

# PLF 2018 : fin d'une procédure, début d'une nouvelle ?

par [Raul Sampognaro](#)

Le 22 novembre, la Commission européenne a publié son [avis concernant le Projet de Loi de Finances \(PLF\) 2018](#). Le PLF 2018 devrait permettre de maintenir le déficit en dessous de la barre de 3 % pour la deuxième année consécutive (2,9 % prévu par les services de la Commission en 2017 et 2018). Dans ce contexte, la procédure de déficit excessif (PDE) ouverte au lendemain de la crise financière devrait être clôturée courant 2018.

Le PLF 2018 étant celui qui assure le passage du volet correctif au volet préventif du Pacte de stabilité et de croissance a un statut ambigu avec les règles de la gouvernance européenne. Il est conforme avec les règles de la PDE, car il assure le maintien sous les 3 % mais il risque de dévier significativement par rapport aux règles du volet préventif.

***La Commission pointe des risques significatifs de non-respect des règles du volet préventif...***

Les pays de la zone euro sortant d'une PDE ont deux obligations à respecter :

1. Avoir une cible de déficit structurel (c'est-à-dire après correction des effets de la conjoncture) au moins inférieure à 0,5 point de PIB potentiel. Cette cible est l'Objectif de Moyen Terme (OMT) de l'État membre ;
2. Avoir une dette publique inférieure à 60 % du PIB, ou qui est en train de converger vers cette cible à un horizon de 20 ans. Ceci est connu comme le respect du

critère de dette.

La France sortira de la PDE avec un déficit structurel sensiblement supérieur à son OMT[1]. Au cours des prochaines années, elle devra converger vers sa cible. Les flexibilités introduites dans l'application du Pacte du 13 janvier 2015 permettent d'adapter la vitesse de convergence à la situation conjoncturelle. Compte tenu de la situation française, l'ajustement requis est de 0,5 point par an jusqu'à atteindre la cible.

Par ailleurs, la France sortira de la PDE avec une dette publique supérieure à 60 % et devrait réaliser un surajustement au cours des 3 prochaines années pour faire converger la dette vers cette cible. Cette dernière règle s'est avérée extrêmement difficile à respecter, notamment par des effets non anticipés par le législateur comme le risque déflationniste. Toutefois, ce critère serait moins strict que celui de convergence vers l'OMT.

Selon les services de la Commission, le solde structurel français devrait se dégrader de 0,4 point en 2018, à la faveur des baisses de fiscalité et de la maîtrise limitée de la dépense. Ainsi, la Commission pointe un écart de 0,9 point de PIB entre l'évolution du solde structurel et les règles du volet préventif. Dans son avis, la Commission parle « d'un risque significatif de déviation par rapport aux contraintes du volet préventif en 2018 ». L'évaluation finale du budget 2018 au regard des règles du volet préventif sera faite au moment de la notification du déficit 2018 en mars 2019.

***... comme l'ont fait quasiment tous les pays soumis au volet préventif***

Depuis 2012, quasiment tous les pays de la zone euro ont clôturé leur PDE[2] (tableau 1). L'expérience des différents États Membres nous permet d'évaluer la sévérité avec laquelle les règles ont été appliquées. En 2018, la France sera dans

une situation comparable à celle de l'Autriche, la Belgique et l'Italie au moment de leur entrée dans le volet préventif. Parmi ces pays, censés être les plus contraints après la PDE, seule la Belgique s'est approchée de l'ajustement structurel de référence des traités. Ceci masque le fait que la Belgique a réalisé la quasi-totalité de l'ajustement sur la seule année 2017. Au cours des deux premières années hors DPE, l'ajustement structurel mis en place n'a été que de 0,1 point de PIB par an.

L'Autriche et l'Italie ont même relâché leurs efforts budgétaires une fois sortis de leur PDE. Le cas transalpin (impulsion budgétaire de 0,3 point par an en moyenne) est informatif sur la lecture flexible des règles européennes réalisée par la Commission. La Commission a ouvert des rapports en 2015, 2016 et 2017, sans jamais aboutir à l'ouverture d'une nouvelle procédure. En 2015, l'Italie a sensiblement dévié de l'ajustement requis au titre du critère de dette. La Commission a admis que le critère de dette était très dur à tenir dans un contexte conjoncturel défavorable et déflationniste. Puis, en 2016, la Commission a autorisé au gouvernement italien à dévier de l'ajustement structurel nécessaire pour assurer la convergence vers l'OMT. Pour faire cela, elle a appliqué le niveau maximal de déviation autorisée par les nouvelles flexibilités, notamment la clause d'investissement et la clause de réformes structurelles. Finalement, en avril 2017, la Commission a pointé à nouveau des risques de déviation à la suite de la publication du Programme de stabilité. En revanche, la Commission n'a pas imposé de sanctions et a annoncé la réévaluation de la situation à la fin de l'exercice comptable.

**Tableau 1. Les procédures de déficit excessif depuis 2009**

	Début de la procédure	Fin de la procédure	Dettes à la sortie	Solde structurel à la sortie	Ajustement structurel moyen depuis la sortie	Réduction moyenne du solde public depuis la sortie
<b>Pays sortant de la procédure sans problème de dette ni de MTO</b>						
Allemagne	2009	2012	79,9	-0,1	0,2	0,1
Pays-Bas	2010	2014	67,9	-0,4	0,2	0,9
<b>Pays sortant de la procédure sans problème de dette mais devant converger vers le MTO</b>						
Finlande	2010	2013	56,5	-1,2	0,0	0,1
Lettonie	2009	2013	39,0	-0,9	-0,2	0,1
Lituanie	2009	2013	38,7	-1,9	0,2	0,6
Malte	2009	2015	60,6	-2,1	1,4	0,9
Slovaquie	2010	2014	53,6	-2,2	0,2	0,5
Irlande	2009	2016	75,4	-1,9	0,6	0,0
<b>Pays sortant de la procédure avec problème de dette et devant converger vers le MTO</b>						
Autriche	2009	2014	84,4	-0,8	0,0	0,5
Belgique	2010	2014	106,7	-2,9	0,5	0,4
Italie	2009	2013	129,0	-0,8	-0,3	0,2
Portugal	2009	2017	128,5	-1,8		

*Note* : L'ajustement structurel est calculé comme la variation du solde structurel. Les calculs d'ajustement sont réalisés avec les données de la Commission européenne, Ameco. Ceci permet de se rapprocher au maximum des évaluations faites par la Commission, même si nous pouvons avoir des évaluations différentes de la croissance potentielle.

*Source* : Ameco.

Au final, depuis leur sortie de PDE, seulement trois pays ont tenu les objectifs d'ajustement fixés par le volet préventif : Malte, l'Irlande et la Belgique. Pour le reste des pays étant sortis de la PDE, le solde nominal s'est amélioré malgré la faiblesse des ajustements. Ceci reflète avant tout l'amélioration de la composante conjoncturelle du solde public, possible par la reprise de l'activité. Ainsi, les marges budgétaires données par l'embellie conjoncturelle ont été utilisées pour alléger la consolidation, en contradiction avec le renforcement souhaité des règles du volet préventif au lendemain de la crise des dettes de la zone euro. Le PLF 2018 s'inscrit dans cette logique.

Au vu de la flexibilité affichée par la Commission dans sa lecture des règles budgétaires, il est difficile d'anticiper la réouverture d'une procédure, cette fois-ci pour dette excessive, à l'encontre de la France en lien avec le PLF 2018. Dans un contexte où la conjoncture permettra d'améliorer le solde budgétaire, la France fera le maximum pour utiliser les

clauses d'investissement (Grand Plan d'Investissement) et de réformes structurelles (ordonnances, réforme de la formation professionnelle, réforme de la taxation du capital, ...) afin de dévier des objectifs budgétaires établis par le volet préventif. Toutefois, au vu de l'ampleur des déviations prévues, il ne restera que des marges de manœuvre budgétaire très limitées pour la deuxième moitié du quinquennat.

[\[1\]](#) Les services de la Commission estiment que le déficit structurel français sera à 2,7 points de PIB en 2018 alors que le gouvernement juge que le solde sera de 2,1 points, l'OMT a un objectif de déficit de 0,4 point.

[\[2\]](#) A partir de 2019, cela devrait être le cas de tous les pays de l'union monétaire avec la fin attendue des dernières PDE au Portugal (2017), France (sortie prévue en 2018) et en Espagne (2019).

---

## La Grèce sur la corde raide

par [Céline Antonin](#), Raul Sampognaro, [Xavier Timbeau](#) et [Sébastien Villemot](#)

[\*\*\*Ce texte résumé l'étude spéciale : « La Grèce sur la corde raide ».\*\*\*](#)

Depuis le début de l'année 2015, une forte pression s'exerce sur le nouveau gouvernement grec. Alors qu'il est en pleine négociation en vue d'une restructuration de sa dette, il doit faire face à une succession d'échéances de remboursement. Le 12 mai 2015, 750 millions d'euros ont pu être remboursés au FMI en puisant sur les réserves internationales du pays, signe

que les contraintes de liquidité deviennent de plus en plus prégnantes comme l'atteste [la lettre envoyée](#) par A. Tsipras à C. Lagarde quelques jours avant l'échéance. Le répit sera de courte durée : en juin, le pays doit encore rembourser au FMI un total de 1,5 milliard d'euros. Ces deux premières échéances ne sont qu'un prélude au « mur de la dette » auquel devra faire face le gouvernement pendant l'été puisqu'il devra honorer un remboursement de 6,5 milliards d'euros à la BCE.

