



II / Dette publique et politique monétaire dans la zone euro

Michel Aglietta*

Après deux années de récession, la zone euro retrouvera une croissance médiocre en 2014. Il en sera de même pour la France, laquelle est juste parvenue à récupérer le niveau du PIB de 2008, cinq ans après le paroxysme de la crise financière. Comment aller de l'avant ?

Comment concilier consolidation budgétaire et rétablissement d'une croissance suffisamment robuste pour faire baisser durablement le chômage ? Quelles avancées institutionnelles pourraient remettre en mouvement la construction européenne ? Les réponses que l'on va apporter dans ce chapitre trouvent leur inspiration dans une étude récente, conduite par un groupe de travail pour le compte de l'Institut CDC pour la recherche en sciences sociales [Aglietta *et al.*, 2014].

Comme le disait Keynes, quiconque ignore l'histoire est condamné à répéter les erreurs du passé. Aussi est-il de bonne méthode de commencer par tirer les leçons d'un vaste ensemble d'expériences, fructueuses ou non, de politiques menées par différents pays pour remettre en ordre leurs finances publiques et diminuer leur dette. Un enseignement précieux est que les politiques budgétaires visant à rétablir la situation des finances publiques ne sont efficaces que si elles s'inscrivent dans un ensemble de politiques économiques adapté aux conditions dans

* Michel Aglietta est conseiller au CEPII et membre du Haut Conseil des finances publiques.

lesquelles les finances se sont auparavant dégradées. Les conditions qui ont abouti à la crise actuelle des finances publiques sont fondamentalement déterminées par la financiarisation des économies. Il s'ensuit qu'aucune politique de consolidation budgétaire ne peut actuellement réussir si les systèmes financiers ne sont pas remis en ordre par des politiques prudentielle et monétaire adéquates. Nous nous intéressons alors au changement de doctrine monétaire indispensable pour que la politique monétaire prenne au sérieux la stabilité de la finance dont les titres de dettes publiques constituent le pivot.

Munis de ces enseignements historiques et de ces outils théoriques, nous pouvons essayer de formuler des voies d'avenir pour la zone euro. Nous montrerons que les besoins de réformes institutionnelles sont criants car les dysfonctionnements ne sont surmontables que si l'euro devient une monnaie complète, autrement dit, que si un lien fort est établi entre monnaie et budgets.

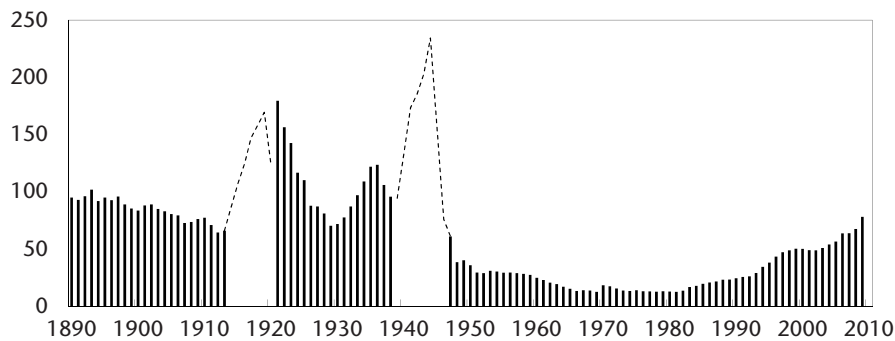
Les leçons de l'histoire

Dans quels cas les gouvernements sont-ils forcés de mettre en place des consolidations budgétaires ? Dans deux types de situations : d'une part, pour inverser des dérives budgétaires qui ont fait s'accumuler des déficits sur plusieurs années ; d'autre part, à la suite de crises financières ou de guerres qui ont fait bondir le poids des dettes publiques rapportées au PIB.

Même dans le premier cas, les dérives ne sont pas dues à de purs dérèglements autonomes des politiques budgétaires. Elles résultent plutôt de réactions insuffisantes à des contextes économiques modifiés par des chocs de grande ampleur, comme les chocs pétroliers dans les années 1970 ou comme, surtout, le changement radical des politiques monétaires au tournant des années 1980.

L'évolution de la dette publique en France sur une longue période (1890-2009) illustre bien l'ensemble des situations (graphique 1). Le ratio dette/PIB progresse fortement durant les périodes de guerre et reste élevé au cours des années suivantes : le niveau de 1890 provient du paiement des indemnités de guerre à la Prusse et ceux de 1920 et de 1946 sont le résultat des deux guerres mondiales. La dette connaît également un pic durant la crise financière des années 1930. Les consolidations budgétaires qui précèdent la

Graphique 1. Dette publique en France (1890-2009)
(en % du PIB)



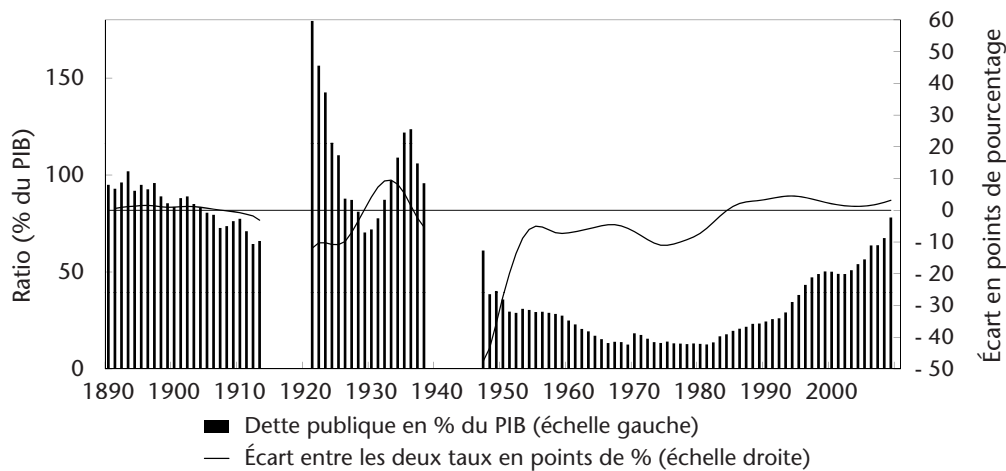
Source : Aglietta et al. [2014, p. 45].

