-il que l'opération vérité conduise à présenter comme presque neutre un budget dans lequel on effectue un choix lourd et coûteux de politique (financer la compétitivité des entreprises par la baisse des dépenses publiques et la hausse des prélèvements sur les ménages) ? L'hypothèse de la Commission est-elle plus pertinente parce qu'elle a été continûment révisée tous les 6 mois depuis maintenant 5 ans ? Ne pouvait-on pas expliquer que l'ambitieux programme de réformes structurelles du gouvernement français contribuerait lui-même à relever le potentiel dans le futur (à moins qu'il n'y croie pas) ? Le CICE et le pacte de responsabilité ne sont-ils pas le gage de la vitalité retrouvée d'un tissu productif au point que cela se traduise par plus de croissance potentielle ? Ne fallait-il pas plutôt suivre les avis des [auteurs d'un rapport pour le CAE sur la croissance potentielle](#) qui ne se sont pas risqués à en produire une nouvelle estimation ? N'est-ce pas sur le sujet de la croissance qu'il fallait engager le dialogue (constructif et technique, dans des cénacles discrets) avec la Commission plutôt que d'afficher une infraction manifeste aux

règles européennes ? Dans le [projet de Loi de finance 2015](#) il est écrit (page 5) : « *la trajectoire retient, par prudence, une croissance potentielle révisée à la baisse par rapport à la précédente loi de programmation, en reprenant la dernière estimation de croissance potentielle de la Commission européenne (printemps 2014)* ». Quelle est cette sorte de prudence qui ressemble à une bourde aux conséquences terribles ? Est-ce le désordre dans le gouvernement à la fin du mois d'août 2014 qui a permis les circonstances de cette *infinie* maladresse ?

Il est impossible de justifier la présentation faite : la Commission réprimandera la France, qui ne réagira pas, sûre de son droit (et comme l'a déjà annoncé son gouvernement). La Commission devra alors monter l'échelle des sanctions et il est peu probable que le Conseil l'arrête en route, d'autant que les décisions y seront prises à la majorité qualifiée inversée. Le *French bashing* prendra un nouveau tour et ceci ne fera apparaître que l'inutilité du processus, puisque la France ne changera rien à sa trajectoire de finances publiques. Cela dépréciera la parole et l'influence française au moment où s'élabore l'initiative d'un plan d'investissement de 300 milliards d'euros qui n'est voulu que par la France et la Pologne (d'après la rumeur), au risque de faire capoter une des rares initiatives qui pouvait nous faire sortir de la crise.

En laissant la fureur feutrée de la technocratie exprimer son mécontentement envers la France, c'est la fragilité de la « gouvernance européenne » qui sera révélée. Or celle-ci ne repose que sur la dénonciation de la France et la pression par les pairs qu'elle implique. La France peut être mise à l'amende, mais ni le Conseil ni la Commission ne disposent d'instruments pour « forcer » la France à satisfaire aux exigences du traité. C'est toute la faiblesse de cette « gouvernance européenne » puisqu'elle ne fonctionne que si les Etats membres se plient volontairement aux règles. Elle

n'a donc de gouvernance que le nom, mais elle est pourtant la clef de voûte de la sortie de la crise des dettes souveraines. La Banque centrale européenne est intervenue, à l'été 2012, parce que la gouvernance renforcée des finances publiques devait résoudre le problème de passager clandestin. Les (nombreux) détracteurs de l'intervention de la Banque centrale européenne ont largement dénoncé l'hypocrisie du traité, qui ne garantit rien puisqu'il repose sur la discipline consentie des Etats membres. L'infraction française, l'impuissance de la Commission et du Conseil constitueront une démonstration de cette faiblesse, au point que l'on peut craindre que le château de cartes ne s'effondre.

La France pourrait revoir son projet de budget et ajouter des mesures, qui dans la nouvelle méthode comptable et avec une hypothèse plus basse de potentiel, lui permettent de tenir son engagement d'effort structurel d'avril 2014. Ce scénario est très improbable et c'est une bonne chose ([voir le post d'Henri Sterdyniak](#)). Improbable, parce que les presque 2 points de TVA à taux plein nécessaires pour arriver à un effort de 0,8% du PIB (et donc sans compenser le retard pris en 2014) ne seraient pas votés par le Parlement français. Bonne chose, parce qu'ils auraient induit une récession (ou un sérieux ralentissement) en France et une montée du chômage totalement inacceptables pour simplement sauver la face de la Commission et appliquer avec diligence les textes européens.

Il aurait été bien plus habile de s'en tenir aux hypothèses (et méthodes) du programme de stabilité 2014. Le Haut Conseil aurait protesté, la Commission aurait querellé mais les règles de la gouvernance européenne auraient été sauvées. On dit que les statistiques sont la forme la plus avancée du mensonge. Entre deux mensonges, autant choisir le moins stupide.

Pourquoi Bruxelles doit sanctionner la France et pourquoi la France doit désobéir

par [Henri Sterdyniak](#)

La France a signé le Pacte de Stabilité en 1997 et en 2005 puis le Traité budgétaire en 2012. Selon ces textes, le déficit public d'un pays de la zone euro ne doit pas dépasser les 3 points de PIB ; dès que le déficit public dépasse cette limite, le pays est soumis à la procédure de déficit excessif et doit revenir sous les 3% selon un calendrier accepté par la Commission.