Jusqu'à présent, la Grèce a payé en dépit des difficultés et de la suspension du programme d'aide négocié avec les institutions (ex-troïka). Ainsi les 7,2 milliards d'euros de déboursements sont bloqués depuis février 2015 et la Grèce doit trouver un accord avec l'ex-troïka avant le 30 juin si elle veut pouvoir bénéficier de cette manne financière, faute de quoi les échéances auprès de la BCE et du FMI conduiraient la Grèce au défaut de paiement.

Outre les remboursements extérieurs de la Grèce, le pays doit également honorer ses dépenses courantes (salaires des fonctionnaires, pensions de retraite). Or, les nouvelles sur le front budgétaire ne sont pas très encourageantes (voir [State Budget Execution Monthly Bulletin, March 2015](#)) : sur les trois premiers mois de l'année, les recettes courantes sont inférieures de près de 600 millions d'euros aux projections. Seule l'utilisation de fonds européens préalablement versés, combinée à la baisse comptable des dépenses (qui sont inférieures de 1,5 milliard d'euros aux prévisions) ont permis au gouvernement grec de dégager un excédent de 1,7 milliard d'euros et d'honorer ses échéances. Ainsi, par des opérations comptables, le gouvernement grec a vraisemblablement transféré sa dette soit vers des organismes publics soit vers ses fournisseurs, confirmant ainsi le fort poids des contraintes de liquidité qui pèsent sur l'État. Les données préliminaires à l'issue du mois d'avril (à prendre avec prudence car elles ne sont ni définitives ni consolidées pour l'ensemble des administrations publiques) semblent néanmoins nuancer le

constat. [Fin avril](#), les rentrées fiscales auraient retrouvé leur niveau attendu, mais la capacité du gouvernement à générer les liquidités pour éviter le défaut de paiement s'expliquerait par un coup de frein sur la dépense publique à travers les opérations comptables décrites ci-dessus. Ces manipulations comptables ne sont que des mesures d'urgence et il est grand temps, 6 ans après le déclenchement de la crise grecque, de mettre fin au psychodrame et de trouver enfin une solution pérenne aux problèmes budgétaires de la Grèce.

Notre étude « [la Grèce : sur la corde raide](#) » s'interroge sur la meilleure solution pour résoudre durablement la crise de l'endettement en Grèce et les potentielles conséquences d'une sortie de la Grèce de la zone euro. Nous concluons que le scénario le plus raisonnable est celui d'une restructuration avec réduction significative de la valeur présente de la dette publique (qui serait portée à 100 % du PIB grec). Lui seul permet de diminuer sensiblement la probabilité de sortie de l'euro, ce qui est non seulement dans l'intérêt de la Grèce mais également de la zone euro dans son ensemble. En outre, ce scénario diminuerait l'ampleur de la dévaluation interne nécessaire pour stabiliser la position extérieure grecque.

Si l'Eurogroupe refusait la restructuration de la dette grecque, un nouveau programme d'aide devrait alors être accordé afin d'interrompre la crise de confiance en cours et d'assurer le financement des besoins de trésorerie de l'État grec au cours des prochaines années. D'après nos calculs, cette solution nécessiterait un troisième plan d'aide autour de 95 milliards d'euros et son succès resterait tributaire des surplus budgétaires primaires conséquents (de l'ordre de 4 à 5% du PIB grec) que la Grèce devra produire au cours des prochaines décennies. L'expérience historique montre que le maintien d'un tel surplus pendant une période aussi longue ne peut pas être garanti, du fait des contraintes politiques, rendant un tel engagement peu crédible. Ainsi, un nouveau programme d'aide ne permettrait pas d'éliminer le risque d'une

nouvelle crise de financement de l'État grec au cours des années à venir.

Pour le dire autrement, le remboursement intégral de la dette grecque repose sur la fiction d'un excédent budgétaire maintenu pendant plusieurs décennies. Se résoudre à la sortie de la Grèce de la zone euro induirait une perte significative de la créance que le monde (principalement l'Europe) détient à la fois sur le secteur public grec (250 milliards d'euros) et sur le secteur privé (également de l'ordre de 250 milliards d'euros). À cette perte facile à quantifier s'ajouteraient les conséquences financières, économiques, politiques et géopolitiques de la sortie de la Grèce de la zone euro ou de l'Union Européenne. Le choix peut paraître facile, puisqu'un abandon de 200 milliards d'euros de créances sur l'État grec permettrait de sortir une bonne fois pour toute du psychodrame. Reste que l'impasse politique est grande et qu'il est difficile d'abandonner 200 milliards d'euros sans de très fortes contreparties et sans évoquer la question de l'aléa moral, qui peut notamment pousser d'autres pays de la zone euro à demander des restructurations d'ampleur de leur dette publique.

---

## **La dette grecque, une histoire européenne...**

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

Fin 2014, la dette grecque représentait 317 milliards d'euros, soit 176 % du PIB, contre 103 % en 2007 et ce malgré un allègement de 107 milliards en 2012[1]. Cette dette résulte d'un triple aveuglement : celui des marchés financiers, qui



ont prêté à la Grèce jusqu'en 2009, sans tenir compte du niveau insoutenable de ses déficits public (6,7 % du PIB en 2007) et extérieur (10,4 % du PIB en 2007) ; celui des gouvernements et des classes dirigeantes grecs qui ont, grâce au bas niveau des taux d'intérêt, par l'appartenance à la zone euro, laissé se développer une croissance déséquilibrée, basée sur les bulles financières et immobilières, la corruption, la mauvaise gouvernance, la fraude et l'évasion fiscale ; celui des institutions européennes qui, après le laxisme des années 2001-2007, ont imposé à la Grèce des programmes d'austérité, écrasants et humiliants, pilotés par la troïka, un étrange attelage comprenant le FMI, la BCE et la Commission européenne. Les programmes d'austérité étaient, selon la troïka, nécessaires pour réduire le déficit et la dette publics, et remettre l'économie grecque sur chemin de la croissance. Les programmes ont certes permis de réduire le déficit public (qui n'est plus que de l'ordre de 2,5 % du PIB en 2014, soit un excédent hors charges d'intérêt de l'ordre de 0,5 % du PIB), mais ils ont fait augmenter le ratio dette/PIB, en raison de la chute du PIB : le PIB grec est aujourd'hui 25 % en dessous de son niveau de 2008. L'austérité a surtout plongé la Grèce dans la détresse économique et sociale, dont le taux de chômage supérieur à 25% et le taux de pauvreté de 36 % sont de tristes illustrations.

L'arbre de la dette grecque ne doit cependant pas cacher la forêt : de 2007 à 2014, la dette publique de l'ensemble des pays de l'OCDE est passée de 73 à 112 % de leur PIB, ce qui témoigne d'un profond déséquilibre de l'économie mondiale. En raison de la victoire du capital sur le travail, de la globalisation financière, de la croissance des inégalités, les pays développés ont besoin de fortes dettes publiques ; ces dettes ne sont globalement pas remboursables puisque le remboursement supposerait que des agents excédentaires acceptent de devenir déficitaires.

Prenons l'exemple de l'Allemagne. Celle-ci veut maintenir un

excédent extérieur important (7 % de son PIB), qui pèse sur ses partenaires européens et a contribué à un niveau excessif de l'euro. Pour que la Grèce, et les autres pays européens, puissent rembourser leurs dettes publiques, il faudrait qu'ils puissent exporter, notamment en Allemagne ; il faudrait que l'Allemagne accepte un déficit extérieur et donc augmente fortement ses dépenses publiques et ses salaires, ce qu'elle ne souhaite pas. Les exigences contradictoires des pays excédentaires (rester excédentaires, être remboursés) conduisent l'ensemble de la zone euro à la dépression. Heureusement, pour l'économie européenne, que ni la France, ni l'Italie ne tiennent guère leurs *engagements européens* et que le Royaume-Uni n'y est pas soumis.

Peut-on imposer à la Grèce de continuer à respecter ses *engagements européens*, qui l'ont mené à une dépression profonde ? De réduire sa dette à 60 % du PIB en 20 ans ?

L'effort à réaliser dépend de l'écart entre le taux d'intérêt payé sur la dette (1,9 % en 2014) et le taux de croissance nominal du PIB (-1,2 % en 2014). Même si la Grèce parvenait à un surcroît de croissance tel que son taux de croissance soit égal au taux d'intérêt auquel elle s'endette, elle devrait verser chaque année 6 % de son PIB ; cette ponction déséquilibrerait son économie et briserait sa croissance. Tant sur le plan économique que sur le plan social, on ne peut demander au peuple grec un effort supplémentaire.

La Grèce serait-elle un pays émergent que la solution serait évidente : une forte dévaluation et un défaut sur la dette. *A contrario*, la zone euro ne peut se maintenir sans solidarité entre pays et sans un tournant dans ses politiques économiques. L'Europe ne peut demander au nouveau gouvernement grec de maintenir un programme d'austérité sans perspective, de renoncer à son programme électoral pour mettre en œuvre la politique négociée par le gouvernement précédent qui a échoué. Un refus de compromis conduirait au pire : une épreuve de force, le blocage financier de la Grèce, sa sortie de la zone

euro et peut-être de l'UE. Les peuples auraient, à juste titre, le sentiment que l'Europe est un carcan, que les votes démocratiques ne comptent pas. En sens inverse, il sera difficile pour les pays du Nord et pour la Commission de renoncer à leurs exigences : un contrôle étroit des politiques budgétaires nationales, les objectifs de réduction des dettes et des déficits publics, la conditionnalité des aides, les politiques de privatisation et de réformes structurelles.