Première Guerre mondiale et suivent la Seconde s'étendent sur deux décennies. Le tournant des années 1980, qui provoque la désinflation et engage la libéralisation financière avec une énorme augmentation des taux d'intérêt et un coup de frein sévère à la croissance, enclenche la longue dérive de la dette publique.

Ces observations illustrent un fait essentiel. L'évolution de la dette publique dépend de deux variables économiques qui ne sont pas de la responsabilité directe de la politique budgétaire. Ce sont le taux d'intérêt réel moyen payé sur les titres de dette publics et le taux de croissance de l'économie (qui est, *grosso modo* et à fiscalité inchangée, celui des recettes fiscales). De l'écart entre les évolutions tendanciennes de ces deux variables dépend le succès ou l'échec des efforts de consolidation budgétaire. On observe (graphique 2) que le ratio de dette publique diminue lorsque le taux d'intérêt réel est inférieur ou égal au taux de croissance et se détériore lorsque l'inégalité est dans l'autre sens.

Ces constats ne sont pas propres à la France. Après la Seconde Guerre mondiale, tous les pays développés ont bénéficié de systèmes financiers réglementés. Le système de Bretton Woods était conçu pour préserver le contrôle des États sur la finance de manière à la mettre au service de l'économie. Les contrôles de capitaux renforçaient le « *home bias* » de l'épargne. Les réserves obligatoires des banques étaient élevées pour des raisons prudentielles : n'étant pas rémunérées, elles constituaient une taxe implicite sur les banques. Les institutions financières, bancaires ou non, étaient incitées à détenir la dette publique nationale. Les ménages l'étaient aussi en raison de taux sur les dépôts bancaires inférieurs aux taux sur les bons du Trésor. De 1950 à 1980, dans la plupart des pays, les taux d'intérêt réels sur

Graphique 2. Écart entre le taux d'intérêt réel et le taux de croissance et évolution du ratio de dette publique, en France (1890-2009)



Source : Aglietta et al. [2014, p. 55].

les titres d'État ont été assez souvent négatifs et toujours inférieurs aux taux de croissance. En créant un transfert des créanciers aux gouvernements, ces taux d'intérêt réels négatifs étaient ainsi les vecteurs d'une liquidation progressive de la dette.

Dans les années 1980 et 1990, les pays qui contrairement à la France, ont réussi des consolidations budgétaires, ont tous bénéficié d'une dévaluation du change qui a entraîné une dépréciation du taux de change réel effectif. Grâce à l'amélioration de la compétitivité, la balance courante s'est améliorée progressivement à partir du début de la consolidation. Cela a réduit l'endettement extérieur nécessaire pour financer le déficit budgétaire. Il s'en est suivi une diminution progressive des taux d'intérêt longs, comme le montrent les expériences du Canada, de la Finlande et de la Suède. En outre, les consolidations suédoise et finlandaise de 1993-1997 ont été remarquables par la restructuration rapide des systèmes financiers et par les changements structurels accomplis sous impulsion publique pour viser la croissance par l'innovation.

Le Japon présente une expérience singulière après la crise financière du début des années 1990. À cause des attermolements politiques sous la pression des lobbies bancaires, les banques quasiment insolubles après l'effondrement des prix des actifs n'ont été restructurées qu'avec beaucoup de retard au début des années 2000. À la paralysie du système bancaire s'est ajouté le désendettement prolongé des entreprises, engageant le pays dans une déflation par la dette privée (*debt deflation*). Afin d'éviter que

l'économie ne sombre dans une spirale dépressive, l'endettement public a augmenté de façon importante, le ratio de dette publique augmentant bien au-dessus de celui des autres pays, sans rencontrer de difficultés de financement du fait des particularités du système financier japonais. La détention de la dette par les résidents recherchant la sécurité de leurs placements, l'importance des investisseurs financiers publics dans la collecte de l'épargne et l'ampleur des actifs financiers détenus par l'État font que la dette nette du Japon est restée soutenable.

Quelles conclusions tirer de ces expériences historiques ? En premier lieu, la politique budgétaire seule ne peut suffire à inverser le ratio dette publique/PIB lorsque celui-ci est sur une tendance de hausse systématique. La politique budgétaire doit interagir avec les autres composantes de la politique économique, au premier chef avec la politique monétaire. En second lieu, les consolidations budgétaires dans une situation de fragilité financière dépendent de la dynamique de la dette privée et de sa relation avec la croissance. Comme on va le voir dans la seconde partie, la dette privée produit un cycle financier dont le retournement baissier déclenche le besoin de désendettement. Ce processus influence à la fois la politique budgétaire et la politique monétaire qui ne peuvent donc pas être indépendantes.

Dettes privées et publiques, cycle financier et politique monétaire

Au début des années 1990, la désinflation s'est installée durablement, ouvrant l'ère de la « grande modération ». À la même époque, la globalisation financière a pris un essor mondial. La coexistence des deux phénomènes a été interprétée par l'idéologie libérale dominante comme la recette de la croissance équilibrée grâce à l'amortissement des cycles des affaires et à l'efficience supposée de la finance. La dérive de l'endettement n'a pas été considérée comme une tendance alarmante.