La France s'était engagée à revenir en dessous des 3% en 2012, puis en 2013 ; elle a obtenu, en juin 2013, la possibilité de reporter à 2015 le passage sous les 3%. Mais, selon le budget présenté fin septembre 2014, le déficit public de la France sera toujours de 4,3% du PIB en 2015 ; le passage sous les 3% est reporté à 2017.

En décembre 2012, la France s'était engagée à faire un effort budgétaire de 3,2 points de PIB sur les trois années 2013-14-15 ; selon le nouveau budget, l'effort ne sera que de 1,4 point, soit de 1,1 point en 2013, 0,1 point en 2014, 0,2 point en 2015. Ainsi, la France ne fera même pas en 2014 et 2015 l'effort de 0,8 point de PIB auquel elle s'était engagée en juin 2013 ; elle ne fera pas non plus, durant ces 2 années, l'effort de 0,5 point de PIB, qui s'impose à tous les pays dont le déficit structurel est supérieur à 0,5 point de PIB.

Au lieu de prendre des mesures pour se rapprocher de la trajectoire de solde public annoncée par la Loi de Programmation des Finances Publiques votée en 2012, le

gouvernement va faire voter une nouvelle LPFP, ce qui est contraire à l'esprit du Traité budgétaire. Bref, soit Bruxelles sanctionne la France, soit elle renonce à faire respecter les principes du Pacte et du Traité.

Certes, sur le plan technique, une partie de l'écart s'explique par le fait que le gouvernement français a accepté l'estimation de la Commission d'une croissance potentielle de la France limitée à 1% par an en 2013-2015 ; avec une croissance potentielle estimée de 1,6%, l'effort estimé serait plus élevé de 0,3 point par an. Mais le Traité budgétaire précise bien que ce sont les estimations de la Commission qui s'imposent. Sur le plan économique, compte tenu de la situation conjoncturelle, le gouvernement a choisi de privilégier le soutien de la croissance par les baisses d'impôts et de cotisations figurant dans le Pacte de Responsabilité et de Croissance, par rapport au respect des règles européennes. Mais cela n'est pas autorisé par les traités : un pays ne peut décider seul de s'affranchir des règles.

Pour rentrer dans les clous, la France devrait faire en 2015 un effort supplémentaire de baisse des dépenses publiques de l'ordre de 1,4% du PIB, soit de 28 milliards. En même temps, cet effort aurait un impact récessif sur le PIB : au lieu de la croissance de 1,0% en 2015, que prévoit le gouvernement, la France connaîtrait une baisse du PIB de l'ordre de 0,4%[\[1\]](#), de sorte que les rentrées fiscales diminueraient et que l'objectif de 3% de déficit ne serait pas atteint non plus et nous replongerions en récession. Bref, la France a raison de désobéir.

Ainsi, la Commission pourrait-elle infliger à la France une amende de 0,2% de son PIB, soit de 4 milliards d'euros chaque année. Elle pourrait lui imposer de rendre compte tous les 3 mois de l'exécution de son budget. Elle pourrait lui demander de s'engager fermement sur des réformes structurelles (réforme des retraites, baisse des indemnités chômage, réduction des

allocations familiales, diminution du nombre de fonctionnaires). Mais cela rendrait l'Europe encore plus impopulaire pour les Français.

La France n'a aucune difficulté à trouver des financements pour sa dette publique. Elle s'endette à des taux d'intérêt nuls à 1 an, de 1,3% à 10 ans. Elle contribue à garantir les dettes publiques de la Grèce, de l'Irlande et du Portugal. Elle fait un important effort militaire en Afrique et au Moyen-Orient dont beaucoup de pays de l'UE s'exemptent. La France contribue pour 22 milliards au budget de l'UE et sa contribution nette est de l'ordre de 6 milliards. Son déficit public n'a aucune conséquence néfaste pour ses partenaires européens ; au contraire, il soutient leur activité. De sorte que la sanction apparaîtrait comme absurde : on pénaliserait un pays pour ne pas respecter une limite arbitraire de 3%. Non pour des motifs économiques, mais pour faire un exemple, pour renforcer la crédibilité des traités en vigueur.

La France n'est pas le seul pays à ne pas respecter les critères européens de finances publiques. En 2014, par exemple, l'Irlande, le Portugal, l'Espagne, mais aussi, en dehors de la zone euro, le Royaume-Uni, les Etats-Unis, le Japon ont des déficits publics supérieurs à 3 % du PIB. La quasi-totalité des pays de l'OCDE ont des dettes publiques supérieures à 60% du PIB. De toute évidence, ces critères sont mal pensés.

La France a fait des efforts budgétaires importants depuis 2009, de l'ordre de 4,5 points de PIB^[2], soit un peu plus que la moyenne des pays de la zone euro. Les pays qui ont fait des efforts plus importants (Grèce, Espagne, Portugal, Irlande) sont dans des situations économiques préoccupantes en termes de chômage et d'écart de production. Il est légitime que la France, où les investissements publics sont particulièrement importants (4 points de PIB) conserve un certain déficit public.

Lorsque tous les pays de la zone font en même temps des politiques d'austérité, le PIB de la zone est lourdement affecté et les objectifs de finances publiques ne peuvent être atteints. C'est ce que l'on voit en Europe depuis 2012, mais la Commission refuse de renoncer à sa politique d'austérité, malgré ses résultats désastreux, qui avaient d'ailleurs été annoncés dès 2011[3].