Le programme de Syriza comporte la reconstitution de la protection sociale, des services publics, d'un niveau de vie acceptable des retraités et salariés, mais aussi, très clairement, la réforme fiscale, la lutte contre la corruption et la mauvaise gouvernance, la recherche d'un nouveau mode de développement, basé sur un renouveau productif et la réindustrialisation, impulsés par l'Etat et par un secteur bancaire rénové, basés sur l'investissement public et privé. C'est un chemin ambitieux qui suppose de lutter contre l'avidité et l'inertie des classes dominantes et de mobiliser la société tout entière, mais c'est le seul porteur d'avenir.

La seule solution est un compromis, qui ouvre la porte à une nouvelle politique en Europe. Distinguons la question grecque de la question européenne. Les institutions européennes doivent accepter de négocier une restructuration de la dette grecque. Cette dette, de 317 milliards d'euros, est aujourd'hui détenue pour 32 milliards par le FMI, pour 223 milliards par la BCE, le Fonds européen de stabilité financière, les autres États membres, soit à 80 % par des institutions publiques. Ceci a permis au secteur privé de se délester des titres grecs, mais n'a guère aidé l'économie grecque. La Grèce bénéficie déjà de taux d'intérêt avantageux et de larges délais de remboursement [\[2\]](#). Compte tenu du bas niveau des taux d'intérêt aujourd'hui et de l'appétence des investisseurs financiers pour la dette publique sans risque de la plupart des États membres, il n'est pas besoin de faire défaut sur la dette grecque ; il suffit de la restructurer et

de la garantir. Il faut éviter que, chaque année, la Grèce soit dans la situation de devoir rembourser et refinancer un montant excessif de dettes, donc d'être à la merci des marchés financiers ou de nouvelles négociations avec la troïka. La Grèce a besoin d'un accord de long terme, basé sur la confiance réciproque.

Ainsi, l'Europe devrait-elle donner du temps au peuple grec, le temps que son économie se redresse. Il faut rendre soutenable la dette grecque en la transformant en dette garantie à très long terme, éventuellement cantonnée dans le Mécanisme européen de stabilité, de sorte qu'elle soit protégée de la spéculation. Cette dette pourrait être financée par des euro-obligations à des taux très faibles (0,5% à 10 ans ou même à des taux légèrement négatifs en émettant des titres indexés sur l'inflation). Ainsi, les contribuables européens ne seront pas mis à contribution et la charge de la dette grecque sera acceptable. C'est surtout la croissance de l'économie grecque qui doit permettre la baisse du ratio dette/PIB. Le remboursement doit être limité et, comme le propose la Grèce, dépendre de la croissance (par exemple être nul tant que la croissance en volume n'atteint pas 2%, puis 0,25 point de PIB par point de croissance supplémentaire). Les accords avec la Grèce doivent être revus pour permettre au nouveau gouvernement de mettre en œuvre son programme de redressement social puis productif. Deux axes doivent guider la négociation : la responsabilité de la situation étant partagée entre la Grèce et l'Europe, chacun doit assumer sa part du fardeau (les banques ayant déjà subi un défaut partiel) ; il faut permettre à la Grèce de sortir de sa profonde dépression, ce qui suppose à court terme de soutenir la consommation, à moyen terme d'impulser et de financer le renouveau productif.

La France devrait soutenir la proposition de Syriza d'une conférence européenne de la dette, car le problème n'est pas uniquement grec. L'expérience grecque ne fait qu'illustrer les

dysfonctionnements structurels de la gouvernance économique de l'Europe et les défis auxquels sont confrontés tous les États membres. Une transformation de cette gouvernance s'impose pour sortir de la crise économique, sociale et politique dans laquelle est engluée la zone euro. Il faut résolument accentuer le tournant pris avec le plan Juncker (soutien à l'investissement de 315 milliards en 3 ans) et le programme d'assouplissement quantitatif de la BCE (1 140 milliards en 18 mois).

Les dettes publiques des pays de la zone euro doivent être garanties par la BCE et l'ensemble des États membres. Pour les résorber, la BCE doit maintenir durablement le taux long nettement en dessous du taux de croissance, ce qui nécessitera de taxer les activités financières et de contrôler l'orientation des crédits bancaires pour éviter le gonflement de bulles spéculatives. Au lieu de la baisse des dépenses publiques et sociales, l'Europe doit coordonner la lutte contre la concurrence fiscale et l'évasion fiscale des plus riches et des firmes multinationales. Le carcan budgétaire insoutenable imposé par le Pacte de stabilité ou le Traité budgétaire européen doit être remplacé par une coordination des politiques économiques visant le plein-emploi et la résorption des déséquilibres entre pays de la zone. Enfin, l'Europe doit proposer une stratégie de sortie de crise basée sur la hausse de la demande interne dans les pays excédentaires, la coordination des politiques salariales, le soutien aux investissements préparant la transition écologique et sociale. Le défi est là aussi important. Il faut repenser l'organisation des politiques économiques en Europe pour permettre aux pays de mener des politiques différentes et autonomes, mais coordonnées. Ce n'est qu'ainsi que la zone euro pourra survivre et prospérer.

---

[1] Dont près de la moitié ont été utilisés par l'Etat grec pour secourir le système bancaire grec.

[2] De plus, les Etats membres et la BCE lui remboursent les gains qu'ils réalisent sur leurs titres grecs.

---

# L'austérité sans fin ou comment l'Italie se retrouve piégée par les règles européennes ?

par Raul Sampognaro

Si le budget présenté par la France est en net décalage vis-à-vis des règles de la gouvernance budgétaire de la zone euro (voir sur ce sujet les posts récents d'[Henri Sterdyniak](#) et de [Xavier Timbeau](#)), l'Italie est aussi sur la sellette. Toutefois, les situations française et italienne ne sont pas directement comparables et le cas de l'Italie pourrait s'avérer autrement plus contraignant que celui de la France, reflétant à nouveau les effets pervers de la nouvelle gouvernance européenne. Si, contrairement à la France, l'Italie n'est plus en PDE (Procédure de déficit excessif) puisque, depuis 2012, son déficit budgétaire se situe au seuil de 3 %, elle reste, dans le cadre du volet préventif du Pacte, sous surveillance renforcée au regard du critère de la dette. Sa dette de 127 points de PIB est très largement au-dessus du niveau de 60 % retenu par les règles européennes et, selon son Objectif de Moyen Terme (OMT), l'Italie doit revenir à un

déficit proche de l'équilibre.

Alors que le déficit budgétaire français pour 2015 serait le plus élevé de l'ensemble de la zone euro (hors pays sous programme[1]), depuis les dernières annonces du 28 octobre, l'Italie affiche un déficit de 2,6 %, ce qui ne devrait pas déclencher une nouvelle procédure de déficit excessif (PDE). Toutefois, le volet préventif du Pacte contraint l'Italie sur l'évolution de son solde structurel :

– (i) au titre de la *convergence vers l'OMT*, l'Italie doit assurer un ajustement structurel de 0,5 point par an pendant 3 ans (*i. e.* réduire son déficit structurel de 0,5 point par an)

– (ii) si le déficit structurel défini dans l'OMT n'est pas suffisant pour atteindre un niveau de dette publique de 60 % à horizon de 20 ans, le pays doit fournir un effort supplémentaire au titre du *critère de dette*. Or, selon les dernières prévisions de la Commission, l'Italie doit fournir un effort structurel moyen annuel de 0,7 point en 2014 et 2015.

Or, le gouvernement table sur une *dégradation* du solde structurel de 0,3 point en 2014 qui serait suivie d'une *amélioration* de 0,4 point pour l'année 2015.

Ainsi, alors que selon la Commission les traités demandent à l'Italie un effort cumulé de 1,4 point au cours des années 2014 et 2015 (le gouvernement italien estime quant à lui que cet effort devrait plutôt être de 0,9 point), l'Italie annonce une *amélioration* de son solde structurel de 0,1 point pendant la période, soit un écart de 1,3 point avec celui demandé par la Commission. De ce point de vue, l'Italie s'écarte donc encore plus des exigences européennes que la France et devra se justifier sur l'absence d'ajustement structurel. Par ailleurs, l'Italie ne devrait pas atteindre son OMT en 2015

alors que le Conseil avait recommandé, à l'issue du semestre européen en juillet 2014, de conserver la cible de 2015.

L'Italie est le premier pays à être contraint par le *critère de dette* et sert de laboratoire à l'application des règles, en démontrant certains de leurs effets pervers. En effet, l'ajustement requis au titre du *critère de dette* évolue en fonction de plusieurs paramètres, dont certains n'étaient pas prévus par le législateur lui-même. Par exemple, le montant de l'ajustement dépend d'une prévision du ratio Dette nominale/PIB nominal à l'issue de la phase de transition. Or, la baisse des prix actuellement en cours en Italie réduit la prévision de PIB nominal pour les trois prochaines années, sans aucun changement de politique budgétaire. Ainsi, le critère de dette se durcit mécaniquement sans aucune action du gouvernement, augmentant sans fin le besoin d'ajustement structurel au fur et à mesure que les nouveaux ajustements induisent plus de déflation. De plus, les procédures pour constater les déviations par rapport au critère de dette sont plus lentes car le contrôle s'effectue essentiellement *ex-post* sur la base des déviations cumulées observées sur deux ans. Toutefois, l'ampleur de la déviation annoncée par le gouvernement italien pourrait déclencher des procédures dès le contrôle *ex ante*. Rappelons cependant que, contrairement à la France, l'Italie n'est pas actuellement en procédure. Celle-ci devrait donc être ouverte avant d'envisager que des sanctions soient requises à l'encontre de l'Italie. Cette étape préalable et nécessaire donne du temps au gouvernement italien pour prendre les mesures adéquates ou pour justifier les dérives à l'OMT.