Pourtant, si l'on considère le quart de siècle précédant la grande crise financière de 2007-2008, le contenu en dette de la croissance a systématiquement augmenté. Dans l'ensemble des pays de l'OCDE, il y a eu 1,15 % d'augmentation de la dette des agents non financiers (publics et privés) pour 1 % de croissance nominale. La dérive de la dette totale signifie que le ratio dette/PIB augmente

continuellement, donc que le service de la dette (remboursement inclus) finit par être une part croissante du revenu national, même si cette hausse est freinée un temps par des politiques monétaires qui maintiennent des taux d'intérêt très bas parce que l'inflation est faible. Ce processus, par lequel la part de la rente financière croît dans le revenu national, ne peut pas se poursuivre indéfiniment.

Puisque la hausse du ratio dette/PIB n'est pas perpétuelle, l'interaction dette-croissance joue dans les deux sens : une augmentation de la dette stimule la croissance, mais un niveau élevé de dette pèse sur la croissance parce qu'il implique la nécessité du désendettement. Toute l'histoire de la finance montre que le changement de régime de l'endettement n'est pas un processus d'ajustement régulier et continu. Le changement de phase, de l'endettement croissant au désendettement, passe par un point de bifurcation que l'on appelle une crise financière. Ces crises peuvent être plus ou moins violentes, plus ou moins étendues, plus ou moins dévastatrices par les pertes qu'elles provoquent. Mais elles se produisent toujours si les marchés financiers sont actifs.

L'enchaînement des phases jusqu'au retour de l'endettement, une fois que les pertes de la crise sont apurées, constitue un cycle financier. On peut comprendre intuitivement que la durée et l'ampleur du cycle financier dépendent de la latitude laissée à la finance de prendre des risques. Dans une finance fortement réglementée, ce cycle peut être amorti au point de paraître modeste par rapport au cycle macroéconomique de l'activité et des prix, appelé cycle des affaires. On conçoit que l'énorme transformation de la finance provoquée par la déréglementation et la globalisation à partir des années 1980 ait exacerbé le cycle financier, au point qu'il soit devenu prépondérant dans l'ensemble de la dynamique économique. Nous allons repérer les indicateurs de cette transformation et montrer pourquoi et comment la dynamique de l'endettement produit des fragilités au sein des systèmes financiers, lesquelles sont les déclencheurs de la bifurcation qu'est la crise financière.

Cycle financier et dynamique du crédit privé

L'endettement fournit un levier aux acteurs économiques qui acquièrent des actifs, c'est-à-dire des droits de propriété permettant d'anticiper des rendements sous forme de revenus ou de gains en capital par revente (actions et immobilier principalement).

L'endettement lui-même est aussi largement constitué de titres de propriété négociables sur des marchés (obligataires et dérivés), ce qui fait circuler les risques attachés à l'endettement. Depuis les années 1990 et jusqu'à 2008, il y a eu une explosion de la dette de marché relativement au crédit « classique » entre emprunteurs individuels et banques.

La corrélation entre l'essor des prix des actifs et celui des dettes de marché est étroite : les intermédiaires de marché qui prêtent aux acquéreurs d'actifs prennent les actifs en collatéral de leurs crédits, crédits qui sont ensuite transformés en dettes obligataires dans des opérations financières dites de titrisation. Il s'ensuit que prêteurs et emprunteurs sont liés par la même anticipation de hausse des prix d'actifs. L'offre et la demande de dette étant toutes deux des fonctions croissantes de la même anticipation, l'interaction entre augmentation de l'endettement et hausse du prix des actifs n'a pas de point d'équilibre. Elle se développe en un cercle qui est d'abord vertueux puisqu'il entretient la demande d'investissement. Mais il va ensuite devenir vicieux, lorsque la hausse de l'endettement provoque une demande toujours plus grande des actifs dont on attend des hausses de prix, demande qui elle-même valide cette attente. Ce cercle vicieux, qui n'a pas de force de rappel tant que la croyance collective de la hausse se poursuit, est appelé *momentum*. Il met la dette en péril lorsque les prix d'actifs sont brusquement perçus comme surévalués, c'est-à-dire quand leurs détenteurs se mettent à douter que l'économie soit capable de livrer le rendement futur que leurs prix promettaient.

Ainsi, l'expansion de l'endettement entraîne la croissance de la demande intérieure, puis la surévaluation des prix des actifs dont le retournement fait apparaître le surendettement. Celui-ci provoque le retournement de la demande et déclenche la récession.

Dans le cycle financier, la récession peut être plus longue et plus profonde que dans un cycle conjoncturel « normal ». Elle est suivie d'une phase de marasme car la reprise de conditions saines de croissance requiert au préalable l'absorption des pertes financières et la consolidation des bilans à la fois des emprunteurs et des prêteurs. C'est ce qu'on appelle une déflation de bilan. Parce que son poids dans la richesse du secteur privé est prépondérant, l'immobilier, et donc l'endettement des ménages, joue le rôle dominant, d'autant que la globalisation financière a accru la

corrélation des cycles immobiliers d'un pays à l'autre [Grjebine, 2014]. L'importance du secteur immobilier est d'autant plus grande qu'il est financé par emprunts bancaires, lesquels sont ensuite largement transformés en titres obligataires. L'endettement induit par le financement de ce secteur concerne un très grand nombre d'agents économiques, de ménages et d'entreprises. Cela crée un lien étroit avec l'endettement des intermédiaires financiers qui amplifient leurs capacités de prêt grâce à des leviers sur leurs fonds propres très élevés. Avant la crise, ces leviers étaient couramment au-dessus de 30 et ont pu monter jusqu'à 50 ou 60.