En fait, les objectifs européens n'ont aucun fondement économique : les limites de 3% du PIB pour le déficit et de 60% du PIB pour la dette sont arbitraires. Il est légitime qu'un pays qui investit beaucoup et qui est en récession ait un déficit public relativement important. Il serait suicidaire d'ajouter une politique trop restrictive à une situation déjà déprimée par la crise financière, puis par la crise des dettes des pays du sud de la zone euro, puis par les politiques d'austérité mises en œuvre.

Le problème est que les gouvernements français successifs ont eu tort d'accepter de signer le Pacte de Stabilité puis le Traité Budgétaire, ont eu tort de prendre des engagements stupides sur le plan économique, impossibles à tenir. La France apparaît aujourd'hui comme un partenaire non digne de confiance, incapable de tenir ses engagements. Il aurait été plus courageux et plus honnête de refuser de signer.

Sur le plan du droit européen, la France n'aurait pas le droit de ne pas tenir compte des sanctions de l'UE. Le refus de la France de modifier son budget ouvrirait une grave crise en Europe. Il mettrait en cause les fondements de la coordination budgétaire que l'UE a mis en place : la norme de 3%, la procédure de déficit excessif, l'objectif de solde équilibré, le pilotage par le semestre européen, etc. Cette coordination a été imposée par l'Allemagne et les pays du Nord en échange de leur acceptation de la monnaie unique.

En sens inverse, cette pseudo-coordination par des règles arbitraires se révèle totalement contreproductive ; la

politique d'austérité pilotée par la Commission a tué la reprise qui s'esquissait en 2010-11 ; la zone euro reste une zone de faible croissance, de chômage de masse et de déséquilibres entre les Etats membres. A l'évidence, la priorité aujourd'hui est de mettre un terme aux politiques d'austérité et de coordonner des politiques de relance en adoptant des mesures spécifiques pour les pays en déséquilibre (plus de salaires et de protection sociale en Allemagne, des investissements productifs dans les pays du Sud).

De sorte que la question se posera : ne faudrait-il pas que la France ait le courage de dire clairement qu'elle refuse de se plier à des règles budgétaires contre-productives et qu'elle demande une rupture franche dans les politiques de l'UE ?

[1] En prenant un multiplicateur de dépenses publiques égal à 1.

[2] Selon les estimations de l'OCDE, [Economic Outlook data base, table 30](#), ou de l'OFCE (Voir, « [France, ajustements graduels](#) », *Revue de l'OFCE*, avril 2014, page 91)

[3] Voir dans la *Revue de l'OFCE*, janvier 2011, n°116, les articles : Mathieu C. et H. Sterdyniak : « [Finances publiques, sorties de crise](#) » ; J. Creel, E. Heyer E. et M. Plane : « [Petit précis de politique budgétaire par tous les temps](#) ».

Politique budgétaire et stabilité macroéconomique en union économique et monétaire : le cas de l'UEMOA

par Mamadou DIOP et Adama DIAW

L'idée selon laquelle la politique budgétaire est un outil efficace de la politique économique pour stimuler l'activité réelle n'est pas confirmée au plan empirique et ne fait pas l'unanimité au sein des économistes. [L'article publié dans La Revue de l'OFCE \(n°137-2014\)](#) soulève deux écueils majeurs de la politique des gouvernements de l'Union Economique et Monétaire Ouest-Africaine (UEMOA) : le délai de mise en œuvre des mesures budgétaires et l'irréversibilité de certaines dépenses de consommation publique. Il s'agit, en effet, de la capacité à annuler certaines dépenses lorsqu'elles ne seront plus nécessaires pour la stabilisation de l'activité économique. Cette réversibilité de la politique budgétaire est, aujourd'hui, une condition nécessaire pour préserver la soutenabilité des finances publiques à moyen terme. Pour stabiliser la conjoncture d'un pays à partir de la politique budgétaire, il est important d'identifier parmi les dépenses publiques, celles qui affectent sensiblement l'activité économique, tout en tenant compte de leur délai de réaction. Tel est l'objet de cet article qui se propose d'évaluer l'impact des chocs budgétaires sur l'activité économique des Etats de l'UEMOA et de faire ressortir ainsi les canaux de transmission de leur politique budgétaire.

Révision du potentiel de croissance : l'impact sur les déficits

par Hervé Péléraux

Les finances publiques meurtries par la Grande Récession

Au sortir de la Grande Récession de 2008/09, le problème des finances publiques auquel allaient devoir face les gouvernements était en apparence simple, sa solution mise en avant aussi. Le jeu des stabilisateurs automatiques ainsi que les plans de relance mis en place pour contrer la récession de 2008/09 ont fortement creusé les déficits publics. Cette situation, dictée par l'urgence, était acceptable à court terme mais ne l'était pas à plus longue échéance. Elle appelait logiquement un redressement des comptes publics pour résorber les déficits et stopper la progression de l'endettement. La rigueur budgétaire à marche forcée, conduite sous les injonctions de la Commission européenne, a donc été l'instrument de politique économique activé par la quasi-totalité des pays de la zone euro.