Par ailleurs, le volet préventif prévoit plus de possibilités de dérive que le volet correctif de la PDE. En plus de la clause de situation économique exceptionnellement défavorable, l'Italie peut arguer de réformes structurelles majeures qui permettraient d'améliorer la soutenabilité future de la dette. Ce dernier argument qui est aussi mobilisé par le gouvernement



français n'est pas prévu dans le texte de la PDE (la Commission pourrait accepter un peu de flexibilité). Ici, cependant, le gouvernement Renzi capitalise sa réputation de réformateur bien supérieure à celle du gouvernement français.

Les deux gouvernements ont demandé l'application de la clause de situation économique défavorable pour pouvoir rompre leurs engagements. La Commission pourrait être plus sensible à la demande italienne parce que sa situation économique est dégradée : l'Italie cumule trois ans de baisse de son PIB, et celle-ci s'est poursuivie au 1<sup>er</sup> semestre 2014. Le PIB reste 9 points en dessous de son pic d'avant-crise alors qu'en France il est supérieur d'un point. Les derniers indicateurs d'enquêtes, comme de production industrielle ne laissent pas augurer d'une reprise à court terme. Enfin, l'Italie est en déflation.

En résumant, si l'écart italien semble plus important que celui de la France, le cas italien pourrait bénéficier d'une plus grande indulgence. Les procédures appliquées à chacun des deux pays diffèrent et donnent plus de temps à l'Italie avant que d'éventuelles sanctions puissent être appliquées. La volonté réformatrice italienne pourrait être mieux appréciée par la Commission que celle de la France. Enfin, ce qui est le plus important dans la discussion, la situation économique italienne est nettement plus grave, en récession ininterrompue depuis l'été 2011 et avec des prix en baisse.

Mais, dans un cas comme dans l'autre, le pacte renforcé, qu'il soit correctif ou préventif implique des ajustements structurels sans fin. L'Italie nous montre que la sortie de la procédure de déficit excessif demande de continuer encore les efforts, au nom du critère de dette. Si la France sort en 2017 de la PDE, sa dette sera selon les prévisions du gouvernement de l'ordre de 100 % du PIB. Elle devra alors continuer un ajustement toujours supérieur à 0,5 %. La confirmation de la déflation rendra les règles du pacte encore plus récessives et

absurdes. Parce qu'au final, le pacte budgétaire qui devait préserver l'euro en chassant les passagers clandestins pourrait aboutir à le faire éclater par la récession à durée indéterminée.

---

[\[1\]](#) La Grèce, l'Irlande et le Portugal ont bénéficié d'une aide européenne et ont à ce titre fait l'objet d'une surveillance conjointe de la BCE, du FMI et de l'Union européenne. L'Irlande et le Portugal sont désormais sortis de leur plan de sauvetage.

---

# Lettonie : adieu lats, bonjour euro

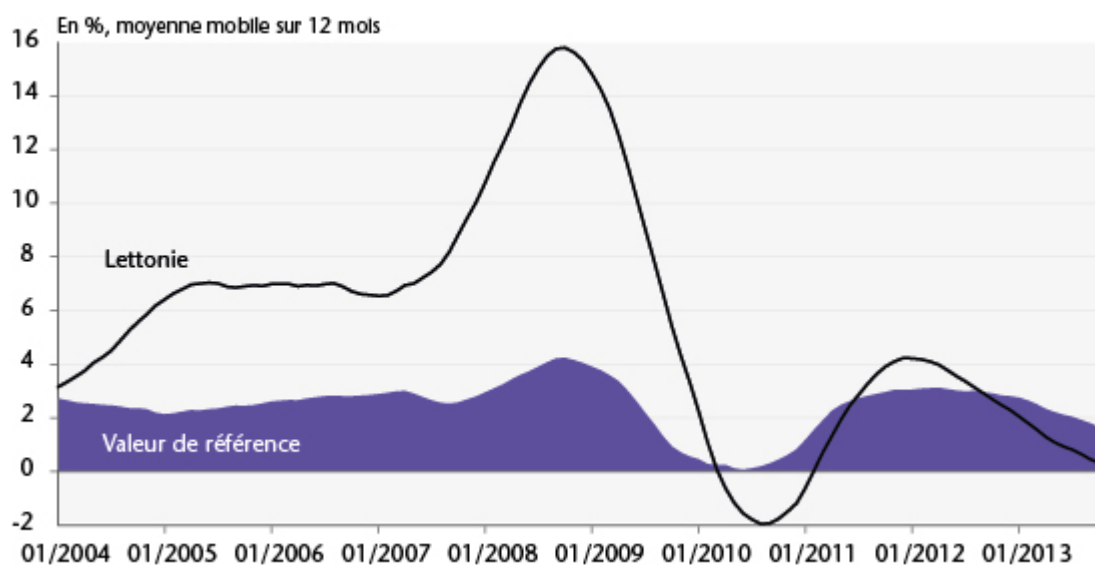
par [Céline Antonin](#)

Le 1<sup>er</sup> janvier 2014, deux ans après son voisin estonien, la Lettonie deviendra le 18<sup>e</sup> pays membre de la zone euro. Du point de vue européen, l'entrée de la Lettonie, qui ne pèse que 0,2 % du PIB de la zone euro, dans le « club de l'euro » peut sembler anecdotique. Cette intégration est avant tout un symbole politique ; elle vient couronner les efforts budgétaires et monétaires consentis par le pays, durement touché par la crise de 2008-2009 qui a amputé son PIB de près d'un cinquième.

Dans l'urgence, fin 2008, le pays avait demandé une aide internationale au FMI et à l'Union européenne, laquelle lui avait été accordée en échange d'un plan d'austérité drastique.

Cette aide internationale, de l'ordre de 7,5 milliards d'euros, avoisinait alors 1/3 de son PIB. De ce fait, la dette publique a fortement progressé entre 2007 et 2012, passant de 9 % à 40 % du PIB. Le pays a dû se résoudre à mettre en œuvre une purge budgétaire afin de renforcer sa compétitivité et de réduire son déficit public, en baissant drastiquement les dépenses publiques, les salaires et les pensions de retraite. Cette stratégie de dévaluation interne a conduit à une forte désinflation, ce qui a permis à la Lettonie de remplir l'objectif de stabilité des prix du MCE II (graphique). Conformément à l'avis du FMI, elle a tenu bon sur son objectif d'adhérer rapidement à la zone euro en refusant catégoriquement d'utiliser l'arme de la dévaluation externe pour sortir de la crise. Ainsi, elle a poursuivi sa politique de change fixe par rapport à l'euro, ininterrompue depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2005.

Graphique : Stabilité des prix en Lettonie au regard du critère d'inflation



En 2011, la croissance est revenue, essentiellement tirée par la demande externe des pays nordiques et de la Russie. Quant au déficit public, il est passé de 9,8 % du PIB en 2009 à 1,3 % en 2012. Les taux d'emprunt sur le marché obligataire ont baissé, ce qui a permis au pays de n'emprunter que 4,4 milliards d'euros (sur les 7,5 milliards d'euros prévus) et de rembourser sa dette au FMI avec trois années d'avance). La

dette publique s'est donc stabilisée autour de 40 %. En outre, la Lettonie a respecté la cible d'inflation sur la période de référence pour décider de son adhésion ou non à la zone euro. Ce sont ces éléments qui ont conduit l'Union européenne à donner son feu vert en juin 2013.

L'arrivée de la Lettonie est-elle purement anecdotique ? Pas tout à fait. Tout d'abord, la Lettonie n'a pas encore effacé les stigmates de la crise ; en 2012, le PIB était inférieur, en termes réels, à son niveau de 2007. En outre, si le taux de chômage a été quasiment divisé par deux depuis 2009, il représente encore 11,9 % de la population active et surtout, sa baisse est en partie liée à une forte émigration. Mais surtout, comme l'a souligné la BCE dans son rapport sur la convergence, près d'un tiers des dépôts bancaires (pour un montant de 7 milliards d'euros) sont détenus par des non-résidents, notamment originaires de Russie. A l'instar de l'exemple chypriote, cela fait peser un fort risque sur la stabilité bancaire en cas de crise, avec de potentielles fuites de capitaux. A l'heure où le projet d'Union bancaire achoppe sur l'hétérogénéité des systèmes bancaires en zone euro, cela nous montre, une fois encore, que la logique d'intégration économique est décidément bien difficile à concilier avec les choix politiques d'élargissement. Que ce soit à l'échelle de la zone euro ou à l'échelle de l'Union européenne, il est temps pour l'Europe de faire un choix clair entre ces deux logiques antagonistes.

