

Conseil européen : wait and sink ?

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

[2] Annexe :

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

$$def = s + dc$$

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

$$dc = - 0,5 y$$

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

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

$$s_1 < 0,5,$$

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

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

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

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

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

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

Cas 1

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

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

Cas 2

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

$$s_1 < 0,5$$

et

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

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

Un coup de pouce au SMIC ou au RSA ?

par [Guillaume Allègre](#)

Le gouvernement s'est engagé à un coup de pouce exceptionnel et « raisonné » pour le SMIC puis à une indexation fonction de la croissance et non plus seulement du pouvoir d'achat des ouvriers. Dans [Les Echos](#), Martin Hirsch plaide lui pour un coup de pouce au RSA plutôt qu'au SMIC. Il convient de ne pas opposer travailleurs pauvres, auxquels le RSA s'adresse, et bas salaires : les politiques de redistribution doivent s'attaquer aux inégalités tout au long de l'échelle des revenus et pas seulement à la pauvreté.

En termes de réduction des inégalités, il existe plusieurs stratégies ; une première stratégie vise à réduire les inégalités individuelles de salaires ; une autre vise à réduire les inégalités de niveau de vie entre ménages, niveau auquel les individus sont supposés solidaires. Ces deux stratégies ont, chacune, leur légitimité. Le RSA activité et le SMIC ne sont ainsi pas substituables (voir aussi [« le SMIC ou le RSA ? »](#)). Contrairement au RSA, la lutte contre la pauvreté n'est pas l'objectif du SMIC. Le SMIC a pour objectif « d'assurer aux salariés dont les rémunérations sont les plus faibles une participation au développement économique de la nation ». Un SMIC élevé a pour effet de réduire les inégalités dans toute la partie basse de l'échelle des salaires, les hausses du salaire minimum [se diffusant jusqu'à deux SMIC](#). Depuis le développement du chômage, des emplois précaires et à temps partiels, les salariés au SMIC à temps plein ne sont certes pas les plus pauvres, mais ils sont loin d'être aisés. Le SMIC réduit l'écart de revenus entre la

classe populaire et la classe moyenne, ce qui est un objectif en soi (même si ceci peut-être mal perçu par une partie de la classe moyenne : par construction, la réduction des inégalités ne contente pas tout le monde). Surtout, il n'est pas équivalent de recevoir un salaire élevé ou de recevoir un salaire faible complété par une prestation sociale ciblée. Les prestations n'ouvrent pas de droits à la retraite ou au chômage. En termes de dignité, le niveau du SMIC représente la valeur qu'une société donne au travail. Les prestations sociales ciblées sur les plus pauvres mettent les individus concernés dans une position d'assistés, ce qui a des conséquences en termes de représentations (individuelles et collectives). Le travail étant effectué par des individus, il n'est pas illégitime de vouloir réduire les inégalités entre salariés et pas seulement entre ménages de salariés.

La proposition de coup de pouce au RSA est ambiguë car le terme RSA désigne à la fois un minimum social qui bénéficie à des chômeurs et inactifs (RSA 'socle', anciennement RMI et API) et un complément de revenus pour travailleurs pauvres (RSA 'activité'). Si la proposition de coup de pouce ne concerne que le RSA activité, elle est incohérente avec l'objectif de cibler les foyers les plus défavorisés. Si, au contraire, elle concerne l'ensemble du RSA, ce qui serait légitime, il convient alors d'être plus explicite et d'assumer qu'elle bénéficiera principalement à des chômeurs et inactifs[1]. En mars 2012, il y avait en effet 1,59 million de bénéficiaires du RSA socle seul, et 689 000 du RSA activité (France entière) : seul un tiers des allocataires du RSA bénéficie de la partie activité.

La mise en place du RSA activité s'est soldée, jusqu'à présent, par deux échecs (« [Les échecs du RSA](#) ») : selon [le rapport final du Comité national d'évaluation](#), les effets sur l'emploi ne sont pas discernables et la réduction de la pauvreté est fortement limitée à cause d'un important non-recours à la partie complément de revenus. Passons rapidement

sur le premier point puisque les effets incitatifs du RSA ne sont plus mis en avant. Le problème principal d'un coup de pouce au RSA activité est bien le non-recours : dans le rapport, il est estimé, pour la partie RSA activité seul à 68% en décembre 2010 [\[2\]](#). Et ce n'est pas qu'une question de montée en charge : entre décembre 2010 et mars 2012, le nombre de bénéficiaires du RSA activité seul a très peu augmenté, passant de 446 000 à 447 000 en France métropolitaine. Lier l'éligibilité au RSA activité à la fois aux revenus d'activité et aux charges familiales et mêler dans un même instrument des bénéficiaires d'un minimum social et des travailleurs pauvres, parfois très bien intégrés au marché du travail, pose problème à la fois en termes de mauvaise évaluation de l'éligibilité à la prestation et de stigmatisation. Deux causes de non-recours au RSA activité sont ainsi soulignées: la connaissance insuffisante du dispositif d'une part et le non-recours volontaire d'autre part : 42% des non-recourants qui n'excluent pas d'être éligibles, déclarent qu'ils n'ont pas déposé de demande parce qu'ils « se débrouillent autrement financièrement », 30% n'ont pas déposé de demande parce que ils n'ont « pas envie de dépendre de l'aide sociale, de devoir quelque chose à l'Etat » ([p.61](#)). Une meilleure information ne serait donc pas suffisante pour régler le problème du non-recours. Au contraire, l'augmentation du SMIC a le grand avantage de bénéficier automatiquement aux personnes concernées sans crainte de stigmatisation puisqu'il s'agit de revenus du travail.

Contrairement au RSA, l'augmentation du SMIC brut augmente le coût du travail. Toutefois, il existe plusieurs stratégies permettant d'augmenter le SMIC net sans effet sur le coût du travail : l'augmentation peut être compensée par une baisse des cotisations sociales employeurs. On peut aussi alléger les cotisations sociales salariales sur les bas salaires. Mais, cette proposition risque d'être censurée par le Conseil constitutionnel, qui en 2000 avait retoqué l'exonération de CSG sur les bas salaires au motif que la progressivité de la

CSG ne se serait alors pas appuyée sur la faculté contributive des ménages[3]. Enfin, une réforme de plus grande ampleur visant à fusionner la CSG et l'impôt sur le revenu permettrait de réduire l'imposition sur les bas salaires et d'augmenter ainsi le Smic net. L'intégration de la Prime pour l'emploi permettrait aussi de faire apparaître directement les sommes concernées sur la feuille de paie.