L'opportunité de cette stratégie qui a été engagée pour résoudre le problème de départ, celui de déficits excessifs en zone euro, doit cependant être discutée. Elle dépendait du diagnostic macroéconomique fait au sortir de la récession de 2008/09 qui conditionnait l'évaluation de la capacité de rebond spontané des économies. Car de cette capacité de rebond dépendait la fraction du déficit public à même de pouvoir se résorber spontanément par la reprise de la croissance.

Une partie des déficits pouvait se résorber d'elle-même

Le déficit public hors charge d'intérêts, ou déficit primaire, peut être subdivisé en deux composantes, une composante

conjoncturelle et une composante structurelle. La composante conjoncturelle résulte des déviations cycliques du PIB autour de son potentiel, c'est-à-dire le niveau de PIB réalisable sans tensions inflationnistes avec les facteurs de production disponibles : en phase de ralentissement du PIB par rapport à sa croissance potentielle, et donc de creusement de l'écart de production, les recettes fiscales ralentissent et les dépenses publiques, notamment sociales, accélèrent. Il s'en suit un creusement spontané du déficit. Ce mécanisme d'autocorrection est dénommé « stabilisateurs automatiques » dans la théorie économique. L'autre composante du déficit est déduite de la précédente comme complémentaire du déficit total : c'est la composante délibérée, celle qui résulte de l'action de la politique économique. Discrétionnaire, cette composante ne peut être éliminée qu'en mettant en œuvre une politique symétrique à celle qui l'a fait naître, c'est-à-dire en conduisant une politique de rigueur. Elle a naturellement pour effet de freiner la reprise, mais la politique expansionniste menée durant la phase précédente a eu pour conséquence de soutenir l'activité. La politique budgétaire est ainsi un instrument de lissage du cycle économique.

La partie spontanée du déficit apparue à la suite de la récession de 2008/09 était appelée à se résorber automatiquement une fois la croissance revenue. Seule l'élimination de la composante discrétionnaire justifiait une politique restrictive. L'ampleur de l'effort à engager pour y parvenir renvoyait alors à la mesure de l'amplitude de l'écart de production qui conditionnait l'estimation du déficit conjoncturel et par déduction, celle du déficit délibéré.

De l'effet de la conjoncture sur l'évaluation du potentiel

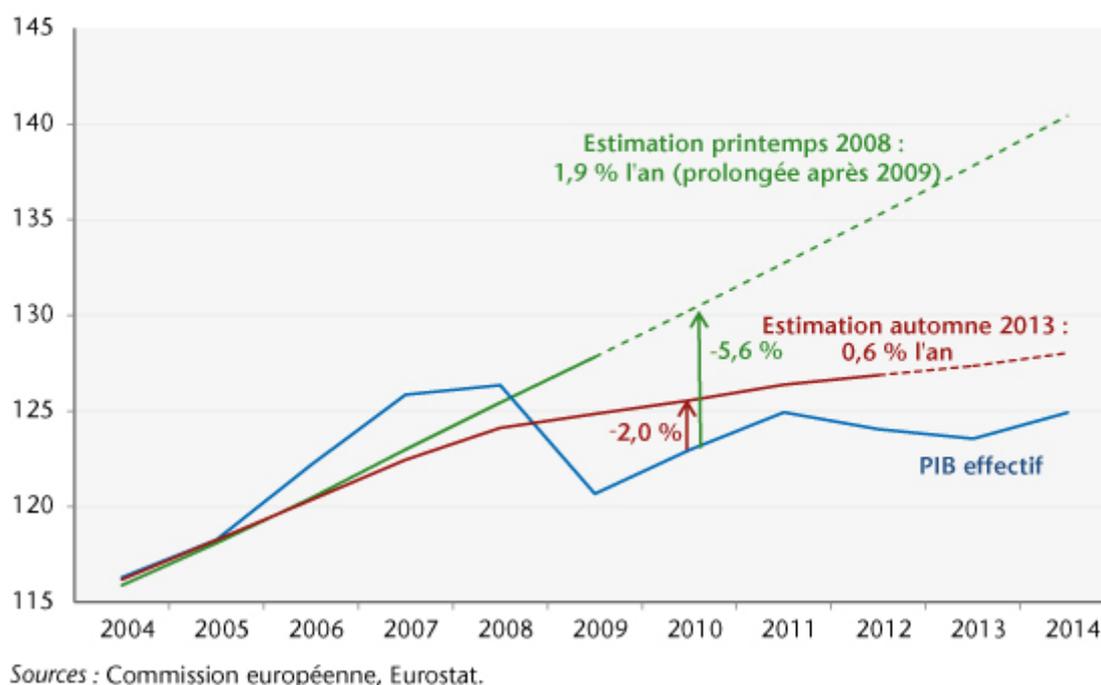
La mesure du potentiel de production, dont découle le calcul de l'écart de production, est évidemment centrale si l'on veut calibrer au plus juste la restriction budgétaire nécessaire à l'élimination de la fraction du déficit qui ne peut l'être spontanément par la croissance. Mais les décideurs se heurtent

ici à une difficulté majeure, celle du caractère non observable du potentiel qui, par conséquent, doit être estimé. Ici, les estimations sont loin de faire l'unanimité entre les économistes. De surcroît, au sein d'une même institution, les révisions périodiques peuvent être importantes, ce qui modifie le diagnostic porté et les mesures à mettre en place si cette institution a en charge la définition de normes contraignantes de politique budgétaire, comme c'est le cas de la Commission européenne (CE).