---

# Angela : sois malheureuse dans une alliance heureuse !

par François-Xavier Fauconau, Ségolène Guinard, Ivon Lalova, François Petitjean et Emmanuelle Rica (étudiants à HEC) [\[1\]](#)

Pas d'euro-bonds « tant que je serai en vie », avait déclaré la Chancelière allemande en juin dernier. Sa réélection, le 22 septembre, renforce l'opposition allemande à l'émission par la BCE d'euro-obligations, titres qui permettraient de mutualiser la dette des différents Etats de la zone euro, de la Grèce à l'Allemagne. Ces coups de sang médiatiques masquent pourtant des initiatives qui ressemblent à s'y méprendre à des tentatives de mutualisation de dettes européennes. En 2012, une expérimentation sur les project bonds a été lancée par la Commission européenne sur la base de 230 millions d'euros. Or ceux-ci peuvent constituer un outil efficace de la politique de cohésion de la zone et un pas vers une intégration croissante.

Certains font des project bonds des « bébés euro-bonds » [\[2\]](#). En fait de rejetons de la mutualisation de la dette, il s'agirait plutôt d'emprunts souscrits en commun par les États membres de la zone euro auprès d'investisseurs privés. Ces ressources financières seront investies dans des projets visant à l'amélioration des infrastructures, des transports, de l'approvisionnement énergétique et des technologies de l'information et de la communication. La responsabilité du bon remboursement de ces project-bonds demeure aux mains de la Commission. Bien que la souscription collective rende ces bonds semblables aux euro-bonds, la finalité des dépenses est pré-définie dans le cas des Project bonds alors qu'elle serait destinée à financer les dépenses publiques au sens large pour les euro-bonds.

Par ailleurs une mutualisation de fonds provenant des membres de la zone européenne a déjà été utilisée au plus fort de la crise. En effet, le Mécanisme de stabilité européen (MES),

décidé à la suite de la crise grecque en décembre 2010 et entré en vigueur en octobre 2012, a créé une institution capable de lever des fonds sur les marchés financiers. Sa dotation devrait atteindre 700 milliards d'euros d'ici 2018, chaque pays membre contribuant au prorata de son PIB. Cet outil, accouché dans la douleur après deux ans de tractations, n'échappe pas aux critiques adressées aux euro-bonds : une crise prolongée pourrait conduire les marchés à attaquer la solidarité européenne en essayant de « faire sauter la banque », largement financée par l'Allemagne et la France.

Pourtant émettre des obligations au niveau européen permettrait de rendre la dette des pays en crise plus liquide et d'engager une vraie réflexion sur l'équilibre des budgets nationaux et le rôle de la Banque centrale européenne.

Les opposants, dont Jens Weidmann, Président de la Bundesbank s'est fait le porte-parole, redoutent la perte de souveraineté. Certes, mutualiser la dette des Etats membres conduirait à une responsabilité budgétaire partagée entre les Etats, et donc à un droit de regard de l'ensemble de l'Union lors de l'établissement du budget national. Mais, la souveraineté nationale n'a-t-elle pas déjà été entamée – comme en témoigne la situation du Portugal et de la Grèce soumis à des restructurations pour obtenir un financement ?

Derrière cet argument se cache, en fait, la considération de l'intérêt particulier des Etats.

Pourquoi augmenter le prix de son financement en aidant des pays périphériques ? Pourquoi impliquer d'autres Etats dans les décisions d'un Etat souverain ? Par civisme et conviction européenne ! Car comme nous enseigne Thucydide dans son récit de La Guerre du Péloponnèse... au Ve siècle avant J.C. : « une [union] sert mieux les intérêts de ses membres en étant d'aplomb dans son ensemble, que prospère en chacun de ses membres individuellement, mais chancelant collectivement. Un [pays] peut voir sa situation prendre un cours favorable : si

son [alliance] va à la ruine, il n'en est pas moins entraîné dans sa perte ; tandis que malheureux dans une [alliance] heureuse, il se tire beaucoup mieux d'affaires ».

---

[1] Ce texte a été rédigé sous la direction [d'Anne-Laure Delatte](#) dans le cadre du cours « Macroéconomie mondiale » de la majeure Alter Management d' HEC.

[2] Expression empruntée à « Eurobonds, project bonds, ... qu'est-ce que c'est ? », 23 Mai 2012, *Lemonde.fr*

---

# France : moins d'austérité, plus de croissance

par [Eric Heyer](#)

Ce texte résume [les perspectives 2013-2014 de l'OFCE pour l'économie française](#).

En 2013, l'économie française devrait croître de 0,2 % en moyenne annuelle, ce qui lui permettrait de retrouver en fin d'année son niveau de production atteint six ans plus tôt, soit celui de fin d'année 2007. Cette performance médiocre est très éloignée du chemin qu'aurait dû normalement emprunter une économie en sortie de crise.

Le potentiel de rebond de l'économie française était pourtant important : une croissance spontanée moyenne de près de 2,6 % l'an sur la période 2010-2013 était possible et aurait permis à la France d'annuler la perte de production accumulée au cours des années 2008-2009. Mais cette « reprise » a été freinée, principalement par la mise en place de plans d'économies budgétaires en France et dans l'ensemble des pays européens. Pour la seule année 2013, cette stratégie budgétaire aura amputé l'activité en France de 2,4 points de PIB.

La prise de conscience de l'existence de multiplicateurs budgétaires élevés a été tardive : elle a eu lieu une fois que les plans d'austérité eurent produit leurs effets négatifs sur la croissance. A la fin mai 2013, elle a poussé les autorités européennes à offrir un délai supplémentaire à six pays de l'Union, dont la France, en vue de corriger leur déficit excessif. L'allègement des exigences de la Commission constitue un ballon d'oxygène et permet au gouvernement d'amoindrir les mesures d'austérité pour 2014. Selon le budget présenté à l'automne 2013, l'effet interne de l'austérité serait ainsi atténué de 0,5 point entre 2013 et 2014, et puisque nos partenaires mènent eux aussi des politiques moins restrictives, un supplément de demande externe est anticipé. Au total, c'est donc près d'un point de croissance qui serait regagné en 2014 par rapport à 2013, grâce à l'allègement de la rigueur et ce, malgré des multiplicateurs budgétaires toujours élevés.

Dans ces conditions, la croissance devrait être de 1,3 % en 2014 en moyenne annuelle. En s'établissant à un rythme toujours inférieur à son potentiel, la croissance attendue accentuera le retard de production accumulé depuis 2008 et continuera à dégrader le marché du travail. Le taux de chômage en France métropolitaine augmenterait légèrement pour s'établir à 10,9 % fin 2014.

La contrepartie à l'allègement de la rigueur est un déficit



public plus élevé que ce qui avait été initialement programmé. Le déficit public s'établirait à 3,5 % du PIB en 2014, après avoir atteint 4,1 % en 2013 et la dette brute des administrations publiques frôlerait 95 % du PIB l'année prochaine.

---

# Espagne : une stratégie perdant-perdant

par Danielle Schweisguth

*A l'heure où le FMI reconnaît publiquement avoir sous-estimé l'impact négatif des ajustements budgétaires sur la croissance économique européenne, l'Espagne s'apprête à publier le chiffre de son déficit public pour 2012. Il devrait se situer autour de 8% du PIB en première estimation – mais pourrait être revu à la hausse comme ce fut le cas en 2011 – alors que l'objectif négocié avec la Commission européenne est de 6,3%. Tandis que la détresse sociale est à son comble, seul un retour durable de la croissance permettrait à l'Espagne de résoudre ses difficultés budgétaires par la hausse des rentrées fiscales. Or la politique de rigueur imposée par l'Europe retarde le retour de la croissance économique. Et le niveau du multiplicateur budgétaire espagnol, compris entre 1,3 et 1,8 selon nos estimations, rend inefficace la politique de restriction budgétaire puisqu'elle ne permet pas de réduire sensiblement le déficit et maintient le pays en récession.*

A l'heure où le [FMI](#) reconnaît publiquement avoir sous-estimé l'impact négatif des ajustements budgétaires sur la croissance économique européenne – le fameux multiplicateur budgétaire – l'Espagne s'apprête à publier son déficit public pour l'année

2012. Ce dernier devrait se situer autour de 8% du PIB en première estimation, mais pourrait être revu à la hausse comme ce fut le cas en 2011. Si l'on exclut les aides financières versées au secteur bancaire qui ne sont pas prises en compte dans la procédure de déficit excessif, le déficit est réduit à 7% du PIB. Ce chiffre reste au dessus de l'objectif officiel de 6,3%, âprement négocié avec la Commission européenne. Rappelons que jusqu'en septembre 2011, l'objectif initial de déficit pour l'année 2012 était de 4,4% du PIB. Ce n'est qu'après la mauvaise surprise liée à la publication d'un déficit pour l'année 2011 de 8,5% (qui sera plus tard révisé à 9,4%) – largement au-dessus de l'objectif officiel pour 2011 de 6% du PIB – que le gouvernement nouvellement élu de Mariano Rajoy a demandé à la Commission européenne un premier assouplissement. L'objectif bruxellois de déficit a alors été fixé à 5,3% du PIB pour 2012. Puis en juillet 2012, les fortes tensions sur les taux souverains espagnols – ils s'approchaient des 7% – ont conduit le gouvernement à négocier avec la Commission un report de l'objectif de 3% en 2014 et un objectif de déficit de 6,3% du PIB en 2012.