La lutte contre les inégalités ne doit évidemment pas s'arrêter aux inégalités de salaires entre salariés à temps-plein. Il convient de s'attaquer au temps partiel subi, en donnant des droits de passage au temps-plein aux salarié-e-s et/ou en rendant le temps partiel plus coûteux par une réduction du taux d'allégement général de cotisations patronales.

Fondamentalement, il n'y a pas de raison de vouloir faire fluctuer le niveau du RSA socle par rapport au SMIC. Or, du fait de l'indexation du RSA socle sur les prix, son niveau a beaucoup baissé relativement au SMIC depuis le début des années 1990 (voir [Périver](#), 2007). Il serait donc légitime de revaloriser significativement le RSA socle (quitte à réduire le taux de cumul du RSA activité) et de l'indexer sur le niveau du SMIC. Ceci résoudrait définitivement la question du coup de pouce au SMIC ou au RSA.

[1] On voit ici que la 'simplification', qui a consisté à fusionner deux instruments en un seul, ne facilite pas le débat public

[2] Ce non-recours est partiellement expliqué par le fait que pour une partie des personnes éligibles (environ un tiers), les gains potentiels sont très faibles voire nuls du fait de la déduction des sommes versées au titre du RSA activité de la Prime pour l'emploi due. Mais le non-recours reste élevé même en prenant comme référence les gagnants potentiels (et non

toutes les personnes éligibles).

[\[3\] Décision n° 2000-437 DC du 19 décembre 2000](#) :
« Considérant que, s'il est loisible au législateur de modifier l'assiette de la contribution sociale généralisée afin d'alléger la charge pesant sur les contribuables les plus modestes, c'est à la condition de ne pas provoquer de rupture caractérisée de l'égalité entre ces contribuables ; que la disposition contestée ne tient compte ni des revenus du contribuable autres que ceux tirés d'une activité, ni des revenus des autres membres du foyer, ni des personnes à charge au sein de celui-ci ; que le choix ainsi effectué par le législateur de ne pas prendre en considération l'ensemble des facultés contributives crée, entre les contribuables concernés, une disparité manifeste contraire à l'article 13 de la Déclaration de 1789 »

Les réseaux sociaux d'aujourd'hui. Un monde décidément bien petit

par Michel Forsé

Chacun a certainement personnellement expérimenté au moins une fois ce que suggère l'idée du « petit monde ». On rencontre un parfait inconnu et l'on s'aperçoit que l'on a avec lui une connaissance commune. Dès les années 1960, Stanley Milgram a apporté des éléments de validation empirique à cette intuition en essayant de déterminer combien il fallait en moyenne d'intermédiaires pour relier deux individus ne se connaissant pas dans une société aussi vaste que celle des Etats-Unis. Grâce à une expérimentation astucieuse, le résultat qu'il

obtint fut frappant : 5,2 (ou 6 « degrés de séparation », comme on le dit souvent, passant par ces 5 intermédiaires). D'autres études menées depuis ont conduit à des chiffres à peu près du même ordre. Sans entrer ici dans des détails techniques, elles rencontraient cependant plusieurs écueils. Beaucoup d'abandons en cours d'expérience de la part des sujets enquêtés étaient observés et elles ne mettaient en jeu qu'un faible nombre de participants.

L'avènement récent des réseaux sociaux sur l'Internet a fourni l'occasion de reprendre le problème pour tenter cette fois une vérification à une échelle beaucoup plus large, puisqu'il s'agit de la planète entière. Les réseaux formés par une messagerie instantanée, *Twitter* ou *Facebook* ont été étudié sous cet angle. La question posée était chaque fois la même : combien faut-il d'intermédiaires pour relier deux individus pris au hasard dans un des ces réseaux. Et chaque fois, même si les chiffres peuvent varier légèrement, la réponse a confirmé, voire amplifié, ce que l'on pouvait attendre à la lumière des travaux de Milgram.

Le cas de *Facebook* est à cet égard particulièrement édifiant puisque c'est le plus grand réseau jamais analysé à ce jour. L'investigation menée en 2011 a porté sur 721 millions d'individus et sur les 69 milliards de liens qu'ils ont de fait entre eux. Sur cette base, il est apparu qu'il fallait en moyenne 4,7 intermédiaires pour relier deux abonnés à *Facebook* dans le monde. Ce chiffre descend même à 4,3 si l'on se restreint aux Etats-Unis. Nul doute donc que la thèse du petit monde se trouve par là largement validée.

Mais il reste à l'expliquer. De ce point de vue, si plusieurs modèles ont cours, deux apparaissent prépondérants : celui d'un monde de *clusters* reliés par des liens faibles et celui faisant intervenir des *hubs* à plusieurs niveaux (international, national, régional, local) selon une relative invariance d'échelle. Jusqu'ici, il s'est agi de modèles plutôt concurrents mais on peut entrevoir de les conjuguer

comme l'article publié sur ce sujet dans la [Revue de l'OFCE](#) le suggère.

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

par [Céline Antonin](#)

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

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

unilatéralement sa dette publique en nouvelles drachmes. Etant donné la faible soutenabilité de l'endettement public du pays et le fait que la dette soit libellée quasi-exclusivement en euros, le pays ferait certainement défaut (au moins partiellement) sur sa dette publique, voire sur sa dette extérieure[3]. Les principaux détenteurs de dette grecque étant les pays de la zone euro, quel serait l'ampleur du choc en cas de défaut grec ?

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

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

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

grec[4].

L'exposition cumulée de la zone euro à la dette grecque, hors Eurosysteme, atteindrait au maximum 199 milliards d'euros (2,3 % du PIB de la zone euro, tableau), dont 52 milliards d'euros pour l'Allemagne (2 % du PIB) et 65 milliards d'euros pour la France (3,3 % du PIB). Si l'on inclut l'exposition à l'Eurosysteme, l'exposition cumulée de la zone euro à la dette grecque atteindrait 342 milliards d'euros (4 % du PIB de la zone euro), dont 92 milliards d'euros pour l'Allemagne (3,6 % du PIB) et 95 milliards d'euros (4,8 %) pour la France. La France apparaît comme le pays le plus exposé de la zone euro, à cause de l'exposition de ses banques à la dette privée grecque, *via* des filiales en Grèce. Si l'on ne considère que la dette publique grecque, en revanche, c'est l'Allemagne qui apparaît comme le pays le plus exposé à un défaut grec.