L'examen des révisions de la croissance potentielle calculée par la CE montre l'incertitude de cette estimation (voir dernière partie ci-dessous). Elle paraît en outre dépendre de la croissance courante, ce qui est pour le moins paradoxal pour l'estimation d'une fonction d'offre qui dépend de paramètres de long terme de l'économie comme la croissance de la population active, de la productivité et du stock de capital. Que la trajectoire de ces paramètres d'offre s'infléchisse un peu au gré des à-coups conjoncturels est justifiable, notamment au travers de l'investissement qui véhicule le progrès technique et assure la croissance du capital ou des pertes de capital humain générées par le chômage de longue durée. Mais que l'incorporation dans les estimations d'un phénomène conjoncturel, certes hors normes comme la récession de 2008/09, conduise à des révisions de la croissance potentielle de l'ordre de celle constatée entre le printemps 2008 et le printemps 2009 pose question. D'autant que ces révisions ont aussi affecté les années antérieures à la récession qui n'étaient pas concernées par la modification des conditions de l'accumulation. Par la suite, le redémarrage de la croissance en 2010 a conduit à des révisions de la croissance potentielle dans l'autre sens, y compris pour les années antérieures à la récession. Enfin, le retournement conjoncturel de 2011 a entraîné une nouvelle séquence de révisions, à nouveau à la baisse.

De cet affaissement de la croissance potentielle a résulté d'amples révisions à la baisse de l'écart de production estimé (graphique). Elles ne sont pas neutres pour calibrer la politique de consolidation budgétaire. Car à déficit donné, l'estimation d'un écart de production de -2 % par exemple pour 2010, contre près de -6 % sous l'hypothèse d'une poursuite de la trajectoire du PIB potentiel estimé avant la récession, accroissait la part du déficit structurel perçu et appelait une rigueur accrue. C'est bien ce qui est advenu en 2010 quand les plans de relance ont fait place à des plans de restriction budgétaire drastiques. Généralisés à l'ensemble des pays membres, ils ont cassé net la reprise naissante et ont précipité la zone euro dans une nouvelle récession.

Révision de la croissance potentielle de la zone euro



La trop grande sensibilité de l'estimation de la croissance potentielle à la croissance courante a précipité l'engagement des politiques de rigueur en zone euro et a, par la suite, poussé à l'accentuation de la restriction budgétaire. Car cette dernière, en déprimant l'activité, a stimulé les facteurs d'affaissement de l'offre par la destruction de

capital, par le freinage de l'investissement et par la déqualification de l'offre de travail. Les capacités de rebond spontané des économies s'en sont trouvées amputées, ce qui ne pouvait conduire qu'à une augmentation de la part du déficit structurel dans le déficit total, et, finalement, à la nécessité d'accentuer la rigueur.

La purge budgétaire a donc entraîné une deuxième récession qui a invalidé les objectifs de réduction des déficits fixés au départ car les stabilisateurs automatiques ont à nouveau creusé la composante conjoncturelle des déficits. La rigueur, mal calibrée, était contre-productive et ne pouvait donc pas aboutir à l'objectif initial d'une réduction rapide des déficits. Les résultats obtenus sont loin d'avoir été à la hauteur des sacrifices consentis par les économies européennes.

L'estimation du PIB potentiel de la zone euro par la Commission européenne

La récession de 2008/09 a conduit la Commission européenne à réviser assez nettement son estimation du potentiel de croissance des pays membres. Pour la zone euro dans son ensemble, le processus de révision a débuté entre le printemps 2008 et le printemps 2009, quand les effets de la crise financière se sont matérialisés sur l'activité réelle : l'entrée en récession de la zone euro au quatrième trimestre 2008 est associée à de fortes révisions à la baisse de la croissance potentielle pour les années 2008 et 2009, de -0,7 et -1,2 point respectivement (tableau). On constatera aussi des révisions sensibles relativement aux années plus anciennes, de -0,3 à -0,5 point pour les années 2004 à 2007. En revanche, aucune révision majeure n'apparaît entre les estimations du printemps 2009 et du printemps 2010, malgré le creusement du glissement annuel du PIB, signe que la

modification du paysage conjoncturel avait déjà été intégrée dans les estimations.

Les révisions de la croissance potentielle ne se sont pas effectuées seulement à la baisse, mais également à la hausse quand la croissance a redémarré après la récession. Ainsi, entre le printemps 2010 et le printemps 2011, les révisions se sont-elles étalées de +0,1 à +0,3 point et ont concerné également les années lointaines. Enfin, une nouvelle séquence de révisions en baisse est intervenue avec le deuxième retournement conjoncturel en 2011. Les années antérieures à 2008 ont été peu modifiées, mais elles s'inscrivent dans un intervalle plus large pour les années 2008 à 2013, de -0,2 à -0,8 point, ce qui pour l'année 2012 revient à une division par deux et demi du rythme de croissance potentielle.