**Tableau. Croissance, impulsion budgétaire et déficit public en Espagne**

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Croissance du PIB, en %	3,5	0,9	-3,7	-0,3	0,4	-1,4
Impulsion budgétaire, en % du PIB	0,6	1,0	1,3	-2,2	-0,9	-3,3
Déficit public*, en % du PIB	1,9	-4,5	-11,2	-9,7	-9,4	-8,0

\* Le déficit public comprend les aides financières versées au système bancaire.

Sources : Ministerio de Hacienda y Administraciones Publicas, prévisions OFCE pour 2012.

Mais chercher à réduire le déficit public de 2,6 points de PIB alors que le cycle économique est très dégradé s'est avéré une stratégie inefficace et contre-productive. Aussi le résultat n'est pas à la hauteur des efforts engagés, pourtant loués par les autorités européennes à maintes reprises. L'accumulation de plans d'austérité d'ampleur historique pendant trois années consécutives (2010, 2011 et 2012) n'a conduit qu'à une très faible amélioration du solde budgétaire (tableau). Le déficit a été réduit de 3,2 points en trois ans, quand deux années de crise ont suffi pour qu'il se creuse de 13,3 points (de 2007 à

2009). L'impulsion budgétaire a été de -2,2 points de PIB en 2010, de -0,9 point en 2011 et de -3,3 points en 2012, soit 6,4 points de PIB d'efforts budgétaires cumulés (68 milliards d'euros). Mais la crise a précipité l'effondrement du marché immobilier et considérablement fragilisé le système bancaire. Depuis, le pays est plongé dans une profonde récession : le PIB recule de 5,7% depuis le premier trimestre 2008, ce qui le place à un niveau inférieur de 12% par rapport à son niveau potentiel (sous l'hypothèse d'une croissance potentielle de 1,5% par an) et le chômage frappe 26% de la population active et 56% des jeunes.

La dégradation de la situation économique de l'Espagne a fortement pesé sur les rentrées fiscales. Entre 2007 et 2011, les recettes fiscales espagnoles ont connu la chute la plus importante de tous les pays de la zone euro. De 38% du PIB en 2007, elles sont tombées à 32,4% en 2011, malgré les hausses de TVA (2 points en 2010 et 3 points en 2012), l'augmentation des taux d'imposition sur le revenu et la hausse des taxes foncières en 2011. Les hausses d'impôts successives n'ont que faiblement atténué l'effet dépressif de l'effondrement des assiettes fiscales. Les recettes de TVA enregistrent une chute vertigineuse de 41% en termes nominaux entre 2007 et 2012, tout comme l'impôt sur le revenu et la fortune (-45%). En comparaison, la baisse de la pression fiscale en zone euro a été beaucoup plus modeste : de 41,2% du PIB en 2007 à 40,8% en 2011. Enfin, l'envolée du chômage a mis à mal les comptes de la sécurité sociale qui sera déficitaire à hauteur de 1 point de PIB en 2012 pour la première fois de son histoire.

Pour compenser la chute des recettes fiscales, le gouvernement espagnol a dû prendre des mesures drastiques de restriction des dépenses pour tenter de respecter ses engagements : baisse de 5% du salaire des fonctionnaires puis suppression de leur prime de Noël, gel des embauches dans la fonction publique et passage de la semaine de travail de 35 à 37 heures et demi (sans compensation salariale), passage de 65 à 67 ans de l'âge

légal de la retraite et gel des pensions (2010), réduction des indemnités chômage pour les chômeurs de plus de sept mois et baisse des indemnités de licenciement de 45 jours par année d'ancienneté à 33 jours (20 si l'entreprise est déficitaire). Tandis que leur revenu stagnait ou baissait, les ménages espagnols ont été confrontés à une hausse considérable du coût de la vie : hausse de 5 points de la TVA, augmentation des tarifs de l'électricité (28% en deux ans et demi), hausse des taxes sur le tabac et baisse du taux de remboursement des médicaments (les retraités paieront 10% du prix et les actifs entre 40% et 60% selon leur revenu).

La situation sociale en Espagne est très préoccupante. La pauvreté a augmenté (de 23% de la population en 2007 à 27% en 2011 selon Eurostat) ; les ménages ne parvenant pas à payer leurs traites se font expulser de leur logement ; le chômage de longue durée a explosé (9% de la population active) ; les jeunes chômeurs forment une génération sacrifiée et les plus diplômés s'expatrient. La hausse de la TVA en septembre resserre la contrainte budgétaire des ménages : les dépenses alimentaires ont baissé en septembre et en octobre 2012 de respectivement 2,3% et 1,8% en glissement annuel. Par ailleurs le système sanitaire espagnol souffre des coupes budgétaires (-10% en 2012), qui conduisent à la fermeture des services d'urgence la nuit dans des dizaines de municipalités et à l'allongement des listes d'attente pour une intervention chirurgicale (de 50 000 personnes en 2009 à 80 000 en 2012), avec un délai d'attente moyen de près de 5 mois.

La détresse sociale est ainsi à son comble. Le mouvement des indignés a conduit des millions d'Espagnols dans la rue au cours de l'année 2012, dans des manifestations souvent violemment réprimées par les forces anti-émeutes. La région de Catalogne, la plus riche mais aussi la plus endettée d'Espagne, menace de faire sécession, au grand dam du gouvernement espagnol. Le gouvernement catalan a voté le 24 janvier une motion sur la souveraineté de cette région,

premier pas d'un processus d'autodétermination qui pourrait déboucher sur un référendum en 2014.

Seul un retour durable de la croissance permettra à l'Espagne de résoudre ses difficultés budgétaires par la hausse des rentrées fiscales. Mais le durcissement des conditions de financement de la dette souveraine espagnole depuis l'été 2012 contraint le gouvernement à renforcer la politique de rigueur, ce qui retarde le retour de la croissance économique. Et la Commission européenne n'accepte de fournir une aide financière à l'Espagne qu'à la condition que celle-ci renonce, au moins partiellement, à sa souveraineté en matière budgétaire, ce à quoi le gouvernement de Mariano Rajoy ne se résigne toujours pas. L'initiative de la Commission européenne, dont les détails seront publiés au printemps, concernant l'exclusion des dépenses d'investissement du calcul du solde public pour les pays proches de l'équilibre budgétaire va dans le bon sens ([El Pais](#)). Mais cette règle ne s'appliquerait qu'aux sept pays où le déficit budgétaire est inférieur à 3% du PIB (l'Allemagne, le Luxembourg, la Suède, la Finlande, l'Estonie, la Bulgarie et Malte), laissant de côté les pays où la situation économique est la plus dégradée. La prise de conscience des drames sociaux qui se jouent derrière les médiocres performances économiques devrait conduire à une réflexion plus respectueuse des droits fondamentaux des citoyens européens. Par ailleurs, l'OFCE a montré dans le [rapport iAGS 2013](#) qu'une stratégie de rigueur mesurée (restrictions budgétaires limitées à 0,5 point de PIB chaque année) est plus efficace du double point de vue de la croissance et de la réduction des déficits, pour les pays comme l'Espagne où les multiplicateurs budgétaires sont très élevés (entre 1,3 et 1,8 selon nos estimations).

---

# La récession n'est pas une fatalité

par Marion Cochard, Bruno Ducoudré et Danielle Schweisguth

La vague de froid sur les prévisions d'automne se poursuit avec la publication par la Banque centrale européenne de ses dernières prévisions. En révisant à la baisse ses perspectives de croissance pour la zone euro (-0,3% en 2013 contre +0,9% prévu en septembre), la BCE pointe à son tour l'austérité renforcée et l'impact croissant de l'incertitude sur les marchés financiers. Force est de constater que la vigueur de la consolidation budgétaire paralyse la croissance en zone euro par le jeu des multiplicateurs budgétaires sans pour autant parvenir à rétablir la confiance. Dans ce billet, nous montrons que l'enchaînement récessif dans lequel s'enlise la zone euro n'est pas une fatalité.

Dans la première édition du [rapport iAGS 2013](#), élaborée en partenariat avec les instituts allemand IMK et danois ECLM, l'OFCE propose une stratégie alternative aux politiques de consolidation budgétaire actuelles. Celle-ci permet de retrouver de la croissance à moyen terme, tout en respectant les engagements budgétaires européens. Comme l'a montré Jérôme Creel dans son dernier billet « [Une autre politique budgétaire est-elle possible pour la France ?](#) », il existe des marges de manœuvre budgétaires compatibles avec le cadre actuel des traités.

Sous l'égide de la Commission européenne, les pays européens se sont engagés à poursuivre de 2013 à 2015 des programmes d'austérité d'une ampleur considérable, surtout si l'on tient compte de l'effort déjà réalisé. Hormis l'Allemagne, dont l'impulsion budgétaire cumulée sera quasi nulle, la plupart des pays européens prévoient de diminuer leur déficit structurel primaire de plus de 2 points de PIB entre 2012 et

2015 (de -1,4 point pour la Finlande à -7,5 points pour la Grèce, cf. tableau).

**Tableau. Impulsions budgétaires cumulées en zone euro**

En points de PIB

	Alle- magne	France	Italie	Espa- gne	Pays- Bas	Belgi- que	Grèce	Portu- gal	Irlan- de	Autri- che	Finlan- de
2010-2012	0,1	-4,1	-4,7	-7,0	-2,3	-1,5	-18,3	-9,1	-8,3	-1,1	-3,3
2013-2015	-0,3	-2,9	-2,1	-4,2	-2,9	-2,2	-7,5	-2,6	-5,7	-1,8	-1,4

Source : Données Eurostat, simulations iAGS.