Synthèse des expositions par pays à la dette grecque

En milliards d'euros

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

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

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

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

L'élément « rassurant » de cette analyse est l'ordre de grandeur des pertes éventuelles (tableau) : le choc d'une sortie de la Grèce serait absorbable, même si cela induirait un choc sur chacun des pays membres et creuserait leur

déficit, sapant leurs efforts pour revenir à l'équilibre budgétaire. En revanche, cette analyse rappelle également combien les économies des pays de la zone euro sont imbriquées, ne serait-ce que *via* l'Union monétaire, sans parler des mécanismes de solidarité budgétaire. Ainsi, une sortie de la Grèce de la zone euro risquerait d'ouvrir la boîte de Pandore, et si d'autres pays sont tentés d'imiter l'exemple grec, c'est l'ensemble de la zone euro qui risque de sombrer.

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

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

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

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

L'Allemagne sera-t-elle rattrapée par la récession de

ses partenaires européens ?

[Christophe Blot](#) et Sabine Le Bayon

L'Allemagne peut-elle être épargnée de la récession qui frappe un nombre croissant de pays de la zone euro ? Si la situation économique allemande est sans aucun doute bien plus favorable que celle de la plupart de ses partenaires, il n'en demeure pas moins que le poids des exportations dans le PIB allemand (50% contre 27% en France) fait peser une forte incertitude sur sa trajectoire de croissance.

Ainsi, au dernier trimestre 2011, le recul de l'activité (-0,2 %), lié à la consommation et aux exportations, a fait vaciller les espoirs d'une Allemagne qui serait épargnée de la crise et qui pourrait en retour tirer la croissance de la zone euro grâce à la vigueur de sa demande interne et aux augmentations de salaires. Les exportations de biens en valeur ont reculé de 1,2 % fin 2011 par rapport au trimestre précédent, avec une contribution de -1,5 point pour la zone euro et de -0,4 point pour le reste de l'Union européenne. Certes, le début de l'année 2012 a été marqué par le regain de vigueur de la croissance, avec une progression du PIB de 0,5 % ([contre 0 % dans la zone euro](#)) à nouveau tirée par les exportations et en particulier par celles des pays hors de la zone euro. Les perspectives d'une récession outre-Rhin en 2012 semblent donc s'éloigner, mais de fortes incertitudes demeurent sur les évolutions du commerce extérieur dans les prochains mois et sur l'ampleur du ralentissement « importé » en Allemagne. L'enjeu est de savoir si l'amélioration enregistrée au premier trimestre 2012 est temporaire. Le recul des commandes manufacturières des entreprises de la zone euro vers l'Allemagne (-7,5 % au premier trimestre 2012, après -4,8 % au dernier trimestre 2011) pourrait sonner le glas de la vigueur de la croissance allemande, surtout si la récession dans la zone euro se poursuit et s'amplifie.

Avec un PIB par tête qui dépasse le niveau d'avant-crise, l'Allemagne fait figure d'exception dans une zone euro encore profondément marquée par la crise. Le déficit public est maîtrisé et l'Allemagne respecte déjà le seuil de 3 % du Pacte de stabilité et de croissance. Le commerce extérieur [\[1\]](#) reste excédentaire et s'élevait à 156 Mds d'euros (soit 6,1 % du PIB) en 2011 quand, dans le même temps, la France enregistrait un déficit de 70 Mds d'euros (soit 3,5 % du PIB). Pourtant, malgré ces performances favorables en matière de commerce extérieur, la crise a laissé des traces qui sont aujourd'hui amplifiées par la facture énergétique. Ainsi, avant la crise, l'excédent était de 197 milliards dont plus de 58 % liés aux échanges avec les partenaires de la zone euro. Avec la crise, l'activité a fortement ralenti dans la zone euro – le PIB, au premier trimestre 2012, est encore inférieur de 1,4 % à celui qui prévalait au premier trimestre 2008 – ce qui s'est automatiquement répercuté sur la demande adressée à l'Allemagne. Ainsi, les exportations de biens vers la zone euro sont toujours inférieures à leur niveau de début 2008 (de 2,9 % pour l'Allemagne et de 6,3 % pour la France, voir tableau 1). De fait, les excédents commerciaux de l'Allemagne vis-à-vis de l'Italie et de l'Espagne – deux pays fortement touchés par la crise – ont été nettement réduits, principalement en raison du recul de la demande espagnole et italienne. Les exportations allemandes vers ces deux pays ont ainsi respectivement diminué de 27 % et de 4 % depuis 2007.

Néanmoins, même si l'Allemagne est plus exposée aux chocs de commerce international que la France, son exposition à l'égard de la zone euro est moindre. La part des pays de la zone euro dans les exportations allemandes est passée de 44,8 % en 2003 à 39,7 % en 2011 (tableau 2a). En France, malgré une baisse du même ordre de grandeur, 47,5 % des exportations sont toujours orientées vers la zone euro. L'écart s'efface cependant en considérant l'ensemble de l'Union européenne, qui représente 59,2 % des exportations allemandes contre 59,8 % des exportations françaises ; la baisse de la dépendance à l'égard

de la zone euro étant compensée par la hausse de la part des nouveaux Etats membres de l'Union européenne dans le commerce allemand qui atteint 11,4 % en 2011. De plus, l'Allemagne a conservé son avance sur les marchés émergents par rapport à la France : l'Asie représente 15,8 % des exportations allemandes en 2011 et la Chine 6,1 %, contre respectivement 11,5 % et 3,2 % dans le cas français. En parvenant à diversifier la composition géographique de ses exportations vers des zones de croissance dynamique, l'Allemagne pourrait amortir le choc d'un ralentissement conjoncturel dans la zone euro. C'est de fait ce que montrent les dernières évolutions du commerce extérieur puisque si les exportations allemandes (comme françaises) sont supérieures à leur niveau d'avant-crise, c'est grâce aux exportations vers les pays hors zone euro, dont l'Allemagne a plus profité que la France (tableau 1). L'Allemagne a en effet réussi à réduire son déficit vers l'Asie de façon nette, ce qui a en partie compensé les mauvais résultats du côté de la zone euro et des PECO. Enfin, l'Allemagne dispose d'avantages en matière de [compétitivité hors-prix\[2\]](#) que traduit le dynamisme des échanges dans les secteurs automobile et des matériels électriques, électroniques et informatiques. Les excédents dans ces deux secteurs ont retrouvé en 2011 leur niveau d'avant-crise (respectivement 103 et 110 milliards d'euros en 2011), alors que les soldes de ces deux secteurs ont continué à se dégrader en France.