Révisions de la croissance potentielle de la zone euro

	Printemps 2008	Printemps 2009	Printemps 2010	Printemps 2011	Printemps 2012	Printemps 2013
2004	1,9	1,6	1,7	1,9	1,9	1,9
2005	1,9	1,5	1,6	1,7	1,8	1,8
2006	2,0	1,5	1,5	1,8	1,8	1,8
2007	2,1	1,6	1,5	1,8	1,8	1,7
2008	2,0	1,3	1,3	1,6	1,4	1,4
2009	1,9	0,7	0,8	0,9	0,7	0,6
2010		0,7	0,8	1,0	0,7	0,6
2011			1,0	1,1	0,8	0,7
2012				1,1	0,6	0,4
2013					0,7	0,4
2014						0,5
Glissement annuel du PIB*	1,0	-1,3	-2,1	2,0	0,7	-0,9

* Le glissement annuel du PIB reporté ici correspond aux derniers comptes nationaux connus au moment où est faite l'estimation, c'est-à-dire le quatrième trimestre de l'année précédente pour l'estimation de printemps de la Commission européenne. Ces glissements sont calculés avec le PIB tel qu'il était connu à l'époque, c'est-à-dire avec la version disponible au début du mois d'avril de chaque année.

Sources : Commission européenne, Eurostat.

L'effet de la croissance courante sur l'estimation de la croissance potentielle par la Commission européenne est ainsi évident. Il en résulte une forte variabilité de la croissance potentielle et donc des révisions importantes de l'écart de production, ce qui affecte les décisions de politique économique puisque le solde structurel dépend de cette évaluation.

L'austérité maniaco-dépressive, parlons-en !

Par Christophe Blot, Jérôme Creel, Xavier Timbeau

A la suite d'échanges avec nos collègues de la Commission européenne[1], nous revenons sur les causes de la longue période de récession que traverse la zone euro depuis 2009. Nous persistons à penser que l'austérité budgétaire précoce a été une erreur majeure de politique économique et qu'une politique alternative aurait été possible. Les économistes de la Commission européenne continuent pour leur part de soutenir qu'il n'existait pas d'alternative à cette stratégie qu'ils ont préconisée. Ces avis divergents méritent qu'on s'y arrête.

Dans le rapport [iAGS 2014](#) (mais aussi dans le rapport [iAGS 2013](#) ou dans [différentes publications de l'OFCE](#)), nous avons développé l'analyse selon laquelle la forte austérité budgétaire entreprise depuis 2010 a prolongé la récession, contribué à la hausse du chômage dans les pays de la zone euro et nous expose désormais au risque de déflation et à une augmentation de la pauvreté.

Amorcée en 2010 (principalement en Espagne, en Grèce, en Irlande ou au Portugal, l'impulsion budgétaire[2] a été pour la zone euro de -0,3 point de PIB cette année-là), puis accentuée et généralisée en 2011 (impulsion budgétaire de -1,2 point de PIB à l'échelle de la zone euro, voir tableau), renforcée en 2012 (-1,8 point de PIB) et poursuivie en 2013 (-0,9 point de PIB), l'austérité budgétaire devrait persister en 2014 (-0,4 point de PIB). A l'échelle de la zone euro, depuis le début de la crise financière internationale de 2008, et en comptabilisant les plans de relance de l'activité de

2008 et 2009, le cumul des impulsions budgétaires se résume à une politique *restrictive* de 2,6 points de PIB. Parce que les multiplicateurs budgétaires sont élevés, une telle politique explique en (grande) partie la prolongation de la récession en zone euro.

Les multiplicateurs budgétaires synthétisent l'impact d'une politique budgétaire sur l'activité[\[3\]](#). Ils dépendent de la nature de la politique budgétaire (selon qu'elle porte sur des hausses d'impôts, des baisses de dépenses, en distinguant les dépenses de transfert, de fonctionnement ou d'investissement), des politiques d'accompagnement (principalement de la capacité de la politique monétaire à baisser ses taux directeurs pendant les cures d'austérité), et de l'environnement macroéconomique et financier (notamment du taux de chômage, des politiques budgétaires menées par les partenaires commerciaux, de l'évolution du taux de change et de l'état du système financier). En temps de crise, les multiplicateurs budgétaires sont beaucoup plus élevés, au moins 1,5 pour le multiplicateur de dépenses de transfert, contre presque 0 à long terme en temps normal. La raison en est assez simple : en temps de crise, la paralysie du secteur bancaire et son incapacité à fournir le crédit nécessaire aux agents économiques pour faire face à la chute de leurs revenus ou à la dégradation de leurs bilans oblige ces derniers à respecter leur contrainte budgétaire, non plus intertemporelle, mais instantanée. L'impossibilité de généraliser des taux d'intérêt nominaux négatifs (la fameuse « Zero Lower Bound ») empêche les banques centrales de stimuler les économies par des baisses supplémentaires de taux d'intérêt, ce qui renforce l'effet multiplicateur pendant une cure d'austérité.

Tableau. Impulsions budgétaires dans la zone euro

En points de PIB

	2010	2011	2012	2013	2014
DEU	1,3	-1,1	-1,2	0,2	0,1
FRA	-0,5	-1,8	-1,2	-1,4	-0,7
ITA	-0,7	-0,4	-3,0	-1,5	-0,6
ESP	-1,4	-1,3	-3,4	-1,6	-1,0
NLD	-1,1	-0,5	-1,4	-1,5	-1,0
BEL	-0,1	0,1	-0,6	-1,0	-0,5
IRL	-4,2	-1,5	-2,0	-1,7	-1,7
PRT	-0,3	-3,7	-3,9	-1,5	-1,5
GRC	-7,6	-5,5	-3,9	-3,3	-1,7
AUT	0,5	-1,4	-0,3	-0,9	-0,4
FIN	1,3	-0,7	-0,3	-1,4	-0,3
EA (11)	-0,3	-1,2	-1,8	-0,9	-0,4

Sources : Eurostat, Comptabilités nationales.