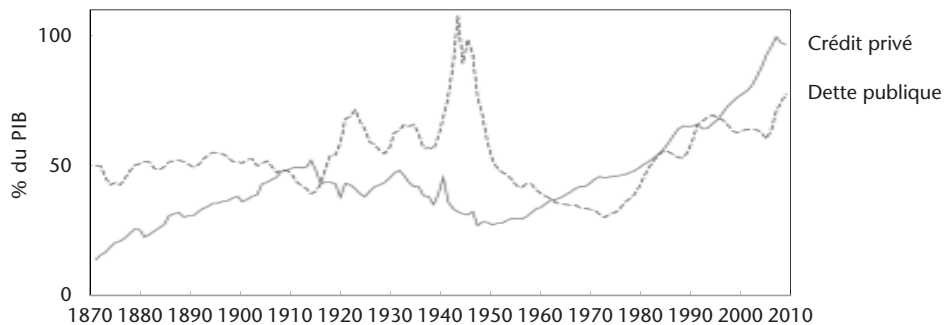
On peut donc conclure que le cycle financier résulte d'une interaction forte entre l'évolution de l'endettement privé et celle du prix des actifs. Il est mû par une logique de *momentum* qui signifie que les trajectoires temporelles des prix sont les effets d'interactions autorenforçantes entre les anticipations des participants aux marchés et leurs attitudes face au risque [Borio, 2012]. Les autorités monétaires l'ont ignoré conformément au postulat de l'autorégulation de la finance. Comme la doctrine du ciblage de l'inflation était univoque, un instrument (le taux court) pour un objectif (la cible d'inflation), il ne paraissait pas pertinent d'interagir avec le cycle financier et donc d'amortir les déséquilibres qui s'y accumulaient.

Si la politique monétaire a été inopérante avant la crise, quel a été le rôle de la politique budgétaire ?

Une étude récente des interactions des dettes publiques et privées s'appuie sur des données qui couvrent un échantillon de dix-sept pays de l'OCDE depuis 1870 (graphique 3). Si l'on fait abstraction des guerres mondiales et des immédiats après-guerres, on remarque que les dettes publiques sont en opposition de phase avec le crédit bancaire ou sont stables (période 1873-1907), sauf dans les vingt années atypiques (1975-1995), où dettes publiques et crédit bancaire augmentent vivement de concert. Cela correspond à la période de transformation du régime monétaire pour éradiquer l'inflation au tournant des années 1980. Ce changement de régime brutal a fait monter très fortement les taux d'intérêt réels et a donc provoqué une vive progression du coût des dettes publiques. À partir de 1996 et jusqu'à 2008, au contraire, l'inflation a été subjuguée et les taux d'intérêt ont reflué. La progression du crédit bancaire au secteur privé s'est accélérée continuellement tandis que le ratio dette publique/PIB a diminué.

Graphique 3. Dettes publiques et crédit bancaire au secteur privé (1870-2011)

(moyennes pour dix-sept économies avancées)



Source : Jordà, Schularick et Taylor [2013].

Il est donc clair que c'est l'endettement privé qui engendre le cycle financier. Le mûrissement de la crise financière n'a absolument rien à voir avec des problèmes de finances publiques. La dette publique a bondi après que la crise est devenue systémique.

Puisque l'endettement privé crée le cycle financier et que l'endettement public est contra-cyclique dans les phases récessives du cycle financier, quelle incidence le niveau de dette publique a-t-il sur la récession financière ? Il est évident que pour compenser le désendettement privé dans une récession financière, il faut une politique d'expansion budgétaire forte. Or celle-ci est entravée si le niveau de dette publique est déjà élevé lorsque le cycle financier est à son sommet ; la récession financière est alors plus profonde et plus longue, la reprise plus lente. Au contraire, dans une récession normale, c'est-à-dire sans crise financière, le niveau de dette publique n'a pas d'incidence sur le cycle des affaires.

On le voit, le problème n'est pas le niveau de dette publique en soi, mais la capacité du secteur public d'amortir les conséquences réelles dépressives du désendettement du secteur privé.

Du point de vue des politiques publiques, la configuration de la période 1996-2006 qui a abouti à une fragilité financière très élevée est donc due essentiellement à l'inadéquation de la politique monétaire de ciblage de l'inflation, face à une effervescence financière incontrôlée (dans certains pays, comme la France, où la dette publique a continué à monter, la politique budgétaire a eu aussi une responsabilité, mais ce n'est absolument pas le schéma dominant). C'est pourquoi les banques centrales ont dû entreprendre une révision urgente de leurs dogmes monétaires.

Pluralité des objectifs de la politique monétaire

Dans un univers incertain, les comportements individuels ne sont pas régis par des attitudes psychologiques exogènes. Le prix du risque est une convention collective variable qui est produite par l'interaction des acteurs des marchés financiers. De là vient la possibilité du *momentum*, de l'amplification du cercle vicieux endettement-hausse du prix des actifs lorsque le prix du risque baisse fortement. Le dilemme de la finance en résulte : *plus le prix du risque incorporé dans les rendements des actifs est bas, plus la finance est vulnérable au risque systémique*. Le risque est surévalué et devient systémique dans les crises parce qu'il a été sous-évalué dans les euphories collectives antérieures. La politique monétaire est prise dans le même dilemme : *une politique qui favorise une diminution forte du prix du risque parce que l'inflation est basse, provoque les vulnérabilités financières qui vont faire bondir le prix du risque ultérieurement* [Aglietta, 2013].