Même si les commandes en provenance des pays hors zone euro restent dynamiques (3,6 % début 2012), le poids de la zone euro reste trop fort pour que les exportations vers les pays émergents puissent compenser le recul des commandes adressées par la zone euro à l'Allemagne, ce qui se répercutera inévitablement sur la croissance allemande. Le PIB devrait donc progresser moins rapidement en 2012 qu'en 2011 (0,9 % selon l'OFCE[3], après 3,1 %). L'Allemagne échapperait donc à la récession sauf si la contraction budgétaire devait s'amplifier dans l'ensemble de la zone euro. En effet, le

ralentissement de la croissance ne permettra pas aux Etats membres de [respecter leurs engagements budgétaires en 2012 et 2013](#), ce qui pourrait les conduire à décider de nouvelles mesures restrictives qui réduiraient d'autant la croissance dans l'ensemble de la zone euro et donc la demande adressée à leurs partenaires. Dans ce cas, l'Allemagne n'échapperait pas à la récession.

Enfin, le rôle du commerce extérieur n'est pas seulement essentiel pour la croissance et pour l'emploi en Allemagne. Il pourrait également s'immiscer dans les négociations menées par la France et l'Allemagne sur la gouvernance de la zone euro. La croissance relative des pays jouera en effet sur le rapport de force entre les deux pays. Le ralentissement prévu de la croissance en Allemagne traduit bien ses intérêts contradictoires entre le maintien de ses débouchés commerciaux et ses craintes vis-à-vis du fonctionnement de la zone euro et du coût pour ses finances publiques d'un soutien plus large aux pays les plus fragiles. Si ce dernier aspect a pour l'instant dominé, la position allemande pourrait évoluer à partir du moment où ses intérêts commerciaux sont menacés, d'autant plus que la chancelière allemande négocie avec l'opposition parlementaire pour ratifier le pacte budgétaire, opposition qui pourrait réclamer des mesures de soutien à la croissance en Europe comme le fait le nouveau président français.

Tableau 1. Les exportations allemandes et françaises en valeur depuis la crise

2008 T1 = 100

		2009 - T2	2012 - T1
Totale	Allemagne	76,5	108,4
	France	77,6	101,6
Zone euro	Allemagne	76,4	97,1
	France	75,4	93,7
Autres pays de l'UE	Allemagne	71,2	103,3
	France	71,4	89,4
Reste du monde	Allemagne	79,8	123,0
	France	83,1	117,5

Sources : Douanes, Destatis.

Tableau 2a. Les principaux clients de l'Allemagne et de la France

En %

	2003		2011	
	Allemagne	France	Allemagne	France
Union européenne	65,0	67,0	59,2	59,8
Zone euro	44,8	52,2	39,7	47,5
<i>dont France / Allemagne</i>	10,4	15,8	9,6	16,3
<i>dont Italie</i>	7,3	9,2	5,9	8,0
<i>dont Espagne</i>	4,9	10,0	3,3	7,2
<i>dont Pays-Bas</i>	6,4	3,8	6,5	4,2
<i>dont Belgique – Luxembourg</i>	5,8	8,2	5,0	7,5
<i>dont Autriche</i>	5,4	1,0	5,4	0,9
Royaume-Uni	8,4	9,5	6,2	6,5
NEM	9,2	3,7	11,4	4,8
Etats-Unis	9,3	6,7	6,9	5,5
Asie	11,4	7,3	15,8	11,5
<i>dont Chine</i>	2,7	1,4	6,1	3,2
<i>dont Japon</i>	1,8	1,6	1,4	1,5

Note : Les NEM sont la Bulgarie, la République tchèque, la Lettonie, la Lituanie, la Hongrie, la Pologne, la Roumanie, la Slovénie, la Slovaquie et l'Estonie.

Sources : Douanes, Destatis.

Tableau 2b. Les principaux fournisseurs de l'Allemagne et de la France

En %

	2003		2011	
	Allemagne	France	Allemagne	France
Union européenne	61,4	65,2	55,7	58,9
Zone euro	42,4	53,6	37,7	48,2
<i>dont France / Allemagne</i>	9,3	18,9	7,6	17,3
<i>dont Italie</i>	6,5	9,4	5,3	7,4
<i>dont Espagne</i>	3,0	7,6	2,8	6,1
<i>dont Pays-Bas</i>	7,9	4,7	8,4	4,4
<i>dont Belgique – Luxembourg</i>	5,1	7,4	4,5	8,2
<i>dont Autriche</i>	4,1	1,0	4,1	0,9
Royaume-Uni	6,4	6,7	4,8	4,4
NEM	9,3	3,2	10,7	4,0
Etats-Unis	7,8	6,5	5,6	5,7
Asie	15,5	12,5	20,4	15,7
<i>dont Chine</i>	4,1	4,1	9,7	8,2
<i>dont Japon</i>	3,8	3,2	2,8	1,9

Note : Les NEM sont la Bulgarie, la République tchèque, la Lettonie, la Lituanie, la Hongrie, la Pologne, la Roumanie, la Slovénie, la Slovaquie et l'Estonie.

Sources : Douanes, Destatis.

[1] Mesuré par l'écart entre les exportations et les

importations de biens.

[2] Voir aussi J.-C. Bricongne, L. Fontagné et G. Gaulier (2011) : « Une analyse détaillée de la concurrence commerciale entre la France et l'Allemagne », Présentation séminaire Fourgeaud.

[3] Ce chiffre correspond à l'actualisation de notre prévision d'avril 2012 afin de tenir compte de la publication de la croissance du premier trimestre 2012.

Quelle réforme de la fiscalité du patrimoine ?

par [Guillaume Allègre](#), [Mathieu Plane](#) et [Xavier Timbeau](#)

Pourquoi et comment taxer le patrimoine ? La fiscalité française sur le patrimoine est-elle équitable et efficiente ? Dans un article, « [Réformer la fiscalité du patrimoine ?](#) », publié dans [le numéro spécial « Réforme Fiscale »](#) de la *Revue de l'OFCE*, nous examinons ces questions et proposons des pistes pour réformer la fiscalité pesant sur le patrimoine.

Nous montrons que dans la période récente les revenus économiques réels du capital sont très importants. En effet, aux revenus visibles du capital (intérêts, dividendes, loyers reçus, etc.), il faut ajouter des revenus peu visibles (les gains en capital nets de la consommation de capital fixe et de la taxe inflationniste). Ces revenus peu visibles, car seule une partie des plus-values latentes est réalisée, constituent en moyenne une part importante des revenus des individus. Entre 1998 et 2010, malgré deux crises financières, les gains en capital ont augmenté en moyenne de 12 % par an le revenu

réel par adulte (33 % en moyenne de 2004 à 2007). Cette progression est en grande partie due à la forte croissance des prix de l'immobilier.