Si les multiplicateurs budgétaires sont plus élevés en temps de crise, la réduction raisonnée de la dette publique implique le report des politiques budgétaires restrictives. Il faut d'abord sortir de la situation qui provoque la hausse du multiplicateur, et dès que l'on est à nouveau dans une situation « normale », réduire la dette publique par une politique budgétaire restrictive. Ceci est d'autant plus important que la réduction d'activité induite par la politique budgétaire restrictive peut l'emporter sur l'effort budgétaire. Pour une valeur du multiplicateur supérieure à 2, le déficit budgétaire et la dette publique, au lieu de baisser, peuvent continuer de croître malgré l'austérité. Le cas de la Grèce est à ce titre édifiant : malgré des hausses *effectives* d'impôts et des baisses *effectives* de dépenses, et malgré une restructuration partielle de sa dette publique, l'Etat grec est confronté à un endettement public qui ne décroît pas, loin de là, au rythme des restrictions budgétaires imposées. La « faute » en revient à la chute abyssale du PIB.

Le débat sur la valeur des multiplicateurs est ancien et a été réactivé dès le début de la crise[4]. Il a connu à la fin de l'année 2012 et au début de l'année 2013 une grande publicité puisque le FMI (par la voix [d'O. Blanchard et D. Leigh](#)) a interpellé la Commission européenne en montrant que ces deux institutions avaient, depuis 2008, systématiquement sous-estimé l'impact des politiques d'austérité sur les pays de la zone euro. La Commission européenne a recommandé des remèdes

qui n'ont pas fonctionné et a appelé à les renforcer à chaque échec. C'est la raison pour laquelle les politiques budgétaires poursuivies en zone euro ont été une erreur d'appréciation considérable et sont la cause principale de la récession prolongée que nous traversons. L'ampleur de cette erreur peut être estimée à presque 3 points de PIB d'activité pour l'année 2013 (ou presque 3 points de chômage) : si l'austérité avait été reportée à des temps plus favorables, on aurait atteint le même ratio de dette par rapport au PIB à l'horizon imposé par les traités (en 2032), mais en bénéficiant d'un surcroît d'activité. Le coût de l'austérité depuis 2011 est ainsi de presque 500 milliards d'euros (le cumul de ce qui a été perdu en 2011, 2012 et 2013). Les presque 3 points de chômage supplémentaires en zone euro sont aujourd'hui ce qui nous expose au risque d'une déflation dont il sera très difficile de sortir.

Bien qu'elle suive ces débats sur la valeur du multiplicateur, la Commission européenne (et dans une certaine mesure le FMI) a développé une autre analyse pour justifier le choix de politique économique de la zone euro. Cette analyse conclut que les multiplicateurs budgétaires sont *pour la zone euro* et pour la zone euro seulement, *négatifs* en temps de crise. Suivant cette analyse, l'austérité aurait *réduit* le chômage. Pour aboutir à ce qui nous semble être un paradoxe, il faut accepter un contrefactuel particulier (ce qui se serait passé si l'on n'avait pas mené des politiques d'austérité). Par exemple, dans le cas de l'Espagne, sans efforts budgétaires précoces, les marchés financiers auraient menacé de ne plus prêter pour financer la dette publique espagnole. La hausse des taux d'intérêt exigés par les marchés financiers à l'Espagne aurait alors obligé son gouvernement à une restriction budgétaire brutale ; le secteur bancaire n'aurait pas résisté à l'effondrement de la valeur des actifs obligataires de l'Etat espagnol et le renchérissement du coût du crédit, dû à une fragmentation des marchés financiers en Europe, aurait provoqué en Espagne une crise sans commune

mesure avec celle qu'elle a connue. Dans ce schéma d'analyse, l'austérité préconisée n'est pas le fruit d'un aveuglement dogmatique mais l'aveu d'une absence de choix. Il n'y aurait pas d'autre solution, et dans tous les cas, le report de l'austérité n'était pas une option crédible.

Accepter ce contrefactuel de la Commission européenne revient à accepter l'idée selon laquelle les multiplicateurs budgétaires sont négatifs. Cela revient aussi à accepter l'idée d'une domination de la finance sur l'économie ou, du moins, que le jugement sur la soutenabilité de la dette publique doit être confié aux marchés financiers. Toujours selon ce contrefactuel, une austérité précoce et franche permettrait de regagner la confiance des marchés et, en conséquence, éviterait la dépression profonde. En comparaison d'une situation de report de l'austérité, la récession induite par la restriction budgétaire précoce et franche donnerait lieu à moins de chômage et à plus d'activité. Cette thèse du contrefactuel nous a été ainsi opposée dans un séminaire de discussion du rapport iAGS 2014 organisé par la Commission européenne (DGECFIN), le 23 janvier 2014. Des simulations présentées à cette occasion illustraient le propos et concluaient que la politique d'austérité menée avait été profitable pour la zone euro, justifiant *a posteriori* la politique suivie. L'effort accompli a permis de mettre un terme à la crise des dettes souveraines en zone euro, condition préalable pour espérer sortir un jour de la dépression amorcée en 2008.