Ces ajustements s'inscrivent dans un contexte conjoncturel très dégradé, marqué par l'austérité budgétaire des années 2010 à 2012 : la croissance de la zone euro serait de -0,4 % pour 2012 et -0,3 % en 2013. Or, selon un ensemble de travaux théoriques et empiriques récents [\[1\]](#), les multiplicateurs budgétaires sont d'autant plus grands que le cycle économique est creusé. Dans ce contexte, la rapidité et l'ampleur de l'ajustement budgétaire sont particulièrement coûteuses en termes de croissance et contre-productives en matière d'assainissement des finances publiques [\[2\]](#). Favoriser le retour de la croissance en atténuant l'austérité permettrait aux économies de la zone euro de sortir de leur spirale récessive, marquée par une forte hausse du chômage.

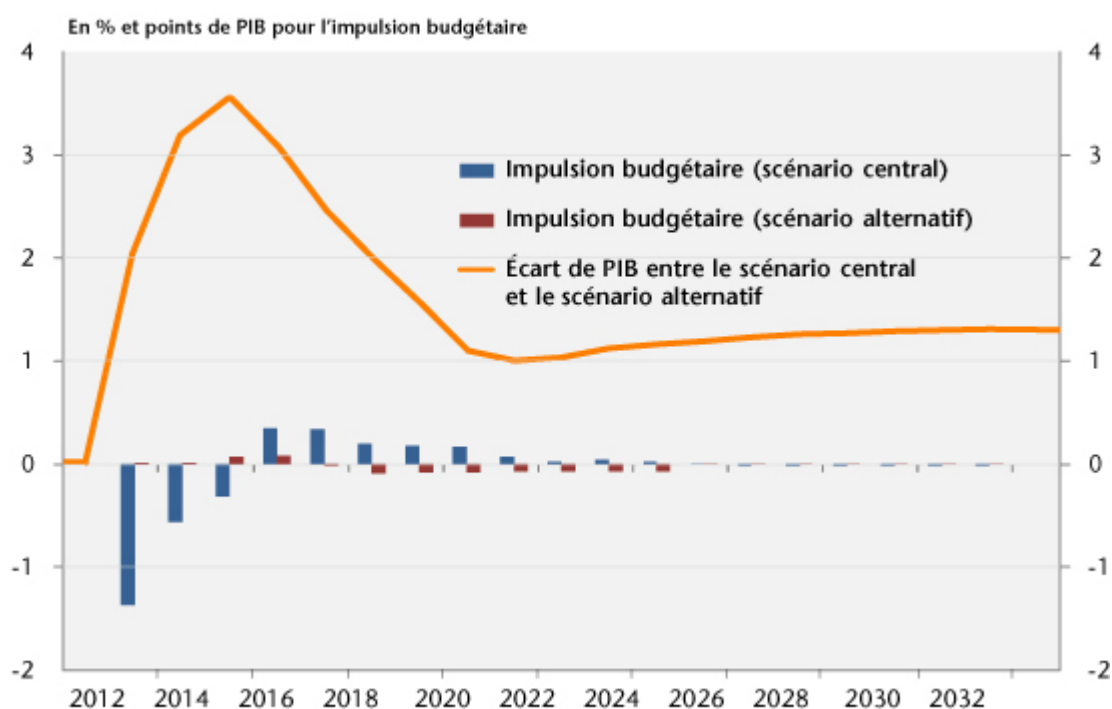
Afin d'élaborer cette stratégie alternative, nous avons procédé, à partir du modèle iAGS, à des simulations sur un horizon de 20 ans pour les pays de la zone euro. Celles-ci ont été réalisées en deux étapes :

1. Dans notre scénario central, nous avons intégré les plans de restriction budgétaire annoncés par les différents pays à l'horizon 2015. A partir de 2016, nous avons calculé les impulsions budgétaires nécessaires pour atteindre une dette de 60 % à l'horizon 2032, en limitant le niveau de ces impulsions à +/- 0,5 point de PIB par an. Comme le montre le graphique 1 (scénario central), l'ajustement structurel réalisé entre 2010 et 2015 est suffisamment important dans la plupart des pays

pour permettre un assouplissement de la politique économique à partir de 2016, tout en respectant le critère de dette en 2032.

2. Pour chaque pays, nous avons ensuite arrêté une stratégie budgétaire alternative en étalant dans le temps la réduction du déficit structurel. Cette stratégie consiste à procéder dès 2013 à des impulsions budgétaires d'un montant plus limité en valeur absolue que celles annoncées par les gouvernements actuels (au maximum +/- 0,5 point de PIB par an), et ce jusqu'à ce que l'ajustement soit suffisant pour atteindre l'objectif de dette de 60% du PIB en 2032. Cette stratégie conduit à un ajustement budgétaire plus mesuré pour les pays de la zone euro en difficulté et à des impulsions budgétaires légèrement positives dans les pays dont la trajectoire de dette est bien orientée (Allemagne, Finlande, Italie). Sur l'ensemble de la zone, l'impulsion budgétaire est quasi-nulle en 2013 et 2014 et l'essentiel de l'ajustement budgétaire est réparti entre 2017 et 2024.

**Graphique 1. Impulsions budgétaires et écart de PIB entre les scénarii central et alternatif**



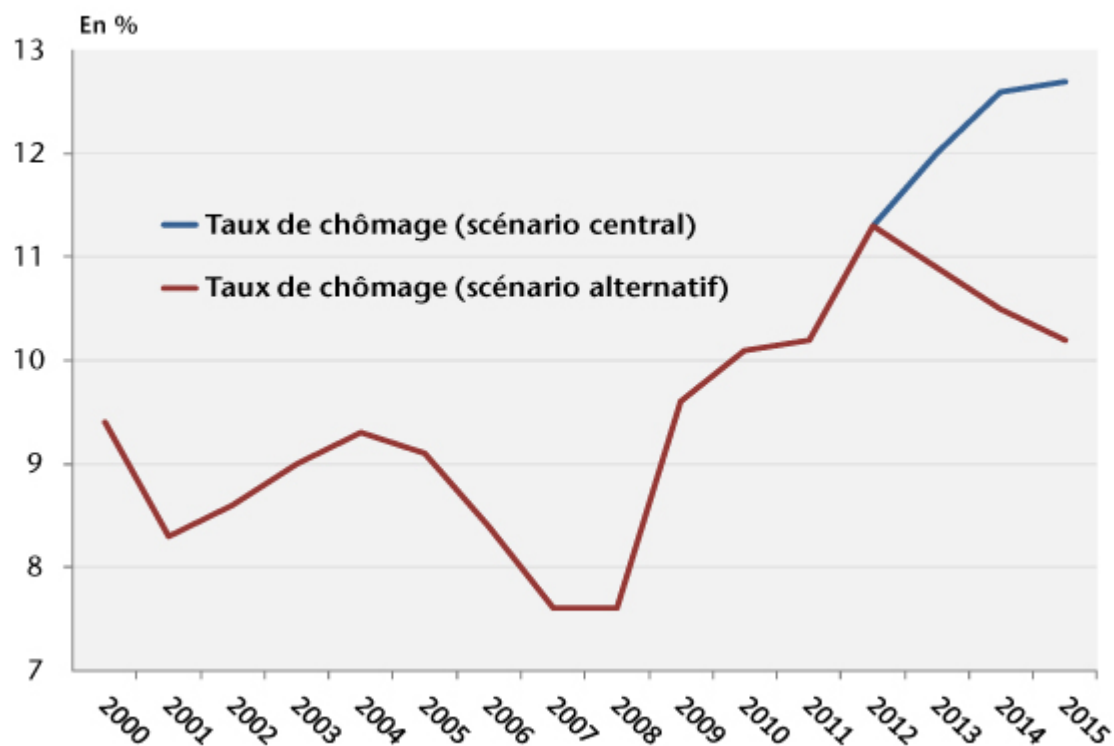
Source : iAGS, calcul des auteurs.



Le graphique 1 montre l'écart du PIB en niveau entre les deux scénarii. Limiter le montant des impulsions budgétaires permet d'atteindre un niveau de PIB plus élevé et reste compatible avec un objectif de dette à 60 % du PIB en 2032 (scénario alternatif). L'efficacité de la consolidation budgétaire se trouve renforcée lorsqu'elle est réalisée dans un contexte moins défavorable à l'activité. Cette stratégie permet d'atteindre le même objectif de dette avec un ajustement budgétaire cumulé inférieur de 50 milliards d'euros à celui du scénario central.

Selon nos calculs, le scénario alternatif permettrait de retrouver 2 % de croissance en zone euro dès 2013, contre -0,3 % si les politiques budgétaires prévues étaient menées à bien. Le regain d'activité dynamiserait le marché du travail et permettrait au taux de chômage de se retourner en 2013 et de revenir à 10,2 % en 2015, contre 12,8 % si les politiques d'austérité persistaient, ce qui représenterait 3 millions de chômeurs en moins à l'horizon 2015.

**Graphique 2. Taux de chômage dans la zone euro, scénarii central et alternatif**



Source : Données Eurostat, simulation iAGS.