Nous montrons également que l'imposition effective des revenus du patrimoine est faible bien que les taux d'imposition apparents sur les revenus du capital soient souvent élevés et que les taux d'imposition *sur les revenus effectivement taxés* soient encore plus élevés du fait de la non-prise en compte de la taxe inflationniste dans le calcul de l'impôt[1]. Lorsque l'on tient compte de l'ensemble de la fiscalité assise sur le patrimoine des ménages, qu'elle soit assise sur sa détention (ISF, taxe foncière), sa transmission (droits de mutation) ou ses revenus (Impôt sur le revenu, CSG, etc.), il apparaît que le taux d'imposition effectif sur les revenus économiques du capital[2] est de 11,1 % en moyenne. Cette faiblesse de l'imposition effective des revenus économiques du capital s'explique par le fait qu'une grande partie de ces revenus échappent, totalement ou en partie, à l'impôt : les plus-values immobilières sur la résidence principale sont totalement exonérées et partiellement sur les résidences secondaires ; le service de logement reçu par les propriétaires occupants (« loyers fictifs ») n'est pas imposable alors que, net des intérêts, il constitue un revenu ; les donations servent à purger les plus-values, même lorsqu'elles ne sont pas imposées (il existe pour les donations en ligne directe un abattement de 159 000 euros par enfant renouvelable tous les dix ans) ; et certains revenus financiers échappent à l'imposition au barème (assurance-vie, livrets exonérés, etc.).

Nous discutons ensuite de pistes de réforme permettant d'imposer l'ensemble des revenus du patrimoine. Nous pensons que le revenu économique du patrimoine (ou revenu augmenté net du patrimoine), devrait être imposé au même titre que les revenus du travail. Une telle règle respecte l'équité (dans le sens où les ménages sont alors imposés selon leur capacité

contributive, quelle que soit la source de leurs revenus), et permet de lutter contre l'optimisation fiscale. En effet, dans une économie de plus en plus financiarisée, il existe une porosité entre les revenus du travail et ceux du capital. Imposer différemment les revenus du capital ouvre alors la voie aux montages fiscaux. La priorité d'une réforme de la fiscalité assise sur le patrimoine devrait être d'imposer l'ensemble des plus-values réelles, notamment les plus-values immobilières qui aujourd'hui sont soumises à des règles spécifiques. En outre, parce qu'il s'agit d'un patrimoine immobile, ces règles ne peuvent être justifiées par la concurrence fiscale en Europe. Elles sont parfois défendues par l'argument de prise en compte de l'inflation ainsi que par le caractère spécifique de la résidence principale. Mais la prise en compte de l'inflation ne peut justifier l'exonération totale des plus-values immobilières pour les résidences secondaires après une certaine durée de détention (30 ans actuellement, 22 ans précédemment) : non seulement l'exonération sur les plus-values paraît inéquitable mais, de plus, elle peut inciter certains ménages à conserver des biens, notamment lors de bulles haussières. Et le caractère spécifique des biens immobiliers ne peut être invoqué lors de la sortie définitive du marché. L'imposition des plus-values réelles, nettes de l'inflation, de la consommation de capital fixe et des travaux d'amélioration serait donc préférable aux systèmes d'abattement selon la durée de détention. Elle pourrait avoir lieu lorsque la vente n'est pas suivie d'un rachat – pour ne pas pénaliser la mobilité – et lors des successions (taxation des plus-values latentes, avant le calcul des droits de succession). L'imposition des plus-values immobilières réelles lors de la sortie définitive du marché pourrait remplacer progressivement les droits de mutation à titre onéreux, ce qui serait favorable à la mobilité et à une plus grande équité horizontale.

Au vu de ces arguments, que penser des propositions contenues dans le projet présidentiel de François Hollande à propos de

la fiscalité du patrimoine ? Il propose (1) d'imposer les revenus du capital au barème de l'impôt sur le revenu au même titre que ceux du travail ; (2) de revenir sur les allègements de l'Impôt sur la fortune et de relever les taux d'imposition des plus hauts revenus ; (3) de ramener l'abattement sur les successions de 159 000 euros par enfant à 100 000 euros (il avait été porté de 50 000 à 150 000 euros en 2007).

(1) Le premier point nécessite en outre de supprimer les prélèvements forfaitaires libératoires et les multiples niches fiscales permettant d'échapper à l'impôt. Il rejoint nos propositions à condition que les revenus imposés au barème prennent en compte la taxe inflationniste et la consommation de capital fixe. Une telle proposition implique d'imposer les loyers fictifs qui constituent un revenu implicite du capital. Cependant, devant la difficulté d'estimation de la base imposable, les loyers fictifs ne sont plus imposés depuis 1965 (voir l'article de [Briant et Jacquot](#)). Une solution à cette difficulté est de permettre aux locataires et accédants de déduire de leur revenu imposable leurs loyers ou intérêts d'emprunt, en augmentant le taux moyen de l'impôt sur le revenu en compensation.

(2) Le deuxième point s'écarte de nos propositions, mais l'ISF est une solution pour imposer les gros patrimoines au fil de l'eau, *même lorsqu'ils ne procurent pas de revenu imposable* (en présence de plus-values latentes et en absence de dividendes ou de loyers perçus par exemple). Dans ces conditions, l'ISF n'a de sens *que s'il n'est pas plafonné selon le revenu imposable (ou une notion proche)*. L'imposition sur la fortune est d'autant plus justifiée que les rendements réels, y compris les plus-values latentes des actifs sont peu hétérogènes (mais elle est alors équivalente à une imposition sur le revenu des actifs) ou que lorsque la supervision des propriétaires peut améliorer le rendement des actifs (l'imposition assise sur la détention de patrimoine, et non le revenu, est alors une incitation supplémentaire «aux

propriétaires à 'activer' leur patrimoine », comme le proposait Maurice Allais). Au contraire, si les rendements des actifs sont hétérogènes et que les incitations à optimiser son patrimoine sont déjà élevées, l'imposition des revenus du patrimoine est préférable du point de vue de l'équité sans nuire à l'efficacité économique.

(3) La plus forte imposition des successions paraît légitime du point de vue de l'égalité des chances. Il faudrait, selon nous, aller plus loin, au minimum en supprimant la purge de plus-value, notamment lorsque les biens ont été exonérés de droits de succession.