Pour éviter que les banques centrales ne soient contraintes à des sauvetages *a posteriori*, dont ni l'ampleur ni la durée ne peuvent être maîtrisées, la politique macroprudentielle est un nouvel outil dédié à la stabilité du système financier dans son ensemble. Pour réaliser cet objectif, la politique macroprudentielle doit maintenir le prix du risque à un niveau suffisamment élevé dans la phase d'expansion financière pour éviter qu'il ne s'élève de manière destructrice dans la phase de retournement. Il s'agit donc d'influencer l'arbitrage *prix du risque/probabilité de crise systémique* qui est inhérent à l'instabilité intrinsèque de la finance. Pour modifier les conditions de cet arbitrage, il faut agir sur les vulnérabilités sous-jacentes, structurelles et dynamiques. Les *vulnérabilités structurelles* proviennent des interconnexions et des complexités de l'intermédiation de marché. Les *vulnérabilités dynamiques* sont endogènes au cycle financier. Ce sont les leviers croissants des intermédiaires (liés au *momentum* des prix d'actifs comme il a été expliqué plus haut) et le recours au marché de dettes de plus en plus courtes pour financer des actifs longs et illiquides. Contrôler et modérer ces vulnérabilités est l'enjeu de la politique macroprudentielle. Par leurs composantes dynamiques, les vulnérabilités évoluent dans le cycle financier. Il s'ensuit que la politique macroprudentielle ne peut pas être indépendante de la politique monétaire. Les indicateurs du risque systémique et les instruments pour les maîtriser doivent être incorporés dans une politique monétaire élargie à l'objectif de préservation de la stabilité financière, c'est-à-dire à la limitation de

l'amplitude du cycle financier dans le but de modérer la fréquence et la sévérité des crises.

Comme on l'a vu plus haut, le dogme selon lequel la politique monétaire doit être indépendante de la politique budgétaire n'a pas de sens dans le cycle financier. Après le retournement des prix d'actifs, les périodes de désendettement du secteur privé s'accompagnent initialement d'une hausse de l'endettement du secteur public. La question fondamentale de la politique budgétaire est celle du rythme de désendettement public ultérieur, subordonné au rythme de désendettement privé. L'articulation des politiques monétaire et budgétaire est alors le pivot d'une stratégie de désendettement. En modulant le rythme de la consolidation budgétaire sur le rythme de désendettement privé, la politique budgétaire soutient le revenu nominal et permet, en évitant des ventes d'actifs précipitées et désordonnées, que le désendettement privé se fasse de façon progressive, ce qui garantit conjointement la soutenabilité de la dette publique. Il doit donc y avoir collaboration entre les piliers monétaire et budgétaire de la politique macroéconomique. En réduisant l'amplitude du cycle financier, la politique macroprudentielle, si elle est efficace, aide aussi parce qu'elle diminue l'ampleur des déficits publics nécessaires dans la phase de retournement.

La crise financière a fait faire un grand tour à la politique monétaire. Sous l'influence de la « nouvelle économie classique », qui avait radicalisé la vieille théorie monétariste par l'hypothèse d'anticipations rationnelles, la politique monétaire était restreinte à un instrument, le taux d'intérêt court, pour un objectif, la cible d'inflation. La crise financière a remis en question fondamentalement ces présupposés théoriques. Il s'ensuit que la politique monétaire doit se trouver au confluent de trois objectifs : la stabilité du niveau général des prix (donc de la valeur de la monnaie), la stabilité financière, la soutenabilité de la dette publique. La théorie de la politique économique enseigne qu'il est possible de surmonter les conflits d'objectifs si l'autorité en charge de la régulation macroéconomique dispose d'au moins autant d'instruments que d'objectifs. De plus, ces instruments doivent être affectés aux objectifs pour lesquels ils sont relativement les plus efficaces (tableau 1).

Cette redéfinition de la politique monétaire va au-delà des mesures d'exception provoquées par la crise financière. Les trois objectifs interdépendants ne peuvent être poursuivis sans dialogue entre les autorités responsables de la politique économique.

Tableau 1. Politique monétaire : affectation des instruments aux objectifs

Objectifs	Déséquilibres à contrôler	Instruments
Stabilité des prix	Dérapage inflationniste/courbe de Phillips	Taux d'intérêt court
Stabilité financière	<i>Momentum</i> : durée et amplitude du cycle financier	Instruments macro-prudentiels
Soutenabilité de la dette publique	Trajectoire non soutenable du ratio dette/PIB	Bilan de la banque centrale influençant le taux long

Consolidation des dettes publiques et croissance en France et dans la zone euro

Nous avons vu que les consolidations des dettes publiques sont des processus de longue haleine. L'échelle de temps se compte en décennies, pas en années. Nous avons aussi montré que les consolidations budgétaires dépendent fortement des conditions macroéconomiques. Dans la zone euro, la focalisation exclusive sur la dette publique depuis la crise, alors que le désendettement privé n'était pas réalisé, ne pouvait conduire qu'à des politiques erronées. De plus, les conditions macroéconomiques y sont très largement déterminées au niveau de la zone, alors que les politiques budgétaires sont nationales. La coupure du lien organique entre la monnaie et les finances publiques est l'incomplétude de l'euro. Ses conséquences pour la gestion de la crise financière ont été dramatiques.

Jusqu'à la fin 2010, les profils d'évolution des grandes variables macroéconomiques (PIB, consommation, investissement) ont été très similaires aux États-Unis et en zone euro. Les deux zones ont subi la crise financière puis y ont réagi par une relance budgétaire. Mais lorsque la crise grecque a contaminé toute l'Europe, tout a divergé. Les États-Unis ont poursuivi leur récupération tandis que la zone euro a replongé dans une profonde récession. Pourtant, le salaire réel par tête a progressé plus vite en zone euro et les heures travaillées par travailleur ont moins régressé, tandis que le crédit résistait mieux. Grâce au retour d'une demande dynamique qui a relancé l'investissement, l'économie américaine a pu incorporer l'innovation qui a fait baisser le prix relatif du capital. C'est donc la décision simultanée des gouvernements européens de faire le

choix de l'austérité budgétaire au pire moment — alors qu'il fallait soutenir la demande pour que le secteur privé se désendette et qu'il fallait résoudre au plus vite les fragilités bancaires — qui a été la cause du profond marasme dont le coût social est gigantesque. Les leçons de l'histoire ont été oubliées. Les pays de la zone euro ont rejoué le destin tragique du bloc or de 1933 à 1936.