---

[\[1\] Une revue récente de la littérature sur les multiplicateurs budgétaires : la taille compte !](#)

[\[2\] Que valent les multiplicateurs budgétaires aujourd'hui ?](#)

---

# Une revue récente de la littérature sur les multiplicateurs budgétaires : la taille compte !

Par [Eric Heyer](#)

Les multiplicateurs budgétaires à court terme sont-ils sous-estimés? La croyance que l'on peut réduire brutalement les déficits par une restriction budgétaire sans peser sur les perspectives d'activités, voire en les améliorant à moyen terme est-elle fondée ? C'est à cette interrogation que le FMI tente de répondre dans son dernier [rapport sur les Perspectives mondiales](#). Le Fonds consacre un encadré à la sous-estimation des multiplicateurs budgétaires au cours de la crise de 2008. Alors qu'il les évaluait à un niveau proche de 0,5 en moyenne dans les pays développés jusqu'en 2009, le FMI les échelonne aujourd'hui de 0,9 à 1,7 depuis la Grande récession.

Cette réévaluation de la valeur du multiplicateur, dont [X. Timbeau propose une lecture intéressante](#) sur la base d'un multiplicateur « apparent corrigé », s'appuie sur de nombreux

travaux réalisés par des chercheurs du FMI sur la question et notamment celui de [Batini, Callegari et Melina \(2012\)](#). Dans cet article, les auteurs tirent trois enseignements sur la taille des multiplicateurs budgétaires en zone euro, aux Etats-Unis et au Japon :

1. le premier est qu'une consolidation budgétaire graduelle et lissée est préférable à une stratégie de réduction des déséquilibres publics trop rapide et agressive.
2. Le deuxième enseignement est que l'impact sur l'économie d'une consolidation budgétaire sera d'autant plus violent que l'économie se situe en récession : selon les pays étudiés, la différence est au minimum de 0,5 et peut aller au-delà de 2. Ce constat se retrouve également dans une autre étude du FMI ([Corsetti, Meier et Müller \(2012\)](#)) et s'explique par le fait, qu'en « temps de crise » de plus en plus d'agents économiques (ménages, entreprises) sont soumis à une contrainte de liquidité à très court terme, entretenant la spirale récessive et empêchant la politique monétaire de fonctionner.
3. Enfin, les multiplicateurs associés aux dépenses publiques sont très largement supérieurs à ceux observés sur les impôts : dans une situation récessive, à 1 an, ils s'échelonnent de 1,6 à 2,6 dans le cas d'un choc sur les dépenses publiques alors qu'ils sont compris entre 0,2 et 0,4 dans les cas d'un choc sur les impôts. Pour la zone euro par exemple, le multiplicateur à 1 an s'élève à 2,6 dans le cas de l'utilisation des dépenses publiques comme instrument de consolidation budgétaire et à 0,4 si l'instrument est l'impôt.

Les chercheurs du FMI ne sont pas les seuls à s'interroger sur le bien-fondé de cette stratégie de consolidation budgétaire alors que la crise économique persiste. Deux chercheurs de Berkeley, Alan [J. Auerbach](#) et [Yuriy Gorodnichenko](#) corroborent, dans un working paper du NBER de 2012, l'idée

selon laquelle les multiplicateurs sont supérieurs en récession qu'en phase d'expansion. [Dans une deuxième étude](#) publiée dans l'American Economic Journal, ces deux mêmes auteurs affirment qu'un choc sur la dépense publique aurait un impact 4 fois plus important sur l'activité s'il se réalise en basse conjoncture (2,5) plutôt qu'en haut de cycle économique (0,6). Ce résultat est confirmé sur données américaines par trois chercheurs de l'Université de Saint Louis à Washington ([Fazzari et al \(2011\)](#)) ainsi que par deux économistes de l'Université de Munich ([Mittnik et Semmler \(2012\)](#)). Cette asymétrie se retrouve également sur données allemandes dans le travail réalisé par un universitaire de Cambridge et un chercheur de la Deutsche Bundesbank, [Baum et Koester \(2011\)](#).

De son côté, un chercheur de Stanford, [Hall \(2009\)](#), affirme quant à lui que la taille du multiplicateur double et s'élève à près de 1,7 lorsque le taux d'intérêt réel est proche de zéro, caractéristique d'une économie en bas de cycle comme cela est le cas aujourd'hui dans de nombreux pays développés. Ce constat est partagé par deux chercheurs de Berkeley et de Harvard, [DeLong et Summers \(2012\)](#), par deux chercheurs de la FED, [Erceg et Lindé \(2012\)](#), par ceux de l'[OCDE \(2009\)](#), par ceux de la [Commission Européenne \(2012\)](#) et par des travaux théoriques récents ([Christiano, Eichenbaum et Rebelo \(2011\)](#), [Woodford \(2010\)](#)). Lorsque les taux nominaux sont bloqués par la condition de non nullité, les taux d'intérêts réels anticipés augmentent. La politique monétaire ne peut plus atténuer une restriction budgétaire et devient même restrictive et ce d'autant que les anticipations de prix s'ancrent sur la déflation.

Comme le notait déjà [J. Creel sur ce blog](#), sur l'instrument à utiliser, entre dépenses publiques ou impôt, d'autres économistes du FMI associés à des confrères de la Banque centrale européenne (BCE), de la Réserve fédérale américaine (FED), de la Banque du Canada, de la Commission européenne (CE) et de l'Organisation pour la coopération et le

développement économique (OCDE), ont comparé leurs évaluations dans un article publié en janvier 2012 dans *American Economic Journal : Macroeconomics* ([Coenen G. et alii \(2012\)](#)). Selon ces 17 économistes, sur la base de 8 modèles macroéconométriques différents (principalement des DSGE) pour les Etats-Unis, et de 4 modèles pour la zone euro, la taille de nombreux multiplicateurs est grande, particulièrement pour les dépenses publiques et les transferts ciblés. Ainsi, les effets multiplicateurs dépassent l'unité si la stratégie porte sur la consommation publique ou les transferts ciblés sur des agents spécifiques et sont supérieurs à 1,5 sur l'investissement public. Pour les autres instruments, les effets restent positifs mais compris entre 0,2 pour les impôts sur les sociétés à 0,7 pour les impôts sur la consommation. Ce constat est également partagé par la [Commission Européenne](#) (2012) qui indique que le multiplicateur budgétaire est plus important si la consolidation est fondée sur les dépenses publiques, et l'investissement public en particulier. Ces résultats confirment ceux publiés 3 ans auparavant par l'[OCDE \(2009\)](#) ainsi que ceux réalisés par des économistes de la banque d'Espagne pour la zone euro ([Burriel et al \(2010\)](#)) ou par la Deutsche Bundesbank sur données allemandes ([Baum et Koester \(2011\)](#)). Sans infirmer ce résultat, l'étude de [Fazzari et al \(2011\)](#) introduit toutefois une nuance : selon leurs travaux, le multiplicateur associé aux dépenses publiques serait bien supérieur à celui observé sur les impôts mais uniquement lorsque l'économie se situe en bas de cycle. Ce résultat s'inverserait dans une situation de croissance plus favorable.

Par ailleurs, des chercheurs de la London School of Economics (LSE) et de l'université de Maryland, [Ilzetzki, Mendoza et Vegh \(2009\)](#) mettent en avant dans leurs évaluations sur l'économie américaine, une valeur du multiplicateur budgétaire forte pour l'investissement public (1,7) et supérieure à celle obtenue avec la consommation publique. Ce résultat est proche de celui obtenu par d'autres chercheurs du FMI ([Freedman, Kumhof, Laxton et Lee \(2009\)](#)).

Dans la littérature récente, seuls les travaux d'Alesina, économiste à Harvard, semblent contredire ce dernier point : en observant 107 plans de consolidation budgétaire, menée dans 21 pays de l'OCDE au cours de la période 1970-2007, Alesina et ses co-auteurs ([Ardagna en 2009](#) et [Favero et Giavazzi en 2012](#)), en déduisent que d'une part les multiplicateurs peuvent être négatifs et d'autre part que les consolidations budgétaires axés sur les dépenses sont associés à des récessions mineures et de courte durée alors que celles fondées sur l'impôt sont associés à une récession et profonde et prolongée. Outre l'importance accordée à des expériences particulières de restriction budgétaire (pays scandinaves, Canada) et qui ne se retrouvent pas lorsqu'on inclut l'ensemble des expériences de restriction (ou d'expansion) budgétaire, les travaux empiriques d'Alesina *et al* souffrent d'un problème d'endogénéité dans la mesure de la restriction budgétaire. La notion d'impulsion narrative permet d'éviter cette endogénéité. Par exemple, lors d'une bulle immobilière (et plus généralement en cas de forts gains en capital), le surplus de recettes fiscales lié aux transactions immobilière se traduit par une baisse du déficit structurel, ces recettes n'étant pas conjoncturelles (au sens où l'élasticité des recettes au PIB devient très supérieure à 1). Sont associés alors une phase d'expansion (en lien avec la bulle immobilière) et une réduction du déficit structurel, renforçant artificiellement la thèse selon laquelle réduction du déficit public peut entraîner une hausse de l'activité, alors que la causalité est inverse.

A l'exception des travaux d'Alesina, un large consensus émerge des derniers travaux théoriques et empiriques existants dans la littérature économique : une politique de consolidation budgétaire est préférable en période de reprise de l'activité et est pernicieuse voire inefficace lorsque l'économie est à l'arrêt ; si celle-ci doit être menée en période de basse conjoncture, une augmentation des impôts serait moins néfaste à l'activité qu'une réduction des dépenses publiques... des

préconisations qui figuraient dans [Creel, Heyer et Plane \(2011\)](#).