* Ce texte est issu de [l'article « Réformer la fiscalité du patrimoine ? »](#) publié dans le numéro spécial « Réforme fiscale » de la Revue de l'OFCE, disponible [sur le site internet de l'OFCE](#).

[1] Comme le souligne [Henri Sterdyniak](#) : « Il est donc erroné de prétendre que les revenus du capital sont taxés à des taux réduits. Quand ils sont *effectivement* taxés, ils le sont à des taux élevés. »

[2] Défini comme le ratio entre la somme des impôts assis sur le patrimoine et les revenus augmentés du patrimoine nets de la CCF et de la taxe inflationniste.

Quels sont les risques du

retour à la drachme encourus par les Grecs ?

par Anne-Laure Delatte (chercheuse associée au département des Etudes)

Le débat sur le maintien ou non de la Grèce dans la zone euro s'intensifie. La directrice du FMI, Christine Lagarde, fustige le gouvernement grec. Le ministre allemand des Finances, Wolfgang Schäuble, estime que la zone euro peut désormais supporter une sortie de la Grèce et maintient que les Grecs n'ont pas le choix. Quels sont les risques pour les Grecs du retour à la drachme ? Cette option conduirait-elle nécessairement le pays au chaos ? Quelques éléments de réponse peuvent être trouvés dans l'expérience argentine du retour au peso en 2002.

En Argentine, la parité fixe peso/dollar au taux de un peso pour un dollar fut établie par la loi du 1^{er} Avril 1991. Le dollar pouvait être utilisé indifféremment dans les transactions internes. Il en résulta une circulation de dollars dans les transactions courantes et la dénomination des actifs financiers en dollars. Concrètement, en moyenne, dans les années 1990, plus de 70 % des dépôts bancaires et deux tiers des crédits au secteur privé étaient libellés en dollars. Ce montant a culminé au dernier trimestre 2001, la veille de l'abandon du régime, quand 75 % des dépôts privés et 80 % de l'ensemble des crédits étaient libellés en dollars.

Le fort attachement de la population argentine au dollar a été conforté tout au long des années 1990 par la promesse de chaque candidat aux élections présidentielles de maintenir ce régime. Aussi l'abandon du dollar en janvier 2002 s'est fait dans un contexte politique particulièrement dramatique, marqué par la démission successive de cinq présidents et un désarroi populaire qui a retenti bien au-delà des frontières

argentines. Le peso a subi une dévaluation de plus de 70 % par rapport au dollar et l'épargne domestique a fui de façon massive vers des comptes bancaires étrangers. Si le troc est resté marginal, les provinces et l'Etat central ont commencé à émettre leur propre monnaie pour payer les fonctionnaires et leurs fournisseurs. Selon la Banque centrale argentine, ces monnaies parallèles ont représenté 30 % des billets en circulation en moyenne tout au long de 2002.

Ainsi, le contexte dans lequel l'Argentine a rétabli sa monnaie nationale en 2002 était en partie comparable au contexte grec actuel : une forte confusion politique, une grave récession et surtout une monnaie nationale sans réelle crédibilité.

Contre toute attente, malgré l'ampleur de la crise, le désordre social et politique et la fragmentation monétaire qui laissaient prédire une période de 10 ans pour retrouver le niveau de PIB d'avant la crise, la reprise économique s'est amorcée dès le second semestre 2002. Avec une croissance nominale de 9 % par an et une inflation maîtrisée, l'Argentine a finalement récupéré son niveau d'avant-crise en 2004. Comment l'Argentine est-elle sortie du dollar « par le haut »?

Le défaut sur 90 milliards de dollars de dette publique, suivi d'un pacte fiscal entre les provinces et l'Etat central et de maîtrise des dépenses ont redressé les finances publiques. Mais ce qui fait l'originalité de l'expérience argentine, c'est la réforme monétaire opérée dès janvier 2002.

En effet, la dévaluation du peso bouleversait les équilibres financiers à l'intérieur du pays. Avec 80 % des crédits contractés en dollars, la plupart des ménages et des entreprises ont vu la valeur de leur dette multipliée par près de quatre ! Après la dévaluation, le montant des dettes privées atteignait en 2002 120 milliards de dollars tandis que le PIB argentin ne pesait plus que 106 milliards de dollars.

Pour éviter la faillite de l'ensemble du secteur privé, les autorités argentines ont alors imaginé une règle de remboursement des dettes.

En effet, pour éviter la faillite, la logique voulait que les revenus des entreprises soient libellés dans la même monnaie que les dettes. C'est ainsi que le 4 février 2002, par le décret 214/02, le gouvernement a imposé la « pesification » de l'ensemble de l'économie : tous les prix, les contrats dans les secteurs réel et financier, salaires et dettes ont été convertis en pesos au taux de un peso pour un dollar alors que le cours du marché atteignait presque 4 pesos pour un dollar. Les contrats dans le secteur financier ont subi une conversion du même ordre : les dépôts ne dépassant pas trente mille dollars ont été convertis au taux de 1,4 peso pour 1 dollar^[1]. Comment une telle règle s'est-elle imposée malgré les effets de richesse désastreux sur les créanciers ?

La conversion au taux de un pour un (ou 1,4 pour 1) imposée par les autorités a opéré un règlement du conflit sur les dettes en faveur des débiteurs au détriment des créanciers nationaux et étrangers. Or le principal agent débiteur dans l'économie est le secteur productif, c'est-à-dire les entreprises. En leur offrant une sortie de crise protégée, les nouvelles règles monétaires ont neutralisé les effets de bilan et permis que la dévaluation retrouve des effets expansionnistes classiques. En effet, la balance commerciale est devenue excédentaire et l'économie argentine a pu alors profiter du contexte mondial florissant du début des années 2000. Les exportations sont passées de 10 à 25 % du PIB et dès 2004, le niveau du PIB était de 2 % supérieur à la moyenne des années 1990. Autrement dit la règle monétaire a permis le retour à la croissance et à l'emploi, ce qui explique qu'une majorité de la population y a adhéré.

En fait, les Argentins, comme les Grecs aujourd'hui, étaient pris au piège : avec des contrats de dettes libellés en dollar, le retour au peso, après dévaluation, entraînait une

faillite généralisée du secteur privé. Si les Grecs abandonnaient l'euro aujourd'hui, le pays entier serait en faillite. En effet, si la drachme était dévaluée de 50 %, comme certaines prévisions l'indiquent actuellement, la dette privée serait multipliée par deux. Avec des revenus libellés en drachmes et des dettes en euro, les entreprises et les ménages seraient incapables de rembourser leurs créanciers. C'est bien le même phénomène de piège qui paralysait les autorités argentines avant 2002.