Il faut donc reprendre le problème de long terme auquel la zone euro et chacun de ses pays membres sont confrontés. Quels scénarios de croissance sont porteurs de consolidations ordonnées des dettes publiques ? Quels changements institutionnels sont nécessaires pour mettre en œuvre des politiques adéquates ? Quelle transformation de la finance permettrait de soutenir des investissements de long terme ?

La consolidation des dettes publiques dépend des scénarios de croissance

Les perspectives de croissance à dix ans sont empreintes d'un doute insolite. Il n'y a aucune certitude que le rythme de croissance tendanciel d'avant crise puisse être retrouvé. Il y a même des signes inquiétants du contraire : un taux d'inflation très bas et persistant, et pourtant des progrès de productivité fléchissants ; des taux d'intérêt bas à long terme qui, pourtant, ne stimulent pas l'investissement productif. Nous avons donc établi deux scénarios pour la France : un scénario de croissance moyenne sur les dix ans à venir de 1,5 % par an avec une progression de la productivité globale des facteurs (PGF) de 0,4 % et un reflux du taux de chômage à 8 % en fin de période ; un scénario de « stagnation séculaire », c'est-à-dire de croissance ne dépassant pas 1 %, avec une progression de la PGF à 0,1 % et un chômage ne descendant pas en dessous de 10 %. Quelles politiques monétaires sont compatibles avec ces scénarios si l'objectif est de poursuivre une diminution régulière du ratio de dette publique jusqu'à 75 % du PIB en 2025 ?

Dans une trajectoire de stagnation séculaire, pour atteindre l'objectif budgétaire, il faut une politique monétaire très active, de sorte que le taux d'intérêt nominal à long terme ne dépasse pas 1,8 % ; ceci signifie, si l'inflation remonte au-dessus de 1 % pour écarter le risque de déflation, un taux réel en permanence très bas. Si, au contraire, la croissance tendancielle parvient à s'établir à 1,5 %, les marges de manœuvre sont plus grandes. Un taux d'intérêt long à 2,8 % donne une rentabilité raisonnable à l'investissement et la croissance des revenus autorise un excédent budgétaire primaire plus élevé qui fait baisser la dette. Mais la France, pas plus qu'aucun

des pays de la zone euro qui ont subi une forte progression de leurs dettes publiques, ne peut choisir son scénario. Tout dépend de la coordination interne à la zone euro pour favoriser les ajustements de compétitivité, de la qualité du dialogue entre la BCE et les pays membres et des initiatives communes pour relancer l'investissement. Bref, tout dépend de la gouvernance de la zone euro.

Les progrès institutionnels pour une vraie union budgétaire

Une avancée majeure au plan budgétaire a été réalisée en 2012 avec le traité intergouvernemental de stabilité budgétaire connu sous son sigle anglais TSCG (*Treaty on Stability, Coordination and Governance*). Ce traité contient un pacte budgétaire qui détermine les règles selon lesquelles la politique budgétaire est coordonnée. La coordination incorpore des procédures d'évaluation par les instances indépendantes que sont les Hauts Conseils des finances publiques établis dans chaque État de la zone euro.

Ces dispositions ouvrent la voie à une politique budgétaire de la zone euro par coopération de ses membres. L'initiative budgétaire demeure nationale, mais le va-et-vient de la procédure de compatibilité des annonces budgétaires entre niveaux national et européen au cours des semestres européens parvient à réduire les divergences. Malheureusement, les règles adoptées sous *leadership* allemand constituent un carcan non contingent qui stérilise la portée de la coordination, laquelle est entièrement asymétrique et tournée vers l'austérité (encadré 1).

Pour passer de règles arbitraires prédéfinies à l'action collective et faire du budget un atout d'un régime de croissance de la zone euro, il convient de faire évoluer à la fois le contenu de la coopération budgétaire et la procédure. S'agissant de la procédure, le rôle des Hauts Conseils de finances publiques devrait être développé. S'agissant du contenu, il faut se rappeler les fonctions du budget dans le régime de croissance : stabilisation des fluctuations cycliques, redistribution du revenu, allocation des ressources dans la production des biens publics. Admettons que la redistribution soit une avenue bouchée par les objections allemandes. Cela ne justifie aucunement que l'on rejette les deux autres fonctions. La fonction de stabilisation passe par un mécanisme d'assurance contre les chocs asymétriques. La fonction d'allocation implique de restructurer le budget européen sur des ressources propres en instituant la capacité du Parlement européen de lever l'impôt et en autorisant l'endettement de l'Union par émission d'obligations.

Encadré 1. Les règles du traité d'union budgétaire de 2012

Le pilier du TSCG est le *fiscal compact*, qui requiert de chaque pays membre la promulgation de lois imposant d'avoir des budgets en équilibre ou en excédent. Ces lois doivent mettre en place un mécanisme de correction pour empêcher les dérives. Le traité définit un budget équilibré comme ayant un déficit inférieur à 3 % et un déficit structurel inférieur à 0,5 % pour les pays dont le niveau de dette/PIB est supérieur à 60 % inférieur à 1 % pour les autres. Les pays membres dont le ratio de dette est supérieur à 60 % doivent viser en moyenne à réduire leur dette de 1/20^e par an.