Dans le rapport [iAGS 2014](#), rendu public en novembre 2013, nous répondions (par anticipation) à cette objection à partir d'une analyse très différente : l'austérité massive n'a pas permis de sortir de la récession, contrairement à ce qui avait été anticipé par la Commission européenne à l'issue de ses différents exercices de prévision. L'annonce des plans d'austérité en 2009, leur mise en place en 2010 ou leur renforcement en 2011 n'ont jamais convaincu les marchés

financiers et n'ont pas empêché l'Espagne ou l'Italie d'avoir à faire face à des taux souverains de plus en plus élevés. La Grèce, qui a effectué une restriction budgétaire sans précédent, a projeté son économie dans une dépression bien plus profonde que la Grande Dépression, sans rassurer qui que ce soit. Les acteurs des marchés financiers comme tous les autres observateurs avisés ont bien compris que le remède de cheval ne pouvait que tuer le malade *avant* de le guérir. La poursuite de déficits publics élevés est en grande partie due à un effondrement de l'activité. La panique des marchés financiers face à une dette incontrôlée accentue la spirale de l'effondrement en augmentant la charge d'intérêt.

La solution ne consiste pas à préconiser plus d'austérité, mais à briser le lien entre la dégradation de la situation budgétaire et la hausse des taux d'intérêt souverains. Il faut rassurer les épargnants sur le fait que le défaut de paiement n'aura pas lieu et que l'Etat est crédible quant au remboursement de sa dette. S'il faut pour cela reporter le remboursement de la dette à plus tard, et si l'Etat est crédible dans ce report, alors, le report est la meilleure solution.

Pour assurer cette crédibilité, l'intervention de la Banque centrale européenne durant l'été 2012, la mise en marche du projet d'union bancaire, l'annonce du dispositif d'intervention illimitée de la BCE sous l'appellation d'OMT ([Creel et Timbeau \(2012\)](#)), conditionnelle à un programme de stabilisation budgétaire, ont été cruciales. Ces éléments ont convaincu les marchés, presque immédiatement, malgré leur flou institutionnel (notamment sur l'union bancaire et la situation des banques espagnoles, ou sur le jugement de la Cour constitutionnelle allemande à propos du montage européen), et bien que l'OMT ne soit qu'une option n'ayant jamais été mise en œuvre (en particulier, on ne sait pas ce que serait un programme de stabilisation des finances publiques conditionnant l'intervention de la BCE). En outre, au cours de

l'année 2013, la Commission européenne a négocié avec certains Etats membres ([Cochard et Schweisguth \(2013\)](#)) des reports de l'ajustement budgétaire. Ce premier pas timide vers les solutions proposées dans les deux rapports iAGS a rencontré l'assentiment des marchés financiers sous la forme d'une détente des écarts de taux souverains en zone euro.

Contrairement à notre analyse, le contrefactuel envisagé par la Commission européenne, qui nie la possibilité d'une alternative, s'inscrit dans un cadre institutionnel [\[5\]](#) inchangé. Pourquoi prétendre que la stratégie macroéconomique doit être strictement conditionnée aux contraintes institutionnelles ? S'il faut faire des compromis institutionnels pour permettre une meilleure orientation des politiques économiques et parvenir *in fine* à une meilleure solution en termes d'emploi et de croissance, alors il faut suivre cette stratégie. Parce qu'elle n'interroge pas les règles du jeu en termes politiques, la Commission ne peut que se soumettre aux impératifs de rigueur. Cette forme d'entêtement apolitique aura été une erreur et, sans le moment « politique » de la BCE, la Commission nous conduisait dans une impasse. La mutualisation implicite des dettes publiques, concrétisée par l'engagement de la BCE à prendre toutes les mesures nécessaires pour soutenir l'euro (le « *Draghi put* »), ont modifié le lien entre dette publique et taux d'intérêt souverains pour chaque pays de la zone euro. Il est toujours possible d'affirmer que la BCE n'aurait jamais pris cet engagement si les pays n'avaient pas engagé la consolidation à marche forcée. Mais un tel argument n'empêche pas de discuter du prix à payer pour que le compromis institutionnel soit mis en place. Les multiplicateurs budgétaires sont bien positifs (et largement) et la bonne politique était bien le report de l'austérité. Il y avait une alternative et la politique poursuivie a été une erreur. C'est peut-être l'ampleur de cette erreur qui la rend difficile à reconnaître.

[1] Nous tenons à remercier Marco Buti pour son invitation à présenter le rapport iAGS 2014, ainsi que pour ses suggestions, et Emmanuelle Maincent, Alessandro Turrini et Jan in't Veld pour leurs commentaires.

[2] L'impulsion budgétaire mesure l'orientation restrictive ou expansionniste de la politique budgétaire. Elle est calculée comme la variation du solde structurel primaire.

[3] Ainsi, pour un multiplicateur de 1,5, une restriction budgétaire de 1 milliard d'euros réduit l'activité de 1,5 milliard d'euros.

[4] Voir [Heyer \(2012\)](#) pour une revue récente de la littérature.

[5] Le cadre institutionnel est ici entendu au sens-large. Il ne s'agit pas seulement des institutions en charge des décisions de politique économique mais également des règles adoptées par ces institutions. L'OMT est un exemple de changement de règle adopté par une institution. Le renforcement des règles budgétaires est un autre facteur de changement de cadre institutionnel.