Au total, plusieurs enseignements peuvent être tirés de l'expérience argentine. Premièrement, le principal risque pour la Grèce d'une sortie de l'euro est une faillite généralisée du secteur privé. Après le secteur public qui a déjà restructuré 50 % de sa dette, le retour à la drachme, toutes choses égales par ailleurs, fera émerger des conflits financiers entre créanciers et débiteurs privés qui paralyseront le système de paiement. Deuxièmement, pour résoudre la crise, l'Etat doit jouer un rôle central d'arbitre. Dans ces conditions, la nature des règles retenue n'est pas neutre. Les solutions sont multiples, exprimant des orientations politiques et ayant des conséquences économiques divergentes. En Argentine, le choix de favoriser les débiteurs nationaux est allé à l'encontre des intérêts des détenteurs de capital et des investisseurs étrangers. Aussi, contrairement à ce qu'affirme Wolfgang Schäuble, le gouvernement grec a le choix. C'est le troisième enseignement. La résolution de la crise grecque est plus qu'un projet économique et les options qui s'offrent au peuple grec relèvent de choix politiques. Le choix déterminera des conditions plus favorables à certains groupes économiques (comme les créanciers européens, les salariés grecs, les détenteurs de capital, etc.).

Selon la nature de l'ordre politique, l'Etat pourra chercher à conserver la matrice des rapports de force ou au contraire à la bousculer. Une réforme peut en effet entraîner une rupture

et être l'occasion d'une définition de nouveaux rapports de force. L'option poursuivie jusqu'ici a consisté à répartir le coût de la résolution de la crise grecque sur les créanciers d'une part, *via* la restructuration de la dette publique, et sur les débiteurs d'autre part, *via* les efforts structurels (réduction des salaires et transferts sociaux) et l'augmentation de la pression fiscale. A contrario, une sortie de la zone euro accompagnée d'une restructuration des dettes privées et publique « façon Argentine » imposerait le coût de la résolution davantage aux créanciers, principalement le reste de l'Europe. Cela explique le regain de tension dans les propos de certains pays européens créanciers à l'égard de la Grèce, ainsi que la confusion qui règne dans le débat européen actuel : en l'absence d'une solution optimale aux effets neutres, chaque partie défend ses propres intérêts au risque d'y laisser la peau de l'euro.

[\[1\]](#) Les dépôts de montants supérieurs étaient au choix convertis dans les mêmes conditions ou transformés en obligations du Trésor libellées en dollars.

La reconstruction japonaise contrainte par la situation dégradée des finances publiques

par Bruno Ducoudré

A la suite du tremblement de terre qui a frappé le Japon en

mars 2011, le gouvernement a évalué le coût du sinistre à 16,9 trillions de yens (3,6 points de PIB). Ce choc exogène nécessite en réponse un déficit structurel qui entre en contradiction avec la volonté du gouvernement de mettre en œuvre une politique d'austérité budgétaire afin de réduire ce déficit. Ces besoins de financement additionnels arrivent donc au plus mauvais moment, en pleine crise économique, débutée en 2008, qui s'est accompagnée d'une forte dégradation de la situation des finances publiques rendue nécessaire pour soutenir l'activité.

Sur le front de la croissance, l'année 2011 fut difficile pour le Japon, après un rebond de 4,4% du PIB en 2010 suivant une chute du PIB de 5,5% en 2009. Alors que l'économie avait retrouvé le chemin de la croissance au 3^e trimestre 2011 (+1,9% de croissance du PIB en variation trimestrielle) après deux trimestres de baisse du PIB, en fin d'année les inondations en Thaïlande ont à nouveau rompu les chaînes d'approvisionnement des entreprises japonaises, et l'économie a vacillé (croissance nulle au 4^e trimestre et -0,7% de croissance pour l'année 2011). En 2012 débute la période de reconstruction.

Dès l'année fiscale 2011, quatre budgets additionnels ont été votés pour un montant total de 3,9 points de PIB afin principalement de faire face aux dépenses d'urgence (pour 1,3 point de PIB) et préparer la reconstruction (pour 2,3 points de PIB). Les services de l'Etat ont estimé le budget total de celle-ci à 23 trillions de yens (4,8 points de PIB). La reconstruction s'étalera sur les dix prochaines années, le principal de l'effort étant concentré sur la période 2012-2016. Le gouvernement a décidé d'allouer 0,8 point de PIB à la reconstruction pour l'année fiscale 2012, financé aux trois-quarts par l'endettement (tableau).

Contrairement à ce qui était attendu, les plans successifs votés en 2011 ne se sont pas rapidement traduits par une forte hausse de la dépense publique : la consommation publique a cru

de 2,1% en 2011, soit autant qu'en 2010 et moins qu'en 2009, et l'investissement public s'est contracté de 3,1% en 2011. Les dépenses de reconstruction se sont pour partie substituées à d'autres dépenses. De plus une partie des budgets votés a aussi été mise de côté et commence donc tout juste à être dépensée. Les commandes publiques de travaux de construction ont augmenté de 20% au 4^e trimestre 2011 en glissement annuel, et les travaux publics en cours ont fortement progressé en fin d'année. Ainsi, les dépenses additionnelles liées à la reconstruction qui sont déjà votées s'étaleront pour partie sur les prochains trimestres mais aussi au-delà de l'année fiscale 2012.

De fait, la situation budgétaire japonaise apparaît précaire. Ces dépenses nécessaires à la reconstruction des régions dévastées ont été décidées dans un contexte de forts niveaux de déficit et de dette publique liés à la crise. Le déficit budgétaire s'est en effet fortement dégradé depuis le début de la crise, passant de 2,2% du PIB en 2008 à 8,1% en 2010, tandis que la dette progressait de 31,2 points de PIB depuis 2007, pour atteindre 199% du PIB en 2010. En 2011, le déficit public s'est encore creusé, à 9,3% du PIB principalement sous l'effet de la hausse de la charge de la dette, de la hausse des dépenses de sécurité sociale et de la baisse du PIB en 2011. Le gouvernement a donc annoncé qu'une partie des plans serait financée par des restrictions dans d'autres postes de dépenses, des surplus de rentrées fiscales liés à l'amélioration de l'activité en 2010, et par des réserves accumulées sur les budgets passés (pour un quart des budgets dédiés à la reconstruction sur 2011-2012).