Le progrès vers cet équilibre est un objectif à moyen terme. Il s'inscrit dans les programmes nationaux de stabilité qui définissent les trajectoires de soutenabilité selon le traité. C'est le solde structurel qui est la référence pour juger de ce progrès. Tout dépassement annuel doit donner lieu à une correction dont la temporalité, les moyens et l'ampleur sont déterminés par la Commission européenne. Un échec à satisfaire les obligations d'ajustement peut donner lieu à une amende jusqu'à 0,1 % du PIB. Le respect des règles du traité est placé sous la juridiction de la Cour de Justice de l'Union européenne.

Le principal problème se trouve dans la définition de la règle d'or adoptée par le nouveau pacte budgétaire. Le solde structurel incorpore toutes les dépenses, y compris les investissements publics. L'équilibre budgétaire à respecter (un déficit maximal de 0,5 % du PIB, ce qui veut dire pratiquement l'équilibre) signifie que les investissements de l'État doivent être autofinancés par les recettes courantes. On ne saurait espérer une économie dynamique et innovante avec une telle contrainte financière.

Les Hauts Conseils des finances publiques. — Ce sont des instances d'évaluation qui émettent des avis et des recommandations. Ils combinent expertise et indépendance, aucun n'est décisionnaire. Ils visent à montrer les conséquences des décisions budgétaires sur la soutenabilité de la dette publique. Leurs avis publics apportent une information et une analyse indépendantes à un large ensemble d'acteurs. Ces Conseils indépendants pourraient donner aux gouvernements un avis autorisé sur l'opportunité, dans des conditions données, de dévier d'une règle simpliste. Cela participerait d'une bonne définition du rôle des règles, analogue à l'attitude des banques centrales qui ont adopté un modèle de politique discrétionnaire contrainte.

Une mise en relation des Hauts Conseils au sein d'un comité budgétaire européen serait un pas supplémentaire dans la coordination budgétaire pour améliorer la qualité de la politique budgétaire de la zone euro. Les parlements nationaux pourraient participer directement à la coordination budgétaire si l'avis rendu

par ce comité était examiné et discuté dans une conférence de représentants des Commissions des finances des parlements nationaux. Ainsi, un soupçon de démocratie serait introduit dans une procédure de va-et-vient qui en est totalement dépourvue.

La nécessité d'un mécanisme de stabilisation cyclique dans la zone euro. — La réforme clé est ici l'union bancaire. Mais l'union bancaire, même complète, ne résout pas la fragmentation budgétaire résultant de l'hétérogénéité des pays de la zone euro qui provoque des chocs asymétriques au sein du cycle économique. De son côté, la BCE ne peut pas compter sur des mécanismes communs efficaces de transmission de la politique monétaire en l'absence d'une union bancaire complète, mais aussi en l'absence d'un amortisseur des chocs asymétriques. L'absence de stabilisation macroéconomique au sein des pays rend illusoire le retour d'une croissance de long terme suffisante pour améliorer durablement l'emploi. Le mécanisme de stabilisation européen vise donc un effet sur l'emploi à long terme en sus de modérer les fluctuations cycliques dans la zone euro.

Une proposition possible est d'instaurer une *assurance-chômage européenne* [Artus *et al.*, 2013]. Elle présuppose un contrat de travail européen à durée indéterminée négocié entre les gouvernements, auquel elle serait associée. Ce contrat de travail, inséré dans les législations nationales, ouvrirait des droits à une assurance-chômage européenne, en sus des indemnités de l'assurance-chômage nationale. Une caisse européenne serait nécessaire pour réguler les transferts. Elle devrait chercher à équilibrer ses comptes sur le cycle économique de la zone euro en faisant varier les taux de cotisation, de sorte qu'il s'agisse d'un mécanisme pur de stabilisation sans redistribution durable de revenu entre les pays.

Ce mécanisme européen d'assurance-chômage est néanmoins exigeant en termes d'intégration européenne en ce qu'il requiert un contrat de travail européen. Au-delà du mécanisme de transfert proprement dit, la réforme vise un début d'harmonisation du marché du travail au rythme des choix des travailleurs des différents pays. En outre, il opère sur le niveau du chômage. Dans la mesure où les cycles sont corrélés, la règle budgétaire sous-jacente n'empêche pas que le chômage agrégé dans la zone euro puisse être au-dessus du taux de chômage « naturel » censé représenter le plein-emploi. Il s'ensuit que le fonds d'assurance européen doit pouvoir être en déficit en période de sous-emploi

agrégé. Il faut donc qu'il puisse être couvert par un budget européen redéfini ou qu'il puisse émettre des *eurobonds*.

Si l'on pense qu'il est prématuré de s'engager dans cette voie, un mécanisme plus simple, exclusivement tourné vers la stabilisation cyclique, est envisageable [Enderlein *et al.*, 2013]. Les transferts entre pays seraient calculés sur les *output gaps* relatifs. Si les *output gaps* sont correctement mesurés, tous les pays ont une position nette nulle sur le cycle entier ; il s'ensuit que les transferts sont effectivement temporaires. En outre, puisque les transferts sont calculés sur des positions relatives par rapport à la zone euro, le fonds d'assurance est, par construction, en équilibre chaque année. Il n'a pas besoin de taxes européennes ou d'emprunts pour se financer.

Doter l'Europe d'un budget digne de ce nom. — Le budget de l'Europe est d'une taille insuffisante ; ses moyens devraient être renforcés pour promouvoir la compétitivité et l'innovation. En outre, l'Europe n'étant pas souveraine, elle ne lève aucun impôt. Le Parlement européen n'a pas les pouvoirs budgétaires classiques qui sont ceux des parlements nationaux. Le budget est donc alimenté exclusivement par les contributions des États membres.