A court terme, le gouvernement a néanmoins choisi de privilégier la croissance à la consolidation budgétaire. Nous prévoyons ainsi une impulsion budgétaire de 0,4 point de PIB en 2012 et de 0,5 point de PIB en 2013, et l'économie japonaise devrait croître de 1,9% en 2012 et de 1,5% en 2013 en moyenne annuelle (voir [« Japon : le temps de la](#)

[reconstruction](#) » dans notre dossier de prévision). Dans ces conditions, le déficit budgétaire serait stable à 9,2% du PIB en 2012, et se dégraderait à 9,8% du PIB en 2013.

Budgets prévisionnels 2011-2012 pour la reconstruction Gouvernement central

En % du PIB

	2011	2012
Recettes et financement	3,9	0,8
Recettes fiscales	0,3	0,1
Recettes non fiscales	0,0	0,1
Emissions obligataires	2,1	0,6
Surplus des années antérieures	1,1	0,0
Diminution de dépenses	0,4	0,0
Dépenses	3,9	0,8
Dépenses générales, dont :	3,3	0,7
<i>Travaux publics</i>	1,4	0,2
<i>Autres dépenses</i>	1,9	0,6
Transferts aux collectivités locales	0,6	0,1

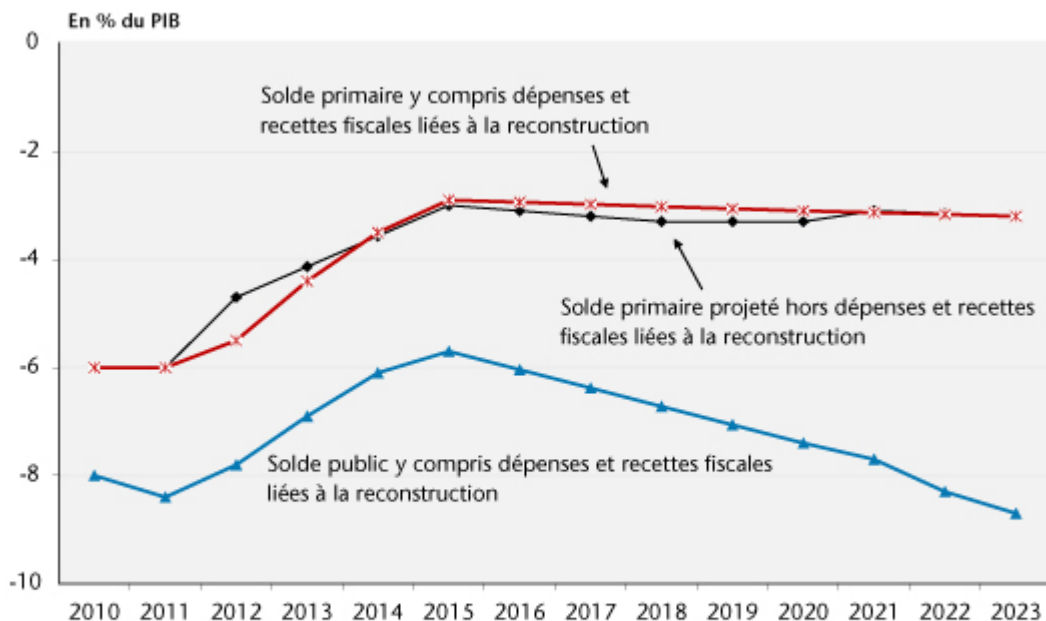
Sources : Cabinet Office, Ministry of Finance, calculs OFCE.

En revanche, au-delà de 2013, l'incertitude sur les orientations de politique économique du gouvernement demeure. Dans sa [stratégie fiscale de moyen terme](#), décidée en 2010, le gouvernement japonais avait pour objectif de diviser par deux le déficit primaire des administrations centrale et locales à l'horizon 2015 par rapport à celui atteint en 2010 (6,4% du PIB), et d'atteindre l'équilibre à l'horizon 2020. D'après nos calculs, équilibrer le solde structurel primaire impliquerait la mise en œuvre d'une politique de consolidation budgétaire importante, de l'ordre de 1,1 point de PIB par an d'impulsion budgétaire négative à partir de 2014, à un rythme néanmoins plus lent que les politiques de consolidation prévues en zone euro en 2012-2013 (voir « [Qui sème la restriction récolte la récession](#) » dans notre dossier de prévision) A cette fin, une hausse de 5 points de la taxe à la consommation doit être débattue lors de la session courante de la Diète, le parlement japonais, session qui s'achèvera en juin. Cette hausse interviendrait en deux temps et rapporterait 2,5 points de PIB

de rentrées fiscales. D'après [les dernières projections à moyen terme du gouvernement japonais](#), elle ne suffirait pas à respecter ces objectifs (graphique 1). De plus, les moyens d'atteindre l'équilibre d'ici 2020 n'ont pas été précisés et le gouvernement n'a pas indiqué de quelle façon serait remboursée la dette contractée pour financer la reconstruction. Enfin, étant donné la progression continue de la dette publique, la charge d'intérêt, faible actuellement (1,8 point de PIB en 2011), pèsera à l'avenir de plus en plus sur les finances de l'Etat. Cela accroîtra les difficultés du gouvernement à mettre en œuvre tout ajustement budgétaire ayant pour objectif de stabiliser le ratio de dette publique rapporté au PIB à l'horizon 2020 et de le faire décroître par la suite.

Cependant, une consolidation budgétaire brutale n'apparaît pas nécessaire, le Japon empruntant à des taux d'intérêt bas (0,86% lors de la dernière émission d'obligations à 10 ans). Par ailleurs, la part de la dette détenue par les non-résidents reste faible – elle s'élevait à 6,7% au 4^e trimestre 2011 – et l'épargne abondante des ménages japonais, ainsi que le programme d'achats de titres de la Banque centrale du Japon, limitent considérablement les risques d'une crise de dette souveraine telles que celles rencontrées en zone euro.

Projections gouvernementales du solde primaire sur la période de reconstruction



Note : Ces projections sont basées sur l'hypothèse d'une hausse du taux de TVA dès 2013 et un taux de croissance du PIB nominal proche de 2 % en moyenne sur la période. Elles incluent une hausse des recettes fiscales étalée uniformément sur 10 ans pour financer les dépenses liées à la reconstruction. Le champ couvre uniquement les administrations centrales et locales.

Source : Cabinet Office.

Ce texte fait référence à l'analyse de la conjoncture et la prévision à l'horizon 2011-2012, disponible sur [le site de l'OFCE](#).