Tant que le financement du budget européen n'est pas revu, de sorte qu'il ne dépende pas exclusivement des contributions nationales, la Commission propose de développer l'emprunt : financer les infrastructures de transport par des *project bonds* et développer les partenariats public-privé pour financer l'innovation. Même si l'on accepte l'idée que l'on a besoin d'autres mécanismes de financement des investissements, le budget européen doit être réorienté pour servir les objectifs que l'on prétend vouloir atteindre. Le minimum que l'on puisse attendre de l'ambition de progresser dans l'union économique est que le budget européen ait la taille et la structure adéquates pour financer les biens publics européens indispensables à un projet de croissance commun.

Ainsi, la rénovation de la croissance en Europe conduit à repenser le financement des investissements d'avenir avec une assise européenne. Il s'agit de construire une intermédiation financière européenne où le financement public et les garanties publiques de toute l'Europe entraînent les acteurs financiers privés. L'Europe doit donc être capable à la fois d'avoir des ressources budgétaires propres et de s'endetter sur les marchés financiers internationaux.

Établir un Fonds européen pour financer la croissance à long terme. — Le traitement des dettes publiques qui a enfoncé la zone euro dans la crise à partir de 2011 procède d'une idéologie dominante en Europe : le déficit public est un mal en soi qu'il faut conjurer de toutes forces. Tel est l'esprit du traité de stabilité budgétaire de 2012.

Cette idéologie s'inscrit dans une conception étroite de la croissance où les dépenses publiques n'ont aucune place. Les dépenses budgétaires nettes n'y ont de sens que pour réguler le cycle conjoncturel selon le postulat de la séparation du court terme et du long terme. Au contraire, dans une conception endogène de la croissance, les dépenses publiques d'investissement (éducation et R&D) contribuent à améliorer la qualité des facteurs travail et capital productif, à réduire l'intensité énergétique et à contenir la dégradation des écosystèmes (infrastructures, réseaux, adaptation au changement climatique). Investir dans la production des biens publics élève la productivité globale des facteurs pour toute l'économie.

Dans cette perspective, la rénovation de la croissance en Europe conduit à repenser le financement des investissements d'avenir avec une assise européenne. La Commission européenne a publié récemment un Livre vert sur le financement à long terme de l'économie européenne. Il montre que l'investissement à long terme pose des problèmes spécifiques auxquels les modes actuels d'intermédiation financière sont incapables d'assumer. Les mécanismes existants sont minés par la fragmentation des marchés de capitaux, l'obsession des rendements à court terme et la tyrannie de la liquidité, les contraintes prudentielles et le retrait des banques.

De manière plus fondamentale, de nombreux investissements de long terme sont au moins partiellement des biens publics. Leur rendement social est donc supérieur à leur rendement privé ; ce qui encourage les comportements de passager clandestin et donc l'échec des marchés privés concurrentiels. Ces externalités engendrent des risques technologiques, sociaux et environnementaux que les acteurs financiers privés n'intériorisent pas individuellement. Parce que les externalités ainsi générées ne sont pas reflétées spontanément dans les valeurs actualisées des investissements, seules les politiques publiques peuvent donner les bonnes incitations au secteur privé pour réorienter les projets d'investissement, notamment en instituant une valeur sociale du carbone.

La croissance soutenable conduit à investir dans les catégories de capital les plus efficaces pour réduire la détérioration des services de l'environnement. Le principe est que l'offre de financement à long terme doit provenir, beaucoup plus que par le passé, des entités financières dont le passif est tel que la détention d'actifs longs constitue son allocation optimale. Ces entités sont les banques publiques de développement, les fonds de pension et les fonds souverains. Pour surmonter leurs réticences à s'engager dans le financement de long terme, il faut rénover l'intermédiation financière.

Pour renforcer le financement d'une politique de croissance européenne, le schéma d'intermédiation aurait pour pivot un Fonds européen. Ce fonds serait capitalisé sur la base du budget européen. Il émettrait des obligations en faisant levier sur l'épargne institutionnelle du monde entier, pour alimenter en prêts et en fonds propres des entités financières spécialisées dans le financement d'investissements innovants. Créer ensemble un tel Fonds serait un signe politique très fort des pays membres pour surmonter définitivement la crise et mettre l'Europe en état d'affronter les défis du XXI^e siècle.

Repères bibliographiques

- AGLIETTA M. [2013], « Politique monétaire : nouveaux territoires, nouveaux horizons », *L'Économie mondiale 2014*, « Repères », La Découverte, Paris.
- AGLIETTA M., BAYIK N., BRAND T., CARTON B., DOURILLE-FEER E., DUFRÉNOT G. et TRIKI K. [2014], « Dettes publiques en zone euro : enseignements de l'histoire et stratégie pour l'avenir », rapport de l'Institut CDC pour la recherche, mai.
- ARTUS P., BÉNASSY-QUÉRÉ A., BOONE L., CAILLOUX J., DELPLA J., FARHI E., GOURINCHAS P.-O., TIROLE J. et WOLFF G. [2013], « Compléter l'euro », *Les Notes du Conseil d'analyse économique*, n° 3, avril.
- BORIO C. [2012], « The financial cycle and macroeconomics. What have we learnt ? », *BIS Working Papers*, n° 395, décembre.
- ENDERLEIN H., GUTTENBERG L. et SPIESS J. [2013], « Blueprint for a cyclical shock insurance in the Euro area », *Notre Europe, Studies & Reports*, n° 100, septembre.
- GRJEBINE T. [2014], « D'une crise à l'autre : 30 ans de globalisation des cycles immobiliers », *La Lettre du CEPII*, n° 342, mars.
- JORDÀ O., SCHULARICK M. et TAYLOR A. [2013], « Sovereign versus banks. Credit, crises and consequences », *NBER Working Paper*, n° 19506, octobre.
- REINHART C. M. et SBRANCIA M. B. [2011], « The liquidation of government debt », *NBER Working Paper*, n° 16893, mars.